

# Triển vọng TTCK 2025

## Hành trình khởi sắc

Chúng tôi dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2025 ở mức **1,460 điểm**, tương ứng với mức tăng 16.7% của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX, vùng P/E mục tiêu là 14.6 lần (theo cách tính P/E của Bloomberg), tương đương mức ở thời điểm cuối 2024 và thấp hơn mức bình quân 10 năm ở 16.6.

Bối cảnh vĩ mô năm 2025 tiềm ẩn nhiều bất định khi bắt đầu nhiệm kỳ mới của Donald Trump, có thể đi kèm với nhiều xáo trộn về dòng chảy thương mại, môi trường lãi suất và tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Dù vậy, các phân tích của chúng tôi cho thấy năm 2025 nhiều khả năng sẽ là 1 năm ổn định về vĩ mô đối với Việt Nam ở góc độ tỷ giá (USD/VND tăng 1-2%), và lãi suất (mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ 0.3%-0.5% ở nhóm ngân hàng quốc doanh). Kết hợp với mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định của các doanh nghiệp niêm yết nhờ nền kinh tế tăng trưởng cao, TTCK Việt Nam được kỳ vọng sẽ có 1 năm khởi sắc.

Rủi ro và xu hướng biến động giằng co được dự báo sẽ còn duy trì trong quý đầu năm, đặc biệt khi thị trường có các phản ứng tiêu cực với tác động thực tế từ các chính sách mới của ông Trump được thể hiện qua đà tăng của chỉ số DXY và lợi suất Trái phiếu Chính phủ Mỹ. Mặc dù vậy, bất kỳ nhịp điều chỉnh đáng kể nào trong giai đoạn này sẽ là cơ hội để nhà đầu tư tích lũy cổ phiếu cơ bản tốt ở vùng giá thấp.

Các theme đầu tư chính được chúng tôi lựa chọn cho năm 2025 bao gồm: Nâng hạng thị trường, Làn sóng đầu tư công nghệ, Đầu tư công, Thu hút vốn FDI, Tăng trưởng xuất khẩu.

Từ góc độ triển vọng ngành, trong 2025, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng các ngành Ngân hàng, Chứng khoán, Bất động sản, BĐS Khu công nghiệp, Dầu khí, Bán lẻ, Cảng biển, Hàng không, Xây dựng, Điện, Công nghệ và Dệt may (*Chi tiết về triển vọng ngành xem thêm ở phần VI của báo cáo*).

Trần Đức Anh  
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường  
anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến  
Chuyên viên chiến lược đầu tư  
tiens@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận  
Chuyên viên chiến lược đầu tư  
thuannd@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh  
Chuyên viên vĩ mô  
linhpp@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang  
Chuyên viên vĩ mô  
trangnt6@kbsec.com.vn

30/12/2024

## **NỘI DUNG**

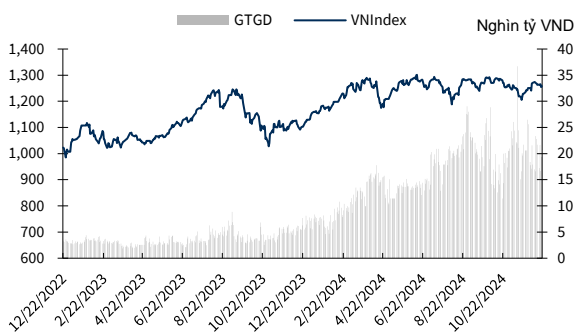
<b>I. TRIỂN VỌNG TTCK 2025</b>	<b>3</b>
<b>II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>	<b>6</b>
<b>III. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ TTCK</b>	<b>9</b>
1. Donald Trump 2.0	9
2. Áp lực tỷ giá hạ nhiệt, mặt bằng lãi suất tăng nhẹ	12
<b>IV. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ</b>	<b>15</b>
1. Nâng hạng thị trường	16
2. Làn sóng đầu tư vào công nghệ	18
3. Đầu tư công	21
4. Trump 2.0 – triển vọng nhóm xuất khẩu và dòng vốn FDI	25
5. Dòng vốn FDI	26
<b>V. DANH MỤC ĐẦU TƯ MẪU</b>	<b>30</b>
<b>VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH</b>	<b>31</b>

## I. Triển vọng TTCK 2025

### TTCK Việt Nam có diễn biến hồi phục trong năm 2024

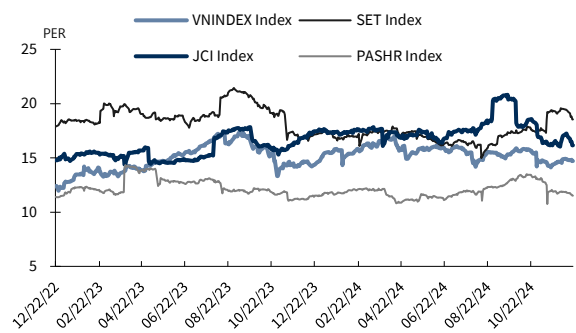
TTCK Việt Nam có diễn biến tăng điểm trong năm 2024 với xu hướng tăng tập trung ở giai đoạn quý 1 (chỉ số VNIndex tăng 14%) nhờ tiếp nối đà phục hồi kéo dài từ cuối 2023 trong bối cảnh mặt bằng lãi suất ở mức thấp và triển vọng vĩ mô, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp khả quan. Trong phần còn lại của năm, chỉ số VNIndex trải qua các nhịp tăng/giảm biến động đan xen khi chịu tác động bởi nhiều yếu tố trái chiều, nổi bật là vấn đề tỷ giá, và động thái bán ròng của khối ngoại. Tính đến hết phiên 26/12, chỉ số VNIndex tăng 12.5% về điểm số trong khi giá trị giao dịch tăng 23% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



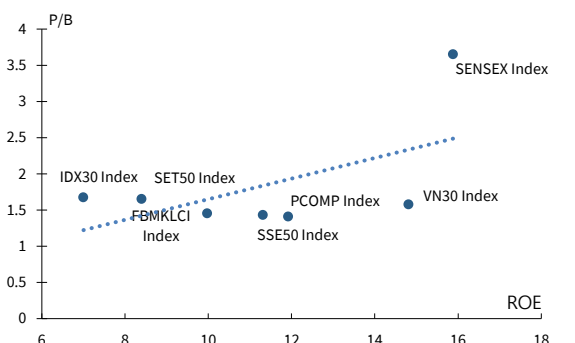
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



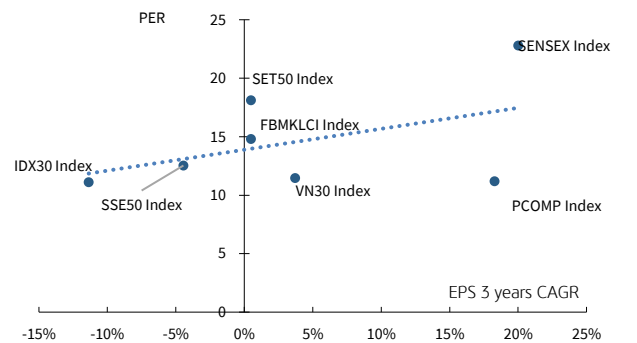
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Đối với triển vọng TTCK cả năm 2025, chúng tôi cho rằng sẽ có 3 yếu tố chính định hình xu hướng TTCK Việt Nam, bao gồm (được phân tích kỹ hơn trong các phần sau của báo cáo):

**Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục xu hướng tăng trưởng tích cực**

Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS bình quân toàn HSX đạt 16.7% trong năm 2025 so với cùng kỳ với nhờ bối cảnh vĩ mô thuận lợi bao gồm: **(1)** Chính sách tiền tệ với xu hướng nới lỏng là chủ đạo và ưu tiên duy trì mật bằng lãi suất thấp để hỗ trợ doanh nghiệp; **(2)** Kế hoạch đầu tư công, hạ tầng chiến lược, tầm nhìn đến 2030-2035; **(3)** Các bộ Luật sửa đổi nhằm tháo gỡ vướng mắc về vận hành, pháp lý; **(4)** và các yếu tố khác như tăng trưởng thương mại, thu hút vốn FDI, xu hướng đẩy mạnh đầu tư vào Việt Nam ở lĩnh vực công nghệ, dữ liệu – AI.

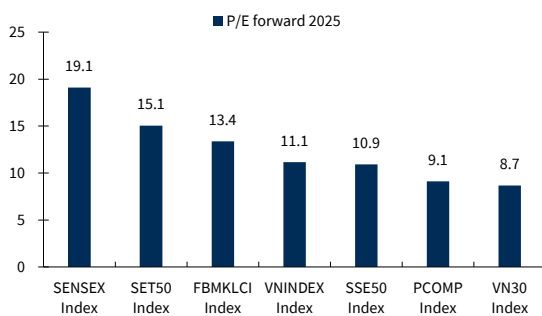
**Donald Trump 2.0 gây áp lực tăng lên DXY, tuy nhiên nhiều yếu tố cơ bản giúp kiềm hãm đà tăng của chỉ số này trong năm 2025**

Sau năm 2024 tăng mạnh, chỉ số DXY được kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2025 và kết thúc năm ở mức 108-110, qua đó hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư trong nước, giúp khối ngoại mua ròng trở lại, và ổn định vấn đề tỷ giá. Các yếu tố giúp DXY hạ nhiệt trong năm sau bao gồm: FED hạ lãi suất 2 lần trong năm 2025, tình trạng thâm hụt ngân sách ở Mỹ thêm trầm trọng, chỉ số DXY đang ở vùng cao, và tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ không quá vượt trội so với phần còn lại của thế giới như được chứng kiến trong năm 2024.

**Áp lực tỷ giá hạ nhiệt, mật bằng lãi suất tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp**

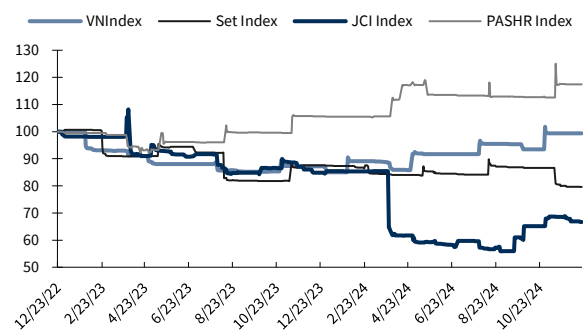
Trong năm 2025, chúng tôi dự báo các điều kiện vĩ mô có phần ổn định hơn về nửa cuối năm, dù giai đoạn đầu năm vẫn có thể còn nhiều xáo trộn. Cụ thể, tính cho cả năm 2025, áp lực tỷ giá sẽ không quá căng thẳng với tỷ giá USD/VND tăng 1-2% so với cuối năm 2024, trong khi mật bằng lãi suất chỉ tăng nhẹ và vẫn ở vùng thấp so với lịch sử. Trong đó, lãi suất huy động tăng 0.3%-0.5% ở nhóm ngân hàng quốc doanh và mức tăng có phần cao hơn ở nhóm ngân hàng thương mại. Về cơ bản, đây là điều kiện thuận lợi để dòng tiền có thể quay trở lại TTCK và nâng mức định giá P/E của chỉ số VNIndex cao hơn so với hiện tại.

**Biểu đồ 5. P/E forward 2025 các thị trường**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Dự phóng chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2025 ở 1,460**

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex đạt mức 1,460 điểm, tương ứng mức tăng trưởng EPS toàn thị trường 16.7% (như phân tích ở phần sau báo cáo), và mức định giá P/E của VNIndex đi ngang so với thời điểm cuối 2024 ở mức 14.6 lần (thấp hơn mức bình quân 10 năm gần nhất là 16.6 lần).

Về mặt tích cực, các yếu tố thúc đẩy sự cải thiện định giá P/E của chỉ số VNIndex trong năm 2025 bao gồm: mật bằng lãi suất trong nền kinh tế vẫn sẽ

duy trì ở mức thấp so với lịch sử (với mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ 0.3-0.5%, trong khi lãi suất cho vay đi ngang hoặc tăng nhẹ); Việt Nam được nâng hạng thị trường theo FTSE; và bối cảnh tăng trưởng vĩ mô tích cực.

Dù vậy, bối cảnh 2025 cũng tồn tại nhiều biến số rủi ro khó lường liên quan đến nhiệm kỳ mới của ông Trump, sự suy yếu của kinh tế Trung Quốc, các xung đột địa chính trị lan rộng... Theo đó, chúng tôi duy trì mức P/E kỳ vọng năm 2025 ở 14.6 lần và sẽ cập nhật trong các báo cáo tiếp theo.

## II. Hoạt động kinh doanh

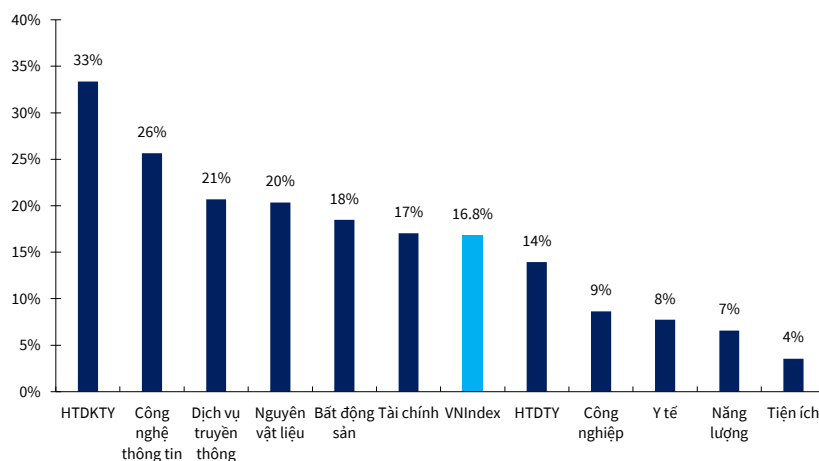
Chúng tôi đưa ra dự báo tăng trưởng EPS bình quân toàn HOSE đạt ngưỡng 16.7% trong năm 2025, tăng 3.7 điểm % so với mức tăng của năm 2024.

Chúng tôi dự phóng EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE trong năm 2025 có thể đạt mức tăng trưởng là 16.7% YoY, tăng 3.7 điểm % so với mức dự báo của năm 2024 mà KBSV đã đưa ra trong báo cáo chiến lược gần nhất.

Tính đến hết quý 3/2024, EPS trailing 12 tháng của VNINDEX tăng 10% YTD, tiến sát mức dự phóng cả năm 2024 của KBSV là 13% YoY. Đây là mức tăng trưởng tương đối tích cực, trong bối cảnh diễn biến vĩ mô trên thế giới có nhiều biến động, tổng cầu suy yếu và bất ổn địa chính trị gia tăng. Trong năm 2025, KBSV cho rằng tăng trưởng EPS bình quân toàn HOSE sẽ được nới rộng hơn nữa với động lực dẫn dắt chủ yếu đến từ nhóm các doanh nghiệp đầu ngành, vốn hóa lớn. Nhóm doanh nghiệp này phần lớn đã vượt qua giai đoạn khó khăn về tình hình tài chính, cũng như trong hoạt động sản xuất kinh doanh, đang trong giai đoạn tái cơ cấu, tập trung nguồn lực trở lại để tăng tốc tiến trình phục hồi, qua đó đóng góp lớn vào xu hướng cải thiện chung.

Bước sang năm 2025, các chính sách mang tính chất hỗ trợ tiếp tục được tập trung, định hướng như: **(1)** Chính sách tiền tệ với xu hướng nới lỏng là chủ đạo và ưu tiên duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ doanh nghiệp; **(2)** Kế hoạch đầu tư công, hạ tầng chiến lược, tầm nhìn đến 2030-2035 và; **(3)** Các bộ Luật sửa đổi nhằm tháo gỡ vướng mắc về vận hành, pháp lý. Bên cạnh yếu tố chính sách, động lực tăng trưởng 2025 còn đến từ các yếu tố khác như tăng trưởng thương mại, thu hút vốn FDI, xu hướng đầu tư vào Việt Nam ở lĩnh vực công nghệ, dữ liệu – AI.

**Biểu đồ 7. Dự phóng tăng trưởng EPS 2025 so với cùng kỳ**



Nguồn: Bloomberg

**Tăng trưởng giữa các nhóm ngành có sự phân hoá nhẹ**

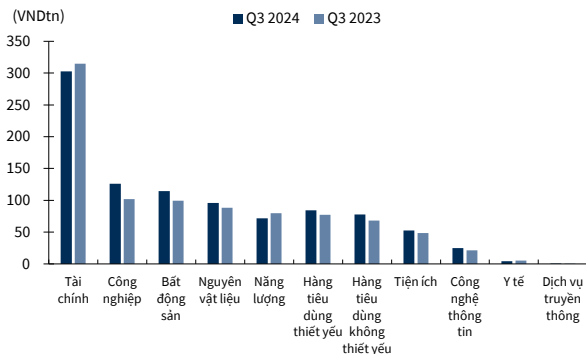
Dựa trên mức dự phóng của Bloomberg và theo ước tính của các công ty chứng khoán khác, bộ phận phân tích của KBSV đưa ra mức dự báo tăng trưởng EPS các nhóm ngành (Biểu đồ 7).

Đẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận chung toàn thị trường trong năm 2025 là nhóm ngành Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+33% YoY) nhờ tiêu dùng trong nước được cải thiện. Đáng chú ý doanh nghiệp đầu ngành MWG kỳ vọng tiếp tục xu hướng tăng trưởng mạnh sau giai đoạn tái cơ cấu 2022-2023, trong khi nhóm xuất khẩu (dệt may, thủy sản) cũng hưởng lợi từ nhu cầu với hàng hoá Việt Nam gia tăng (trong bối cảnh Mỹ - Trung xung đột thương mại).

Công nghệ thông tin đứng thứ hai với dự báo tăng trưởng lợi nhuận có thể chạm mốc 26% YoY, khi mà bức tranh 2025 cho thấy Việt Nam sẽ có những điểm đột phá về lĩnh vực Công nghệ, AI và Trung tâm Dữ liệu, trong đó tăng trưởng dẫn đầu tiếp tục được kỳ vọng là FPT.

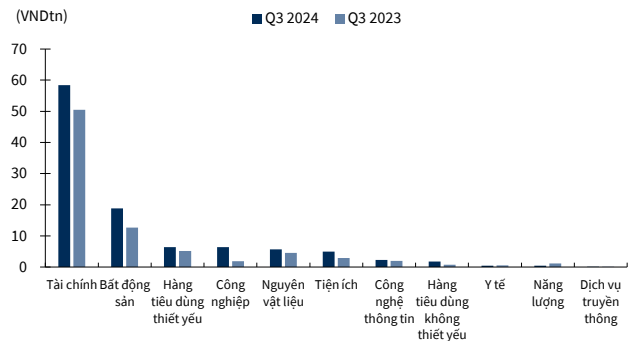
Các nhóm cổ phiếu có tỷ trọng vốn hóa cao khác như Nguyên vật liệu, Bất động sản và Tài chính được KBSV dự phóng có thể đạt mức tăng trưởng lợi nhuận từ 17-20% sang 2025. Trong đó, đáng chú ý là các doanh nghiệp Bất động sản với kỳ vọng có thể hưởng lợi từ việc tháo gỡ các vướng mắc về mặt pháp lý, trong khi nhóm ngành tài chính với ngành ngân hàng tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản trong bối cảnh vĩ mô dần tích cực.

**Biểu đồ 8. Doanh thu Q3 2024 so với cùng kỳ**



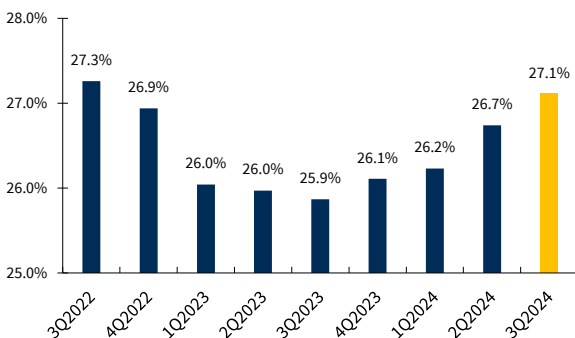
Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 9. Lợi nhuận Q3 2024 so với cùng kỳ**



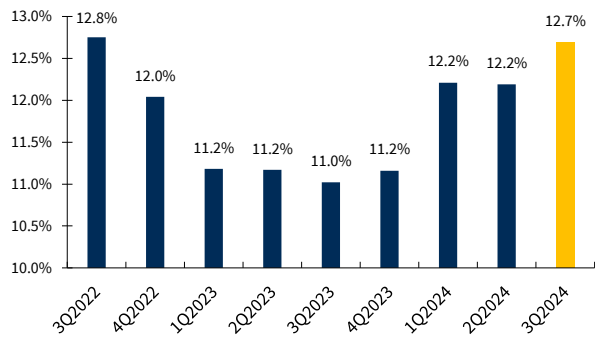
Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 10. Biên lợi nhuận gộp trung bình toàn VNINDEX**



Nguồn: Fiipro

**Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận ròng trung bình trên toàn VNINDEX**



Nguồn: Fiipro

**KQKD quý 3 cho thấy giai đoạn khó khăn nhất của các doanh nghiệp đã qua đi**

Về KQKD 3Q/2024, tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng nhẹ ở mức 5.5% YoY, trong khi lợi nhuận cải thiện mạnh với mức tăng +29% YoY. Diễn biến này cho thấy biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng đã có sự cải thiện mạnh trong quý 3, và trên thực tế đã tăng dần đều kể từ khi chạm đáy vào giữa 2023 (Biểu đồ 10 và 11). Như vậy, có thể đánh giá giai đoạn khó khăn nhất của doanh nghiệp đã dần qua đi, với các cấu phần chi phí lớn như chi phí tài chính và vận hành đã được tập trung cắt giảm và tối ưu. KBSV cho rằng, với cơ cấu tài chính dần ổn định và quy trình sản xuất đang dần được tối ưu, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trên HOSE sẽ sớm có cơ hội bước vào pha phục hồi mạnh khi các yếu tố vĩ mô khả quan trở lại.



### III. Bối cảnh vĩ mô và TTCK

#### 1. Donald Trump 2.0

Nhiệm kỳ tiếp theo của tổng thống Donald Trump (2025 – 2028) được dự báo rằng sẽ có nhiều biến động khó lường và tạo ra sự thay đổi đáng kể đối với nền kinh tế toàn cầu. Trong bối cảnh đó, thị trường chứng khoán Việt Nam được đánh giá sẽ chịu tác động bởi 2 yếu tố: (1) Sức mạnh đồng USD; (2) Chính sách thuế quan đối với Việt Nam (sẽ phân tích kỹ hơn ở phần chủ đề đầu tư).

**Chỉ số DXY Index được dự báo tăng nhẹ trong năm 2025**

Chỉ số DXY được dự báo sẽ chỉ tăng nhẹ lên vùng 108.x-110.x trong năm 2025, sau khi đã có mức tăng vượt trội gần 7% trong năm 2024. Trong đó, các yếu tố trọng yếu tác động đến đồng USD bao gồm: FED cắt giảm lãi suất, thâm hụt ngân sách ở Mỹ, chỉ số DXY tăng mạnh trong năm 2024 phản ánh nhiều yếu tố kỳ vọng, kinh tế Mỹ không còn quá vượt trội so với phần còn lại, và chính sách thuế quan.

**Bảng 1. Các yếu tố tác động đến sức mạnh đồng USD**

Đánh giá của KBSV		
Yếu tố tác động	Tác động đến sức mạnh đồng USD	Ghi chú
FED sẽ thận trọng hơn trong kế hoạch cắt giảm lãi suất		Theo CME FedWatch, thị trường dự báo FED sẽ chỉ có 1 lần hạ lãi suất trong năm 2025
Thâm hụt ngân sách tại Mỹ đang ở mức cao		Dự báo thâm hụt ngân sách của Mỹ 2025 sẽ đạt 1,9 nghìn tỷ đô la (6,5% GDP, tương đương mức thâm hụt năm 2024)
Chỉ số DXY đang ở một mức nền cao		Chỉ số DXY đang ở vùng đỉnh 2 năm (108.x), chúng tôi cho rằng mức tăng này đã một phần phản ánh kỳ vọng của thị trường về những tác động của các chính sách sẽ được đưa ra dưới nhiệm kỳ thứ 2 của tổng thống D.Trump.
Kinh tế Mỹ không quá vượt trội so với phần còn lại của thế giới		Kinh tế Mỹ vững mạnh vài năm trở lại đây, vượt xa dự báo của các nhà kinh tế học và cũng vượt trội so với phần còn lại của thế giới. Dù vậy, nhiều dấu hiệu cho thấy sự vượt trội này sẽ khó tiếp tục duy trì trong năm 2025.
Chính sách thuế quan		Việc áp thuế bổ sung với các hàng hóa nhập khẩu sẽ gây áp lực khiến lạm phát cao. Tuy nhiên, kỳ vọng việc áp thuế của Trump sẽ tương đối linh hoạt

Trung lập
Tác động tăng

Nguồn: KBSV

**FED sẽ thận trọng hơn trong kế hoạch cắt giảm lãi suất**

Với các chính sách bảo hộ của D.Trump, kinh tế Mỹ dự báo sẽ đạt được đà tăng trưởng ổn định, tạo ra nhiều việc làm hơn nhưng đi đôi với đó cũng có thể phải đối mặt với nhiều bất ổn hơn, đặc biệt là từ khía cạnh lạm phát. Trong bối cảnh đó, FED với vai trò chủ thể điều tiết chính sách tiền tệ của mình, hướng đến mục tiêu ổn định dài hạn cho nền kinh tế, thường sẽ có thiên hướng nghiêng về phòng thủ. Điều này cũng có nghĩa, FED có thể sẽ trì hoãn thêm các đợt hạ lãi

suất trong năm 2025, do đó tác động khiến đồng USD nhiều khả năng sẽ có xu hướng tăng chủ đạo so với đa số các đồng tiền khác, ở các quốc gia mà các NHTW có định hướng hạ lãi suất rõ ràng hơn để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Theo CME FedWatch, thị trường dự báo FED sẽ chỉ có 1 lần hạ lãi suất trong năm 2025, giảm đáng kể so với mức dự báo vào tháng 9/2024 (sẽ có 4 lần cắt giảm lãi suất).

### **Thâm hụt ngân sách Mỹ đang ở mức cao**

Tình trạng thâm hụt ngân sách càng trầm trọng, đồng tiền các quốc gia đầy càng có xu hướng mất giá nếu các yếu tố khác không đổi. Hiện tượng này đã xuất hiện vào năm 2017 trong nhiệm kỳ đầu của ông Trump, khiến chỉ số DXY lao dốc, và kỳ vọng sẽ tiếp tục là yếu tố ảnh hưởng lên DXY trong năm 2025.

Thâm hụt ngân sách ở Mỹ được dự báo sẽ thêm trầm trọng dưới nhiệm kỳ thứ 2 của ông Trump với các chính sách giảm thuế doanh nghiệp, tăng chi tiêu công..., dù phần nào được bù đắp bởi tăng thuế nhập khẩu.

### **Chỉ số DXY đang ở một mức nền cao**

Chỉ số sức mạnh đồng USD (DXY) tăng mạnh lên mốc 108.x, tương đương với mức tăng gần 4% sau khi Donald Trump đắc cử tổng thống vào tháng 11/2024. Hiện DXY đang ở vùng đỉnh 2 năm, đã phản ánh một phần đáng kể kỳ vọng của thị trường về những tác động của các chính sách sẽ được đưa ra trong nhiệm kỳ thứ 2 của tổng thống D.Trump. Tác động làm giảm DXY sẽ xuất hiện nếu các chính sách mà D.Trump đã đề cập trong quá trình tranh cử không được thông qua, qua đó khiến xu hướng đầu cơ đồng USD đảo chiều.

### **Kinh tế Mỹ sẽ không quá vượt trội trong năm 2025**

Đà tăng của đồng USD đã nhận được sự hỗ trợ đáng kể từ sức mạnh vượt trội của nền kinh tế Mỹ trong vài năm trở lại đây so với nền kinh tế toàn cầu, vượt xa dự báo của các nhà kinh tế học và đã loại bỏ được khả năng 1 cuộc hạ cánh cứng (hay suy thoái) sẽ diễn ra. Dù vậy, một vài dấu hiệu cho thấy sự vượt trội này có thể sẽ không được duy trì trong năm 2025, khi mà các nền kinh tế khác dần tăng trưởng ổn định trở lại, trong khi đang có nhiều lo ngại tác động tiêu cực từ chính sách thuế của ông Trump lên nền kinh tế Mỹ.

### **Dự báo lộ trình thuế quan sẽ linh hoạt, hạ bớt phần nào tác động lên lạm phát**

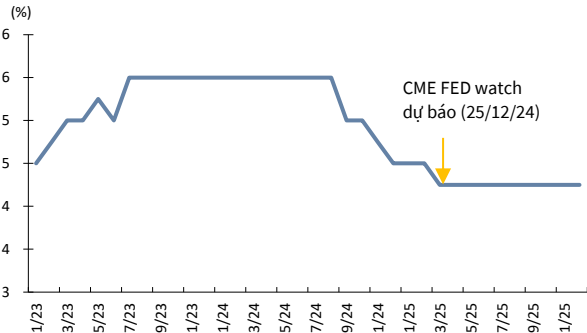
Rủi ro đáng chú ý nhất khiến chỉ số DXY tăng mạnh trong năm sau đến từ chính sách của Tổng thống Trump với lo ngại hàng rào thuế quan, chính sách tài khoá nới lỏng, và trực xuất lao động nhập cư có thể khiến lạm phát ở Mỹ tăng mạnh. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng chính sách thuế quan mới của ông Trump sẽ có sự linh hoạt nhất định khi mà ở nhiệm kỳ đầu tiên, D.Trump cũng đã không thực hiện đúng mục tiêu đầu tiên mà ông đưa ra về việc sẽ áp thuế 25% đối với tất cả hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc. Thay vào đó, các mức thuế ở chiến tranh thương mại 2018 – 2019 chủ yếu tập trung vào một số hàng hóa (bao gồm: thép, thiết bị năng lượng, điện tử, máy giặt, gỗ), đan xen với việc 1 số thoả thuận thương mại có lợi cho Mỹ được ký kết trên bàn đàm phán.

Mới đây, D.Trump đã cho biết ông sẽ bắt đầu áp thuế bổ sung 10% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc và 25% đối với hàng hóa nhập khẩu từ Canada và Mexico. Thông báo này càng củng cố thêm rằng lộ trình áp thuế trong nhiệm kỳ 2 của D.Trump sẽ tương đối linh hoạt hơn những gì mà ông đưa ra trước đó (áp thuế 60% đối với hàng hóa Trung Quốc, và 20% đối với hàng hóa các nước khác).

**Thị trường sẽ gặp nhiều biến động trong Quý 1/2025**

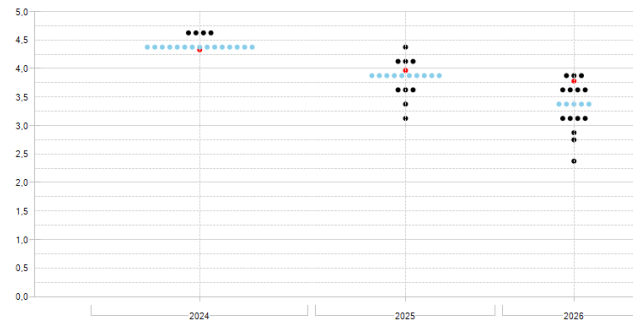
Với kỳ vọng chỉ số DXY sẽ tương đối ổn định trong năm sau và chỉ có mức tăng nhẹ trong cả năm 2025, chúng tôi cho rằng đây sẽ là yếu tố tích cực đối với TTCK Việt Nam sau giai đoạn áp lực tỷ giá thường trực trong năm 2024. Thêm vào đó, việc DXY hạ nhiệt cũng là yếu tố quan trọng hỗ trợ dòng vốn ngoại quay trở lại các thị trường mới nổi, bao gồm cả TTCK Việt Nam, có thể giúp xu hướng bán ròng trong 2024 đảo chiều.

**Biểu đồ 12. Lãi suất FED**



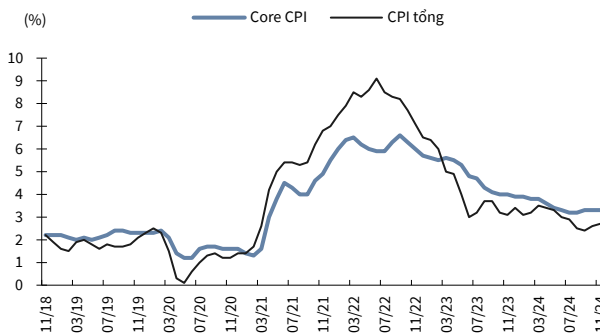
Nguồn: Bloomberg, KBSV dự báo

**Biểu đồ 13. FED Dot Plot**



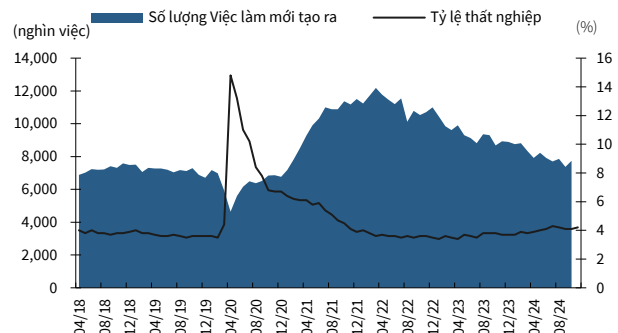
Nguồn: CME FedWatch

**Biểu đồ 14. CPI Mỹ**



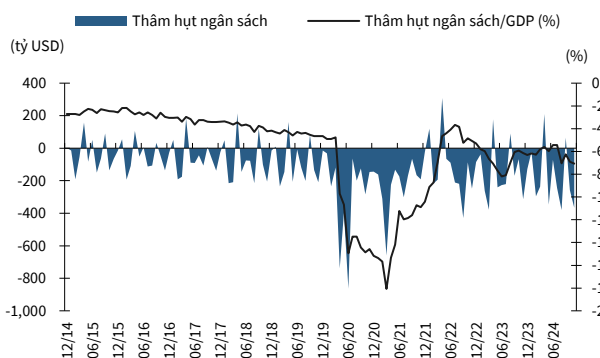
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 15. Tỷ lệ thất nghiệp**



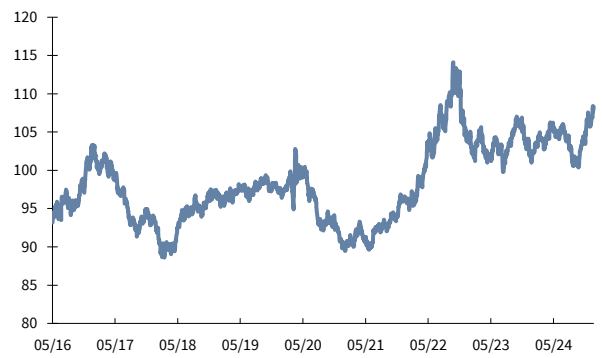
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 16. Thâm hụt ngân sách mỹ**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 17. Chỉ số DXY**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## 2. Áp lực tỷ giá hạ nhiệt, mặt bằng lãi suất tăng nhẹ

### Tỷ giá USD/VND được dự báo tăng 1-2% trong năm 2025

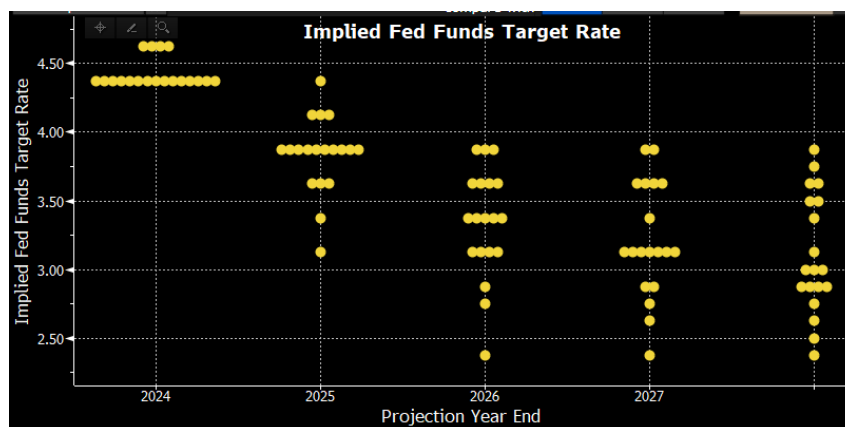
Chúng tôi dự báo áp lực tỷ giá trong năm 2025 sẽ không quá căng thẳng với USD/VND tăng trong khoảng 1-2% nhờ việc chỉ số DXY sẽ có xu hướng đi ngang, tăng nhẹ, kết hợp với nguồn ngoại tệ từ thặng dư thương mại và vốn đầu tư FDI dự báo vẫn duy trì tốt.

Thực tế cũng cho thấy ở nhiệm kỳ đầu của ông Trump, trái với những lo ngại ban đầu, năm 2017 là 1 năm tương đối thuận lợi với Việt Nam trong việc điều hành tỷ giá nhờ diễn biến giảm sâu của đồng USD. Dù chúng tôi không cho rằng lịch sử sẽ lặp lại và chỉ số DXY sẽ lao dốc mạnh trong năm 2025, một vài điểm tương đồng giữa bối cảnh 2 thời kỳ cùng 1 số yếu tố khác đang củng cố cho việc đà tăng mạnh của chỉ số này trong năm 2024 sẽ bị kìm hãm trong năm sau (như phân tích ở phần trên của báo cáo).

Dù vậy, giai đoạn nửa đầu 2025 áp lực tỷ giá vẫn sẽ giai giằng ở 1 vài thời điểm khi các chính sách áp thuế của ông Trump bắt đầu được công bố, trong khi 1 vài yếu tố hỗ trợ đồng USD khác vẫn đang còn tác động mạnh. Nhiều khả năng NHNN trong giai đoạn này sẽ thực hiện việc nâng mức giá bán USD, cùng việc nâng tỷ giá trung tâm để tỷ giá giao động trong biên độ mới cao hơn trong năm 2025. Không loại trừ khả năng NHNN vẫn còn phải bán dự trữ ngoại hối trong giai đoạn này, đặc biệt ở những tuần đầu năm mới nếu DXY tiếp tục xu hướng tăng. Tuy nhiên khối lượng bán sẽ tương đối nhỏ và chúng tôi không đánh giá cao khả năng NHNN phải tăng lãi suất điều hành trong năm sau.

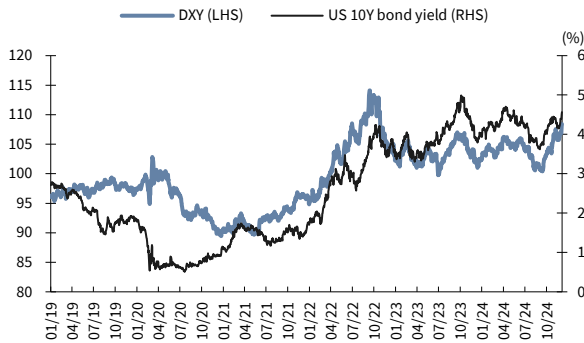
Trong tháng 12/2024, Fed tiếp tục có thêm 1 đợt cắt giảm lãi suất lần thứ 3 trong năm nay, hạ thêm 25 điểm cơ bản xuống mức 4.25-4.5%. Theo biểu đồ dotplot của kỳ họp này, sẽ có thêm 2 đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2025, giảm so với dự báo 3 đợt đưa ra hồi tháng 9.

Biểu đồ 18. Biểu đồ Dot-plot thể hiện kỳ vọng của FOMC về lãi suất trong tương lai



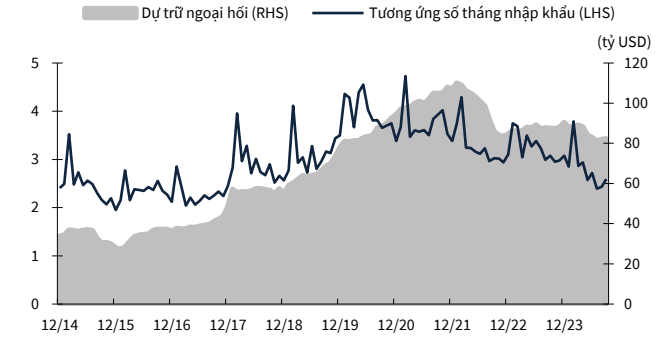
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 19. Mỹ - 10Y bond yield và DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 20. Dự trữ ngoại hối của Việt Nam



Nguồn: CEIC, TCTK, KBSV

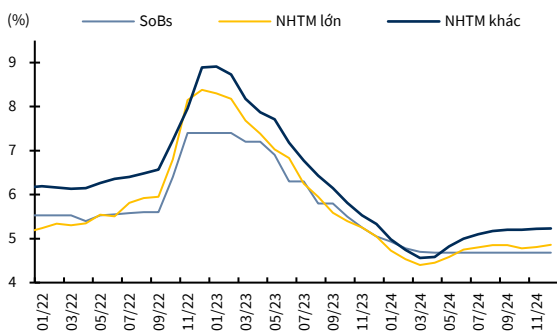
**Lãi suất huy động thị trường 1 dự kiến tăng 30-50bps ở nhóm NHQD và cao hơn ở nhóm NHTM, trong khi lãi suất cho vay kỳ vọng sẽ hồi phục trong nửa sau năm 2025**

Mặt bằng lãi suất huy động tại các ngân hàng nhìn chung đã tăng trở lại từ tháng 4, quay về mức cuối năm 2023; ghi nhận lãi suất ở các kỳ hạn ngắn ghi nhận mức tăng cao hơn so với các kỳ hạn dài. So với mức đáy vào tháng 4/2024, lãi suất huy động kỳ hạn 6-9 tháng và 12 tháng của từng nhóm ngân hàng đã tăng cụ thể như sau: Nhóm Ngân hàng quốc doanh (NHQD) +12bps/+0bps, nhóm NHTM lớn +65bps/+46bps và nhóm NHTM còn lại +76bps/+70bps.

Chúng dự báo mặt bằng LSHĐ sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 với mức tăng 30-50bps cho nhóm NHQD trong khi nhóm NHTM sẽ có sự phân hoá và nhìn chung mức tăng LS cũng lớn hơn. Cơ sở đưa ra dự phóng về LSHĐ của chúng tôi đến từ: (1) Dù đã có nhiều đợt điều chỉnh tăng lãi suất, mặt bằng lãi suất hiện tại nhìn chung vẫn ở mức thấp; (2) Chênh lệch huy động/ tín dụng đang ở mức cao tạo áp lực lên thanh khoản (tính đến ngày 7/12, tăng trưởng tín dụng +12,5% YTD; huy động +9% YTD) trong khi mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 là 14-15%.

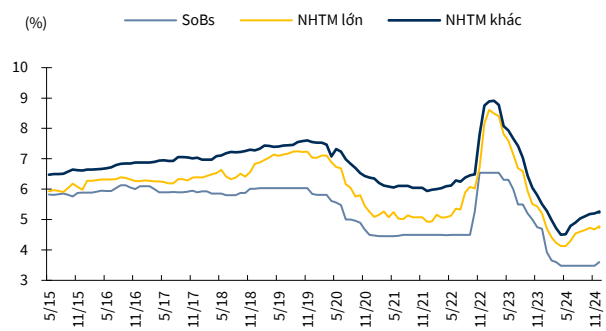
Đối với lãi suất cho vay, chúng tôi cho rằng lãi suất sẽ tương đối ổn định trong nửa đầu năm 2025, phù hợp với định hướng hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ. Lãi suất cho vay có thể sẽ hồi phục nhẹ trong nửa sau của năm dựa trên kịch bản cơ sở (1) nền kinh tế chung và lĩnh vực BĐS nói riêng hồi phục sẽ gia tăng nhu cầu tín dụng; (2) giảm bớt các chương trình gói vay hỗ trợ hơn năm 2024; (3) các ngân hàng chuyển giao phần tăng chi phí huy động đầu vào sang cho khách hàng để đảm bảo duy trì tỷ lệ NIM.

Biểu đồ 21. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng của các NH



Nguồn: Wichart, KBSV

Biểu đồ 22. Lãi suất huy động kỳ hạn 6 tháng của các NH



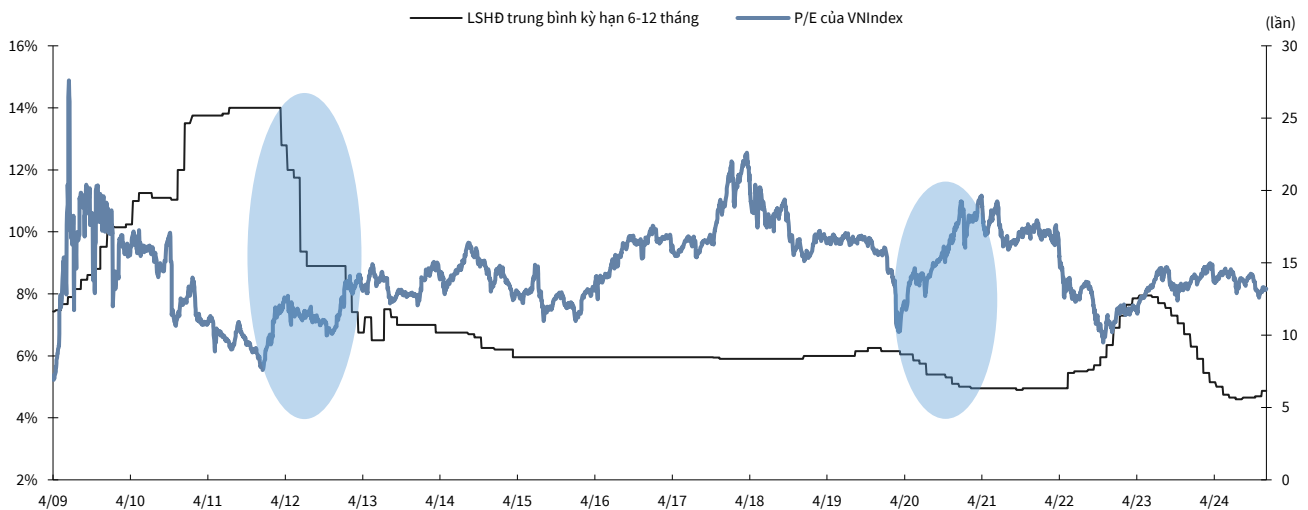
Nguồn: Wichart, KBSV

### Tỷ giá ổn định và mặt bằng LSHĐ ở mức thấp hỗ trợ tích cực cho mặt bằng giá cổ phiếu

Theo quan sát trong quá khứ, mặt bằng lãi suất huy động có mối tương quan trái chiều với chỉ số P/E của VNIndex. Mức định giá thị trường thường tăng ở những giai đoạn mặt bằng lãi suất giảm, đặc biệt có thể quan sát thấy ở giai đoạn 2012-2013 và 2020-2021 (Biểu đồ 23).

Đáng chú ý, mức giảm mạnh của mặt bằng lãi suất từ đầu 2023 cho đến nay chưa được phản ánh tương ứng vào xu hướng của TTCK với nhiều lý do khách quan và chủ quan như lo ngại về áp lực tỷ giá ở nhiều thời điểm, áp lực rút ròng mạnh mẽ của dòng vốn ngoại, những khó khăn còn tồn tại ở nhóm doanh nghiệp bất động sản (chiếm tỷ trọng vốn hoá lớn trên thị trường), tâm lý nhà đầu tư nội còn yếu sau sự đổ vỡ của thị trường năm 2022. Điều này mở ra cơ hội định giá thị trường sẽ được cải thiện tốt hơn trong năm 2025 với dự báo mặt bằng lãi suất huy động dù sẽ tăng nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp so với lịch sử, trong khi áp lực tỷ giá cũng sẽ hạ nhiệt trong nửa sau của năm.

Biểu đồ 23. Tương quan giữa LSHĐ trung bình kỳ hạn 6-12 tháng và P/E của VNIndex



Nguồn: Fiinpro, KBSV

## IV. Chủ đề đầu tư

Chủ đề đầu tư	Nhóm ngành/ nhóm cổ phiếu hưởng lợi	Cổ phiếu tiêu biểu
Nâng hạng thị trường	Chứng khoán, Cổ phiếu vốn hoá lớn	VCB, MSN, VNM, SAB, HPG, SSI, HCM, VCI
Làn sóng đầu tư công nghệ	Công nghệ thông tin, Viễn thông	FPT, CMG, CTR
Đầu tư công	Xây lắp hạ tầng, Vật liệu xây dựng	VCG, LCG, HHV, HPG, PC1, VLB
Dòng vốn FDI	BDS khu công nghiệp	GVR, SIP, SZC, KBC, VGC
Xuất khẩu	Dệt may	MSH, TNG, VHC

Chúng tôi tiếp tục lựa chọn các chủ đề đầu tư về nâng hạng thị trường, dòng vốn FDI và đầu tư công như đã đề cập trong các báo cáo trước, vì nhận thấy đây vẫn là những xu hướng chuyển dịch mang tính trung dài hạn và chưa có những diễn biến mới làm thay đổi quan điểm của mình. Bên cạnh đó, trong báo cáo này chúng tôi có nhận diện và cập nhật thêm một số chủ đề đầu tư là làn sóng đầu tư công nghệ và xuất khẩu hưởng lợi

## 1. Nâng hạng thị trường

**Quá trình nâng hạng của thị trường Việt Nam đã có nhiều bước tiến tích cực**

Chính phủ đã nỗ lực cải thiện môi trường đầu tư và thúc đẩy quá trình nâng hạng thị trường chứng khoán trong thời gian quá, thể hiện qua Thông tư 68/2024/TT-BTC và Luật Chứng khoán sửa đổi, cụ thể:

**Thông tư 68/2024/TT-BTC, đã có hiệu lực từ tháng 11/2024**, được ban hành nhằm cải thiện các quy định về giao dịch chứng khoán với mục tiêu tăng tính minh bạch và giảm rủi ro thanh toán trên thị trường. Một bước tiến quan trọng trong tiến trình nâng hạng FTSE là việc loại bỏ yêu cầu ký quỹ (non-prefunding) cho các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài. Công ty chứng khoán và ngân hàng lưu ký phải chịu trách nhiệm trong trường hợp nhà đầu tư nước ngoài không đủ tiền thanh toán, tăng cường trách nhiệm các thành viên thị trường. Bên cạnh đó, quy định bắt buộc công bố thông tin bằng cả tiếng Anh và tiếng Việt nhằm nâng cao khả năng tiếp cận cho nhà đầu tư quốc tế.

**Luật Chứng khoán sửa đổi** là một cải cách với trọng tâm cải thiện hạ tầng pháp lý và nâng cao chuẩn mực thị trường chứng khoán. Một trong những điểm mới là việc áp dụng cơ chế bù trừ trung tâm (CCP), giúp tăng tính an toàn và hiệu quả trong thanh toán các giao dịch chứng khoán và phái sinh. Ngoài ra, luật bổ sung quy định chặt chẽ hơn cho chào bán cổ phiếu và trái phiếu ra công chúng, bao gồm yêu cầu về xếp hạng tín nhiệm, giới hạn phát hành dựa trên vốn chủ sở hữu, và tiêu chí về hệ số nợ. Đây là bước tiến cần thiết để đảm bảo quyền lợi nhà đầu tư và gia tăng niềm tin trên thị trường.

**TTCK Việt Nam kỳ vọng sẽ được xem xét trong kỳ tháng 9/2025 và chính thức nâng hạng trong 2026 theo phân hạng của FTSE**

Theo Báo cáo của FTSE mới nhất được công bố vào tháng 10 năm 2024, Việt Nam gần như đã đáp ứng hầu hết các tiêu chí. Tuy nhiên, vẫn còn một số thách thức cần giải quyết, chẳng hạn như đáp ứng được tiêu chí "Settlement Cycle" (DvP) liên quan đến giao dịch không ký quỹ. Điều này đã được khắc phục trong tháng 11 (nêu trên) và cần thêm thời gian để các công ty chứng khoán xác định cơ chế vận hành ổn định trước khi FTSE thu thập ý kiến phản hồi từ các nhà đầu tư tổ chức, qua đó đủ cơ sở cho việc nâng hạng. Ngoài ra, FTSE cũng đề cập về việc cải thiện quy trình đăng ký tài khoản mới và vấn đề liên quan đến giới hạn sở hữu nước ngoài. Nhìn chung, Việt Nam vẫn nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng từ thị trường cận biên lên thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE và hiện đang đi đúng với mục tiêu đạt được thị trường mới nổi vào 2025. Quyết định của FTSE được nhà đầu tư theo dõi sát sao. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam có thể được đưa vào danh sách xem xét nâng hạng vào tháng 9/2025 và chính thức được nâng hạng vào tháng 3/2026. Diễn biến này dự kiến sẽ duy trì tâm lý lạc quan và mở ra nhiều cơ hội đầu tư tích cực trên thị trường.

Xét với MSCI thì tiêu chí khắt khe hơn gồm quyền bình đẳng của nhà đầu tư nước ngoài, mức độ tự do trên thị trường ngoại hối, đăng ký nhà đầu tư và thiết lập tài khoản, quy định thị trường,.. và đặc biệt vấn đề liên quan sở hữu nước ngoài. Nếu không quyết liệt có thêm những bước tiến mới, chúng tôi cho rằng khả năng nâng hạng theo MSCI là chưa thực sự rõ ràng trong tương lai gần.



## Thông tin nâng hạng đem lại những tiềm năng tích cực cho TTCK

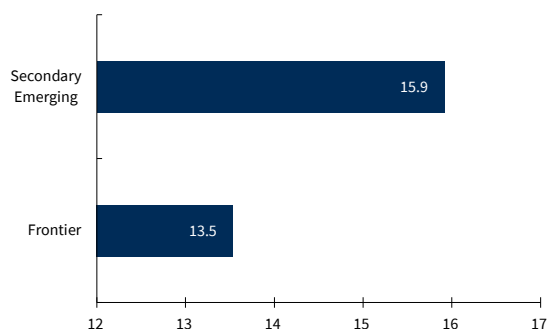
Chúng tôi duy trì quan điểm rằng diễn biến của TTCK thường có xu hướng tích cực khi có thông tin được thêm vào danh sách chờ nâng hạng hoặc được chấp thuận chính thức nhờ:

- (1) Thị trường nhiều khả năng sẽ được chấp nhận ở mức định giá cao hơn bởi các nhà đầu tư. Hầu hết các thị trường trong nhóm Secondary Emerging cũng có mức định giá tích cực hơn, với mức P/E trung bình vào khoảng 16 lần, cao hơn khoảng 18% so với các thị trường cận biên.
- (2) Dòng vốn đầu tư mới từ các quỹ ETF. Nếu được FTSE Russell chấp thuận vào nhóm Secondary Emerging market, chúng tôi cho rằng tỷ trọng của thị trường Việt Nam vào khoảng 0.5-1% trong rổ FTSE Emerging Index, qua đó có thể thu hút từ 800 triệu – 1 tỷ USD vốn đầu tư mới từ các quỹ ETF, chưa kể đến dòng vốn trực tiếp và gián tiếp từ nhà đầu tư ngoại và các quỹ tham chiếu chỉ số.
- (3) Cải thiện tâm lý đầu tư, dòng tiền tìm đến những cổ phiếu có cơ bản tốt trước khi dòng tiền từ quỹ ETF ngoại đổ vào.

Các cổ phiếu vốn hóa lớn có tiềm năng được thêm vào chỉ số. Chúng tôi ước tính sẽ có VCB, MSN, VNM, HPG,... và một số cổ phiếu thoả mãn tiêu chí về quy mô và thanh khoản để được thêm vào bộ chỉ số. Bên cạnh dòng tiền từ các quỹ thụ động, những cổ phiếu có triển vọng kinh doanh tích cực và còn room ngoại cũng sẽ hưởng lợi từ việc thu hút sự chú ý của nhóm quỹ chủ động tham gia đầu tư vào Việt Nam.

Ngoài ra, tiến trình nâng hạng thành công có thể gia tăng phần nào lợi nhuận và phí giao dịch cho các công ty chứng khoán, đặc biệt là SSI, HCM, VCI có thị phần khách hàng tổ chức nước ngoài tập trung nhiều nhất.

Biểu đồ 24. So sánh P/E trung bình giữa các thị trường



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 25. Ước tính tỷ trọng của Việt nam khi được thêm vào chỉ số FTSE Emerging All Cap

	Phillippines	Kuwait	Qatar	Việt Nam
Tỷ trọng	0.69%	0.75%	0.86%	0.5 - 1%
Vốn hóa (tỷ USD)	351	150	146	210

Nguồn: Bloomberg

## 2. Làn sóng đầu tư vào công nghệ

**Tăng trưởng CNTT toàn cầu mạnh mẽ và xu hướng kỳ vọng sẽ tiếp tục trong tương lai**

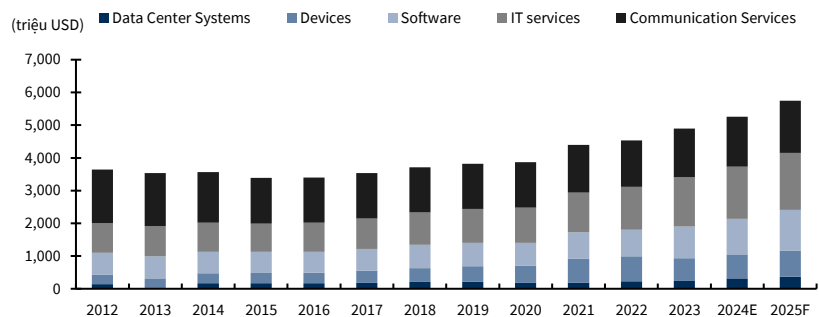
Dự phóng của Gartner, chi tiêu cho lĩnh vực CNTT toàn cầu ước tính đạt 5.25 nghìn tỷ USD (+7.2% YoY) trong 2024. Cụ thể, chi tiêu lớn nhất vẫn là cho Dịch vụ truyền thông, Dịch vụ CNTT và phần mềm, chiếm 80% tổng chi tiêu cho toàn lĩnh vực. Về tăng trưởng, hệ thống trung tâm dữ liệu (+34.7% YoY) và Phần mềm (+11.7%) là những phân khúc cho thấy mức độ tăng mạnh nhất, phù hợp với bối cảnh toàn cầu ưu tiên cho chuyển đổi số và đầu tư nghiên cứu AI. Dự phóng cho 2025 của Gartner tiếp tục thể hiện kỳ vọng đầy tích cực cho chi tiêu vào ngành công nghệ toàn cầu. Theo đó, chi tiêu 2025F kỳ vọng đạt 5.74 nghìn tỷ USD (+9.3% yoy), tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đóng góp của 3 phân khúc chính là hệ thống trung tâm dữ liệu, phần mềm và dịch vụ CNTT (Bảng 2). Triển vọng mạnh mẽ này dựa trên cơ sở xu hướng đầu tư về công nghệ mới với nhiều sự thay đổi mang tính chiến lược theo hướng chuyển đổi số, nghiên cứu tích hợp AI và phát triển hệ thống điện toán đám mây. Đặc biệt, chuyển đổi số và tích hợp AI có thể thay đổi cách doanh nghiệp hoạt động và kỳ vọng tạo ra bước ngoặt trong hiệu suất lao động.

**Bảng 2. Dự phóng chi tiêu cho lĩnh vực CNTT toàn cầu 2024-2025**

(triệu USD)	Chi tiêu 2024E	% yoy	Chi tiêu 2025F	% yoy
Data Center Systems	318,008	34.7%	367,171	16%
Devices	735,764	6.2%	805,722	10%
Software	1,087,800	11.7%	1,239,779	14%
IT Services	1,587,913	5.6%	1,737,754	9%
Communication Services	1,530,299	2.0%	1,596,890	4%
<b>Tổng</b>	<b>5,259,784</b>	<b>7.2%</b>	<b>5,747,317</b>	<b>9%</b>

Nguồn: Gartner

**Biểu đồ 26. Chi tiêu cho lĩnh vực CNTT giai đoạn 2012-2025F**



Nguồn: Gartner, KBSV

### Không nằm ngoài xu thế chung, ngành CNTT tại Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ

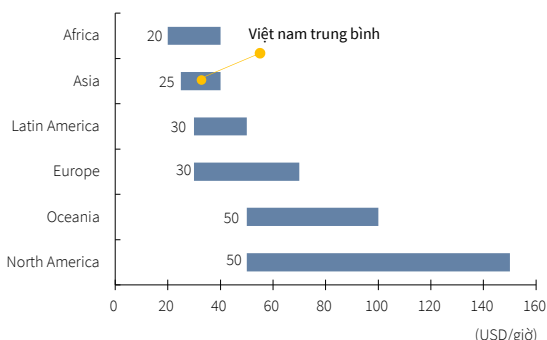
Theo Bộ thông tin và Truyền thông, doanh thu toàn ngành truyền thông thông tin (TTTT) tăng trưởng vượt trội. Trong 11 tháng năm 2024, doanh thu đạt 3,982,742 tỷ VND (+19.8% yoy), hoàn thành 95.6% kế hoạch năm. Lợi nhuận ước tính tăng 17.5% YoY và đóng góp vào GDP đạt 924,839 tỷ VND (+18% YoY). Số liệu cho thấy tăng trưởng ấn tượng của toàn ngành CNTT tại Việt Nam với bối cảnh xuất khẩu phần mềm/phần cứng và dịch vụ CNTT phục hồi trong năm 2024.

### Triển vọng tích cực của ngành CNTT trong tương lai với sự hỗ trợ từ Chính phủ

Sang 2025, Việt Nam kỳ vọng sẽ có những bước chuyển mình mạnh mẽ trong lĩnh vực công nghệ. Chính phủ đã đưa ra các chiến lược tập trung phát triển công nghiệp bán dẫn, hạ tầng số và nguồn nhân lực quốc gia, định vị Việt Nam trở thành trung tâm công nghệ trong khu vực. Cụ thể:

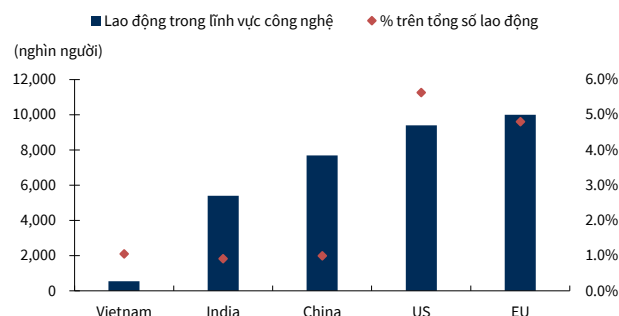
- **Chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn** của Việt Nam định hướng theo 3 giai đoạn. Giai đoạn đầu tập trung vào việc định vị quốc gia là trung tâm lắp ráp, thử nghiệm, đóng gói và thiết kế chip, tận dụng nhân lực chi phí cạnh tranh và vị trí địa lý thuận lợi. Chính phủ đang thúc đẩy ưu đãi đầu tư, hỗ trợ hạ tầng, và hợp tác quốc tế để thu hút các tập đoàn lớn. Việt Nam hướng tới doanh thu hàng tỷ USD và mở rộng năng lực trong chuỗi giá trị toàn cầu vào năm 2030. Giai đoạn sau năm 2030 định hướng trở thành trung tâm bán dẫn, điện tử toàn cầu và làm chủ nghiên cứu, phát triển trong lĩnh vực này.
- **Chiến lược phát triển hạ tầng số** của Việt Nam tập trung xây dựng mạng lưới viễn thông hiện đại, phát triển dữ liệu lớn (Big Data), điện toán đám mây (Cloud), và mạng 5G, nhằm thúc đẩy chuyển đổi số quốc gia. Chính phủ đặt mục tiêu tăng cường kết nối số toàn diện, hỗ trợ doanh nghiệp công nghệ và thu hút đầu tư vào trung tâm dữ liệu, nền tảng số.
- **Chiến lược phát triển nguồn nhân lực** của Việt Nam tập trung vào việc nâng cao chất lượng đào tạo, đặc biệt trong các lĩnh vực công nghệ cao như CNTT, AI, và kỹ thuật bán dẫn. Chính phủ khuyến khích hợp tác giữa doanh nghiệp và trường đại học, đẩy mạnh đào tạo kỹ năng số và ngoại ngữ, cùng các chương trình thu hút nhân tài quốc tế. Với lực lượng lao động trẻ, dồi dào và chi phí cạnh tranh (Biểu đồ 27), Việt Nam đang có lợi thế để trở thành trung tâm nhân lực tiềm năng cho các ngành công nghệ và sản xuất.

**Biểu đồ 27. Chi phí lao động trung bình/giờ cho nhân viên phát triển phần mềm theo khu vực**



Nguồn: Saigontechnology, Payscale, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 28. Số lượng lao động trong lĩnh vực công nghệ tại Việt Nam và các khu vực trên thế giới**



Nguồn: Statista, Global Economic Data, KBSV

**Những cổ phiếu thuộc lĩnh vực công nghệ sẽ được hưởng lợi từ xu thế tương lai**

Trong bối cảnh Việt Nam đặt trọng tâm phát triển công nghệ đến năm 2025 và xa hơn, KBSV cho rằng **FPT, CMG và CTR** sẽ nổi lên như những cổ phiếu chiến lược và được hưởng lợi trong giai đoạn này.

FPT được đặt nhiều kỳ vọng trong nghiên cứu, phát triển và thiết kế chip, đặc biệt khi Việt Nam đang trở thành trung tâm lắp ráp và thử nghiệm bán dẫn, thúc đẩy các cơ hội hợp tác quốc tế. FPT và Nvidia thời gian qua đã công bố một số hợp tác quan trọng nhằm thúc đẩy phát triển AI, công nghệ đám mây (Cloud) và đào tạo nhân lực. Ngoài ra, năng lực đào tạo thông qua Đại học FPT cũng giúp công ty duy trì vị thế cạnh tranh, đáp ứng nhu cầu tuyển dụng trong lĩnh vực CNTT, AI, và bán dẫn, từ đó hỗ trợ tăng trưởng dài hạn. FPT với tiềm lực, chiến lược tập trung có khả năng mở rộng nhanh chóng trong bối cảnh hiện tại và duy trì được tốc độ tăng trưởng 2 con số.

CMG, với thế mạnh trong dịch vụ CNTT và chuyển đổi số, sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ chiến lược phát triển hạ tầng số, khi nhu cầu về điện toán đám mây, dữ liệu lớn tăng cao. Hơn nữa, bối cảnh chạy đua nghiên cứu và phát triển AI sẽ thúc đẩy nhiều hơn các trung tâm dữ liệu (Data center) để phục vụ cho mục tiêu này.

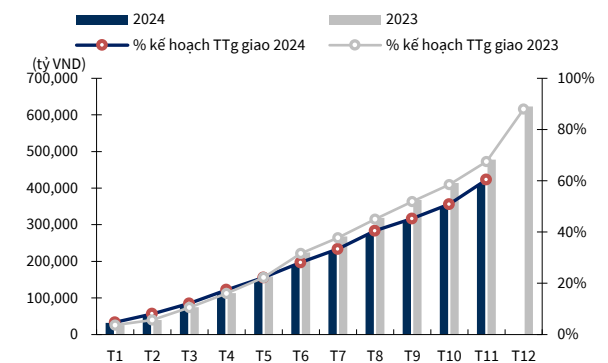
CTR, dẫn đầu trong mảng xây dựng hạ tầng viễn thông, được dự báo hưởng lợi từ các dự án hiện đại hóa mạng lưới. Việc 5G được thương mại hoá sẽ cần số lượng trạm phát sóng nhiều hơn tương đối so với 4G. Theo đó, các gói thầu xây dựng trạm kỳ vọng được đẩy mạnh và trực tiếp thúc đẩy triển vọng cho doanh nghiệp trong tương lai.

### 3. Đầu tư công

#### Kế hoạch phân bổ vốn đầu tư công đáng chú ý cho 2025

Năm 2025 là năm cuối cùng để thực hiện kế hoạch Đầu tư công trung hạn giai đoạn 2021-2025, do đó được Chính phủ dự kiến nguồn vốn lên đến 790,000 tỷ đồng, tăng 16% so với mức 680,000 tỷ đồng của năm 2024. Ngoài việc đặt ra kế hoạch giải ngân đáng chú ý, nguồn vốn chi cho đầu tư công có thể được điều chỉnh mở rộng thêm từ các nguồn tăng thu ngân sách của các năm trước.

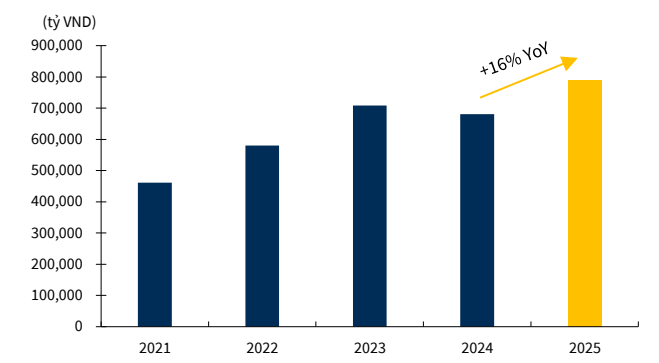
Biểu đồ 29. Giải ngân lũy kế vốn đầu tư công hàng tháng



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

Chú thích: Thời hạn chốt số giải ngân tính đến hết tháng 1 năm sau.

Biểu đồ 30. Kế hoạch vốn đầu tư công Thủ tướng giao



Nguồn: KBSV Tổng hợp

#### Các bộ Luật sửa đổi được kỳ vọng sẽ đem lại những điểm sáng mới

Tại kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV vừa qua đã thông qua sửa đổi, bổ sung một số bộ luật với kỳ vọng có thể giải quyết các vướng mắc về quy trình, cải thiện môi trường đầu tư, kinh doanh, bao gồm: Luật Đầu tư công, Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) và Luật Đấu thầu. Trong đó tập trung vào một số yếu tố như:

- (i) Đẩy mạnh sự phân cấp, phân quyền cho chính quyền địa phương. Điểm đáng chú ý là địa phương có thể phê duyệt quy hoạch, chủ trương đầu tư và tách độc lập các công tác đền bù, tái định cư, giúp đơn giản hóa quy trình.
- (ii) Loại bỏ thứ tự ưu tiên thực hiện trong danh mục dự án quan trọng quốc gia của Luật Quy hoạch do các địa phương không có đủ cơ sở để xác định chính xác thứ tự ưu tiên và mất thời gian triển khai, giúp đẩy nhanh hóa quá trình thực hiện.
- (iii) Bổ sung trình tự rút gọn đối với các trường hợp điều chỉnh quy hoạch.
- (iv) Sửa đổi quy định về tỷ lệ vốn nhà nước tham gia tối đa, hạ quy mô vốn đầu tư tối thiểu, mở rộng lĩnh vực đầu tư. Đưa ra các biện pháp để gỡ rối cho những dự án BT (xây dựng – chuyển giao) của giai đoạn trước và rút ngắn thủ tục để thực hiện dự án PPP (đối tác công – tư).
- (v) Đẩy nhanh tốc độ triển khai các dự án có tài trợ ODA.

Nhìn chung, các điểm sửa đổi, xóa bỏ và bổ sung trong dự án luật sửa đổi 4 luật đều hướng tới sự rút gọn, đơn giản hóa thủ tục trong quá trình quy hoạch, phê duyệt và triển khai các dự án đầu tư, đồng thời phân quyền rõ ràng hơn cho các địa phương và đơn vị để đẩy nhanh tiến trình thực hiện.

## Quốc hội thông qua các đại dự án

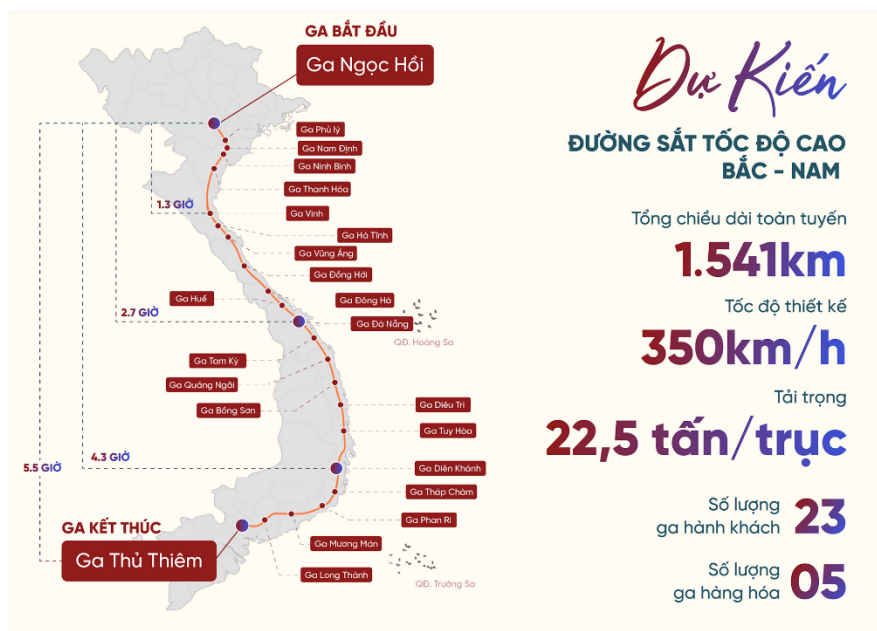
Bên cạnh các dự án đầu tư công trọng điểm được chúng tôi cập nhật trong [Báo cáo chiến lược 2H2024](#), kỳ họp Quốc hội vừa qua đã chính thức thông qua chủ trương đầu tư dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam và tái khởi động lại dự án điện hạt nhân Ninh Thuận với tổng mức đầu tư có thể lên đến 80 tỷ USD. Đây là 2 đại dự án trọng điểm quốc gia, được kỳ vọng có thể thúc đẩy mạnh mẽ tăng trưởng GDP.

Ngày 30/11/2024, Dự án đường sắt tốc độ cao đã chính thức được thông qua:

- Tổng mức đầu tư 1.71 triệu tỷ đồng (67 tỷ USD).
- Đầu tư theo hình thức đầu tư công, bố trí vốn trong 3 kỳ trung hạn. Mục tiêu hoàn thành cơ bản trong 2035.
- Tổng chiều dài 1,541 km, đi qua 20 tỉnh với 23 ga hành khách, 5 ga hàng hóa. Đáp ứng được nhu cầu phục vụ quốc phòng và vận tải hàng hóa khi cần thiết.
- Thời gian khởi công dự kiến vào 2027

Ước tính thời gian di chuyển từ Hà Nội đến TP.HCM là 5.3 giờ, cao hơn so với máy bay là 4 giờ, nhưng chi phí có thể rẻ hơn từ 15-38%.

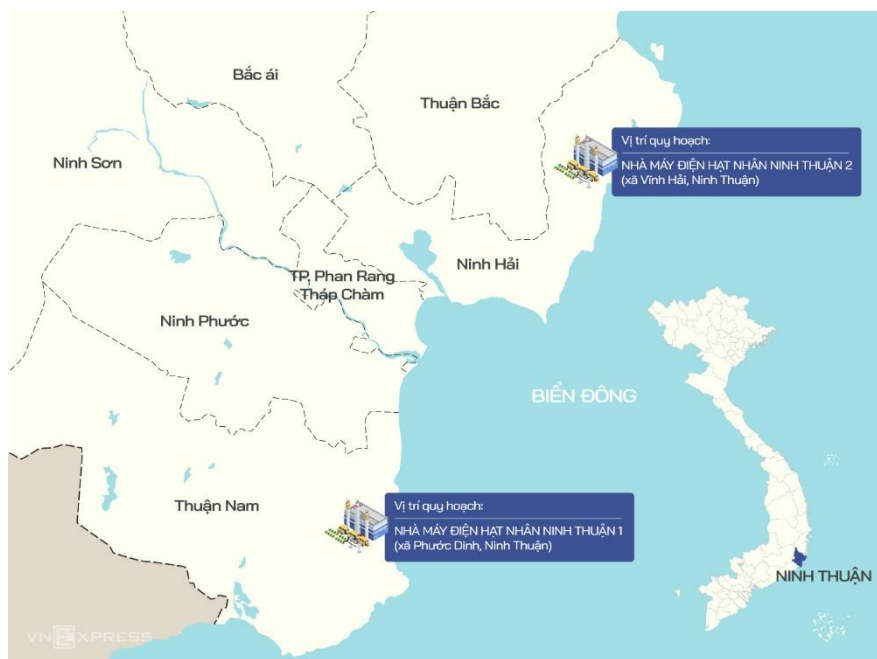
Ảnh 1. Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam



Nguồn: Báo nguoiquansat, KBSV tổng hợp

Ảnh 2. Dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận

Ngày 25/11/2024, Quốc hội ra nghị quyết tái khởi động dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận sau 8 năm tạm dừng dự án. Theo dự kiến ban đầu, tổng mức đầu tư cho nhà máy số 1 và nhà số 2 rơi vào 12 tỷ đô, tuy nhiên số vốn có thể được điều chỉnh sau khi Bộ Công thương bổ sung vào Quy hoạch Điện VIII và kỳ vọng có thể hoạt động từ 2035, bổ sung 4,000 MW vào lưới điện quốc gia.



Nguồn: Báo VNExpress, KBSV tổng hợp

**Đầu tư công sẽ là mũi nhọn quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng GDP**

Chúng tôi kỳ vọng không chỉ trong năm 2025 sẽ đạt được kết quả giải ngân tốt, mà còn tiếp tục được tập trung đẩy mạnh trong những năm tiếp theo do:

- (i) Đầu tư công vẫn được định hướng là động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng GDP khi tỷ lệ nợ công vẫn đang ở mức thấp (37% so với mức trần là 60%), đặc biệt đối với mục tiêu 8% trong năm 2025 của Thủ tướng.
- (ii) 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư công trung hạn (2021-2025).
- (iii) Các bộ Luật sửa đổi tạo điều kiện khơi thông dòng vốn và đơn giản tiến trình đầu tư.
- (iv) Mục tiêu xây dựng cơ sở hạ tầng công nghiệp ổn định, vững mạnh, hướng đến trở thành trung tâm sản xuất công nghiệp của khu vực và đón đầu xu hướng công nghệ cao.

**Chúng tôi cho rằng điểm rơi lợi nhuận trong lĩnh vực Đầu tư công sẽ đến từ các doanh nghiệp nhà thầu thi công, xây lắp hạ tầng**

Trong năm 2025, bộ phận phân tích của KBSV cho rằng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết thuộc lĩnh vực Đầu tư công, đặc biệt là nhóm các doanh nghiệp nhà thầu thi công, xây lắp hạ tầng như **VCG, LCG, HHV, PC1** sẽ đạt kết quả tích cực. Nếu tiếp tục duy trì theo tiến độ hiện tại, dự kiến điểm rơi doanh thu sẽ vào giai đoạn cuối 2025 – thời điểm chạy nước rút của các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành... Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng các doanh nghiệp thuộc nhóm **Thép** và **Vật liệu xây dựng** có thể hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng gia tăng tại các đại dự án đã nêu trên.

**Bảng 3. Danh sách nhà thầu Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2**

Dự án	Chiều dài (km)	Tên gói thầu	TMDT (tỷ đồng)	Danh sách nhà thầu
Bãi Vọt - Hàm Nghi	35.3	XL01	6,045	<b>Vinaconex (VCG)</b> - TCT 319 Bộ Quốc phòng
Hàm Nghi - Vũng Áng	54.2	11XL	4,456	CTCP Xây dựng Xuân Trường - CTCP 471 - CT TNHH Xây dựng Tự Lập
		12XL	3,034	CTCP Xây dựng Xuân Trường - CTCP 368
Vũng Áng - Bùng	56.1	XL01	5,300	Sơn Hải - <b>Vinaconex (VCG)</b> - CTCP 368-484-479
		XL02	5,400	CTP ĐT XDGT Phương Thành - <b>CTCP Lizen (LCG)</b>
Bùng - Vạn Ninh	50	XL01	3,939	<b>CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G)</b> - Tổng Công ty 36 - CTCP ĐTXD Trường Sơn - CTCP 471
		XL02	3,501	TCT XD Trường Sơn-CT TNHH TMXD Trung Chính - CTCP ĐT XD Trường Sơn
Vạn Ninh - Cam Lộ	65	XL01	3,361	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCT Xây dựng Trường Sơn - CTCP Xây lắp 368
		XL02	3,480	CTCP Tập đoàn Trường Thịnh - CTCP GTXD 1 - CTCP TCT Đường sắt
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	XL01	3,800	TĐ Đèo Cả - <b>CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)</b> - CT TNHH Đầu tư Xây dựng Dacinco
		XL02	4,500	TĐ Đèo Cả - <b>CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)</b>
		XL03	6,400	TĐ Đèo Cả - <b>CTCP Đầu tư Hạ tầng Giao thông Đèo Cả (HHV)</b> - CTCP Xây dựng Đèo Cả
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	70.1	11XL	3,027	TCT XD Trường Sơn
		12XL	6,140	Sơn Hải - Phúc Lộc - Cienco 8 - Trường Thành - CTCP 471
Quy Nhơn - Chí Thạnh	61.7	11XL	3,690	<b>Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1)</b> - TCT Công trình Đường sắt - SDT - Tân Hoàng Long - Thuận An
		12XL	3,055	<b>Vinaconex (VCG)</b> - Trung Nam 18 E&C - Thuận An - CTCP 68 - CTCP Hải Đăng
		13XL	6,241	Tổng Công ty Thăng Long - Trung Nam 18 E&C - CTCP DTXD & XNK 168 Việt Nam - Cường Thịnh Thi - Khang Nguyên
Chí Thạnh - Vân Phong	48	XL01	4,393	Tập đoàn Đèo Cả - Phúc Lộc - Lũng Lô - CTCP XDTM 68
		XL02	4,440	Trung Nam 18 E&C - <b>Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1)</b> - CT THNN XD Tự Lập - CTCP Hải Đăng
Vân Phong - Nha Trang	83.4	XL01	5,365	<b>Lizen (LCG)</b> - Phương Thành - VNCN E&C - CTCP Hải Đăng
		XL02	3,549	TĐ Sơn Hải - <b>Vinaconex (VCG)</b>
Cần Thơ - Hậu Giang	37.7	XL01	7,966	Trường Sơn - Tổng Công ty 36 - <b>Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1)</b> - VNCN E&C - Tân Nam
		XL01	7,256	VNCN E&C - CTCP ĐT & PTHT 620 - CTCP Hải Đăng - CT TNHH Thi Sơn
Hậu Giang - Cà Mau	73	XL02	3,835	Trung Nam E&C - Trung Nam 18 E&C - <b>CTCP Tập đoàn Cienco4 (C4G)</b> - Hải Đăng - Thi Sơn
		XL03	3,334	<b>Tổng Công ty Xây dựng Số 1 - CTCP (CC1)</b> - Hải Đăng - Vạn Cường - XD&ĐT 492 - Trung Nam 18 E&C

Nguồn: KBSV Tổng hợp



#### 4. Trump 2.0 – triển vọng nhóm xuất khẩu và dòng vốn

##### Kỳ vọng những “cơn gió thuận” tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam

Chúng tôi duy trì quan điểm chính sách thuế quan của D.Trump không nhằm trực tiếp đến hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam, đã được đề cập trong báo cáo “[Tác động của chính sách Donald Trump đến Việt Nam](#)”. Bên cạnh đó, chính phủ Việt Nam cũng đã có thông báo định hướng về các biện pháp giảm thâm hụt với Mỹ bằng việc mua khí LNG và máy bay Mỹ (theo thông tin của Thứ trưởng Ngoại giao Đỗ Hùng Việt chia sẻ tại Hội nghị thượng đỉnh kinh doanh Việt Nam - Mỹ ngày 27/11/2024). Nhờ vậy, chúng tôi kỳ vọng hàng hóa xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ tạm thời ít chịu ảnh hưởng trước các biện pháp áp thuế quan mới mà Tổng thống Trump sẽ đưa ra trong 2025.

Chúng tôi cho rằng vẫn sẽ có những “cơn gió thuận” giúp thúc đẩy tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam, dù khó có thể lập lại mức kỷ lục của giai đoạn trước. Những chính sách thuế quan đầu tiên được D. Trump công bố sau cuộc bầu cử, bao gồm việc tăng thuế nhập khẩu thêm 10% đối với hàng hóa Trung Quốc và 25% đối với hàng hóa từ Mexico và Canada, cho thấy căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc sẽ khó tránh khỏi việc leo thang. Do đó, dòng chảy thương mại giữa hai nước tiếp tục dịch chuyển sang đối tác thứ ba, kỳ vọng Việt Nam sẽ hưởng lợi từ điều này. Chúng tôi đánh giá tích cực triển vọng nhóm ngành dệt may, thủy sản, công nghệ và BĐS khu công nghiệp.

##### Nhóm dệt may: MSH, TNG

Các đơn hàng từ Việt Nam gia tăng sức cạnh tranh nhờ mức thuế quan thấp hơn. Việt Nam là nước thứ 2 có giá trị xuất khẩu mặt hàng dệt may sang Mỹ lớn nhất chỉ xếp sau Trung Quốc. Việc D.Trump áp thêm 10% thuế bổ sung đối với tất cả hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ tạo điều kiện để các doanh nghiệp dệt may Việt Nam tăng thêm đơn hàng xuất khẩu.

##### Nhóm thủy sản: VHC

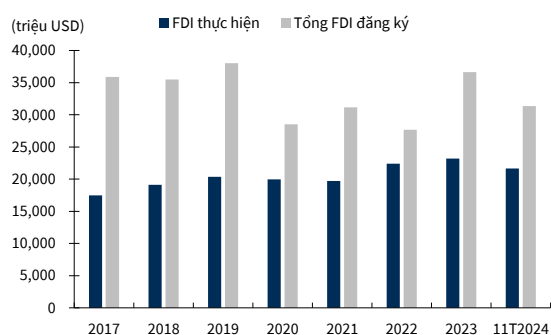
Tiêu dùng cá tra (Việt Nam) của Mỹ kỳ vọng gia tăng nhằm thay thế cho sản phẩm cá rô phi (Trung Quốc) do tiếp tục bị áp thuế bổ sung. Thói quen tiêu dùng của người dân Mỹ là ưu chuộng sử dụng cá đông lạnh thịt trắng, trong đó cá tra (Việt Nam), cá rô phi (Trung Quốc) và cá tuyết Alaska (Nhật Bản) là ba loại được người tiêu dùng Mỹ tiêu thụ nhiều nhất. Chúng tôi cho rằng, tiêu dùng cá tra (Việt Nam) của Mỹ sẽ tiếp tục gia tăng nhằm thay thế một phần cho mặt hàng cá rô phi của Trung Quốc, vốn đã chịu mức thuế suất cao (25%)

## 5. Dòng vốn FDI

### Dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng

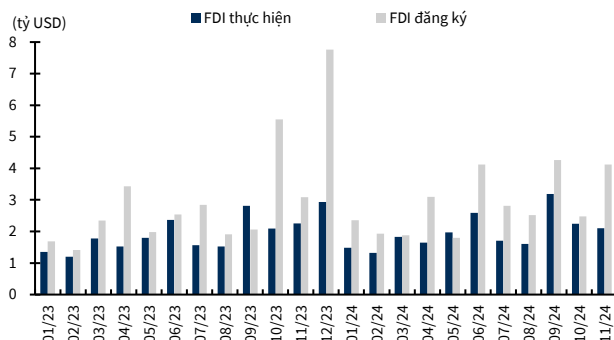
Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam tính đến ngày 30/11/2024 đạt 31.38 tỷ USD (+1% YoY), trong đó vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện tại Việt Nam ước đạt 21.68 tỷ USD (+7.1% YoY). Đây là kết quả đáng chú ý trong bối cảnh dòng vốn đầu tư trên toàn cầu đang có xu hướng dịch chuyển về các nước phát triển, cho thấy những tiềm năng sẵn có của thị trường Việt Nam vẫn tạo được sức hút với các nhà đầu tư. Bộ phận Phân tích của KBSV cho rằng, bất chấp những yếu tố vĩ mô có sự gián đoạn, dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục duy trì mức tăng trưởng dương trong thời gian tới, nhờ:

Biểu đồ 31. Vốn FDI thực hiện và FDI đăng ký theo năm



Nguồn: GSO

Biểu đồ 32. Vốn FDI thực hiện và FDI đăng ký theo tháng

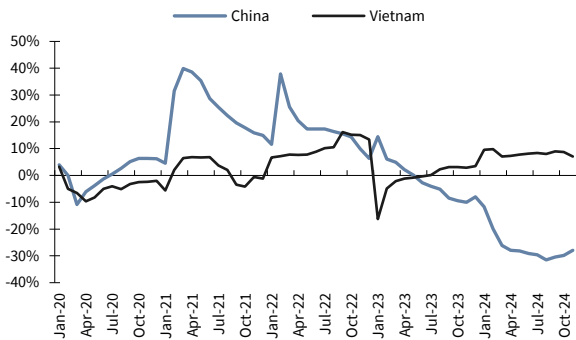


Nguồn: GSO

### Việt Nam sẽ đóng vai trò chiến lược trong xu hướng đa dạng chuỗi cung ứng

Trong bối cảnh các cuộc xung đột địa – chính trị, cạnh tranh thương mại ngày một leo thang, Việt Nam được coi là điểm đến lý tưởng cho xu hướng đa dạng chuỗi cung ứng toàn cầu, đặc biệt là làn sóng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc để tránh chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Ngoài ra, Việt Nam đã tham gia vào nhiều hiệp định thương mại tự do (FTA) quan trọng, như Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – EU (EVFTA), và Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP). Các hiệp định này không chỉ mở rộng thị trường xuất khẩu mà còn tăng cường khả năng cạnh tranh của Việt Nam trên trường quốc tế, thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao. Các yếu tố trên giúp Việt Nam trở thành lựa chọn ưu tiên cho trung tâm sản xuất và chuỗi cung ứng quan trọng trong khu vực.

**Biểu đồ 33. Thay đổi (YoY) FDI lũy kế qua từng tháng**



Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 34. Những hiệp định thương mại có sự góp mặt của Việt Nam**

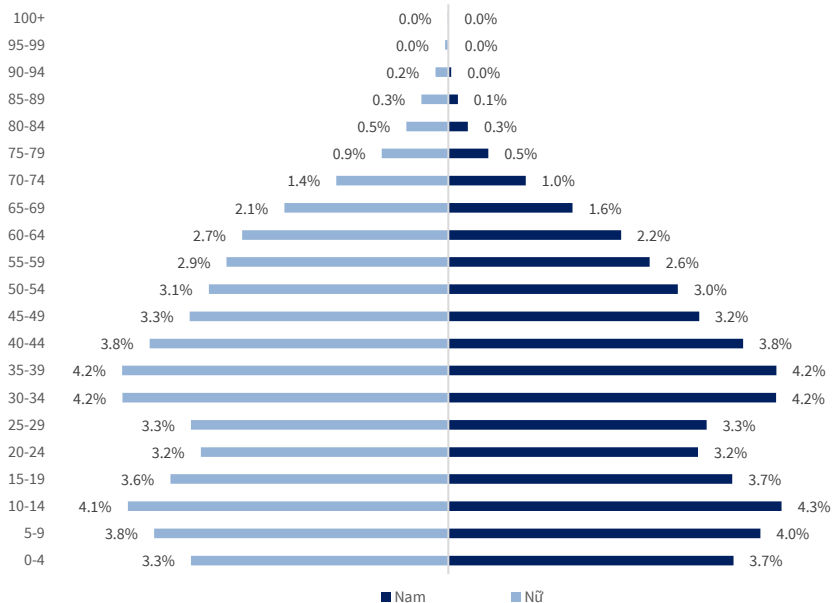
7 hiệp định khác	1993 - 2010
VCFTA	2014
VKFTA	2015
VN-EAEU FTA	2016
CPTPP	2019
AHKFTA	2019
EVFTA	2020
UKVFTA	2021
RCEP	2022
VIFTA	2024

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Có nhiều lợi thế sẵn có về nhân lực, địa lý và chi phí để thu hút dòng vốn FDI**

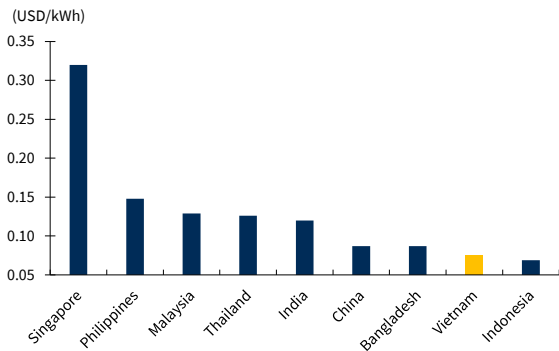
Việt Nam sở hữu những lợi thế cạnh tranh đáng kể so các đối thủ khác trong cùng khu vực. Vị trí địa lý chiến lược của Việt Nam tại trung tâm Đông Nam Á, tiếp giáp với Biển Đông, tạo điều kiện thuận lợi cho việc kết nối với các tuyến đường thương mại quốc tế. Ngoài ra, lực lượng lao động trẻ, dồi dào và ngày càng được đào tạo tốt hơn là một điểm mạnh quan trọng. Cùng với chi phí nhân công rẻ, Việt Nam vẫn duy trì mức cạnh tranh so với nhiều quốc gia trong khu vực. Bên cạnh đó, các loại chi phí khác như đất đai, điện nước và chi phí vận hành tại Việt Nam thường thấp hơn so với các nước láng giềng, làm tăng tính cạnh tranh của môi trường đầu tư. Chính phủ Việt Nam cũng thực hiện nhiều chính sách khuyến khích đầu tư, bao gồm việc đơn giản hóa thủ tục hành chính, giảm thuế và cung cấp các ưu đãi về đất đai.

**Biểu đồ 35. Tháp dân số Việt Nam**



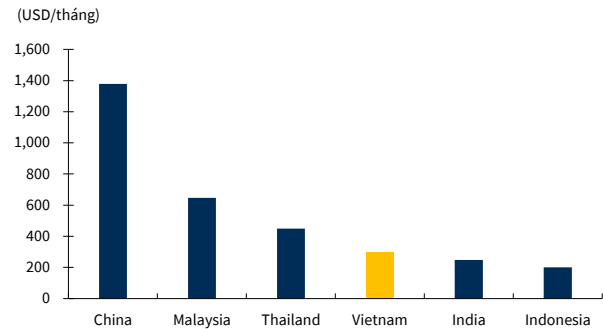
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 36. Chi phí điện trung bình cho kinh doanh**



Nguồn: Global petro price

**Biểu đồ 37. Mức lương trung bình hàng tháng**



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Chính phủ tiếp tục tập trung hoàn thiện các bộ khung pháp lý và đầu tư cơ sở hạ tầng cho các khu công nghiệp, đặc khu kinh tế**

Kỳ họp Quốc hội thứ 8 khóa XV đã thông qua nhiều bộ Luật sửa đổi, bao gồm: Luật Đầu tư công, Luật Đầu tư, Luật Quy hoạch, Luật Đấu thầu với đặc điểm chung là đơn giản, tinh gọn nhiều thủ tục, quy trình và đẩy nhanh thời gian thực hiện dự án, trong đó đáng chú ý có:

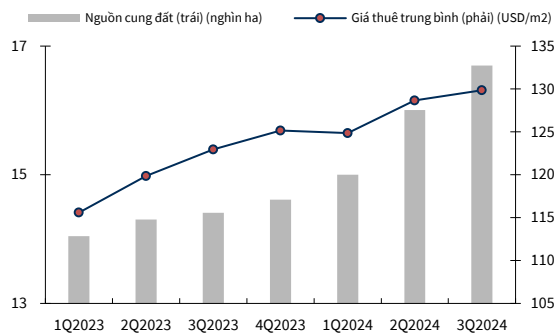
- Đẩy nhanh quá trình quy hoạch bằng cách phân quyền cho địa phương thực hiện quy hoạch cấp tỉnh.
- Cho phép UBND cấp tỉnh phê duyệt chủ trương đầu tư cho các dự án Khu công nghiệp và cảng biển nhỏ (dưới 2,300 tỷ đồng).
- Tách công tác đền bù, tái định cư thành dự án độc lập nhằm khắc phục bất cập về thời gian triển khai dự án.
- Đối với các dự án đầu tư đặc biệt, có thể được xem xét cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư trong vòng 15 ngày kể từ ngày nhận hồ sơ.

Ngoài ra, Chính phủ còn đẩy mạnh việc thiết lập cơ sở hạ tầng bao quát, kết nối giữa các khu công nghiệp và các đặc khu kinh tế nhằm tạo một mạng lưới công nghiệp vững chắc, khai thông logistics, bằng nhiều dự án đầu tư công trọng điểm như các trục đường cao tốc Bắc – Nam, hệ thống cảng nước sâu, sân bay và các kho hàng lớn. Bên cạnh đó, để đảm bảo cho nền sản xuất công nghiệp cơ bản vận hành ổn định và xa hơn là xu hướng sản xuất công nghệ cao, Quy hoạch điện 8 được ban hành với mục tiêu tăng quy mô công suất phát toàn lưới điện, tập trung các nguồn phát ổn định như điện khí, điện hạt nhân.

**Nhóm bất động sản Khu công nghiệp được hưởng lợi trực tiếp nhờ nhu cầu đất thuê tăng**

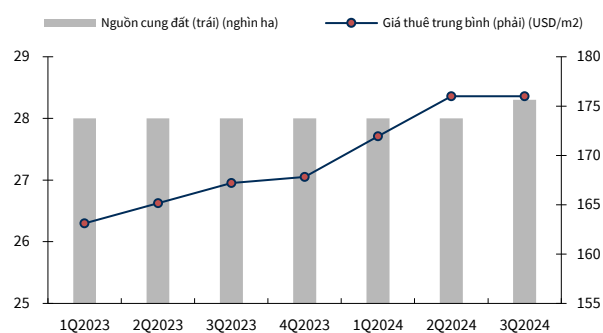
Nhóm bất động sản khu công nghiệp được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trực tiếp khi dòng vốn FDI thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN. Chúng tôi cho rằng, các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn hiện tại như **GVR, SIP, SZC, KBC, VGC** sẽ có lợi thế trong việc thu hút các dự án FDI đầu tư mới, khi tình trạng thiếu hụt nguồn cung vẫn đang kéo dài. Sự chú ý của các tập đoàn công nghệ cao sẽ tập trung vào các KCN phía Bắc khi mặt bằng giá thuê và cơ sở hạ tầng khá cạnh tranh so với miền Nam, và là nơi đặt nhiều nhà máy sản xuất đồ điện tử, công nghệ.

**Biểu đồ 38. Nguồn cung, giá cho thuê trung bình phía Bắc**



Nguồn: Cushman & Wakefield

**Biểu đồ 39. Nguồn cung và giá cho thuê trung bình phía Nam**



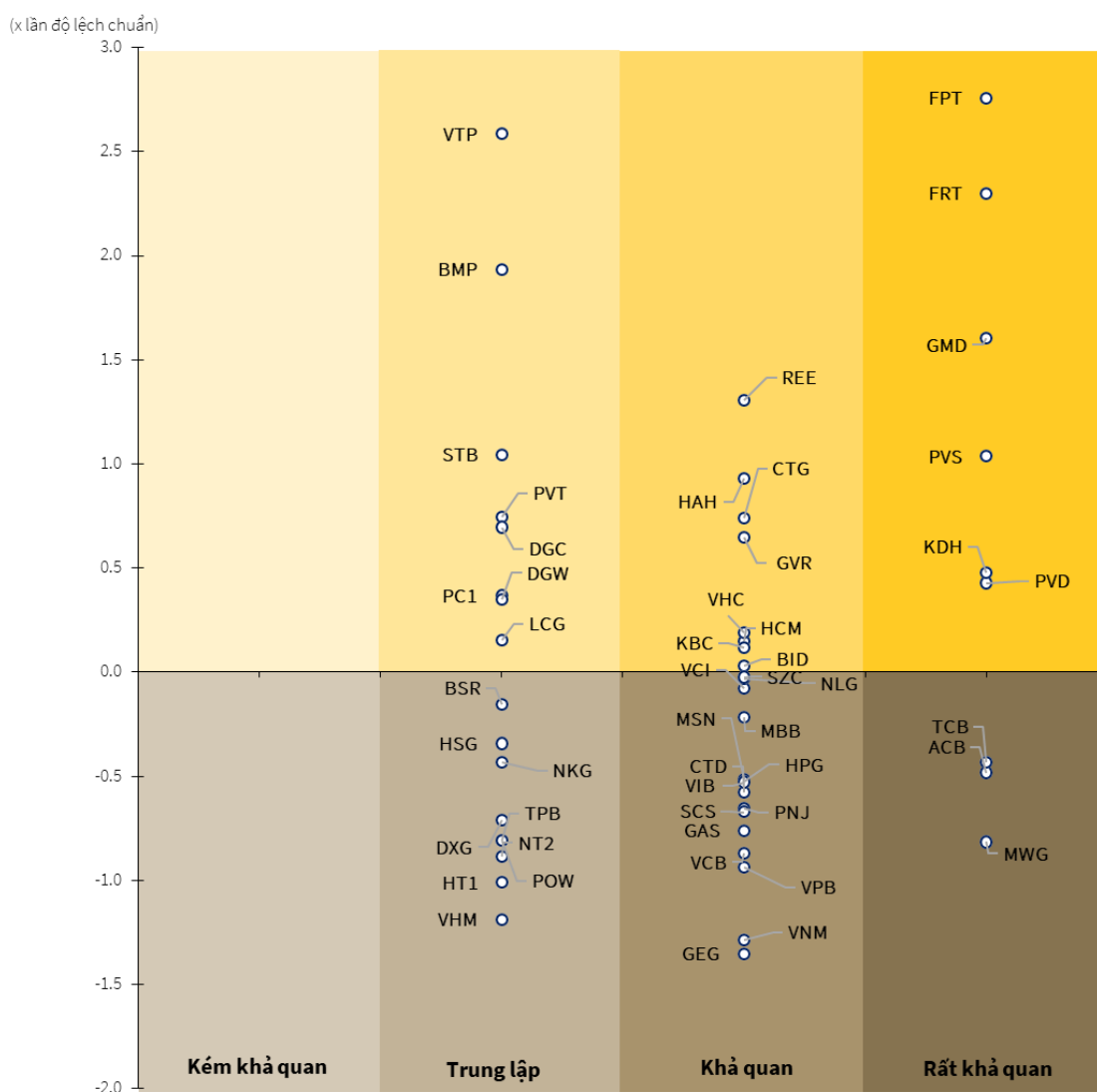
Nguồn: Cushman & Wakefield

## V. Danh mục đầu tư mẫu

STT	Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa 27/12/2024	Lợi nhuận kỳ vọng	PE 2025 Fw	Tăng trưởng LNST 2025 Est	Điểm nhấn đầu tư	Link báo cáo
1	VCB	107,500	92,200	17%	15.03	-0.3%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Việc nhận chuyển giao bắt buộc giúp NH mở rộng mạng lưới, tăng quy mô kinh doanh, tiếp cận nguồn vốn ưu đãi từ NHNN</li> <li>- Việc chào bán cổ phần riêng lẻ cho đối tác chiến lược dự kiến diễn ra vào 1H2025 giúp cải thiện bộ đệm vốn</li> <li>- Bộ đệm dự phòng vững chắc, tỷ lệ nợ xấu thấp</li> </ul>	<a href="#">VCB</a>
2	FPT	180,000	149,600	20%	22.23	23%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mạng CNTT nước ngoài tiếp tục ghi nhận thắng thầu nhiều dự án quy mô lớn, đặc biệt thị trường Nhật</li> <li>- Ra mắt FPT AI Factory mang lại tiềm năng tăng trưởng mới cho mảng CNTT từ 2025</li> <li>- Kết quả kinh doanh tập đoàn tăng trưởng ổn định ở mức cao</li> </ul>	<a href="#">FPT</a>
3	HPG	34,700	26,850	29%	11.18	24%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 19% trong 2025 nhờ nhu cầu nội địa hồi phục với định hướng đẩy mạnh ĐTC và sự hồi phục của mảng xây dựng dân dụng</li> <li>- Giá thép nội địa kỳ vọng đi ngang trong khi giá nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục xu hướng điều chỉnh hỗ trợ biên lãi gộp trong trung hạn</li> <li>- Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ 1Q2025 và ước tính sẽ đóng góp 1.1 triệu tấn HRC cho HPG trong 2025</li> </ul>	<a href="#">HPG</a>
4	CTD	85,500	68,200	25%	10.65	41%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá trị HĐ được dự báo gia tăng nhờ sự hồi phục của mảng xây dựng dân dụng bên cạnh sự ổn định của mảng xây dựng công nghiệp</li> <li>- Ước tính biên lãi gộp đạt 4.3%/4.5% trong FY25/FY26 nhờ tỷ trọng doanh thu các dự án mới gia tăng, tối ưu năng lực thi công sau khi sáp nhập UG M&amp;E và Sinh Nam</li> <li>- Kỳ vọng Emerald68 mở bán từ 1Q2025, ước tính sẽ đóng góp 377 tỷ VND lợi nhuận cho CTD trong FY26-FY27</li> </ul>	<a href="#">CTD</a>
5	ACB	37,400	25,550	46%	5.46	19%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng bình quân hàng năm của ACB từ 15-17% trong giai đoạn 2025-2027.</li> <li>- NIM ở mức cao so với toàn ngành nhờ chiến lược cho vay bán lẻ</li> <li>- Khẩu vị rủi ro an toàn, chất lượng tài sản dẫn đầu ngành</li> </ul>	<a href="#">ACB</a>
6	KBC	35,900	27,650	30%	12.91	89%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- KBC sở hữu quỹ đất lớn gần 7,000 ha đảm bảo tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn.</li> <li>- Quỹ đất sẵn sàng cho thuê còn hơn 170 ha</li> <li>- Dự án KĐT Tràng Cát và KĐT Phúc Ninh sẽ đóng góp đáng kể vào KQKD của KBC từ 2026</li> </ul>	<a href="#">KBC</a>
7	HCM	39,400	29,450	34%	n/a	n/a	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kỳ vọng toàn ngành Chứng khoán khởi sắc năm 2025 dựa trên: (1) Đà tăng tốt giá tốt nhờ định giá hấp dẫn; (2) Thanh khoản thị trường duy trì mức cao nhờ nền lãi suất thấp.</li> <li>- Kỳ vọng nâng hạng thị trường FTSE Russell tác động tích cực đến dòng vốn khối ngoại</li> <li>- HCM có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức để đón đầu dòng vốn ngoại, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn</li> </ul>	<a href="#">HCM</a>
8	KDH	38,300	35,800	7%	34.30	13%	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Khang Điền có lợi thế khi sở hữu quỹ đất hơn 600ha tại Tp. HCM, đặc biệt là khi quỹ đất nội đô đang trở nên khan hiếm.</li> <li>- Mở bán dự án Clarita và Emerica trong năm 2025.</li> <li>- Bàn giao dự án The Privia trong Quý 4 đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2024</li> </ul>	<a href="#">KDH</a>

## VI. Triển vọng ngành

Biểu đồ 40. Tương quan mặt bằng giá (Mức chênh lệch P/B hiện tại với P/B trung bình 10 năm theo độ lệch chuẩn) và triển vọng cơ bản (theo đánh giá của KBSV)



Nguồn: KBSV

# Ngân hàng

## Vượt chông gai

### Kết quả kinh doanh 9T2024

Ngành ngân hàng đã trải qua một năm 2024 tương đối khó khăn trong bối cảnh mức độ hồi phục của nền kinh tế và thị trường BĐS vẫn tương đối chậm. Tăng trưởng tín dụng chậm lại trong nửa đầu năm và chỉ bắt đầu hồi phục kể từ cuối quý 2 (tính đến 7/12 toàn ngành đạt 12.5%). LNTT 9T2024 của 27 ngân hàng niêm yết tăng trưởng ở mức vừa phải 16% YoY do những thách thức về chi phí tín dụng. NIM toàn ngành diễn biến kém hơn kỳ vọng dù chi phí vốn được kiểm soát tốt nhưng việc gia tăng lợi suất đầu ra gặp nhiều khó khăn. Ngoài ra, chất lượng tài sản chưa ghi nhận sự cải thiện đáng kể khiến áp lực trích lập gia tăng trong cả năm 2024 và các năm sau đó.

### Triển vọng 2025

KBSV kỳ vọng năm 2025 nền kinh tế sẽ từng bước phục hồi vững chắc, trong khi thị trường bất động sản được dự báo sẽ khởi sắc nhờ những cải thiện tích cực về khung pháp lý. Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất tiếp tục duy trì ở mức thấp sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng tín dụng toàn ngành – với dự báo có thể đạt 13-15%. Với triển vọng của NIM chúng tôi cho rằng CoF sẽ khó cải thiện trong năm 2025, NIM trong nửa đầu năm tới dự kiến sẽ vẫn chịu nhiều sức ép. Bước sang nửa sau của năm, sự phục hồi của lãi suất cho vay và sự hồi phục của phân khúc KHCN (lợi suất cao hơn) sẽ là động lực để các ngân hàng cải thiện lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA), dự báo NIM 2025 của các ngân hàng sẽ cải thiện 10-20bps so với năm 2024. Trong khi đó, nợ xấu dự kiến sẽ cải thiện nhờ những điều kiện thuận lợi hơn về thị trường, nhưng áp lực trích lập sẽ vẫn còn lớn với đa số các ngân hàng, nhất là nhóm ngân hàng tư nhân.

### Môi trường kinh doanh thuận lợi hơn sẽ hỗ trợ tái định giá nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng

Hiện nay, ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B là 1.53 lần, chỉ cao hơn một chút so với -1 độ lệch chuẩn bình quân quá khứ 5 năm. Trong năm tới, ngành ngân hàng có thể sẽ tiếp tục đối diện với những khó khăn về NIM và áp lực từ chất lượng tài sản. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy môi trường hoạt động kinh doanh đang trở nên thuận lợi hơn nhờ sự hồi phục của nền kinh tế và thị trường BĐS. Lựa chọn cổ phiếu đầu tư cho năm 2025 của chúng tôi bao gồm: ACB, TCB, VCB, BID, CTG.

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh  
[linhpp@kbsec.com.vn](mailto:linhpp@kbsec.com.vn)  
 (+84) 24-7303-5333

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

<b>VCB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	107,500 VND

<b>BID</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	53,900 VND

<b>CTG</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	44,600 VND

<b>ACB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	37,400 VND

<b>TCB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	33,400 VND

<b>MBB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	28,100 VND

<b>STB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	34,300 VND

<b>VPB</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	25,700 VND



## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

### Năm 2024 – Một năm với nhiều thách thức với ngành ngân hàng

Ngành ngân hàng đã trải qua một năm 2024 đầy thách thức khi sự phục hồi của nền kinh tế và thị trường BĐS diễn ra tương đối chậm. Mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay được duy trì ở mặt bằng thấp, nhưng tín dụng vẫn tương đối yếu đã ảnh hưởng đến sự tăng trưởng thu lãi thuần của toàn ngành. NIM toàn ngành diễn biến kém hơn kỳ vọng dù chi phí vốn được kiểm soát tốt nhưng việc gia tăng lợi suất đầu ra gặp nhiều khó khăn. Ngoài ra, chất lượng tài sản chưa ghi nhận sự cải thiện đáng kể khiến áp lực trích lập gia tăng trong cả năm 2024 và các năm sau đó.

### Trái với diễn biến ảm đạm đầu năm, tín dụng đang tiến dần về đích trong những tháng cuối của 2024.

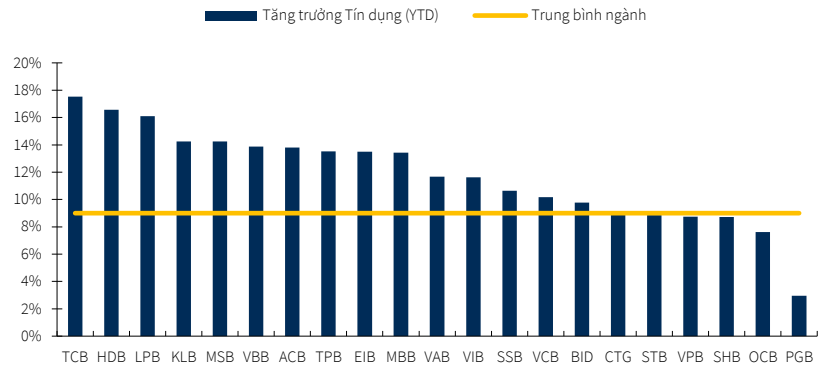
Theo số liệu thống kê của NHNN, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống tính đến ngày 7/12 đạt 12.5% so với đầu năm. Xu hướng tín dụng trong năm 2024 bao gồm:

- (1) Cơ cấu tín dụng có sự chuyển dịch sang nhóm KH doanh nghiệp lớn (bán buôn) ở đa số các ngân hàng bán lẻ trong bối cảnh: (1) nhu cầu tín dụng của nhóm KH cá nhân khá yếu trong nửa đầu năm 2024; (2) cạnh tranh gia tăng ở phân khúc KHCN với sự tham gia của nhóm NHQD (BID,CTG).
- (2) Tổng dư nợ Trái phiếu doanh nghiệp toàn ngành giảm 13% YTD tính đến hết quý 3/2024 do: (1) thị trường vẫn tương đối trầm lắng kể từ sau giai đoạn khủng hoảng BĐS-TPDN 2022-2023; (2) một phần TPDN đã được tái cấu trúc lại thành các khoản vay.
- (3) Tín dụng cho lĩnh vực BĐS sau 9T2024 đạt 9.15% YTD, cao hơn mức tăng trưởng chung (9%). Giải ngân cho vay mua nhà ở một số ngân hàng đã tăng trở lại đặc biệt kể từ quý 2 (biểu đồ 3) bởi (1) mặt bằng lãi suất cho vay tương đối thấp cùng với các chính sách ưu đãi thúc đẩy nhu cầu vay mua nhà; (2) thanh khoản thị trường BĐS cải thiện, thị trường gia tăng nguồn cung từ các dự án mới.

Tăng trưởng tín dụng cho cả năm 2024 dự kiến hoạt thành kế hoạch 14-15% do nhu cầu tín dụng thường tăng mạnh trong những tháng cuối năm; đặc biệt là phân khúc KHCN đang cho thấy những dấu hiệu khả quan hơn từ quý 3 và mặt bằng lãi suất thấp tương đối hấp dẫn.

NHNN mới đây đã có thêm đợt nới hạn mức tín dụng lần thứ 2 trong năm 2024 cho một số ngân hàng hoàn thành tốt chỉ tiêu hạn mức tín dụng cũ. Chúng tôi dự phóng năm 2024, tăng trưởng của các ngân hàng trong danh mục theo dõi lần lượt: VCB +14%, BID +14%, CTG +14%, MBB +20%, TCB +21%, ACB +18.5%, VPB +25%, STB +15%.

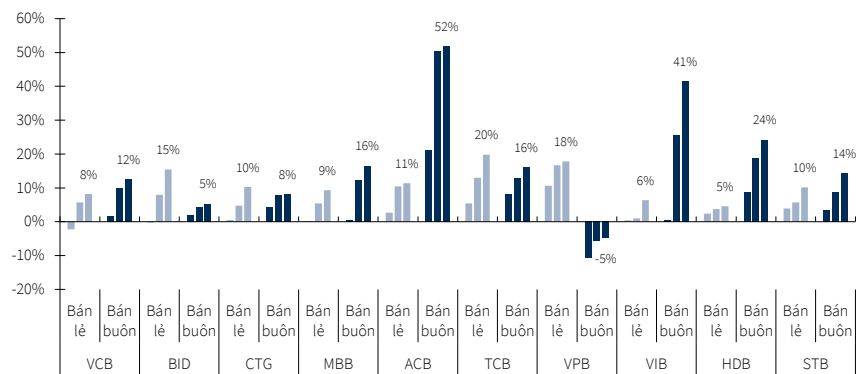
**Biểu đồ 1. Tăng trưởng tín dụng 9T2024 các ngân hàng**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

VCB, MBB, HDB có mức tăng trưởng cho vay bán buôn (KHDN lớn) tốt hơn cho vay bán lẻ (KHCN, SME). Điều này cũng được thể hiện rõ với nhóm ngân hàng cho vay bán lẻ (ACB, VIB, STB) khi cơ cấu cho vay cho sự dịch chuyển sang nhóm KHDN. Trong khi đó, BID và CTG cho thấy sự mở rộng sang phân khúc khách hàng cá nhân.

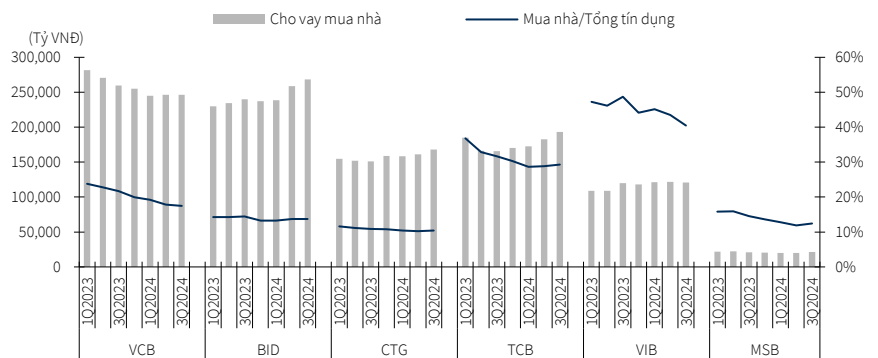
**Biểu đồ 2. Tăng trưởng theo phân khúc bán lẻ, bán buôn từ quý 1 đến quý 3 năm 2024**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Dư nợ cho vay mua nhà ghi nhận cải thiện đáng kể trong quý 2 và thậm chí là mùa thấp điểm trong quý 3. Mặt bằng lãi suất cho vay tương đối thấp ( 5.5-8% - lãi suất ưu đãi) so với giai đoạn trước vẫn đang hỗ trợ cho đà hồi phục của phân khúc sản phẩm này.

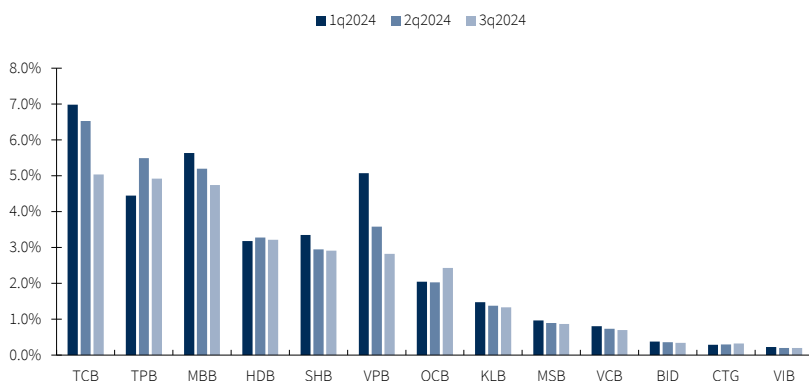
**Biểu đồ 3. Dư nợ cho vay mua nhà tại các ngân hàng**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

**Biểu đồ 4. Trái phiếu doanh nghiệp/ Tổng tín dụng của các ngân hàng**

Dư nợ TPĐN giảm tương đối đáng kể trong 9 tháng đầu năm 2024, tiêu biểu TCB giảm 22%, VPB giảm 47%, MBB và BID đều giảm 10% so với đầu năm.

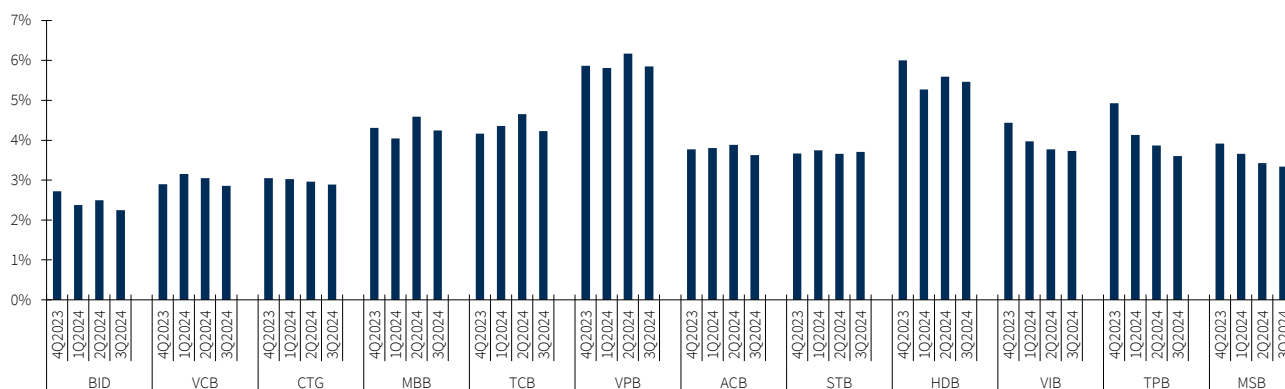


Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

**NIM năm 2024 chịu nhiều áp lực từ đầu ra và đầu vào**

Trong nửa đầu năm 2024, NIM toàn ngành có sự hồi phục nhẹ nhờ kiểm soát chi phí vốn từ mặt bằng lãi suất huy động thấp trong giai đoạn cuối năm 2023 – đầu năm 2024 (phù hợp với kỳ vọng trước đó của chúng tôi). Tuy nhiên bước sang quý 3, biên lãi ròng của các ngân hàng đa phần đều ghi nhận sự sụt giảm so với đà hồi phục 2 quý trước đó. NIM 3Q2024 của toàn ngành giảm 21bps so với quý 2/2024 do chịu áp lực cả từ đầu ra lẫn đầu vào: (1) Chi phí vốn huy động đầu vào giảm chậm lại/tăng nhẹ ở một số ngân hàng khi bắt đầu phản ánh làn sóng tăng lãi suất huy động của toàn ngành từ tháng 4/2024; (2) Lợi suất trên tài sản sinh lời vẫn tiếp tục xu hướng giảm từ đầu năm đến nay, nguyên nhân đến từ (i) định hướng giữ mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ nền kinh tế từ chính phủ, (ii) cạnh tranh lãi suất gay gắt giữa các ngân hàng, (iii) toàn ngành triển khai các gói vay hỗ trợ để khắc phục hậu quả sau bão Yagi, (iv) cho vay cá nhân (lợi suất cao hơn) chậm lại. Bên cạnh đó, việc chất lượng tài sản suy giảm tương đối cũng gây ảnh hưởng tiêu cực khiến NIM không đạt kỳ vọng cho năm 2024.

**Biểu đồ 5. Diễn biến NIM theo quý của các ngân hàng trong danh sách theo dõi của chúng tôi**



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

## Chất lượng tài sản tiếp tục suy giảm trong năm 2024

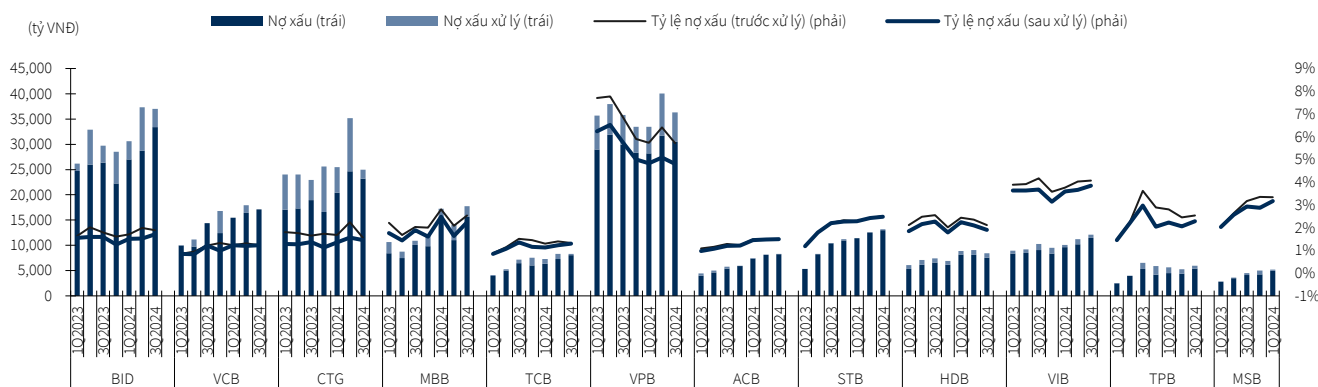
Kết thúc quý 3/2024, tỷ lệ nợ xấu của 27 ngân hàng niêm yết đạt mức 2.2% - tăng 30bps từ mức 1.9% cuối năm 2023. Hầu hết các ngân hàng đã sử dụng bộ đệm dự để xử lý nợ xấu ra khỏi bảng cân đối trong quý 1 và quý 2 (biểu đồ 6), trong khi sự tăng trưởng khiêm tốn của lợi nhuận đã thu hẹp dư địa trích lập dự phòng. Những điều này, kết hợp với tốc độ gia tăng của nợ xấu đã khiến bộ đệm dự phòng của toàn ngành suy giảm đáng kể, hiện chỉ tương đương với giai đoạn 2019-2020. Ngoài ra, tỷ lệ nợ xấu hình thành của nhiều ngân hàng vẫn đang có xu hướng tăng trong 3 quý trở lại đây khiến chất lượng tài sản ngành ngân hàng năm 2024 chưa thấy sự cải thiện và điều này cũng đóng góp vào sự suy giảm của biên lãi ròng NIM.

## Nợ tái cơ cấu theo các thông tư sẽ không gây ảnh hưởng quá lớn lên chất lượng tài sản

Đối với nợ tái cơ cấu theo Thông tư 02, chúng tôi nhận thấy xu hướng dư nợ tái cơ cấu giảm dần trong 3 quý đầu năm 2024 ở các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi (biểu đồ 8,9), ngoại trừ trường hợp của MBB - tăng 165% YoY do nợ xấu đột biến trong quý 3 và VPB- tăng 10% YoY. Điều này cho thấy các ngân hàng chủ động giảm áp lực khi lên nợ xấu khi Thông tư dự kiến hết hạn vào cuối năm nay, bên cạnh việc tình hình tài chính của khách hàng cải thiện giúp quay trở lại nhóm nợ tiêu chuẩn. Ngoài ra, tỷ trọng nợ tái cơ cấu theo thông tư này tính trên dư nợ tín dụng của các ngân hàng đều tương đối thấp, do vậy trong Trường hợp TT02 không được tiếp tục gia hạn thì mức độ ảnh hưởng lên chất lượng tài sản cũng sẽ không quá lớn.

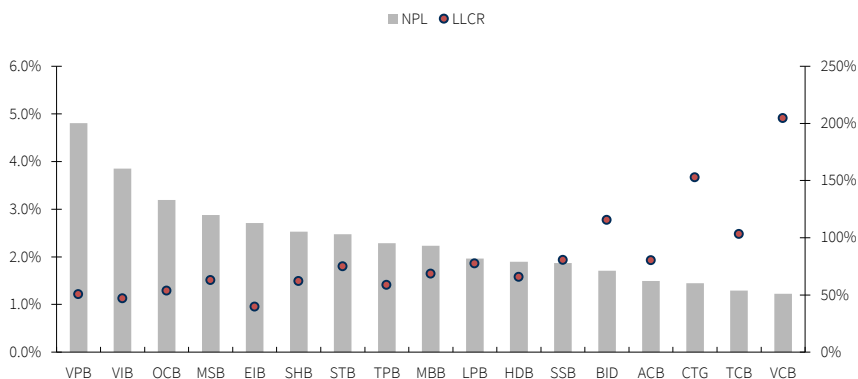
Vừa qua, NHNN đã ban hành Thông tư 1510/QĐ-TTg về việc tái cấu trúc các khoản nợ cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi cơn bão số 3 (bão Yagi). Thông tư này cho phép các ngân hàng giữ nguyên nhóm nợ cho các KH bị ảnh hưởng bởi thiên tai và sẽ trích lập tối thiểu theo lộ trình 35% năm 2024, 70% năm 2025, 100% năm 2026. Theo số liệu được thống kê, dư nợ KH bị ảnh hưởng chiếm 1.1-1.2% tổng dư nợ hệ thống (nhưng không có nghĩa toàn bộ số dư nợ này đều trở thành nợ tái cơ cấu), phần lớn chủ yếu là ở nhóm ngân hàng quốc doanh (~60%). Chúng tôi cho rằng tác động của thông tư này đến các ngân hàng là không quá đáng kể do quy mô tương đối nhỏ so với Thông tư 02. Bên cạnh đó, việc giảm áp lực lên chất lượng tài sản sẽ mang lại lợi ích nhiều hơn cho nhóm ngân hàng quốc doanh so với nhóm ngân hàng tư nhân.

Biểu đồ 6. Xử lý nợ xấu tại các ngân hàng



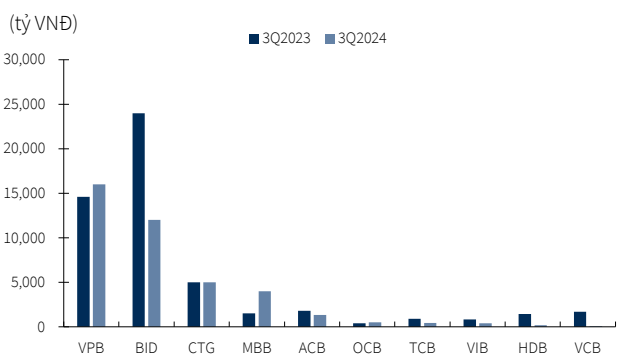
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 7. Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu cuối quý 3/2024



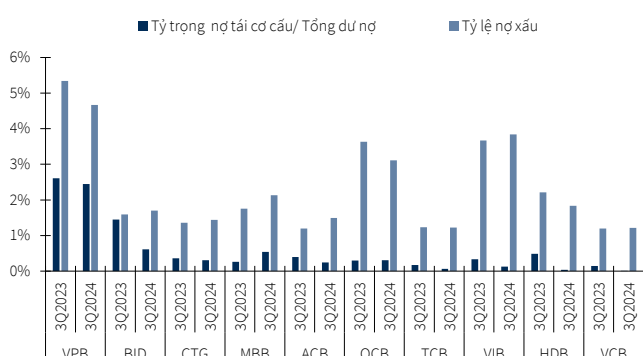
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 8. Dư nợ tái cơ cấu theo TT02 của một số ngân hàng



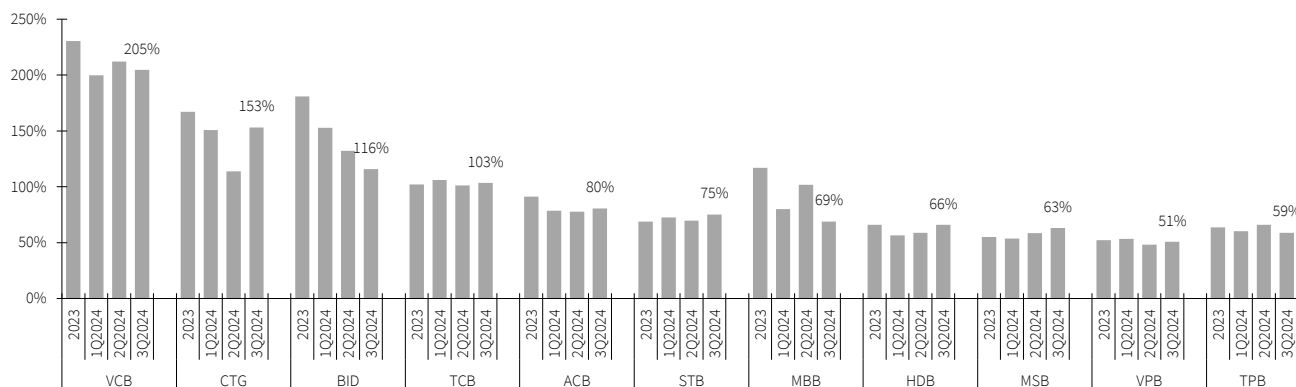
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 9. Tỷ trọng nợ tái cơ cấu (TT02)/ Tổng dư nợ và NPL



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Biểu đồ 10. Bộ đệm dự phòng của các ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

**Dự báo năm 2025, mặt bằng lãi suất sẽ tăng nhẹ nhưng tiếp tục duy trì mặt bằng thấp**

**Chúng tôi nhận thấy áp lực lên lãi suất huy động của ngân hàng vẫn đang hiện hữu:** (1) chênh lệch giữa tăng trưởng huy động/tín dụng trong năm 2024 đã khiến tỷ lệ LDR của nhiều ngân hàng tăng lên gần mức trần quy định 85% của NHNN; (2) mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho năm sau vẫn ở mức cao (khoảng 13-15%); trong khi (3) lãi suất liên ngân hàng sẽ chưa thể hạ nhiệt ngay bởi tỷ giá có thể vẫn căng thẳng trong 1H2025, khiến việc huy động từ Thị trường 2 khó khăn hơn. Lãi suất huy động cho cả năm 2025 nhìn chung sẽ tăng lên để đáp ứng nhu cầu thanh khoản, nhưng sẽ có sự phân hoá giữa các nhóm ngân hàng:

- (1) Nhóm Ngân hàng quốc doanh (NHQD): lãi suất huy động có thể tăng 30-50bps từ mức hiện tại. Mức tăng này vẫn thấp hơn nhóm NHTM do có sự hỗ trợ từ tiền gửi KBNN nên vấn đề thanh khoản không quá lo ngại.
- (2) Nhóm NHTM còn lại sẽ có sự phân hoá và mức tăng cũng sẽ lớn hơn (50-100bps). Những ngân hàng quy mô nhỏ, không có lợi thế về CASA sẽ chịu áp lực nhiều hơn trong việc tăng lãi suất huy động.

**Mặt khác, lãi suất cho vay dự kiến sẽ ổn định ở mức hiện tại trong 1H2025,** phù hợp với định hướng hỗ trợ nền kinh tế, khắc phục hậu quả sau thiên tai của Chính phủ. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ hồi phục trong nửa sau của năm 2025, giúp các ngân hàng chuyển giao phần tăng chi phí đầu vào để kiểm soát tỷ lệ NIM.

KBSV kỳ vọng năm 2025 nền kinh tế sẽ từng bước phục hồi vững chắc, trong khi thị trường bất động sản được dự báo sẽ khởi sắc nhờ những cải thiện tích cực về khung pháp lý. Bên cạnh đó, với triển vọng về mặt bằng lãi suất như đã đề cập ở trên, chúng tôi đưa ra dự phóng với toàn ngành ngân hàng trong năm 2025 như sau:

**NIM dự kiến giảm trong 1H2025, khả năng hồi phục sẽ xuất hiện trong 2H2025**

Thông thường thời gian để chi phí vốn (CoF) phản ánh lãi suất huy động khoảng 6-12 tháng. Do vậy với diễn biến đã điều chỉnh tăng lãi suất 10-120bps trong năm 2024 và kỳ vọng LSHĐ sẽ tiếp tục tăng nhẹ trong năm 2025, chúng tôi cho rằng CoF sẽ khó cải thiện trong năm 2025 và NIM trong nửa đầu năm tới dự kiến sẽ vẫn chịu nhiều sức ép. Bước sang nửa sau của năm, sự phục hồi của lãi suất cho vay và sự hồi phục của phân khúc KHCCN (lãi suất cao hơn) sẽ là động lực để các ngân hàng cải thiện lợi suất trên tài sản sinh lời (IEA). Tổng kết lại, chúng tôi dự báo NIM 2025 của các ngân hàng sẽ cải thiện 10-20bps so với năm 2024.

**Tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt 13-15% trong năm 2025**

Chúng tôi đánh giá thị trường đang có những điều kiện thuận lợi hơn 2 năm vừa qua giúp tăng trưởng tín dụng toàn ngành có thể đạt mức 13-15% trong năm 2025 nhờ: (1) Sau khi được tháo gỡ khó khăn về mặt pháp lý, thị trường BĐS được kỳ vọng sẽ hồi phục tích cực, tiếp tục đóng góp vào tăng trưởng dư nợ của

toàn nền kinh tế; (2) Mặt bằng lãi suất thấp sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu tín dụng, đặc biệt chúng tôi kỳ vọng sự hồi phục đến từ nhóm KHCN; (3) Xu hướng dịch chuyển của các doanh nghiệp FDI về Việt Nam trong nhiệm kỳ mới của Donald Trump thúc đẩy giải ngân nhiều hơn cho lĩnh vực này. Ngoài ra, chúng tôi cũng cho rằng thị trường TPDN sẽ vẫn cần thêm thời gian để hồi phục, nhất là khi áp lực đáo hạn tương đối lớn trong giai đoạn 2025-2026, khi đó kênh tín dụng qua ngân hàng sẽ vẫn đóng vai trò quan trọng với nền kinh tế.

Dù vậy, tăng trưởng tín dụng sẽ tiếp tục có sự phân hoá giữa các ngân hàng. KBSV kỳ vọng các ngân hàng bán lẻ (ACB, VIB, VPB, CTG, STB) sẽ có mức tăng trưởng tốt nhờ sự phục hồi từ nhóm KHCN. Những ngân hàng tiếp nhận tái cấu trúc TCTD yếu kém (MBB, VPB, HDB) sẽ tiếp tục được cấp hạn mức tín dụng cao hơn mức trung bình ngành.

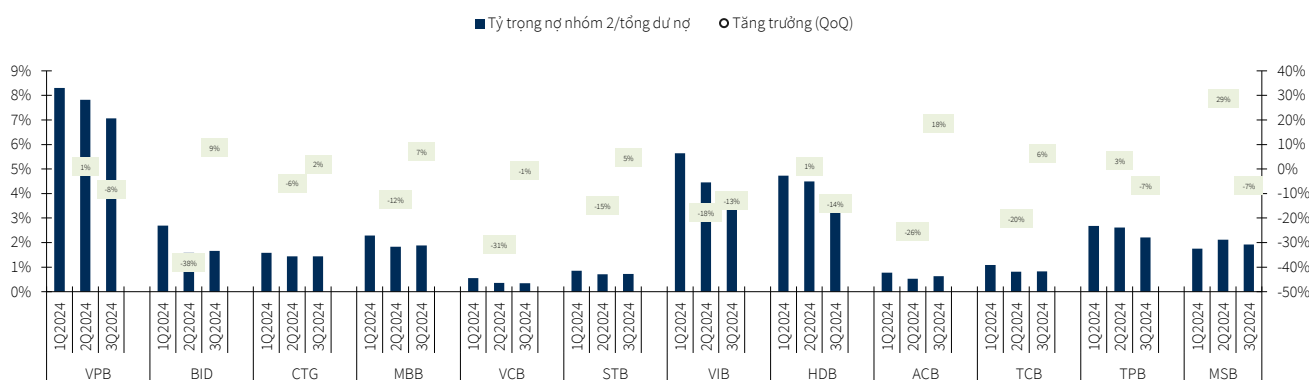
### Nợ xấu dự kiến sẽ cải thiện trong năm tới

Mặc dù chất lượng tài sản chưa có sự cải thiện đáng kể trong 9 tháng đầu năm, song chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực từ xu hướng giảm dần của nợ nhóm 2 cũng như nợ tái cơ cấu qua từng quý. Nhiều khả năng nợ xấu tạo đỉnh trong quý 3 hoặc quý 4 của năm 2024. Dự báo năm 2025, chất lượng tài sản toàn ngành sẽ cải thiện tốt hơn, áp lực gia tăng nợ xấu sẽ giảm bớt về giai đoạn cuối năm nhờ sự hỗ trợ đến từ (1) các chính sách hỗ trợ về lãi suất, tái cơ cấu khoản vay, (2) dòng tiền của khách hàng cải thiện tốt hơn nhờ đà hồi phục của nền kinh tế. Theo dự phóng của KBSV, tỷ lệ NPL của các ngân hàng có thể giảm 10-30bps trong năm tới.

### Áp lực trích lập gia tăng sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận

Bộ đệm dự phòng hiện tại của các ngân hàng đã suy giảm đáng kể sau những nỗ lực xử lý nợ trong năm qua. Do vậy áp lực trích lập dự phòng trong giai đoạn 2025-2026 tương đối lớn và điều này sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của các ngân hàng. Nhóm ngân hàng tư nhân sẽ cần nỗ lực hơn trong việc trích lập do vẫn còn tiềm ẩn rủi ro đến từ đáo hạn trái phiếu, trong khi bộ đệm của nhóm NHQD vẫn tương đối vững chắc. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng với sự hồi phục của lĩnh vực BĐS sẽ hỗ trợ thanh khoản thị trường giúp quá trình xử lý nợ xấu diễn ra nhanh hơn, từ đó gia tăng các khoản hoàn nhập nợ về cho ngân hàng.

Biểu đồ 11. Nợ nhóm 2 tại các ngân hàng



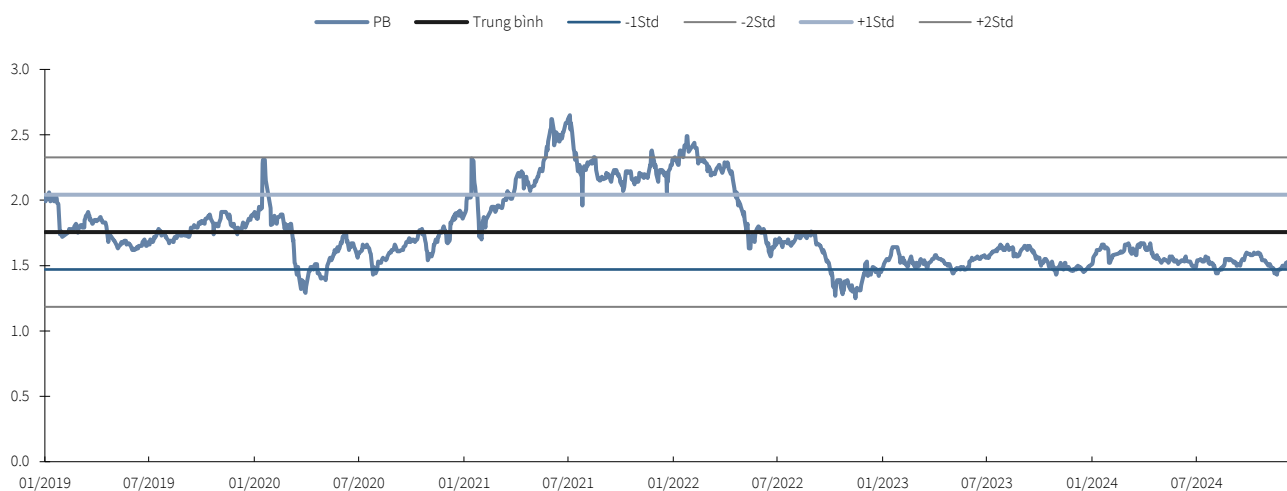
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

**Môi trường kinh doanh thuận lợi hơn sẽ hỗ trợ tái định giá nhóm cổ phiếu ngành ngân hàng**

Hiện nay, ngành ngân hàng đang giao dịch với P/B là 1.53 lần, chỉ cao hơn một chút so với -1 độ lệch chuẩn bình quân quá khứ 5 năm. Trong năm tới, ngành ngân hàng có thể sẽ tiếp tục đối diện với những khó khăn về NIM và áp lực từ chất lượng tài sản. Dù vậy, chúng tôi nhận thấy môi trường hoạt động kinh doanh đang trở lên thuận lợi hơn nhờ sự hồi phục của nền kinh tế và thị trường BĐS.

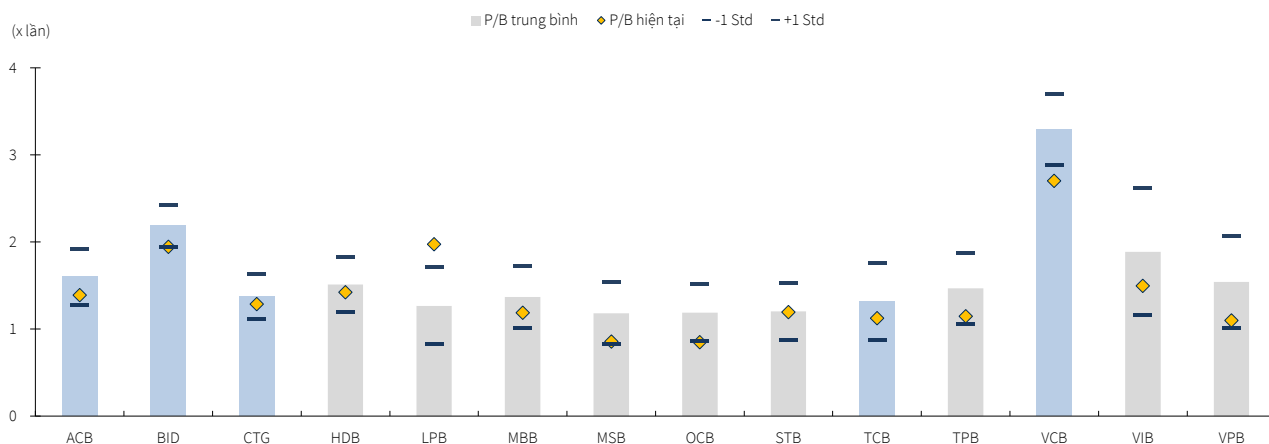
Lựa chọn cổ phiếu cho năm 2025 của chúng tôi đánh giá dựa trên tiềm năng tăng trưởng và quản trị rủi ro của các ngân hàng. Chúng tôi lựa chọn ACB cho mục tiêu tăng trưởng bền vững, khẩu vị an toàn; TCB cho triển vọng tăng trưởng vượt trội nhờ sự hồi phục của thị trường BĐS; VCB và BID cho câu chuyện chào bán vốn cổ phần và CTG với định giá rẻ tương đối cùng với sự chuyển mình trong chất lượng tài sản.

**Biểu đồ 12. P/B ngành ngân hàng**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Biểu đồ 13. Định giá P/B của các ngân hàng**



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

## Ưu tiên tăng trưởng bền vững

05/12/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh  
[linhpp@kbsec.com.vn](mailto:linhpp@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Tập trung vào chất lượng tín dụng, kỳ vọng tăng trưởng bền vững 15-17% trong giai đoạn 2025-2027**

NHNN vừa có thêm đợt nâng hạn mức tín dụng cho các ngân hàng trong tháng 11 vừa qua, với hạn mức tín dụng được cấp mới của ACB khoảng 20%. Song với chiến lược ưu tiên chất lượng tín dụng, chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 của ngân hàng là 18.5% (không thay đổi so với dự phóng cũ). Cho giai đoạn 2025-2027, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng mỗi năm khoảng 15-17% - cao hơn mức tăng trưởng của toàn ngành.

**Áp lực lên NIM vẫn hiện hữu, kỳ vọng dần hồi phục trong nửa sau 2025**

Do lộ trình phục hồi lãi suất cho vay không như kỳ vọng, chúng tôi điều chỉnh dự phóng NIM 2024 về mức 3.9%, sau đó cải thiện lên mức 4% trong năm 2025. Áp lực NIM suy giảm là hiện hữu với toàn ngành, nhưng với ACB chúng tôi quan sát vẫn có những điểm tích cực cho triển vọng của NIM trong thời gian tới.

**Nợ xấu đã tạo đỉnh trong quý 3, chất lượng tài sản dự kiến được kiểm soát tốt trong thời gian tới**

Tỷ lệ hình thành nợ xấu mới hình thành tăng nhẹ trong quý 3 nhưng có xu hướng chậm lại và bắt đầu giảm kể từ tháng 9. Các khoản nợ tái cơ cấu theo TT02 đã giảm về 0.2% tổng dư nợ cho thấy chiến lược kiểm soát rủi ro thận trọng. Chúng tôi kỳ vọng nợ xấu của ACB đã tạo đỉnh và tỷ lệ nợ xấu dự kiến được kiểm soát ở mức 1.4% trong năm 2024 và giảm về 1.25% trong năm sau.

**Định giá - Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 37,400 VNĐ/Cp**

Khuyến nghị MUA cổ phiếu ACB với giá mục tiêu 37,400 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 49% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2024.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 37,400</b>
Tăng/giảm (%)	49.6%
Giá hiện tại (04/12/2024)	VND 25,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 30,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	111.9/4.4

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	79.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	195.0/7.8
Sở hữu nước ngoài (%)	30.0%
Cổ đông lớn	Sather Gate Investments Limited (4.99%)

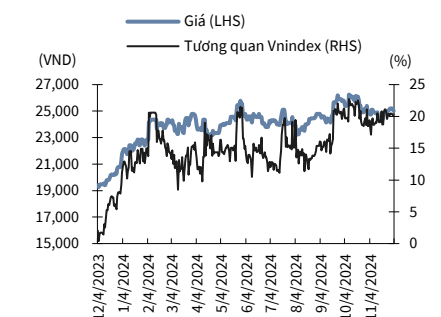
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.0	1.4	2.0	28.9
Tương đối	0.6	3.5	4.7	17.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	23,534	24,960	29,401	34,454
LN trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	17,185	21,872	24,272	28,843
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VNĐ)	13,688	16,045	17,479	20,869
EPS (đồng/cổ phiếu)	4,053	4,131	3,913	4,672
Tăng trưởng EPS (%YoY)	14%	2%	-5%	19%
PER (x)	10.9	10.7	11.2	9.4
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	17,303	18,269	18,768	22,009
PBR (x)	1.45	1.37	1.33	1.14
ROE (%)	26.5%	24.8%	22.6%	22.9%
Tỷ suất cổ tức	2.40%	3.04%	3.50%	3.99%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# BIDV (BID)

## Kỳ vọng phát hành riêng lẻ thành công trong 1Q25

2/12/2024

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

**3Q2024, LNTT đạt 6,498 tỷ VND, tăng 10.3% YoY**

3Q2024, BID có thu nhập lãi thuần đạt 13,990 tỷ VND (-5.7% QoQ, +1.5% YoY); TOI đạt 17,259 tỷ VND (-14.7% QoQ, -3.5% YoY). Chi phí trích lập dự phòng đạt 4,453 tỷ VND (-16.9% QoQ, -25.2% YoY) khiến LNTT đạt 6,498 tỷ VND (-20.4% QoQ, +10.3% YoY). Lũy kế 9M2024, LNTT đạt 22,047 tỷ VND, tăng 11.6% YoY.

**NIM kỳ vọng phục hồi chậm trong năm 2025**

Theo quan điểm của KBSV, NIM sẽ cải thiện trong năm 2025 tuy nhiên sẽ không có mức tăng mạnh mẽ dựa trên: (1) Áp lực lên chi phí đầu vào trong năm 2025 hiện hữu từ rủi ro tỷ giá trong khi CASA chưa cho thấy các dấu hiệu cải thiện; (2) Lợi suất tài sản sinh lời cải thiện nhờ sự phục hồi của nhóm bán lẻ cùng việc kết thúc các gói hỗ trợ, tuy nhiên lãi suất cho vay vẫn sẽ neo ở mức thấp.

**Các phương án tăng vốn kỳ vọng hoàn thành trong đầu năm 2025**

Kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 21% của BID đang trong quá trình chờ nhận phê duyệt của bộ tài chính, dự kiến hoàn thành trong đầu năm 2025. Trong khi đó, thương vụ phát hành riêng lẻ tỷ lệ 2.89% cũng đang được kỳ vọng có thể hoàn thành trong 1Q2025, hiện chưa có thông tin về mức giá bán.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 53,900 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BID. Giá mục tiêu cho năm 2024 là 53,900VND/cp, cao hơn 15.3% so với giá tại ngày 29/11/2024.

## MUA thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 53,900</b>
Tăng/giảm (%)	15.3%
Giá hiện tại (2/12/2024)	VND 46,750
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 55,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	265.4/10.5

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	19.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	98.3/3.9
Sở hữu nước ngoài (%)	17.0%
Cổ đông lớn	SBV (80.99%)

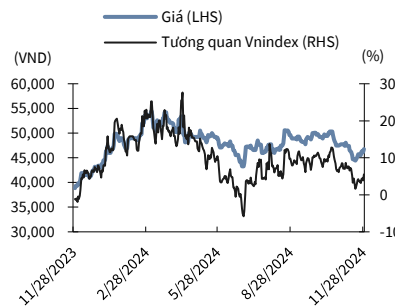
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.1	-4.4	-0.7	18.7
Tương đối	-1.7	-1.8	0.1	5.2

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	56,070	56,136	59,960	74,646
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	47,025	47,932	50,699	61,847
LNST (tỷ VND)	18,159	21,505	22,589	25,628
EPS (VNĐ)	3,590	3,773	3,963	3,629
Tăng trưởng EPS (%)	72%	5%	5%	-8%
PER (x)	13.0	12.4	11.8	12.9
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	20,597	21,554	23,417	25,625
PBR (x)	2.27	2.17	2.00	1.82
ROE (%)	19.3	19.4	18.0	16.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# VietinBank (CTG)

## Giảm áp lực trích lập dự phòng trong thời gian tới

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

22/11/2024

**3Q2024, LNTT đạt 6,553 tỷ VND, tăng 34.5% YoY**

3Q2024, CTG có thu nhập lãi thuần đạt 15,578 tỷ VND (+1.6% QoQ, +19.0% YoY); TOI đạt 21,916 tỷ VND (+11.6% QoQ, +26.0% YoY). Chi phí trích lập dự phòng duy trì mức cao, đạt 9,269 tỷ VND (+18.6% QoQ, +24.6% YoY) khiến LNTT đạt 6,553 tỷ VND (-2.9% QoQ, +34.5% YoY). Lũy kế 9M2024, LNTT đạt 19,513 tỷ VND (+12.1% YoY).

**Duy trì kì vọng tăng trưởng tín dụng 15% với động lực từ mảng bán lẻ**

Tăng trưởng tín dụng 9M2024 đạt 9.0% YTD trong đó mảng khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp lớn dẫn dắt tăng trưởng, lần lượt đạt 11.9% và 6.8%. KBSV duy trì quan điểm CTG sẽ có mức tăng trưởng tín dụng đạt 15% trong năm 2024 khi tín dụng toàn hệ thống có xu hướng đẩy mạnh giải ngân trong cuối năm.

**NIM sẽ gặp áp lực trong năm 2025**

Theo quan điểm của KBSV, NIM của CTG sẽ tiếp tục cải thiện trong 4Q2024 nhưng sẽ gặp áp lực trong năm 2025 dựa trên: (1) Chi phí đầu vào còn dư địa giảm nhờ CASA và nền lãi suất huy động thấp tuy nhiên có rủi ro tăng lãi suất huy động trong năm 2025; (2) Nền lãi suất cho vay dự kiến vẫn duy trì mức thấp để hỗ trợ thúc đẩy phát triển kinh tế.

**Chất lượng tài sản mang đến những tín hiệu tích cực**

Chất lượng tài sản cải thiện với tỷ lệ NPL đạt 1.45%, giảm 12bps QoQ. Trong kì, CTG tiếp tục đẩy mạnh trích lập dự phòng, nâng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLCR) lên mức 153%, cao thứ 2 toàn ngành. KBSV kì vọng trong 4Q2024 và 2025, áp lực trích lập dự phòng đối với CTG sẽ thấp hơn so với 9M2024 nhờ sự phục hồi của nền kinh tế.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 44,600 VND/cp**

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTG. Giá mục tiêu cho năm 2025 là 44,600VND/cp, cao hơn 27.4% so với giá tại ngày 22/11/2024.

## MUA thay đổi

**Giá mục tiêu VND 44,600**

Tăng/giảm (%)	27.4%
Giá hiện tại (22/11/2024)	VND 35,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 39,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	187.9/7.4

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	47,792	52,957	61,839	67,991
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VND)	44,922	50,105	58,655	63,556
LNST (tỷ VND)	16,924	19,904	23,156	26,154
EPS (VND)	3,522	3,706	4,312	4,870
Tăng trưởng EPS (%)	20.1	5.3	16.3	12.9
PER (x)	9.9	9.4	8.1	7.2
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	22,539	23,440	27,752	32,622
PBR (x)	1.55	1.49	1.26	1.07
ROE (%)	16.8	17.1	17.0	16.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

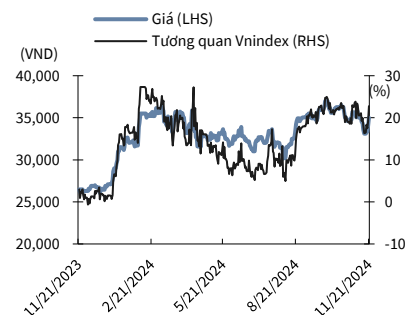
Nguồn: Fiinpro, KBSV

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	260.8/10.5
Sở hữu nước ngoài (%)	26.7%
Cổ đông lớn	SBV (64.46%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	1.2	6.1	32.1
Tương đối	3.3	5.4	9.1	21.8



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Techcombank (TCB)

## Bước đi mới trong mảng bancassurance

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh

[linhpp@kbsec.com.vn](mailto:linhpp@kbsec.com.vn)

(+84) 24-7303-5333

27/11/2024

### Triển vọng về tăng trưởng tín dụng tương đối tích cực cho giai đoạn 2025-2027

Hạn mức tín dụng mới của TCB đã được điều chỉnh từ mức 16% đầu năm lên 18.4%, tuy nhiên đến hết quý 3 tăng trưởng tín dụng của ngân hàng đã đạt 17.4% YTD. Chúng tôi kỳ vọng TCB sẽ có thêm room tín dụng để phục vụ cho mùa cao điểm trong những tháng cuối năm. KBSV dự báo ngân hàng sẽ duy trì mức tăng trưởng 21% YoY cho năm 2024 và 16-18% cho giai đoạn 2025-2027.

### Những thay đổi mới trong mảng kinh doanh bảo hiểm

TCB và Manulife đã kết thúc hợp đồng hợp tác độc quyền phân phối bảo hiểm từ tháng 10/2024, tác động của sự kiện này bảo gồm (1) thu phí tử mảng bancassurance dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng trong thời gian tới; (2) chi phí hoạt động tăng do TCB bồi thường khoảng 1,800 tỷ đồng cho Manulife. Ngân hàng cho biết đang tìm đối tác chiến lược mới cho mảng này.

### Trở thành nhà đồng đầu tư cho Concert Anh Trai Vượt Ngàn Trông Gai giúp TCB định vị thương hiệu tốt hơn

TCB đã triển khai chương trình tặng vé Concert cho khách hàng hiện hữu/ khách hàng mới mở tài khoản tại TCB, đi kèm điều kiện sử dụng tính năng Sinh lời tự động. Chương trình ATVNTG đang thu hút sự quan tâm của đông đảo các khán giả, điều này sẽ mang lại: (1) lượng lớn tiền gửi không kỳ hạn với chi phí thấp (0.2-0.5%); (2) gia tăng tệp KH và KH tiềm năng cho ngân hàng trong tương lai.

### Định giá - Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu 33,400 VNĐ/Cp

Khuyến nghị MUA cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 33,400 VNĐ/CP - tiềm năng tăng giá 42% so với giá đóng cửa ngày 27/11/2024.

## MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 33,400
Tăng/giảm (%)	42%
Giá hiện tại (27/11/2024)	VND 23,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 28,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	166.6/6.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	68.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	338.0/13.6
Sở hữu nước ngoài (%)	22.2%
Cổ đông lớn	MSN (14.9%)

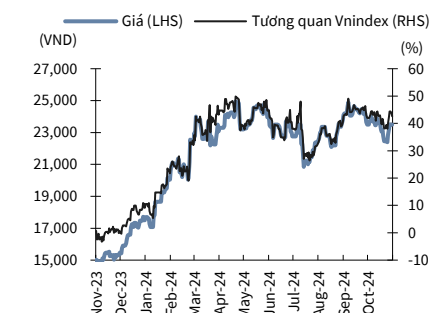
### Biến động giá cổ phiếu (%)

	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	4.4	1.3	56.4
Tương đối	1.4	8.0	3.5	43.7

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	30,290	27,691	35,616	40,809
LN trước CF DPRRTD (tỷ VND)	27,504	26,809	33,918	38,051
LNST ngân hàng mẹ (tỷ VND)	20,436	18,191	23,052	27,709
EPS (đồng/cổ phiếu)	5,729	5,111	3,238	3,888
Tăng trưởng EPS (%YoY)	11%	-11%	-37%	20%
PER (x)	4.1	4.6	7.3	6.0
Giá trị sổ sách/CP (BVPS)	32,248	37,364	25,158	27,232
PBR (x)	0.73	0.63	1.18	1.09
ROE (%)	19.8%	14.8%	14.9%	15.0%
Tỷ suất cổ tức	0.0%	0.0%	3.1%	3.1%

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Vietcombank(VCB)

## Nhận chuyển giao bắt buộc CBBank

26/11/2024

3Q2024, LNTT đạt 10,699 tỷ VND, tăng 18.2% YoY

Duy trì kì vọng tăng trưởng tín dụng 14%

NIM sẽ gặp áp lực trong năm 2025

Chính thức nhận chuyển giao bắt buộc NHTM TNHH 1 thành Viên Xây Dựng Việt Nam

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 107,500 VND/cp

### MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 107,500
Tăng/giảm (%)	17.8%
Giá hiện tại (11/25/2024)	VND 91,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 109,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	519.2/20.4

#### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	53,246	53,621	56,737	62,765
LN thuần trước CF DPRRTD (tỷ VNĐ)	46,832	45,809	47,256	52,529
LNST (tỷ VNĐ)	29,899	33,033	34,359	34,257
EPS (VNĐ)	6,318	5,910	6,147	6,129
Tăng trưởng EPS (%)	6.5	(6.4)	4.0	(0.3)
PER (x)	14.5	15.4	14.9	14.9
Giá trị số sách/CP (BVPS)	28,663	29,524	35,672	41,801
PBR (x)	3.19	3.09	2.56	2.18
ROE (%)	24.4	22.0	18.9	15.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

(+84) 24-7303-5333

3Q2024, VCB có thu nhập lãi thuần đạt 13,578 tỷ VND (-2.4% QoQ, +7.8% YoY); TOI đạt 16,836 tỷ VND (+0.5% QoQ, +6.7% YoY). Chi phí trích lập dự phòng giảm mạnh, đạt 326 tỷ VND (-78.5% QoQ, -78.2% YoY) khiến LNTT đạt 10,699 tỷ VND (+5.8% QoQ, +18.2% YoY). Lũy kế 9M2024, LNTT đạt 31,533 tỷ VND, tăng 6.7% YoY.

Tăng trưởng tín dụng 9M2024 đạt 10.2% YTD. KBSV duy trì quan điểm VCB sẽ có mức tăng trưởng tín dụng đạt 14% trong năm 2024 khi: (1) Tín dụng toàn hệ thống có xu hướng đẩy mạnh giải ngân cuối năm; (2) Sự hồi phục phần nào của thị trường bất động sản; (3) Sự cải thiện của lĩnh vực sản xuất.

Theo quan điểm của KBSV, NIM của VCB sẽ gặp áp lực trong năm 2025 dựa trên: (1) Áp lực lên Chi phí đầu vào gia tăng do các rủi ro về tỷ giá và thanh khoản trong bối cảnh tăng trưởng huy động thấp; (2) Nền lãi suất cho vay dự kiến vẫn duy trì mức thấp để hỗ trợ thúc đẩy phát triển kinh tế.

Ngày 17/10/2024, NHNN công bố quyết định chuyển giao bắt buộc NHTM TNHH 1 thành viên Xây dựng Việt Nam (CBBank) cho VCB. CBBank là pháp nhân độc lập và không hợp nhất vào báo cáo tài chính của VCB. Sau khi nhận chuyển giao, VCB sẽ có điều kiện để mở rộng mạng lưới, tăng quy mô kinh doanh, sáp nhập hoặc thoái vốn tại CBBank sau khi kết thúc phương án chuyển giao bắt buộc.

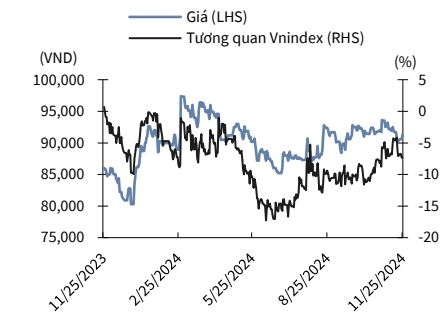
Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VCB. Giá mục tiêu cho năm 2025 là 107,500VND/cp, cao hơn 17.8% so với giá tại ngày 25/11/2024.

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	124.5/5.0
Sở hữu nước ngoài (%)	23.2%
Cổ đông lớn	SBV (74.80%)

#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-0.5	-0.8	1.2	6.2
Tương đối	0.9	2.8	3.4	-6.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Ngành chứng khoán

## Kỳ vọng nâng hạng thị trường trong năm 2025

Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế của nhóm công ty chứng khoán theo dõi trong 9M2024 có sự cải thiện mạnh mẽ so với cùng kỳ 9M2024, tổng lợi nhuận hoạt động của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất đạt 32,592 tỷ VND (+25.5% YoY); LNST đạt 17,791 tỷ VND, tăng 40.6% YoY. Lợi nhuận toàn ngành phục hồi mạnh mẽ trong 9M2024 nhờ đà hồi phục của thị trường sau mức nền thấp của năm 2023.

### Đà tăng đến từ tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt ở mảng cho vay ký quỹ và mảng đầu tư

9M2024, lợi nhuận gộp mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 2,217 tỷ VND, tăng 13.4% YoY; Mảng đầu tư đạt 14,569 tỷ VND tăng 60.3% YoY; Mảng cho vay ký quỹ đạt 13,516 tỷ VND, tăng 43.0% YoY với lợi suất trung bình đạt 9.5%. ROE lũy kế 12 tháng đạt 10.0%, tăng nhẹ so với năm 2023 đạt 8.8% tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với các năm trước do các CTCK đẩy mạnh tăng vốn.

### KBSV kỳ vọng thị trường có diễn biến tích cực về giá và thanh khoản trong 2025

KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2025 dựa trên: (1) Định giá thị trường ở ngưỡng hấp dẫn; (2) Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2025 nhờ nền lãi suất thấp và kỳ vọng dòng tiền khối ngoại quay trở lại.

### Kỳ vọng thị trường Việt Nam được quyết định nâng hạng vào tháng 9/2025 đem lại tác động tích cực đến dòng vốn ngoại trong thời gian tới

Theo quan điểm của KBSV, khả năng để thị trường Việt Nam được quyết định nâng hạng trong kỳ tháng 3/2025 là không cao khi các công ty chứng khoán cần thời gian để xây dựng cơ chế vận hành ổn định trước khi FTSE thu thập ý kiến phản hồi từ các khách hàng tổ chức, từ đó đủ cơ sở quyết định cho việc nâng hạng thị trường. KBSV kỳ vọng Thị trường Việt Nam sẽ được quyết định nâng hạng theo đánh giá của FTSE Russell trong kỳ tháng 9/2025 và chính thức được thêm vào chỉ số thị trường mới nổi của FTSE trong năm 2026.

### Định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn trong trung - dài hạn

KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn với kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2025 về cả giá và thanh khoản cùng tác động tích cực của kỳ vọng nâng hạng thị trường. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng  
(+84) 24-7303-5333 [tungna@kbsec.com.vn](mailto:tungna@kbsec.com.vn)

## Tích cực duy trì

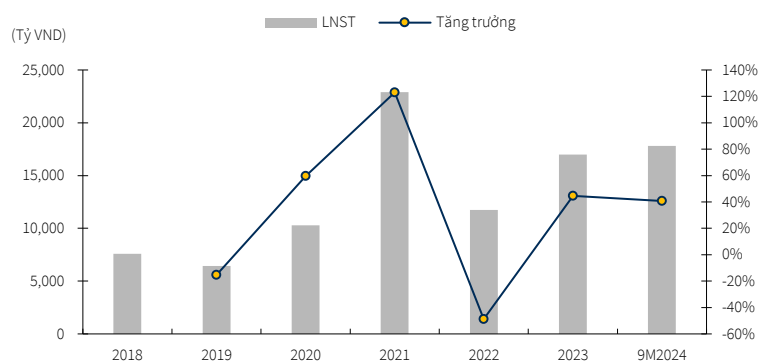
Khuyến nghị

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

**9M2024, LNST toàn ngành tăng 40.6% YoY**

9M2024, tổng lợi nhuận hoạt động của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất (số liệu của 35 công ty này được sử dụng đại diện cho toàn ngành chứng khoán trong báo cáo này) đạt 32,592 tỷ VND (+25.5% YoY); LNST đạt 17,791 tỷ VND, tăng 40.6% YoY. Lợi nhuận toàn ngành phục hồi mạnh mẽ trong 9M2024 nhờ đà hồi phục của thị trường sau mức nền thấp của năm 2023 kéo theo sự cải thiện của các mảng cho vay ký quỹ và đầu tư của các công ty chứng khoán.

**Biểu đồ 1. Tăng trưởng LNST các công ty Chứng khoán giai đoạn 2018 – 9M2024**



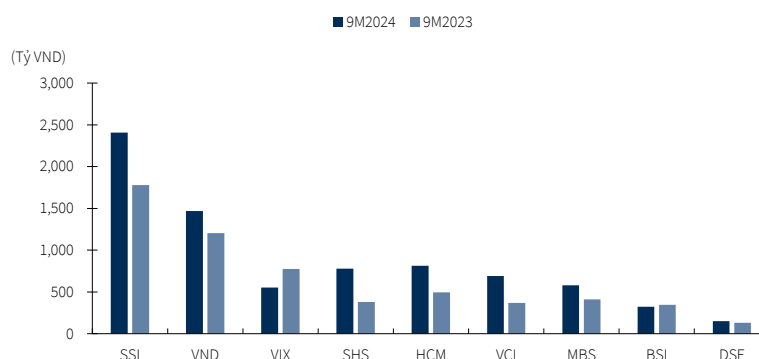
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

\* Số liệu được tổng hợp từ 35 CTCK có vốn chủ sở hữu xấp xỉ hoặc lớn hơn 2,000 tỷ VND và có tổng lợi nhuận chiếm 89% lợi nhuận toàn ngành chứng khoán.

Nhóm các CTCK ngoại trừ VIX và BSI đều có mức tăng trưởng về LNST cao trong 9M2024 nhờ mức nền thấp trong năm 2023, điển hình có SHS tăng 105% YoY, HCM tăng 64% YoY hay VCI tăng 88% YoY.

SSI với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành có LNST đạt 2,407 tỷ VND (+35.2% YoY), cao thứ 2 toàn ngành sau TCBS.

**Biểu đồ 2. LNST các công ty chứng khoán niêm yết 9M2024**



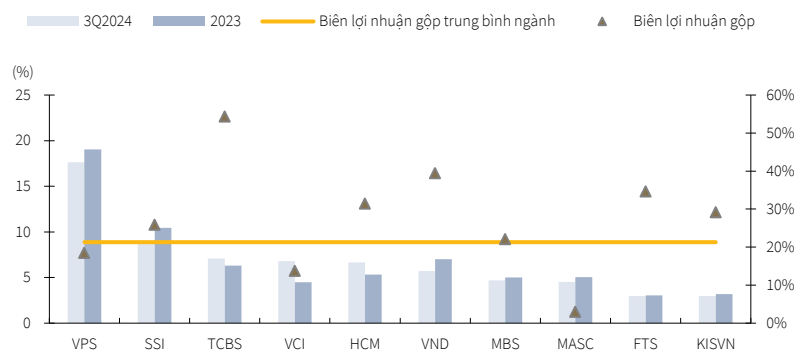
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Lợi nhuận mảng môi giới chứng khoán tăng 13.4% YoY bối cảnh cạnh tranh gay gắt**

9M2024, doanh thu mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 10,406 tỷ VND, tăng 19.7% YoY nhờ mặt bằng giá tốt hơn ảnh hưởng tích cực đến doanh thu phí. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp đạt 2,217 tỷ VND, chỉ tăng 13.4% YoY do các doanh nghiệp áp dụng các sản phẩm giảm phí để tăng khả năng cạnh tranh. Về thị phần, dưới áp lực cạnh tranh gia tăng, VPS và SSI mặc dù vẫn duy trì được vị trí dẫn đầu nhưng lần lượt mất 1.4 điểm % YTD và 1.6 điểm % YTD thị phần. Trong khi đó, TCBS, HCM và VCI cải thiện mạnh mẽ sức cạnh tranh với thị phần lần lượt tăng 0.77 điểm %, 1.33 điểm % và 2.31 điểm % YTD. VND với thị phần giảm từ 7.01% năm 2023 xuống còn 5.7% trong 3Q2024 đã rơi khỏi nhóm 5 công ty chứng khoán có thị phần cao nhất.

Bức tranh trái chiều về biến động thị phần và biên lợi nhuận gộp mảng môi giới cho thấy sự khác biệt về chiến lược phí & sản phẩm giữa các công ty chứng khoán. Trong đó HCM và TCBS đang cho thấy sự hiệu quả với thị phần tăng và biên lợi nhuận gộp ở mức cao so với trung bình ngành.

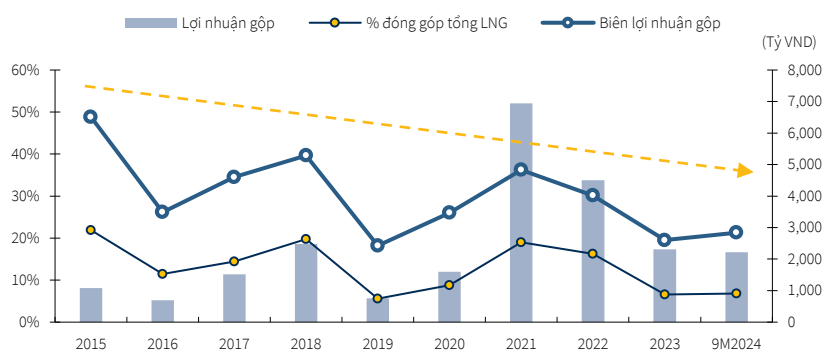
**Biểu đồ 3. Thị phần và biên Lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán của top 10 thị phần môi giới chứng khoán sàn HSX**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Lợi nhuận gộp mảng môi giới tăng 13.4% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện với giá trị giao dịch trung bình toàn thị trường tính đến 19/12/2024 đạt 18,788 nghìn tỷ VND/phiên, tăng 23.3% YoY. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp 9M2024 đạt 21.3% (-1.2 ppts YoY) do chính sách giảm lãi phí để tăng khả năng cạnh tranh.

**Biểu đồ 4. Quy mô lợi nhuận gộp mảng môi giới chứng khoán giai đoạn 2015 – 9M2024**



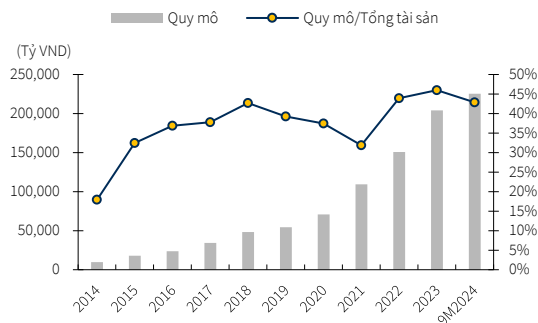
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp



**Lợi nhuận mảng đầu tư tăng 60.3% YoY nhờ gia tăng quy mô đầu tư cùng đà tăng giá tốt của thị trường**

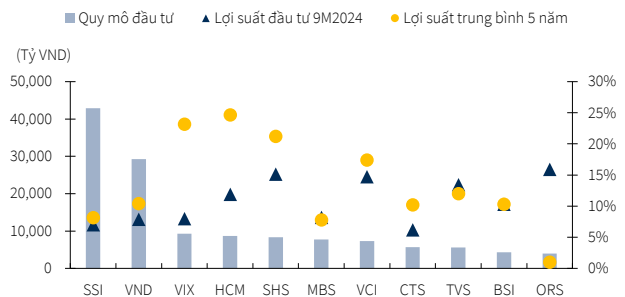
9M2024, lợi nhuận gộp mảng đầu tư của nhóm CTCK theo dõi đạt 14,569 tỷ VND, tăng 60.3% YoY. Lợi suất trung bình 9 tháng đầu năm đạt 9.0%, cao hơn so với cùng kỳ 2023 đạt 7.0% nhờ: (1) Mức nền thấp cuối năm 2023 và đà tăng tốt của thị trường. Chỉ số VNIndex tăng 10.9% YTD tính tới ngày 19/12/2024 với các nhịp tăng giảm đan xen; (2) Quy mô đầu tư tăng mạnh trong giai đoạn 2023-2024. Tổng số dư đầu tư bao gồm các khoản FVTPL, HTM và AFS tính đến 3Q2024 đạt 225,372 tỷ VND, tăng 49.6% so với cuối năm 2022. Đây là kết quả của việc đẩy mạnh tăng vốn toàn ngành giai đoạn 2021 – 2023 trong bối cảnh nhu cầu vay kí quỹ chưa lớn. Về cơ cấu danh mục đầu tư, các công ty có xu hướng giữ tỷ trọng cao ở nhóm tài sản an toàn như chứng chỉ tiền gửi và trái phiếu, trong khi duy trì tỷ trọng nhỏ ở nhóm tài sản có tính rủi ro cao là cổ phiếu.

**Biểu đồ 5. Quy mô tài sản đầu tư các CTCK giai đoạn 2014 – 9M2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

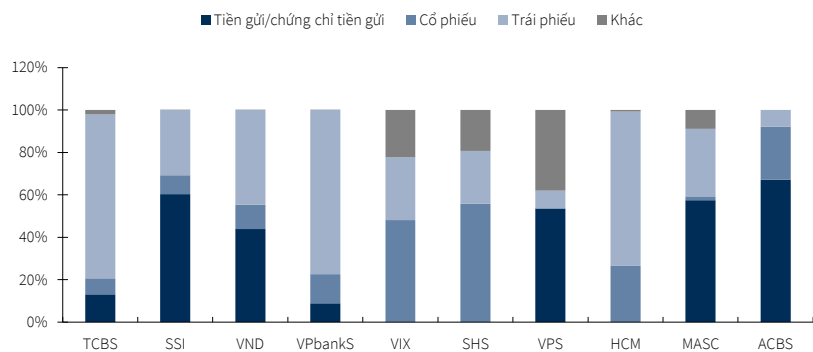
**Biểu đồ 6. Quy mô tài sản đầu tư và lợi suất đầu tư 9M2024 một số CTCK niêm yết**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Ngoại trừ VIX và SHS có danh mục cổ phiếu chiếm tỷ trọng lớn, các CTCK còn lại trong Top 10 duy trì tỷ trọng đầu tư cổ phiếu ở mức thấp (<30%).

**Biểu đồ 7. Cơ cấu danh mục đầu tư top 10 công ty có vốn chủ sở hữu lớn nhất**

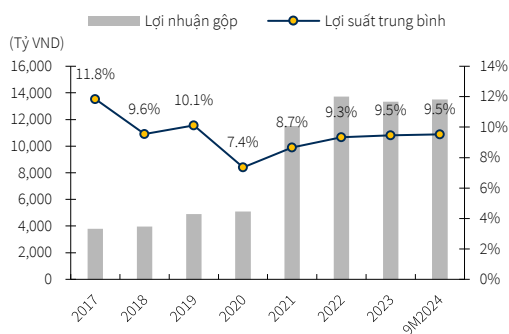


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Mảng cho vay ký quỹ tăng 43% YoY nhờ thanh khoản thị trường cải thiện**

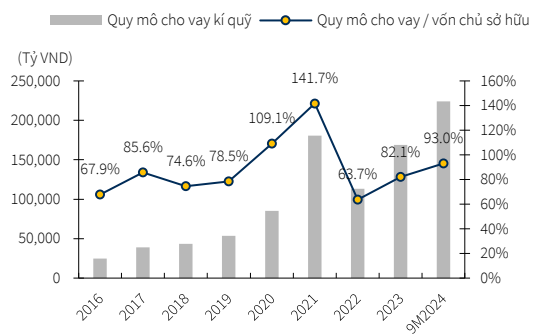
9M2024, lợi nhuận gộp mảng cho vay ký quỹ của nhóm CTCK theo dõi đạt 13,516 tỷ VND, tăng 43% YoY với lợi suất trung bình tương đương cả năm 2023, đạt 9.5%. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp cải thiện nhờ thanh khoản và mặt bằng giá cải thiện cùng nhu cầu về vốn gia tăng ở khối doanh nghiệp kéo theo nhu cầu về vay ký quỹ. Giá trị giao dịch trung bình năm 2024 đạt 18.7 nghìn tỷ VND/phiên, tăng 22.9% YoY. Dư nợ cho vay ký quỹ trong 3Q2024 đạt 224,206 tỷ VND, tăng 32.7% YTD, là mức cao nhất từ trước đến nay. Tuy vậy, quy mô cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu vẫn ở mức tương đối thấp, đạt 93% cho thấy mảng cho vay ký quỹ còn nhiều dư địa để phát triển khi thanh khoản thị trường cải thiện.

**Biểu đồ 8. Lợi nhuận gộp và lợi suất trung bình mảng cho vay ký quỹ toàn ngành 2016 – 9M2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

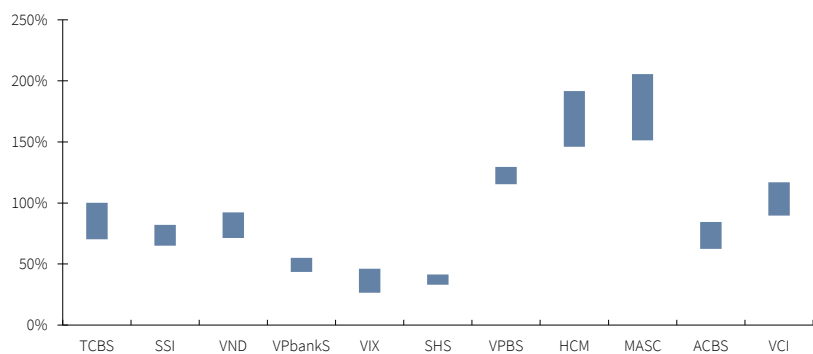
**Biểu đồ 9. Quy mô dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành giai đoạn 2015 – 9M2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

Nhóm công ty chứng khoán tăng vốn mạnh trong 3 năm vừa qua như TCBS, SSI, VND, VPbankS, VIX, ACBS, SHS chưa cho thấy được hiệu quả trong công tác giải ngân cho vay ký quỹ trong bối cảnh nhu cầu sử dụng vốn vay của thị trường chưa cao.

**Biểu đồ 10. Biến động tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu top 11 CTCK quy mô vốn lớn nhất trong 4 quý gần nhất.**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

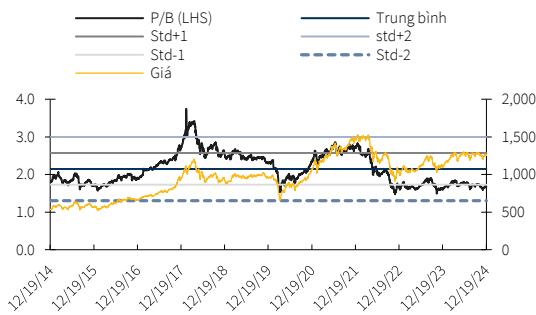
**Thị trường chứng khoán năm 2025 được kì vọng sẽ có đà tăng tốt nhờ định giá hấp dẫn**

KBSV duy trì quan điểm tích cực về diễn biến giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2025 dựa trên:

- (1) **Định giá thị trường vẫn đang ở ngưỡng hấp dẫn.** KBSV đặt dự phóng tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường đạt 16.7% trong năm 2025 với động lực dẫn dắt từ nhóm doanh nghiệp vốn hóa lớn. PE forward 2025 dự kiến đạt 12.2x, thấp hơn 26.9% so với trung bình PE 10 năm của VNindex là 16.7x (biểu đồ 12). Trong khi đó, chỉ số P/B của VNindex tại ngày 19/12/2024 đạt 1.66x, thấp hơn 23% so với trung bình P/B 10 năm là 2.15x (biểu đồ 11).
- (2) **Thanh khoản thị trường sẽ duy trì ở mức cao trong 2025 nhờ nền lãi suất thấp.**

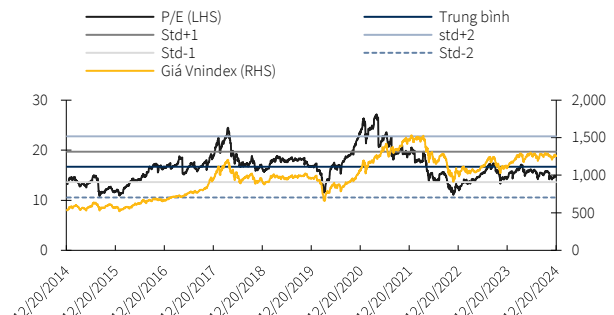
KBSV vẫn giữ nguyên quan điểm Việt Nam sẽ duy trì mặt bằng lãi suất thấp theo xu hướng cắt giảm lãi suất toàn cầu cùng áp lực tỷ giá kì vọng không quá căng thẳng, qua đó kích thích nhu cầu đầu tư chứng khoán khi kênh tiền gửi không đem lại lợi nhuận đủ hấp dẫn. Rủi ro chính đến từ tính bất định của tỷ giá trong nhiệm kì của tổng thống Donald Trump.

**Biểu đồ 11. Lịch sử PB của VN-Index giai đoạn 2014 - 2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

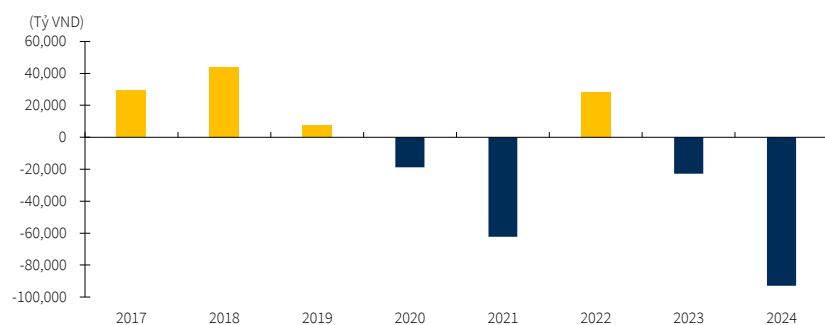
**Biểu đồ 12. Lịch sử PE của VN-Index giai đoạn 2014 - 2024**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Khối ngoại đẩy mạnh bán ròng trong năm 2024 trước áp lực tỷ giá cùng lợi nhuận kì vọng ở mức cao tại các thị trường phát triển như Mỹ. KBSV kì vọng dòng tiền ngoại sẽ quay trở lại Việt Nam trong bối cảnh nền định giá thấp cùng tác động tích cực từ việc nâng hạng thị trường.

**Biểu đồ 13. Giao dịch mua bán ròng khối ngoại giai đoạn 2017 - 2024**



Nguồn: Fiinpro

**Kỳ vọng thị trường Việt Nam được quyết định nâng hạng vào tháng 9/2025**

Thông tư 68/2024/TT-BTC có hiệu lực từ ngày 2/11/2024 cho phép nhà đầu tư tổ chức nước ngoài thực hiện giao dịch mua cổ phiếu chưa cần có tiền tại thời điểm đặt lệnh. Cụ thể, nhà đầu tư thực hiện mua chứng khoán vào ngày T+0 và có thể thực hiện thanh toán vào ngày T+1 và T+2. Thay đổi này giúp Việt Nam đáp ứng 2 điều kiện còn lại bao gồm: chuyển giao đối ứng thanh toán và quy trình xử lý khi gặp giao dịch thất bại, thỏa mãn 9/9 điều kiện để được nâng hạng của FTSE Russell. Theo quan điểm của KBSV, khả năng thị trường Việt Nam có thể được quyết định nâng hạng trong kỳ tháng 3/2025 là không cao khi các công ty chứng khoán cần thời gian để xây dựng cơ chế vận hành ổn định trước khi FTSE thu thập ý kiến phản hồi từ các khách hàng tổ chức, từ đó đủ cơ sở quyết định cho việc nâng hạng thị trường.

**Quyết định nâng hạng sẽ có tác động tích cực đến dòng vốn ngoại**

KBSV kỳ vọng Thị trường Việt Nam sẽ được quyết định nâng hạng theo đánh giá của FTSE Russell trong kỳ tháng 9/2025 và chính thức được thêm vào rổ chỉ số thị trường mới nổi của FTSE trong năm 2026, qua đó đem lại các tác động tích cực lên dòng vốn ngoại chảy vào thị trường Việt Nam. Theo ước tính của KBSV, sau khi nâng hạng, Việt Nam có thể đón nhận khoảng 36,000 tỷ VND vốn ngoại từ các quỹ ETF mô phỏng chỉ số thị trường mới nổi của FTSE (~1.5% tổng quy mô tài sản các quỹ ETF này) và khoảng 100,000 tỷ VND vốn từ các quỹ thụ động và chủ động với danh mục lựa chọn trong rổ thị trường mới nổi FTSE (~1% tổng quy mô tài sản các quỹ này).

**Bảng 14. Tương quan vốn hóa và tỷ trọng đóng góp của các quốc gia trong rổ thị trường mới nổi loại 2 FTSE – Ước tính thị trường Việt Nam**

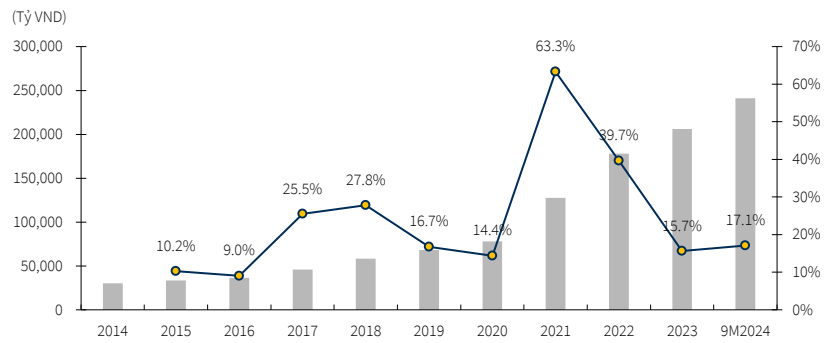
	Việt Nam	Iceland	Trung Quốc	Ấn Độ	Indonesia	Saudi Arabia	Qatar	Phillippines
Vốn hóa thị trường (Nghìn tỷ USD)	0.20	0.02	7.11	2.16	0.18	0.60	0.08	0.06
Tỷ trọng trong chỉ số thị trường mới nổi FTSE		0.12%	30.26%	22.79%	1.77%	4.33%	0.91%	0.64%
Vốn hóa tương ứng 1% tỷ trọng (Nghìn tỷ USD)		0.18	0.23	0.09	0.10	0.14	0.09	0.10
<b>Tỷ trọng ước tính của Việt Nam</b>	<b>1.49%</b>							
<b>Tổng giá trị đầu tư ước tính trong các quỹ ETF mô phỏng (Triệu USD)</b>	<b>1,279</b>							

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

**Cạnh tranh khốc liệt sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các mảng kinh doanh chính**

Các CTCK đồng loạt tăng vốn trong giai đoạn 2021 – 2024, đặc biệt là sự vươn lên mạnh mẽ về quy mô vốn của nhóm CTCK thuộc sở hữu của các ngân hàng như ACBS, VPBankS, KAFI, TCBS, LPBS. Hiện tại, nhóm các công ty này (ngoại trừ TCBS) chưa có các hoạt động tích cực trong mảng môi giới và cho vay ký quỹ với kết quả kinh doanh ở các mảng này còn khá khiêm tốn. Tuy nhiên với lợi thế cạnh tranh về nguồn lực, quy mô vốn cùng với tệp khách hàng khai thác chéo từ ngân hàng, nhóm các công ty này sẽ tạo sức ép cạnh tranh thị phần không nhỏ lên toàn ngành khi tập trung kinh doanh các mảng chính. Các tác động có thể xảy ra đối với toàn ngành bao gồm: (1) Cạnh tranh về phí, các công ty đẩy mạnh các chính sách miễn giảm phí giao dịch để giữ thị phần, qua đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận mảng môi giới; (2) Giảm lãi suất cho vay ký quỹ. Các doanh nghiệp áp dụng các mức lãi suất thấp để thu hút khách hàng, ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của mảng cho vay ký quỹ.

**Biểu đồ 15. Quy mô vốn chủ sở hữu giai đoạn 2014 – 9M2024**

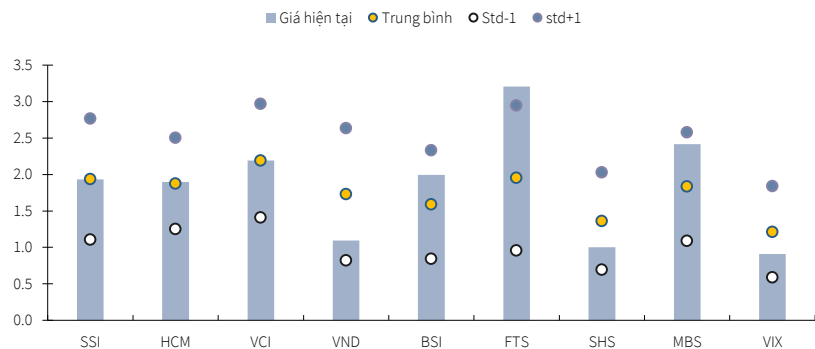


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Định giá hiện tại đang ở mức tương đối hấp dẫn trong trung – dài hạn**

Trong năm 2024, nhóm cổ phiếu chứng khoán đã có những nhịp tăng giảm đan xen, phản ánh ảnh hưởng thực trạng phân hóa của thị trường chung cùng với diễn biến vận hành hệ thống KRX không như kì vọng. Hiện tại, đa số các cổ phiếu trong ngành đang được giao dịch quanh mức P/B trung bình 5 năm. Với kì vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2025 về cả giá và thanh khoản cùng tác động tích cực của việc nâng hạng thị trường, KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn. Nhà đầu tư có thể xem xét và lựa chọn đầu tư đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức để đón đầu dòng vốn ngoại, có nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn như VCI và HCM. Đối với nhóm cổ phiếu định giá hấp dẫn nhưng đang gặp khó khăn về việc giữ thị phần như SSI, VND hay nhóm cổ phiếu cỡ trung và có định giá tương đối cao như FTS, BSI, MBS, nhà đầu tư ưu tiên giải ngân tại các nhịp điều chỉnh để đảm bảo lợi suất đầu tư cao.

**Biểu đồ 16. Tương quan định giá P/B các công ty chứng khoán niêm yết**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# Bất động sản dân cư

## Hồi phục mạnh mẽ

**Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế (LNST) của các Doanh nghiệp Bất động sản (DN BĐS) trong 9T2024 có phân hóa rõ nét**

Doanh thu của các DN BĐS niêm yết trong 9M2024 (không tính VHM và NVL) hồi phục so với cùng kỳ đạt 31,810 tỷ VND (+8%YoY) và LNST đạt 4,980 tỷ VND (+13%YoY). Tuy nhiên chỉ có 12/50 DN quan sát có lợi nhuận tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phân hóa rõ nét trong kết quả kinh doanh (KQKD) của các DN.

### Thị trường BĐS Hà Nội sôi động trong khi Tp. HCM vẫn trầm lắng

Tại thị trường Hà Nội, số lượng căn mở bán trong 9T2024 đạt hơn 19,000 căn (+174%YoY), cao nhất trong 05 năm qua. Số lượng căn hộ bán được cho thấy tín hiệu hồi phục tích cực đạt hơn 20,200 căn (+155%YoY). Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường Hà Nội trong Quý 3/2024 tăng 21%YoY lên 2,567 USD/m<sup>2</sup> do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp. Tại thị trường Tp. HCM, nguồn cung căn hộ trong 9T2024 đạt 1,803 căn (-77%YoY), phần lớn đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Số căn hộ bán đạt 3,694 căn (-27%YoY). Giá sơ cấp trong Quý 3/2024 đạt hơn 2,640USD/m<sup>2</sup> (+8%YoY).

### Thị trường hồi phục mạnh mẽ trong năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng (1) Phân khúc NOXH sẽ được tập trung triển khai, đóng góp đáng kể vào nguồn cung, đáp ứng nhu cầu ở thực và góp phần cân bằng cung - cầu và (2) Thị trường BĐS khu vực phía Nam bao gồm Tp. HCM và các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An sẽ hồi phục trong năm 2025 sau thời gian trầm lắng. Theo đó, các DN trong danh mục theo dõi bao gồm DXG, NLG, KDH sẽ được hưởng lợi từ sự hồi phục này, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng của 03 DN tăng trưởng mạnh mẽ 193%YoY/33%YoY trong năm 2025F/2026F.

### Định giá hấp dẫn trong dài hạn

15 DN BĐS mà chúng tôi quan sát hiện đang có P/B trung bình ở mức 1.42x - thấp hơn P/B trung bình 10 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2025 sẽ có sự hồi phục rõ rệt nhờ (1) Các vấn đề về pháp lý được tháo gỡ, kỳ vọng nguồn cung cải thiện và (2) Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu KDH, NLG và DXG.

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
(+84) 24-7303-5333 [ngaphb@kbsec.com.vn](mailto:ngaphb@kbsec.com.vn)

## Tích cực duy trì

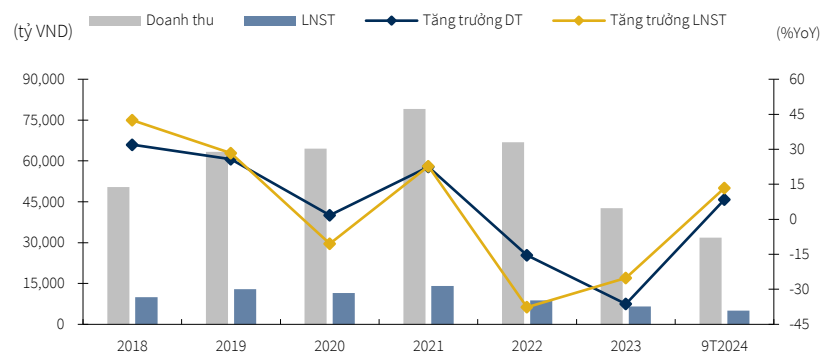
Khuyến nghị	
VHM	MUA
Giá mục tiêu	54,200VND
KDH	MUA
Giá mục tiêu	38,300VND
NLG	MUA
Giá mục tiêu	46,700VND
DXG	MUA
Giá mục tiêu	20,600VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

### Kết quả kinh doanh 9T2024 của các DN BĐS có sự phân hóa rõ nét

Doanh thu của các doanh nghiệp BĐS niêm yết trong 9M2024 đạt 106,015 tỷ VND (-16%YoY), LNST đạt 21,203 tỷ VND (-41%YoY). Nếu không tính VHM và NVL, kết quả kinh doanh của các DN BĐS có sự hồi phục so với cùng kỳ; cụ thể, doanh thu đạt 31,810 tỷ VND (+8%YoY) và LNST đạt 4,980 tỷ VND (+13%YoY). Tuy nhiên chỉ có 12/50 DN quan sát có lợi nhuận tăng trưởng dương so với cùng kỳ, cho thấy sự phân hóa rõ nét trong KQKD của các DN.

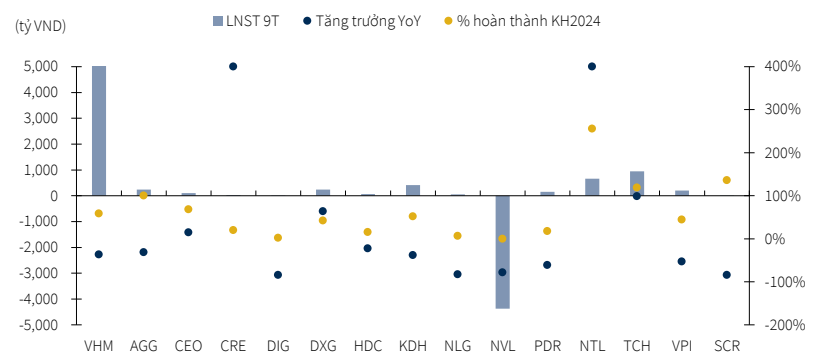
**Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của các DN BĐS niêm yết**



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

\* Số liệu không bao gồm (1) VHM do quy mô vượt trội so với toàn ngành và (2) NVL do công ty ghi nhận khoản lỗ 4,000 tỷ VND từ trích lập dự phòng tiền thuê đất, tiền sử dụng đất tại dự án Lakeview City

**Biểu đồ 2. Lợi nhuận 9T2024 của một số DN BĐS**



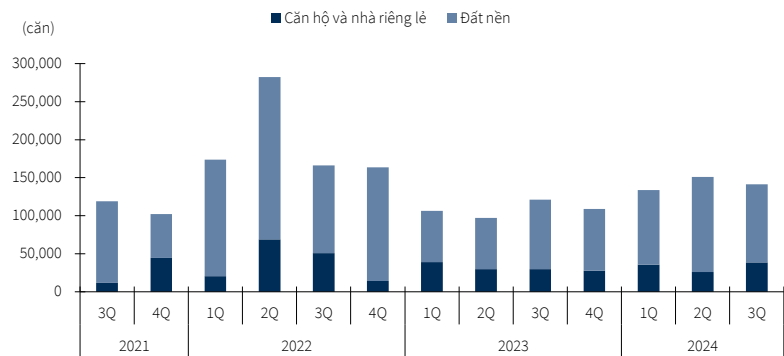
Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp

\* Tăng trưởng LNST 9T2024 của CRE là 400%YoY, của NTL là 173xYoY  
LNST 9T2024 của VHM là 20.6 nghìn tỷ VND

Trong 15 doanh nghiệp BĐS mà KBSV quan sát, có 5/15 DN có LNST 9T2024 tăng trưởng dương so với cùng kỳ như CEO, CRE, DXG, NTL, TCH; các DN còn lại ghi nhận mức LN giảm đáng kể so với cùng kỳ, đặc biệt có NVL ghi nhận mức lỗ 4,000 tỷ VND

Sau 9T2024, AGG, NTL, TCH đã hoàn thành và vượt kế hoạch LN cả năm; trong khi đó nhiều doanh nghiệp mới chỉ thực hiện được dưới 50% kế hoạch như CRE, DIG, DXG, HDC, NLG, PDR, NVL. Kết quả này do (1) Khó khăn chung của thị trường BĐS khiến nhiều DN không có dự án mở bán và bàn giao (2) Đặc thù của ngành BĐS thường bàn giao và ghi nhận doanh thu vào quý cuối năm

**Biểu đồ 3. Số lượng giao dịch căn hộ chung cư, nhà ở riêng lẻ, đất nền**



Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

### Thị trường BĐS cho thấy dấu hiệu hồi phục

Thị trường BĐS cho thấy dấu hiệu hồi phục khi trong 9T2024 có 23 dự án khởi công, 45 dự án kick-off và 45 sự kiện mở bán (theo số liệu từ DXS-Feri). Số lượng giao dịch căn hộ, nhà ở riêng lẻ và đất nền tăng 31%YoY đạt 425 nghìn căn. Sự hồi phục này đến từ (1) Niềm tin thị trường chuyển biến tích cực; (2) Thị trường đã sôi động hơn với nhiều dự án được khởi công, giới thiệu và mở bán với chính sách bán hàng linh hoạt và nhiều ưu đãi và (3) Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp.

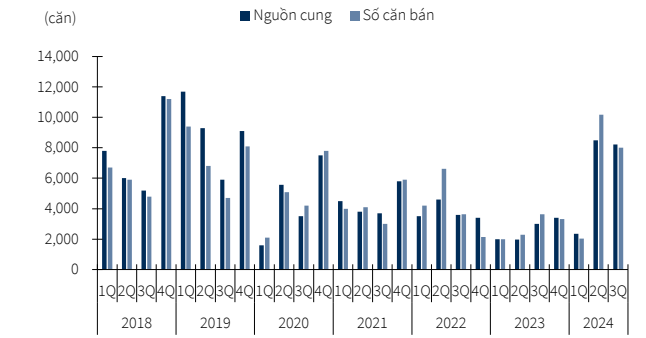
### Trong 9 tháng đầu năm 2024, thị trường Hà Nội có diễn biến sôi động hơn

Thị trường Hà Nội diễn biến sôi động, đặc biệt là phân khúc chung cư, cụ thể:

- **Căn hộ:** Số lượng căn mở bán trong 9T2024 đạt hơn 19,000 căn (+174%YoY), ghi nhận nguồn cung mở bán lớn nhất trong 05 năm qua. Số lượng căn hộ bán được cho thấy tín hiệu hồi phục tích cực đạt hơn 20,200 căn (+155%YoY). Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường Hà Nội trong Quý 3/2024 tăng 11%QoQ và 21%YoY lên 2,567 USD/m<sup>2</sup> do tỷ trọng cao của sản phẩm cao cấp. Giá bán sơ cấp tại thị trường Hà Nội tăng mạnh, ngày càng tiệm cận với giá bán tại thị trường Tp. HCM, hiện chỉ thấp hơn 3%.  
KBSV quan sát thấy nguồn cung trong 9T2024 chủ yếu từ các dự án của Vinhomes và các CĐT thứ cấp tại các đại đô thị của Vinhomes như MIK, Masterises, Mitsubishi và CapitaLand. 75% số sản phẩm mở bán thuộc phân khúc cao cấp nên giá bán trung bình tiếp tục tăng cao, dẫn tới tình trạng mất cân đối cung - cầu.
- **Nhà Phố & Biệt thự:** Số căn mở bán trong 9T2024 đạt hơn 3,500 căn (+65%YoY), trong đó 80% đến từ dự án Vinhomes Global Gate (Đông Anh). Số căn bán được đạt 3,170 căn (+23% YoY). Giá bán sơ cấp trung bình tại thị trường Hà Nội Quý 4/2024 đạt gần 9,470 USD/m<sup>2</sup> (+21%YoY), giá bán thứ cấp tăng nhẹ đạt 6,668 USD/m<sup>2</sup> (+2%YoY).

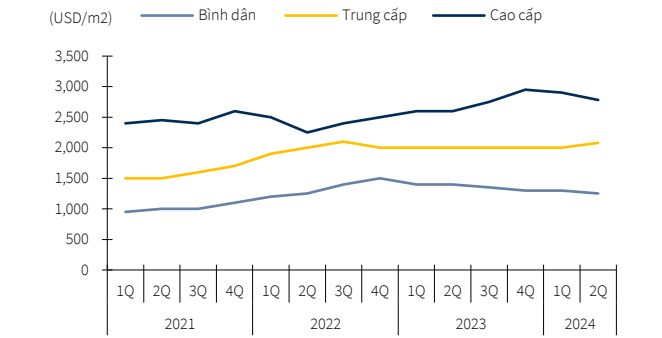


**Biểu đồ 4. Nguồn cung và số căn hộ bán tại Hà Nội**



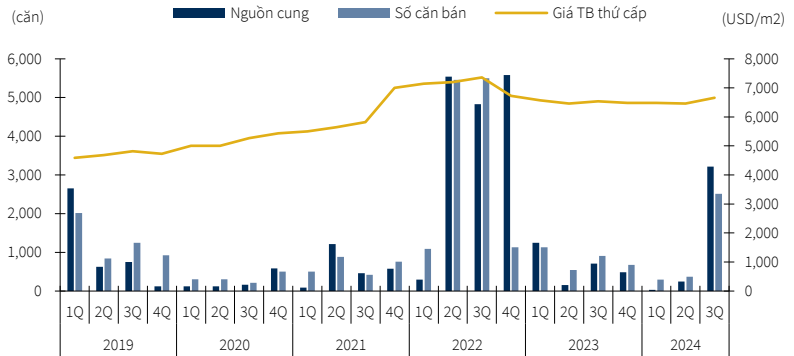
Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 5. Giá bán căn hộ tại Hà Nội**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 6. Nguồn cung và số căn thấp tầng bán tại Hà Nội**



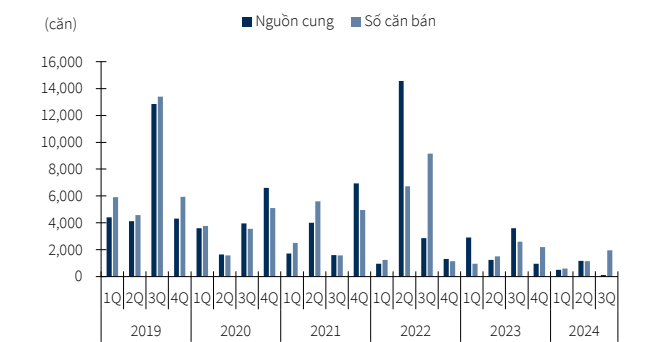
Nguồn: CBRE, KBSV

**Trong khi thị trường Tp. HCM vẫn tương đối trầm lắng**

Thị trường Tp. HCM vẫn tương đối trầm lắng với nguồn cung hạn chế, cụ thể:

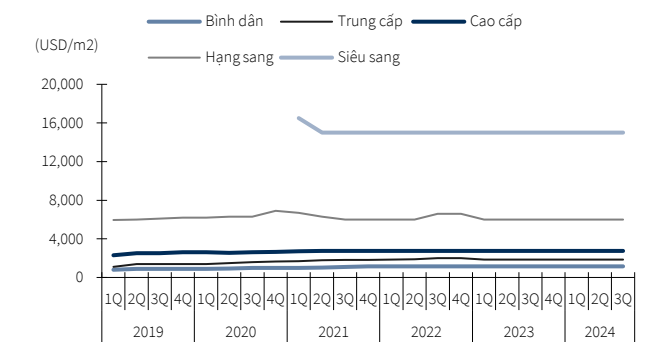
- **Căn hộ:** Nguồn cung căn hộ trong 9T2024 đạt 1,803 căn (-77%YoY), phần lớn đến từ giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Số căn hộ bán đạt 3,694 căn (-27%YoY). Giá sơ cấp trong Quý 3/2024 đạt hơn 2,640USD/m<sup>2</sup> (+4%QoQ, 8%YoY).
- **Nhà Phố & Biệt thự:** Thị trường ghi nhận 179 căn mở bán (+12xYoY) và 183 căn bán được (+144%YoY) trong 9T2024. Giá bán sơ cấp trung bình không có sự thay đổi đáng kể do nguồn cung hạn chế.

**Biểu đồ 7. Nguồn cung và số căn hộ bán tại Tp. HCM**



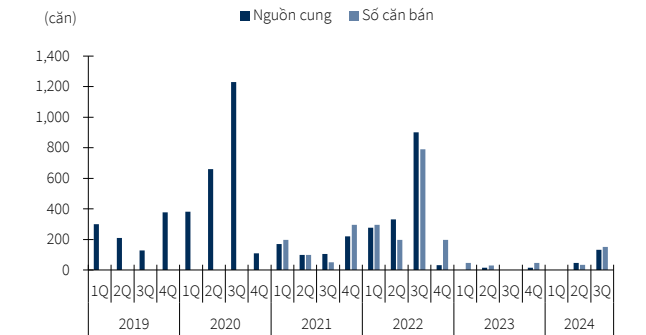
Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 8. Giá bán căn hộ tại Tp. HCM**



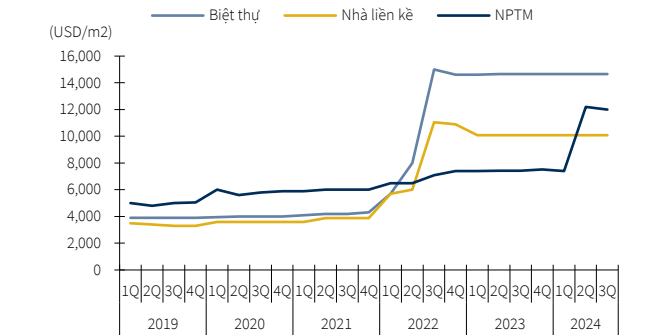
Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 9. Nguồn cung và số căn thấp tầng bán tại Tp. HCM**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 10. Giá bán sơ cấp sản phẩm thấp tầng tại Tp. HCM**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Cập nhật kết quả bán hàng của các DN trong danh mục theo dõi**

Trong 04 doanh nghiệp chúng tôi đang theo dõi, VHM và NLG ghi nhận kết quả bán hàng tăng trưởng mạnh, trong khi KDH và DXG không có dự án mở bán mới trong năm 2024.

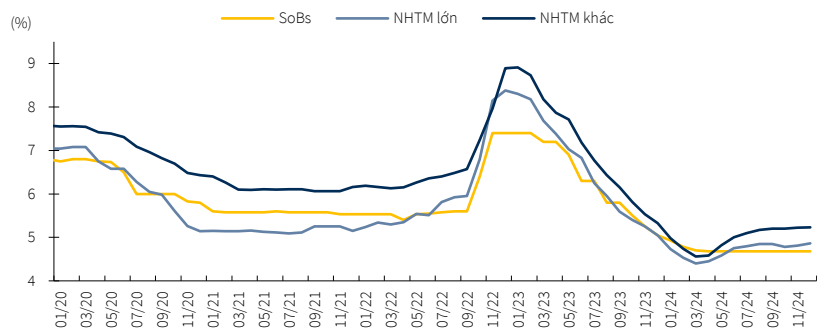
- **VHM:** Tổng giá trị hợp đồng bán đạt 89.6 nghìn tỷ VND (+58%YoY), đóng góp chính bởi dự án Royal Island và Ocean Park 2, 3
- **NLG:** Tổng giá trị hợp đồng đạt 3,523 tỷ VND (+99%YoY), đóng góp chính bởi dự án Akari City và Southgate
- **KDH:** Tổng giá trị hợp đồng ước đạt hơn 550 tỷ VND (-88%YoY) do không mở bán dự án mới
- **DXG:** Không có hoạt động mở bán mới, chủ yếu bán tại dự án Gem Sky World với rất ít sản phẩm bán được

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

**Kỳ vọng lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp, kích thích nhu cầu mua nhà**

Theo như quan sát, mặt bằng lãi suất huy động (LSHĐ) tại các ngân hàng nhìn chung đã tăng trở lại từ tháng 4, quay về mức cuối năm 2023. Chúng tôi dự báo mặt bằng LSHĐ sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025 với mức tăng 30-50bps cho nhóm Ngân hàng quốc doanh trong khi nhóm Ngân hàng thương mại sẽ có sự phân hoá và nhìn chung mức tăng LS cũng lớn hơn. Lãi suất cho vay sẽ tương đối ổn định trong 1H2025, phù hợp với định hướng hỗ trợ nền kinh tế của Chính phủ và có thể sẽ hồi phục nhẹ trong 2H2025; tuy nhiên, sẽ không tác động đáng kể đến nhu cầu vay mua nhà vì (1) Lãi suất cho vay hiện tại vẫn thấp hơn so với giai đoạn 2021-2022 và (2) Ngân hàng nhà nước vẫn giữ chủ trương duy trì mặt bằng lãi suất cho vay thấp để hỗ trợ nền kinh tế.

**Biểu đồ 11. Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng**



Nguồn: Wichart, KBSV

**Hành lang pháp lý hoàn thiện, đảm bảo tăng trưởng của ngành trong trung và dài hạn**

Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi) có hiệu lực thi hành từ ngày 1/8/2024, sớm hơn 5 tháng so với dự kiến đã cho thấy nỗ lực của Chính phủ trong việc tháo gỡ những khó khăn và vướng mắc của thị trường BĐS. Ba bộ luật mới có nhiều quy định mới, góp phần cải thiện tâm lý của người mua nhà và rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý của CĐT, giúp cải thiện nguồn cung; tạo điều kiện để thị trường phát triển minh bạch và bền vững hơn trong dài hạn.

**Kỳ vọng sẽ có thêm nhiều văn bản dưới luật được ban hành để hướng dẫn, tháo gỡ các điểm nghẽn pháp lý cho nhiều dự án**

Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới sẽ có thêm nhiều văn bản dưới luật được ban hành để hướng dẫn, tháo gỡ các điểm nghẽn pháp lý cho nhiều dự án. Một số tín hiệu pháp lý tích cực trong thời gian qua có thể kể đến như (1) TP.HCM đã phối hợp với Tổ Công tác 1435 của Chính phủ tháo gỡ, giải quyết vướng mắc cho 34 dự án BĐS, nhiều dự án tái khởi động; (2) Nghị quyết về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất đã được thông qua vào cuối tháng 11, có hiệu lực thi hành từ ngày 1/4/2025 và được thực hiện trong 5 năm. Đây là cơ sở để tháo gỡ cho một lượng lớn dự án đang đình trệ và (3) Một số CĐT niêm yết như **DXG** có dự án DXH Riverside đã được cấp phép xây dựng sau 5 năm tạm dừng; **NLG, NVL** có dự án tại phân khu C4 kỳ vọng được đẩy nhanh sau khi quy hoạch chung 1/10,000 của Tp. Biên Hòa được phê duyệt.

**Bảng 12. Một số điểm chính của Luật sửa đổi**

	Một số thay đổi	Nhận định
Luật Đất đai (sửa đổi)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Bỏ khung giá đất</b></li> <li>- UBND tỉnh trình HĐND cùng cấp quyết định <b>Bảng giá đất lần đầu</b> để công bố và thực hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 2026. Hằng năm, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh có trách nhiệm trình Hội đồng nhân dân cấp tỉnh quyết định điều chỉnh, sửa đổi, bổ sung bảng giá đất để áp dụng từ ngày 01 tháng 01 của năm tiếp theo.</li> </ul>	Cập nhật giá đất sát với giá thị trường hơn, giúp đẩy nhanh khâu GPMB tuy nhiên tăng chi phí cho DN BĐS
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Có 4 phương pháp định giá đất</b> gồm: (i) so sánh, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, và (iv) thặng dư. Bỏ phương pháp chiết trừ</li> <li>- Giao đất, cho thuê đất chủ yếu thông qua <b>đấu giá</b> quyền sử dụng đất, <b>đấu thầu</b> dự án có sử dụng đất.</li> </ul>	Tăng cường tính công khai, minh bạch, tránh lãng phí đất do CĐT yếu kém, không thực hiện được dự án
Luật Nhà ở (sửa đổi)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Điều kiện phân lô bán nền</b></li> <li>- Đối với các khu vực không thuộc đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III, UBND cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực CĐT dự án đầu tư xây dựng nhà ở phải xây dựng nhà ở để bán, cho thuê hoặc được chuyển nhượng quyền sử dụng đất theo hình thức phân lô bán nền</li> </ul>	Thống nhất với Luật Kinh doanh BĐS, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Đất để phát triển NOXH</b></li> <li>- UBND cấp tỉnh phải bố trí đủ quỹ đất để phát triển NOXH theo chương trình, kế hoạch phát triển nhà ở, gồm (1) Quỹ đất NOXH hoặc (2) Quỹ đất NOXH trong phạm vi dự án thương mại</li> <li>- Tại đô thị loại đặc biệt, loại I, II, III, theo quy định của CP, UBND cấp tỉnh quyết định việc dành một phần diện tích đất ở để xây dựng NOXH hoặc bố trí quỹ đất NOXH ở vị trí khác hoặc đồng tiền tương đương giá trị quỹ đất</li> </ul>	Các CĐT linh hoạt hơn trong việc bố trí đất NOXH về cả vị trí lẫn tỉ lệ thay vì tỷ lệ cố định 20% như ND 100/2015/NĐ-CP, đẩy mạnh phát triển NOXH
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Ưu đãi CĐT dự án NOXH</b></li> <li>- Được miễn tiền sử dụng đất, tiền thuê đất đối với toàn bộ diện tích đất của dự án; chủ đầu tư không phải thực hiện thủ tục xác định giá đất, tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất được miễn</li> <li>- Được dành tối đa 20% tổng diện tích đất để XH công trình kinh doanh DVTM, NOTM (phần này được hạch toán riêng, không tính chi phí xây dựng phần TM vào giá NOXH, được hưởng toàn bộ lợi nhuận, nộp tiền SDD cho phần XD NOTM)</li> <li>- Được hưởng lợi nhuận định mức tối đa <b>10% tổng chi phí đầu tư</b> xây dựng đối với phần diện tích xây dựng nhà ở xã hội</li> </ul>	Rút ngắn thời gian thực hiện dự án, gia tăng lợi nhuận cho CĐT nhằm khuyến khích các CĐT đầu tư xây dựng dự án NOXH
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Chuyển nhượng dự án</b></li> <li>- Quy định chặt chẽ hơn về chuyển nhượng dự án BĐS (1) làm rõ nguyên tắc chuyển nhượng dự án; (2) làm rõ điều kiện chuyển nhượng dự án và (3) hướng dẫn chi tiết hơn về thẩm quyền chuyển nhượng dự án</li> <li>- Với bên nhận chuyển nhượng là Tổ chức kinh tế nước ngoài, sau khi có quyết định cho phép chuyển nhượng và hai bên đã ký hợp đồng chuyển nhượng thì thực hiện thủ tục về đất đai theo quy định của pháp luật về đất đai</li> <li>- Thủ tướng CP ủy quyền cho UBND quyết định việc chuyển nhượng một phần dự án</li> </ul>	Rút ngắn thời gian thực hiện chuyển nhượng dự án
Luật Kinh doanh BĐS (sửa đổi)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Điều kiện đối với tổ chức, cá nhân kinh doanh BĐS</b></li> <li>- Doanh nghiệp kinh doanh bất động sản thông qua dự án bất động sản phải có vốn chủ sở hữu không thấp hơn 20% tổng vốn đầu tư đối với dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20 ha, không thấp hơn 15% tổng vốn đầu tư đối với dự án có quy mô sử dụng đất từ 20 ha trở lên và phải bảo đảm khả năng huy động vốn để thực hiện dự án đầu tư; trường hợp doanh nghiệp kinh doanh bất động sản đồng thời thực hiện nhiều dự án thì phải có vốn chủ sở hữu đủ phân bổ để bảo đảm tỷ lệ nêu trên của từng dự án để thực hiện toàn bộ các dự án.</li> </ul>	Hạn chế rủi ro một DN thực hiện nhiều dự án mà không đủ năng lực tài chính và đảm bảo nghĩa vụ tài chính đối với Nhà nước khi kinh doanh BĐS
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Đặt cọc và Bảo lãnh</b></li> <li>- CĐT dự án chỉ được thu tiền đặt cọc <b>không quá 5%</b> giá bán, cho thuê mua nhà ở, công trình xây dựng, phần diện tích sàn xây dựng trong công trình xây dựng từ bên đặt cọc để mua, thuê mua khi nhà ở, công trình xây dựng đã có đủ các điều kiện đưa vào kinh doanh</li> <li>- Chủ đầu tư dự án bất động sản trước khi bán, cho thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai phải được ngân hàng thương mại trong nước, chi nhánh ngân hàng nước ngoài đang hoạt động hợp pháp tại Việt Nam chấp thuận cấp bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với bên mua, thuê mua nhà ở khi chủ đầu tư không bàn giao nhà ở theo cam kết trong hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai</li> <li>- Khi ký kết hợp đồng mua bán, thuê mua nhà ở hình thành trong tương lai, bên mua, thuê mua được lựa chọn việc có hoặc không có bảo lãnh cho nghĩa vụ tài chính của chủ đầu tư đối với mình</li> </ul>	Bảo vệ quyền lợi cho người mua nhà
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Điều kiện phân lô bán nền</b></li> <li>- Đất không thuộc khu vực phường, quận, thành phố của đô thị loại đặc biệt, loại I, loại II và loại III; không thuộc trường hợp đấu giá quyền sử dụng đất để đầu tư dự án xây dựng nhà ở. Đối với các khu vực còn lại, Ủy ban nhân dân cấp tỉnh căn cứ điều kiện của địa phương để xác định các khu vực chủ đầu tư dự án được phân lô bán nền</li> </ul>	Thống nhất với Luật Nhà ở sửa đổi, siết chặt hình thức Phân lô bán nền, hạn chế tình trạng đầu cơ

Nguồn: KBSV tổng hợp

### Thị trường duy trì đà hồi phục, phân khúc NOXH được tập trung triển khai

KBSV cho rằng niềm tin thị trường cải thiện, lãi suất cho vay duy trì ở mức thấp và các vấn đề về mặt pháp lý được tháo gỡ sẽ tiếp tục hỗ trợ sự hồi phục của thị trường BĐS. Theo dự báo của CBRE, nguồn cung căn hộ tại thị trường Hà Nội và Tp. HCM dự báo tăng 14%/4%, số lượng căn hộ bán được dự báo tăng mạnh lần lượt 29%/12% trong năm 2025F/2026F. Giá bán sơ cấp và thứ cấp tại thị trường Hà Nội duy trì đà tăng 5-6%, thị trường HCM có mức tăng cao hơn 6-7% do nguồn cung khan hiếm.

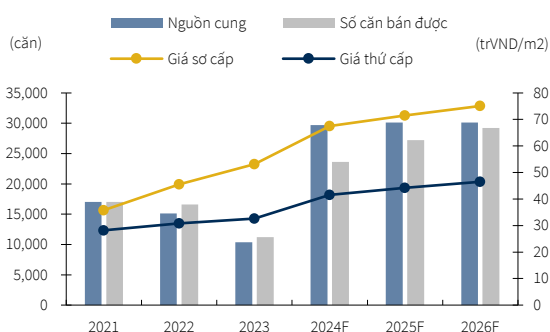
KBSV kỳ vọng trong năm 2025, phân khúc NOXH sẽ được tập trung triển khai, đóng góp đáng kể vào nguồn cung, đáp ứng nhu cầu ở thực và góp phần cân bằng cung - cầu. Một số CĐT niêm yết đã đầu tư xây dựng và đang có kế hoạch xây dựng NOXH có thể kể đến như (1) DIG triển khai làm 6,600 căn NOXH tại Vĩnh Phú, Hà Nam và Hậu Giang, (2) BCM đặt mục tiêu khởi công ~10,000 căn NOXH (3) NLG tiếp tục phát triển NOXH EhomeS tại Cần Thơ (4) VHM phát triển NOXH tại Quảng Trị, Thanh Hóa, Hải Phòng, Khánh Hòa.

### Khu vực phía Nam hồi phục sau thời gian trầm lắng

Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS khu vực phía Nam bao gồm Tp. HCM và các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An sẽ hồi phục trong năm 2025 sau thời gian trầm lắng nhờ (1) Tỷ lệ đô thị hóa cao, nhu cầu về nhà ở ngày càng cao; (2) Các dự án hạ tầng quan trọng như Sân bay quốc tế Long Thành, tuyến đường sắt đô thị trên cao Metro số 1 và các tuyến cao tốc được đầu tư và phát triển mạnh mẽ giúp kết nối liên vùng trở nên thuận tiện, thúc đẩy sự phát triển của các KĐT vệ tinh; (3) Các vấn đề pháp lý được tập trung giải quyết và (4) Thị trường phía Bắc có mức tăng giá tương đối cao trong năm 2024.

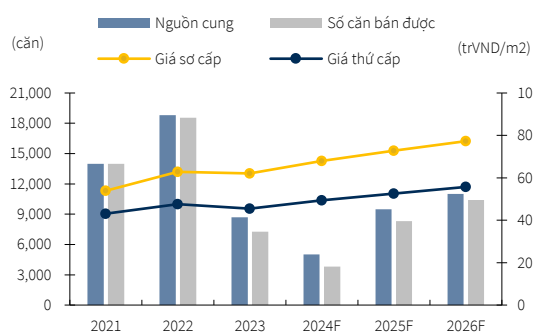
Theo đó, KBSV kỳ vọng các DN trong danh mục theo dõi bao gồm DXG, NLG, KDH sẽ được hưởng lợi từ sự hồi phục này, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng của 03 DN tăng trưởng mạnh mẽ 193%YoY/33%YoY trong năm 2025F/2026F. Doanh số bán hàng của VHM giảm 19%YoY trong năm 2025 (do mức nền cao của năm 2024 và loại bỏ dự án Cổ Loa) và tăng 14%YoY trong năm 2026.

Biểu đồ 13. Dự báo thị trường căn hộ Hà Nội



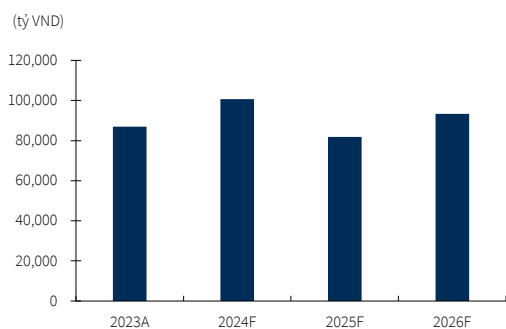
Nguồn: CBRE, KBSV

Biểu đồ 14. Dự báo thị trường căn hộ Tp. HCM



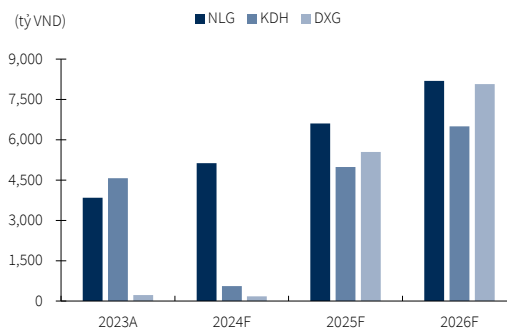
Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 15. Dự phóng doanh số bán hàng của VHM**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Biểu đồ 16. Dự phóng doanh số bán hàng của NLG-KDH-DXG**

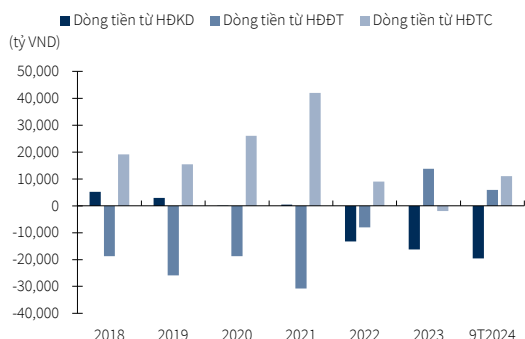


Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Đẩy mạnh huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu và chuyển nhượng dự án**

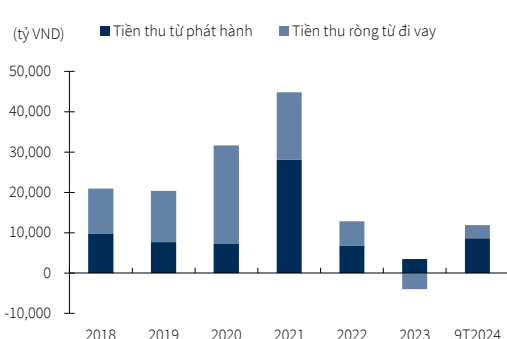
Theo quan sát của chúng tôi, các ngân hàng hiện vẫn khá thận trọng trong giải ngân cho vay lĩnh vực BĐS, yêu cầu những điều kiện chặt chẽ liên quan đến sức khỏe tài chính và tài sản thế chấp của DN, dẫn tới một số vấn đề như tài sản thế chấp bị định giá thấp và lãi suất cho vay ở mức cao. Chúng tôi cho rằng, những khó khăn trong việc tiếp cận nguồn vốn tín dụng và trái phiếu của các doanh nghiệp BĐS sẽ tiếp tục kéo dài sang năm 2025. Do vậy, xu hướng huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu cùng với các hoạt động M&A, hợp tác với các đối tác nước ngoài sẽ tiếp tục tiếp diễn.

**Biểu đồ 17. Dòng tiền của các DN BĐS**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Biểu đồ 18. Dòng tiền Hoạt động tài chính của các DN BĐS**

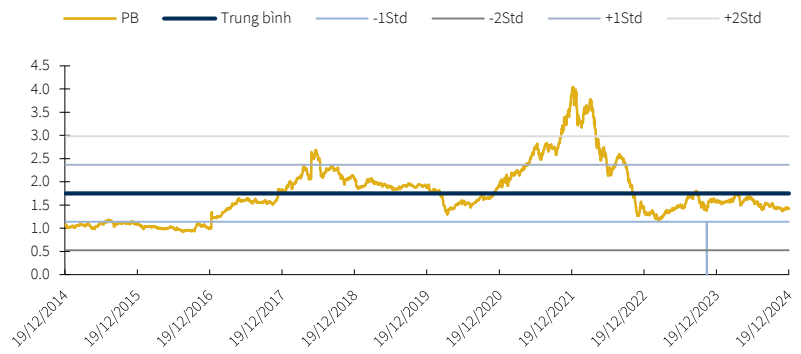


Nguồn: Fiinpro, KBSV

**Định giá hấp dẫn trong dài hạn**

15 DN BĐS mà chúng tôi quan sát hiện đang có P/B trung bình ở mức 1.42x – thấp hơn P/B trung bình 10 năm. KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS trong năm 2025 sẽ có sự hồi phục rõ rệt nhờ, giúp cải thiện nguồn cung (1) Các vấn đề về pháp lý được tháo gỡ và (3) Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp, kích thích nhu cầu vay mua nhà. NĐT có thể xem xét và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, khả năng triển khai dự án mạnh và cơ cấu tài chính an toàn. Một số cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu KDH, NLG và DXG.

**Biểu đồ 19. P/B 15 DN BĐS**



Nguồn: Fiinpro, KBSV tổng hợp  
\*15 DN đã đề cập trong Biểu đồ số 2

# Vinhomes (VHM)

## Doanh số bán hàng tiếp tục tăng mạnh

13/12/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
ngaphb@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**Lợi nhuận Quý 3/2024 đạt 7.9 nghìn tỷ VND (-26%YoY) chủ yếu do thời điểm bàn giao**

Doanh thu Quý 3/2024 của riêng Vinhomes đạt 33.3 nghìn tỷ VND (+2%YoY), LNST của công ty mẹ đạt 7.9 nghìn tỷ VND (-26%YoY) đến từ bàn giao tại dự án Ocean Park 1,2,3, Golden Avenue và bắt đầu bàn giao cho khách hàng bán lẻ tại dự án Royal Island. Lũy kế 9T2024, doanh thu của Vinhomes (tính cả các giao dịch bán buôn và các dự án BCC) đạt 90.9 nghìn tỷ VND (-16%YoY) và LNST của công ty mẹ đạt 19.6 nghìn tỷ VND (-39%YoY).

**Doanh số bán hàng trong Quý 3 tăng mạnh nhờ hoạt động bán lẻ**

Doanh số bán hàng của Vinhomes trong quý 3/2024 tăng trưởng mạnh đạt 37.9 nghìn tỷ VND (+135%YoY), trong đó phần lớn đến từ các giao dịch bán lẻ (chiếm 91%). Lũy kế 9T2024, doanh số đạt 89.6 nghìn tỷ VND (+58%YoY), trong đó dự án Royal Island chiếm 67%. Doanh số bán và chưa ghi nhận doanh thu đến cuối quý 3/2024 đạt 123 nghìn tỷ VND (+60%YoY).

**KBSV dự báo lợi nhuận năm 2024/2025 đạt 28.8/30.7 nghìn tỷ VND (-14%YoY/+6%YoY)**

KBSV dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng năm 2024/2025 dự báo đạt 100.7/81.9 nghìn tỷ VND (+16%YoY/-19%YoY). LNST của công ty mẹ 2024/2025 đạt 28.8/30.7 nghìn tỷ VND (-14%YoY/+6%YoY).

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 54,200VND/cp**

Vinhomes duy trì vị thế hàng đầu nhờ quỹ đất rộng lớn và khả năng triển khai dự án mạnh. Định giá hấp dẫn với P/B 2025fw là 0.7x, dưới đường -1std của trung bình P/B 5 năm của VHM. Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VHM với giá mục tiêu 54,200VND/cổ phiếu.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>54,200VND</b>
Tăng/giảm (%)	33%
Giá hiện tại (12/12/2024)	40,750VND
Giá mục tiêu đồng thuận	53,700VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	167.2/6.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	21.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	574.7/22.9
Sở hữu nước ngoài (%)	12.4%
Cổ đông lớn	Vingroup (66.66%)

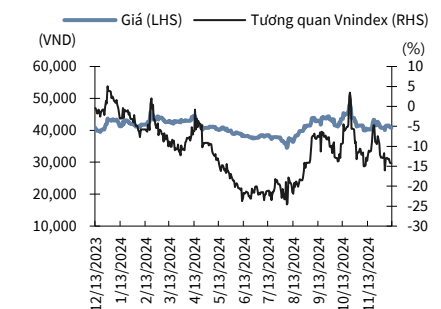
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.1	-5.2	6.5	0.0
Tương đối	-0.6	-6.5	9.2	-13.7

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	62,393	103,557	88,055	90,936
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	37,973	44,045	39,300	41,904
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	28,831	33,371	28,797	30,659
EPS (VND)	6,621	7,664	7,705	8,203
Tăng trưởng EPS (%)	-26	16	1	6
P/E (x)	6.34	4.99	5.29	4.97
P/B (x)	1.26	0.93	0.77	0.66
ROE (%)	19	18	14	13
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# KHANG ĐIỀN (KDH)

## Bàn giao dự án The Privia theo đúng kế hoạch

22/11/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
[ngaphb@kbsec.com.vn](mailto:ngaphb@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**LNST công ty mẹ 9T2024 đạt 412 tỷ VND (-37%YoY), hoàn thành 52% kế hoạch của doanh nghiệp**

Doanh thu Quý 3/2024 của KDH đạt 253 tỷ VND (-59%YoY), đến từ dự án Classia và chuyển nhượng một số lô đất. LNST công ty mẹ đạt 70 tỷ VND (-66%YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu của KDH đạt 1,231 tỷ VND (-24%YoY), LNST đạt 412 tỷ VND (-37%YoY). Kết quả này hoàn thành lần lượt 32% và 52% kế hoạch Doanh thu và LNST của doanh nghiệp.

**Dự án The Privia đã bắt đầu bàn giao từ Tháng 10/2024**

Dự án The Privia (Bình Tân, Tp. HCM) với quy mô 1,043 căn hộ đã bắt đầu được bàn giao từ tháng 10/2024. Dự án này sẽ đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của KDH trong năm 2024. KBSV ước tính doanh thu và LNST của KDH năm 2024 đạt lần lượt là 3,670 tỷ VND (+76%YoY) và 934 tỷ VND (+30%YoY).

**Mở bán hai dự án Clarita và Emeria trong năm 2025**

Hai dự án hợp tác với Keppel Land là Clarita và Emeria bắt đầu xây dựng phân khu thấp tầng từ Tháng 10/2023, hiện đã gần hoàn thiện. Công ty đang xin giấy phép bán hàng, dự kiến sẽ có vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025. KBSV kỳ vọng dự án sẽ mở bán vào nửa đầu năm 2025, đóng góp phần lớn vào doanh số bán hàng và lợi nhuận của Khang Điền trong năm 2025-2026. Chúng tôi ước tính doanh số bán hàng năm 2025 và 2026 đạt lần lượt 4,990 tỷ VND (+9xYoY) và 6,500 tỷ VND (+30%YoY).

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 38,300VND/cổ phiếu**

Cổ phiếu KDH hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.8x, thấp hơn P/B trung bình 5 năm. Do vậy, dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 38,300VND/cp, cao hơn 17% so với giá đóng cửa ngày 21/11/2024.

## MUA thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>38,300VND</b>
Tăng/giảm (%)	17%
Giá hiện tại (21/11/2024)	32,800VND
Giá mục tiêu đồng thuận	40,700VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	32.7/1.3

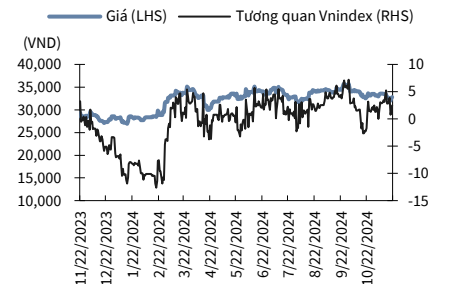
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	62.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	98.3/3.9
Sở hữu nước ngoài (%)	36.7%
Cổ đông lớn	Nhóm quỹ Dragon Capital (9.2%)

<b>Biến động giá cổ phiếu</b>				
(%)	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	0.3	-4.0	-1.4	11.7
Tương đối	3.6	0.2	1.6	1.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,912	2,088	3,670	5,700
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	992	1,122	1,232	2,554
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,103	716	934	1,055
EPS (VND)	1,539	895	923	1,043
Tăng trưởng EPS (%)	-18	-42	3	13
P/E (x)	20.24	38.63	35.52	31.44
P/B (x)	1.93	2.06	1.91	1.80
ROE (%)	9.4	4.6	4.8	4.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# NAM LONG (NLG)

## Kỳ vọng thay đổi rõ nét hơn từ Quý 4/2024

15/11/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
[ngaphb@kbsec.com.vn](mailto:ngaphb@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Doanh số bán hàng 9M2024 tăng gấp đôi so với cùng kỳ**

Doanh số bán hàng trong Quý 3/2024 đạt 845 tỷ VND (-44%QoQ, -6%YoY), đến từ các dự án Southgate, Akari City, Cần Thơ và Mizuki Park. Lũy kế 9M2024, doanh số bán hàng tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2023 đạt 3,523 tỷ VND, hoàn thành 37% so với kế hoạch mà NLG đặt ra.

**Doanh số ước tính năm 2024 đạt 5,128 tỷ VND (+28%YoY)**

KBSV duy trì dự báo doanh số bán hàng năm 2024 đạt 5,128 tỷ VND (+28%YoY), đến từ các dự án Akari City, Mizuki Park, Southgate và Cần Thơ. Doanh số bán hàng năm 2025 dự báo tăng 29%YoY đạt 6,600 tỷ VND, nhờ đóng góp từ mở bán giai đoạn tiếp theo của dự án Mizuki Park, Cần Thơ và khởi động lại dự án Izumi City.

**Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2024 và 2025 đạt lần lượt 522 tỷ VND (+8%YoY) và 610 tỷ VND (+17%YoY)**

Chúng tôi dự báo LNST của NLG năm 2024 đạt 522 tỷ VND (+8%YoY) đóng góp chính bởi hai dự án Akari City và Cần Thơ (bắt đầu bàn giao từ Quý 4/2024). LNST năm 2025 đạt 610 tỷ VND (+17%YoY) đến từ dự án Akari City, Southgate và Cần Thơ.

**Khuyến nghị: MUA - Giá mục tiêu: 46,700VND/cổ phiếu**

Chúng tôi duy trì đánh giá tích cực đối với cổ phiếu Nam Long nhờ (1) Nền tảng cơ bản vững chắc với cơ cấu tài chính an toàn và (2) Các dự án căn hộ trung cấp/vừa túi tiền vẫn thu hút được người mua có nhu cầu ở thực. Giá cổ phiếu NLG hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.45x, thấp hơn trung bình P/B 5 năm của NLG. Dự trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NLG với mức giá mục tiêu là 46,700 VND/cp, cao hơn 21% so với giá đóng cửa ngày 14/11/2024.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>46,700 VND</b>
Tăng/giảm (%)	21%
Giá hiện tại (14/11/2024)	38,600 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	46,300 VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	14.5/0.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	57.1/2.3
Sở hữu nước ngoài (%)	48.1%
Cổ đông lớn	Chủ tịch HĐQT Nguyễn X. Quang (10%)

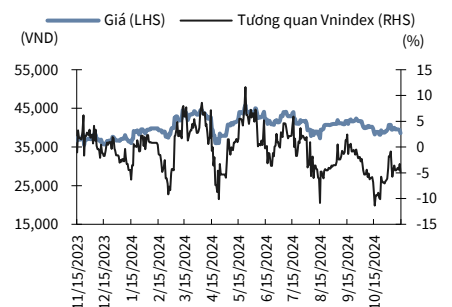
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.0	3.6	-9.0	5.2
Tương đối	2.8	2.9	-7.2	-4.6

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	4,339	3,181	5,117	7,099
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,041	942	1,119	1,464
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	556	484	522	610
EPS (VND)	1,448	1,257	1,355	1,586
Tăng trưởng EPS (%)	-48	-13	8	17
P/E (x)	27.31	36.72	28.48	24.33
P/B (x)	1.69	1.80	1.52	1.45
ROE (%)	4.2	3.6	3.6	4.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	1	1	1

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Đất Xanh(DXG)

## Kỳ vọng HĐKD khởi sắc hơn từ năm 2025

27/11/2024

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
ngaphb@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**LNST 9T2024 giảm 27%YoY đạt 95 tỷ VND**

Doanh thu Quý 3/2024 đạt 1,013 tỷ VND (-17%YoY), LNST của công ty mẹ ghi nhận 31 tỷ VND (-55%YoY). Lũy kế 9T2024, doanh thu đạt 3,204 tỷ VND (+39%YoY) và LNST đạt 95 tỷ VND (-27%YoY).

**Kỳ vọng hoạt động kinh doanh của DXG sẽ có sự khởi sắc hơn trong thời gian tới**

KBSV kỳ vọng hoạt động kinh doanh của DXG sẽ có sự khởi sắc hơn trong thời gian tới, cụ thể (1) Hoạt động môi giới duy trì đà hồi phục, đóng góp 1,228 tỷ VND (+104%YoY) và 1,372 tỷ VND (+12%YoY) vào doanh thu năm 2024-2025 và (2) Mở bán dự án DXH Riverside từ nửa cuối năm 2025, đóng góp khoảng 24 nghìn tỷ VND vào doanh số bán hàng của DXG năm 2025-2028.

**LNST năm 2024-2025 đạt lần lượt 162 tỷ VND (-6%YoY) và 330 tỷ VND (+103%YoY)**

KBSV ước tính doanh thu năm 2024 và 2025 của DXG đạt 4,744 tỷ VND (+27%YoY) và 4,573 tỷ VND (-4%YoY); LNST của công ty mẹ đạt lần lượt 162 tỷ VND (-6%YoY) và 330 tỷ VND (+103%YoY). Kết quả đến từ bàn giao dự án Opal Skyline, Gem Sky World và hoạt động môi giới hồi phục từ mức nền thấp của năm 2023.

**Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu: 20,600VND/cp**

Cổ phiếu DXG hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw là 1.1x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm là 1.3x. Dựa trên kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 20,600VND/cp, cao hơn 20% so với giá đóng cửa ngày 26/11/2024. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rủi ro nếu (1) Thị trường hồi phục chậm hơn dự kiến và (2) Tiến độ mở bán các dự án mới tiếp tục chậm trễ sẽ ảnh hưởng đáng kể đến dòng tiền của DXG.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>20,600VND</b>
Tăng/giảm (%)	20%
Giá hiện tại (26/11/2024)	17,300VND
Giá mục tiêu đồng thuận	19,000VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	12.4/0.5

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	79.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	250.3/10
Sở hữu nước ngoài (%)	18.1%
Cổ đông lớn	Ông Lương Trí Thìn (17%)

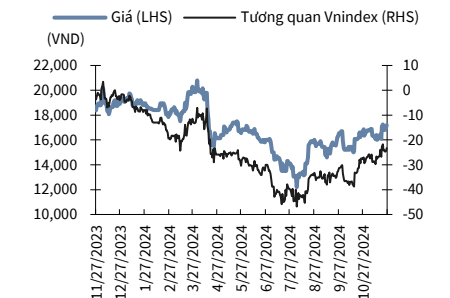
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.6	7.5	3.9	-6.4
Tương đối	4.5	10.5	5.9	-20.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,512	3,725	4,744	4,573
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	775	437	565	962
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	215	172	162	330
EPS (VND)	351	281	227	462
Tăng trưởng EPS (%)	-82	-20	-19	103
P/E (x)	53.39	61.61	75.74	37.22
P/B (x)	1.14	1.12	1.14	1.10
ROE (%)	1.5	1.2	1.0	2.0
Tỷ suất cổ tức (%)	0	0	0	0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Khu công nghiệp

## Kỳ vọng làn sóng mới từ FDI ngành bán dẫn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
(+84) 24-7303-5333 [trangnt6@kbsec.com.vn](mailto:trangnt6@kbsec.com.vn)

### Nguồn cung cải thiện, giá cho thuê tiếp tục tăng

Trong 9T2024, tổng diện tích đất KCN bổ sung/mở rộng cả nước đạt hơn 8,700 ha (+7%YoY). Trong đó, diện tích đất KCN được phê duyệt đầu tư và khởi công xây dựng tại khu vực phía Bắc ghi nhận 2,067 ha, các KCN phía Nam ghi nhận 608 ha. Đà tăng của giá chào thuê KCN chậm lại, KCN miền Nam tăng nhẹ 1% YoY, KCN miền Bắc tăng 4.6% YoY.

### Kỳ vọng làn sóng mới đến từ dòng vốn FDI ngành bán dẫn

Giai đoạn năm 2023 - 2024, Việt Nam đã cho thấy tiềm năng thu hút vốn FDI ngành bán dẫn nhờ sự gia tăng đáng kể các dự án đầu tư mới ngành này. Bên cạnh đó, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung leo thang sẽ là động lực khiến dòng vốn FDI tiếp tục dịch chuyển sang Việt Nam. Chúng tôi đánh giá cao các KCN tại miền Bắc nhờ vị trí địa lý gần Trung Quốc, điều này sẽ là lợi thế giúp thu hút dòng vốn FDI ngành bán dẫn.

### Nguồn cung cải thiện nhờ việc dần hoàn thiện khung pháp lý

Dự báo nguồn cung quỹ đất sẽ tiếp tục tăng trong 2025 và bắt đầu tăng mạnh từ 2026 sau khi Bảng giá đất được áp dụng. Nguồn cung dự kiến gia tăng chủ yếu nhờ: (1) các vướng mắc pháp lý dần được tháo gỡ; (2) tăng diện tích đất KCN từ việc chuyển đổi diện tích đất cao su.

### Triển vọng tích cực

KBSV đánh giá triển vọng tăng trưởng của ngành BĐS KCN trong giai đoạn 2025-2026 ở mức **TÍCH CỰC** nhờ: (1) tăng trưởng dòng vốn FDI giúp nhu cầu thuê đất KCN tăng; (2) các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất KCN lớn được tháo gỡ pháp lý, gia tăng nguồn cung cho thuê đất; (3) giá cho thuê kỳ vọng tiếp tục tăng nhờ nhu cầu ổn định.

### Rủi ro ngắn hạn đến từ sự bất định trong chính sách Donald Trump 2.0

Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam không phải mục tiêu mà Donald Trump hướng tới trong việc áp thuế quan. Mặc dù vậy, do Việt Nam là nước có mức thâm hụt thương mại lớn thứ 3 với Mỹ, điều này có thể khiến các doanh nghiệp FDI trì hoãn việc giải ngân đầu tư và thực hiện dự án mới trong nửa đầu năm 2025, khi mà các định hướng chính sách của Donald Trump chưa rõ ràng.

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

SIP	MUA
Giá mục tiêu	89,500VND

KBC	MUA
Giá mục tiêu	35,900VND

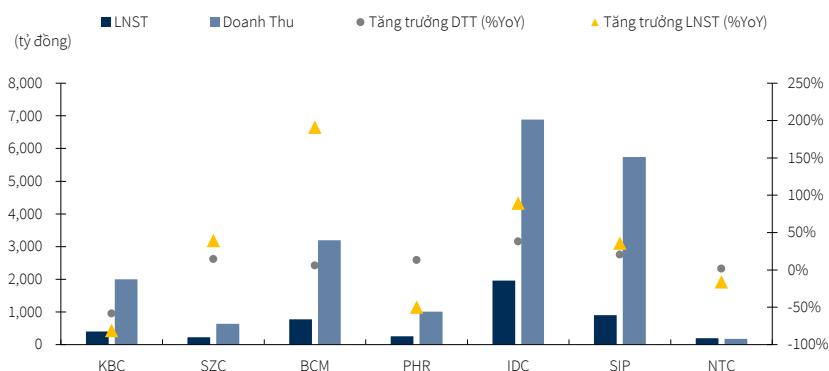
GVR	MUA
Giá mục tiêu	40,200VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

### Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp có sự phân hóa

Trong 9T2024, KQKD của các doanh nghiệp BĐS KCN ghi nhận sự phân hóa rõ rệt. Đa số doanh nghiệp đều đạt mức tăng trưởng doanh thu tích cực, tiêu biểu là IDC với doanh thu và LNST tăng lần lượt là 38% YoY và 89% YoY; SIP với doanh thu và LNST tăng lần lượt là 20% YoY và 36% YoY. Ngược lại, một số doanh nghiệp ghi nhận tăng trưởng kém tích cực như KBC (doanh thu -58% YoY, LNST -81% YoY), PHR (doanh thu +13% YoY, LNST -50% YoY), NTC (doanh thu +1% YoY, LNST -16% YoY), chủ yếu do suy giảm tốc độ bàn giao quỹ đất KCN.

**Biểu đồ 2. Doanh thu và LNST các DN BĐS KCN 9T2024**

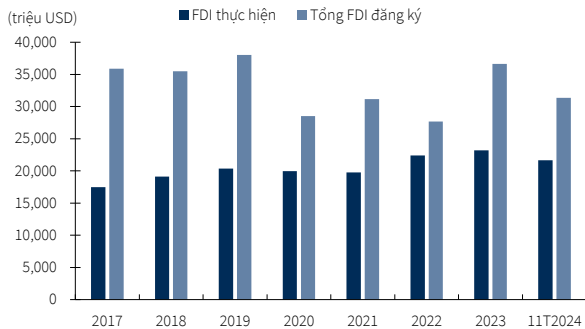


Nguồn: FiinPro, KBSV

### Dòng vốn FDI vào Việt Nam nối tiếp đà tăng tích cực

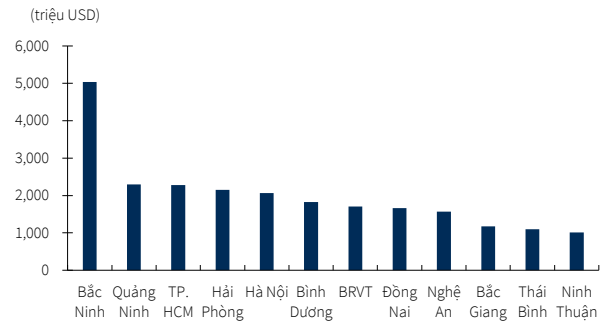
Dòng vốn FDI vào Việt Nam trong 11T2024 tiếp tục ghi nhận xu hướng tăng trưởng tích cực từ mức nền cao trong 2023. Lũy kế 11 tháng, tổng vốn FDI đăng ký đạt 31.4 tỷ USD, tăng 1% so với mức nền cao của cùng kỳ 2023; vốn FDI giải ngân đạt 21.7 tỷ USD tăng 7.1% YoY. Trong đó, Bắc Ninh là tỉnh dẫn đầu việc thu hút vốn FDI, tập trung vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo với tổng vốn đăng ký đạt 5.04 tỷ USD (tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ).

**Biểu đồ 2. FDI đăng kí và thực hiện từ 2017**



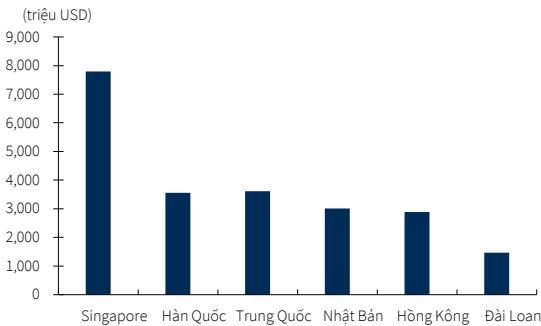
Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 3. TOP địa phương thu hút vốn FDI trong 11T2024**



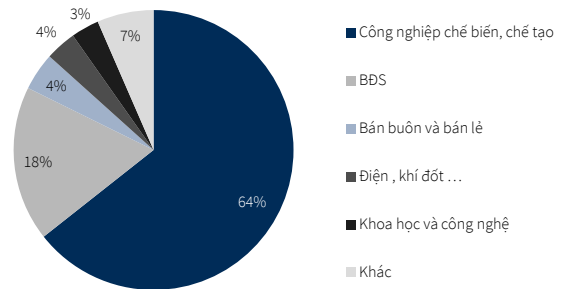
Nguồn: FiinPro, KBSV

**Biểu đồ 4. TOP quốc gia có vốn đăng ký đầu tư vào Việt Nam trong 11T2024**



Nguồn: FiinPro, KBSV

**Biểu đồ 5. Cơ cấu các ngành thu hút vốn FDI trong 11T2024**



Nguồn: FiinPro, KBSV

**Tổng diện tích KCN bổ sung/mở rộng đạt hơn 8,700 ha (+7% YoY)**

Lũy kế 9T2024, tổng diện tích đất KCN bổ sung, mở rộng cả nước đạt hơn 8,700 ha (+7%YoY). Trong đó, diện tích đất KCN được phê duyệt đầu tư và khởi công xây dựng tại khu vực phía Bắc ghi nhận 2,067 ha, các KCN phía Nam ghi nhận diện tích đất hơn 608 ha. Một số dự án KCN lớn đi vào hoạt động như: KCN VSIP II (Bắc Ninh) 497.7 ha, KCN VSIP Lạng Sơn (Quảng Ninh) 599.8 ha, KCN Sông Công giai đoạn 2 (Thái Nguyên) 249.5 ha, KCN Đồng Văn (Hà Nam – Hà Nội) 237 ha, KCN Thịnh Phát (Long An) 112.9 ha...

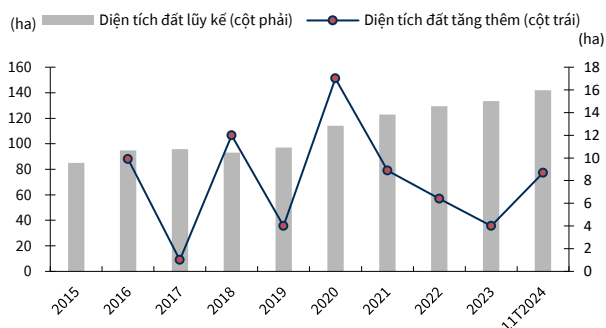
**Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao**

Khu vực miền Bắc và miền Nam đều chứng kiến nhu cầu thuê đất tích cực, với tỷ lệ lấp đầy diện tích đất KCN ghi nhận trong quý 3/2024 đạt lần lượt là 80% (-0.2pp YoY) và 89% (-2.8pp YoY). Tỷ lệ lấp đầy giảm nhẹ so với cùng kỳ do nguồn cung đất KCN 2024 tăng tích cực hơn 2023. Về cấu trúc ngành nghề: miền Bắc diện tích đất KCN cho thuê tập trung vào các nhà sản xuất thiết bị điện tử, trong khi miền Nam các KCN thu hút nhiều ngành nghề đa dạng hơn như dệt may, cao su, thiết bị điện tử... Tính chung 9T2024, tổng diện tích đất KCN được hấp thụ tại miền Bắc là 330 ha và 344 ha tại miền Nam.

**Đà tăng giá cho thuê KCN chứng lại**

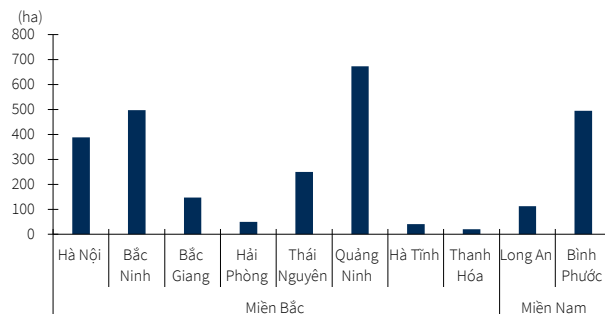
Giá cho thuê đất tại các KCN đã có dấu hiệu chững lại, đặc biệt là ở khu vực miền Nam. Trong quý 3/2024, giá chào thuê đất tại các trung tâm cấp 1 của miền Nam tăng nhẹ 1% YoY, đạt mức trung bình 174 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê. Tại miền Bắc, giá chào thuê trung bình đạt 137 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, tăng 4,6% YoY.

**Biểu đồ 6. Tổng nguồn cung quỹ đất KCN**



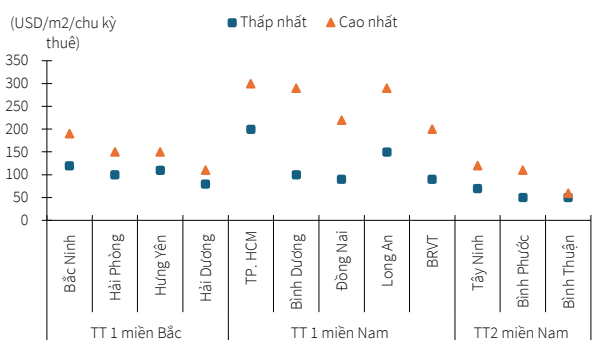
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, KBSV

**Biểu đồ 7. Diện tích các KCN được phê duyệt đầu tư và đi vào hoạt động trong 9T2024**



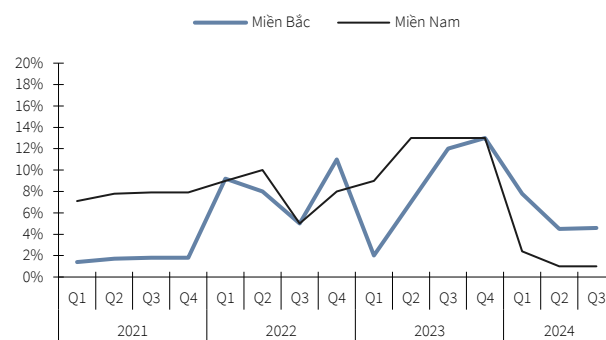
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, KBSV

**Biểu đồ 8. Giá chào thuê KCN**



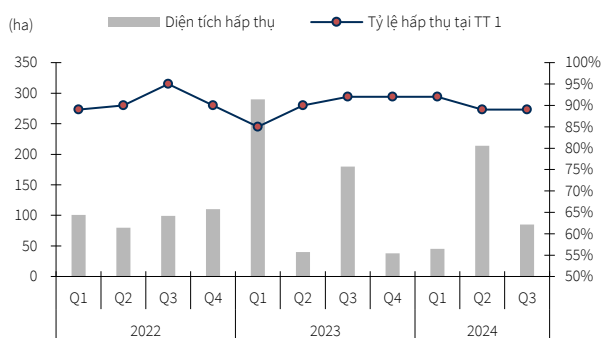
Nguồn: CRBE, KBSV

**Biểu đồ 9. Tốc độ tăng giá chào thuê trung bình tại thị trường cấp 1 so với cùng kỳ**



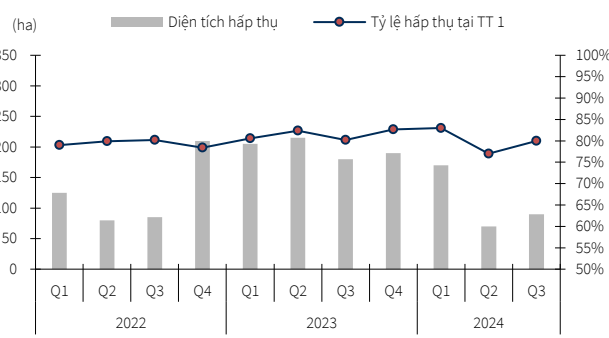
Nguồn: CRBE, Bộ Xây dựng, KBSV

**Biểu đồ 10. Diện tích hấp thụ đất KCN Miền Nam**



Nguồn: CRBE, KBSV

**Biểu đồ 11. Diện tích hấp thụ đất KCN Miền Bắc**



Nguồn: CRBE, KBSV

**Nhu cầu thuê nhà xưởng xây sẵn (RBF) duy trì mức cao**

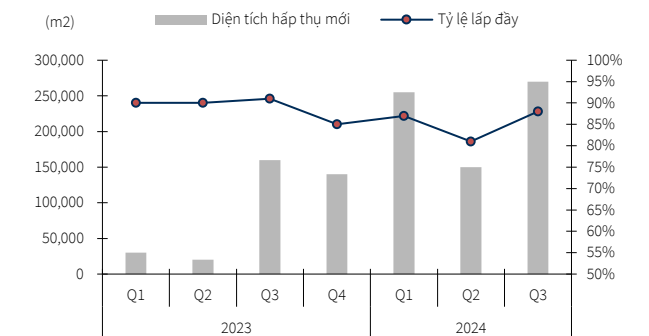
Mặc dù nguồn cung tăng mạnh, nhưng tỷ lệ lấp đầy vẫn duy trì ở mức cao ở cả miền Bắc và miền Nam, điều này cho thấy nhu cầu thuê nhà xưởng tiếp tục tăng tích cực. Cụ thể, tính đến Quý 3/2024:

- **Miền Bắc:** tổng nguồn cung nhà xưởng xây sẵn (RBF) tại TT cấp 1 hơn 4,0 triệu m<sup>2</sup>, tăng 21.3% YoY, tỷ lệ lấp đầy đạt 91% (+9bps YoY).
- **Miền Nam:** nguồn cung đạt khoảng 6,3 triệu m<sup>2</sup>, tăng 16,8%YoY, nguồn

cung chủ yếu đến từ các KCN tại Bình Dương với tỷ lệ lấp đầy đạt 88%.

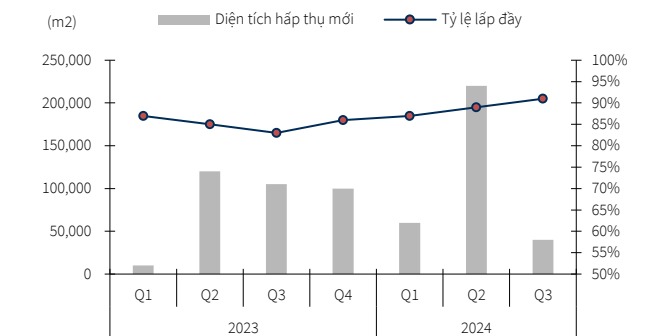
Do nhu cầu ổn định và tỷ lệ lấp đầy cao, mức tăng giá thuê nhà xưởng xây sẵn tiếp tục duy trì mức tăng ổn định từ 1 – 2% YoY ở cả miền Bắc và miền Nam

**Biểu đồ 12. Nhà xưởng xây sẵn tại miền Nam**



Nguồn: CRBE, KBSV

**Biểu đồ 13. Nhà xưởng xây sẵn tại miền Bắc**



Nguồn: CRBE, KBSV



## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Những bước tiến gần đây cho thấy tiềm năng thu hút dòng vốn FDI ngành bán dẫn vào Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng rằng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực và được đóng góp thêm bởi mức tăng của dòng vốn FDI ngành bán dẫn. Tuy nhiên, với những rủi ro bất định về chính sách của Donald Trump, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đa quốc gia có thể sẽ lùi lại kế hoạch đầu tư trong 1H2025. Dự báo, tăng trưởng dòng vốn FDI đăng ký 2025/2026 lần lượt 7%/10%

#### (1) Căng thẳng thương mại leo thang thúc đẩy các tập đoàn đa quốc gia chuyển dịch sản xuất sang Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng, Việt Nam sẽ có thể tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng Mỹ - Trung và là điểm đến cho các doanh nghiệp muốn dịch chuyển khỏi Trung Quốc nhờ sở hữu những lợi thế, như: (i) Chi phí sản xuất thấp hơn đáng kể so với Trung Quốc; (ii) Vị trí địa lý gần Trung Quốc, thuận lợi cho việc dịch chuyển sản xuất của các doanh nghiệp; (iii) Chiến lược ngoại giao “cây tre” của chính phủ Việt Nam giúp hạn chế các rủi ro liên quan đến các vấn đề chính trị; (iv) đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng; (v) ký kết các hiệp định FTA với độ phủ rộng hơn 60 quốc gia toàn thế giới. Điều này sẽ giúp dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng, từ đó gia tăng nhu cầu thuê đất KCN.

#### (2) Kỳ vọng làn sóng mới đến từ ngành công nghiệp bán dẫn

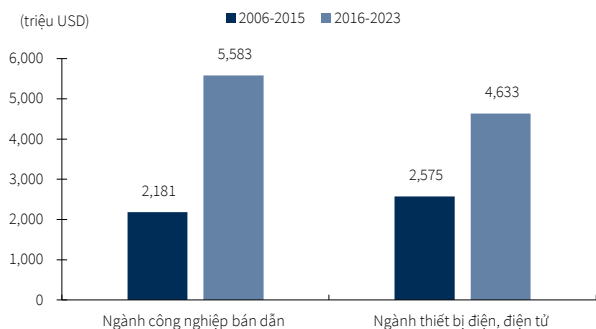
Những bước tiến gần đây cho thấy Việt Nam có thể trở thành điểm đến triển vọng đối với dòng vốn FDI ngành bán dẫn. Kể từ 2023, Việt Nam đã thu hút số lượng dự án đầu tư ngành bán dẫn gia tăng đáng kể, chỉ đứng sau Singapore và Malaysia trong khu vực ASEAN (bảng 1,2). Một số dự án đầu tư mới/mở rộng quy mô của các tập đoàn như Samsung đầu tư thêm 1,200 triệu USD vào nhà máy Samsung Electro-Mechanics (KCN Yên Bình - Thái Nguyên), Amkor Technology đầu tư 1,600 triệu USD mở mới nhà máy (KCN Yên Phong II-C - Bắc Ninh), Hana Micron's đầu tư 1,600 triệu USD bao gồm mở mới 1 nhà máy và đầu tư mở rộng nhà máy hiện có (KCN Yên Phong II-C - Bắc Ninh). Các nhà máy được đầu tư và mở rộng chủ yếu sản xuất ở phân khúc phụ trợ (ATP - lắp ráp, kiểm thử). Bên cạnh đó, tập đoàn ngành bán dẫn lớn nhất thế giới - Nvidia đã đầu tư 250 triệu USD tại Việt Nam (2023 - dự án hợp tác với FPT).

Chúng tôi kỳ vọng, trong giai đoạn tới Việt Nam sẽ thu hút được nhiều hơn nữa các dự án FDI vào ngành công nghiệp bán dẫn, đặc biệt là những dự án công đoạn ATP (lắp ráp, kiểm thử), nhờ vào:

- (i) Sự cạnh tranh gay gắt trong ngành bán dẫn giữa Mỹ và Trung Quốc thúc đẩy các doanh nghiệp đa quốc gia dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam;
- (ii) Việt Nam có vị trí địa lý nằm gần Trung Quốc. Trung Quốc là quốc gia cung cấp nhiều khoáng sản quan trọng cần thiết cho ngành bán dẫn và chiếm 79% sản lượng silicon thô (dùng sản xuất chip) toàn cầu. Điều này giúp các doanh nghiệp FDI đầu tư vào Việt Nam có thể tiết kiệm chi phí vận chuyển;
- (iii) Định hướng của chính phủ giúp thu hút vốn FDI vào ngành công nghệ

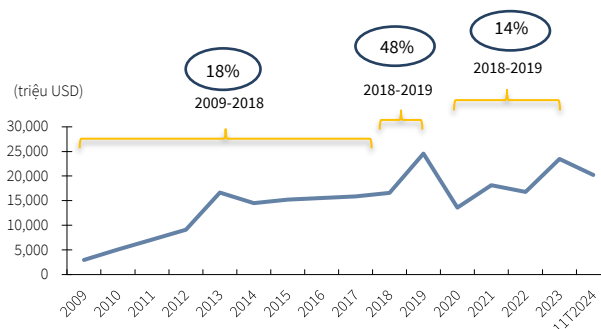
chất bán dẫn. Chiến lược C = SET + 1 (Quyết định số 1018/QĐ-TTg ngày 21/9/2024), theo đó sự phát triển ngành bán dẫn dựa trên bốn yếu tố: (1) sản xuất chip chuyên dụng; (2) tăng trưởng ngành điện tử/công nghiệp điện tử; (3) xây dựng đội ngũ kỹ sư bán dẫn tài năng; (3) kiến tạo Việt Nam trở thành điểm đến mới cho chuỗi cung ứng toàn cầu;

Biểu đồ 14. Giá trị dòng vốn FDI đầu tư vào các nước ASEAN



Nguồn: UNCTAD, KBSV

Biểu đồ 15. Giá trị dòng vốn FDI đầu tư vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tại Việt Nam



Nguồn: GSO, KBSV

Bảng 1. TOP 10 doanh nghiệp đa quốc gia ngành bán dẫn và những dự án đầu tư ở ASEAN giai đoạn 2020 - 2024

Tập đoàn đa quốc gia	Trụ sở	Vốn hóa (tỷ USD)	Đầu tư ở ASEAN	Giá trị đầu tư (triệu USD)	Thời gian đầu tư
1 Nvidia	U.S	2,147	- Indonesia: Công ty hợp danh với Indosat	200	2024
			- Singapore: Công ty hợp danh với Singtel	n/a	2024
			- Việt Nam: liên kết với FPT xây dựng nhà máy AI, đã đầu tư 250 triệu USD. Nvidia cam kết đầu tư từ 4 - 4.5 tỷ USD trong giai đoạn 2025 - 2030 vào Việt Nam	250	2023
			- Malaysia: công ty liên doanh với YTL	4,000	2023
2 TSMC	Đài Loan	724	- Singapore: công ty liên danh NXP (Netherlands)	n/a	2023
			- Việt Nam	1,200	2023
3 Broadcom	U.S	611	- Việt Nam	3,300	2022
			- Việt Nam	850	2021
			- Singapore: công ty hợp danh với IBM (United States) và M1 (Singapore)	n/a	2021
4 Samsung	Hàn Quốc	416	- Singapore: công ty hợp danh với Singtel	n/a	2024
			- Việt Nam	n/a	2020
5 ASML	Phần Lan	385	- Singapore	n/a	2022
			- Singapore	n/a	2022
6 Advanced Micro Devices	US	268	- Malaysia	n/a	2023
			- Malaysia	454.5	2022
			- Singapore	50	2022
7 Qualcomm	US	189	- Singapore: công ty hợp danh với Singtel	n/a	2024
			- Việt Nam	n/a	2020
8 Applied Materials	US	169	- Singapore	600	2022
			- Singapore	213	2021
9 Intel	US	168	- Malaysia	6,770	2023
			- Malaysia	7,000	2021 (dự án đầu tư trong 10 năm)
			- Việt Nam	475	2021
10 Texas Instruments	US	153	- Malaysia	3,200	2023

Nguồn: asean.org, KBSV tổng hợp

**Bảng 2. Những dự án lớn ngành bán dẫn (công đoạn phụ trợ) ở ASEAN, giai đoạn 2022-2024**

Tập đoàn đa quốc gia	Trụ sở	Đầu tư ở ASEAN	Giá trị đầu tư (triệu USD)	Quốc gia	Thời gian
1 Amkor Technology	US	Mở rộng nhà máy mới	1,600	Việt Nam	2023
2 AT&S	Úc	Mở cơ sở sản xuất chip tích hợp	1100	Malaysia	2023
3 Hana Micron Vina	Hàn Quốc	Mở nhà máy mới	600	Việt Nam	2023
		Đầu tư mở rộng	1,000	Việt Nam	2023 (đặt kế hoạch đầu tư)
4 Kyocera	Nhật Bản	Mở rộng nhà máy	671	Thái Lan	2023 (đầu tư trong 3 năm)
		Xây dựng nhà máy	300	Thái Lan	2022
5 Osram	Đức	Mở rộng nhà máy	1,000	Malaysia	2022
6 Renesas Electronics	Nhật Bản	Đầu tư nhà máy R&D	n/a	Việt Nam	2023
7 Siltronic	Đức	Mở rộng nhà máy	2,200	Singapore	2024
8 United Microelectronics	Đài Loan	Mở rộng nhà máy	5,000	Singapore	2023

Nguồn: asean.org, KBSV tổng hợp

**Bảng 3. Các chính sách của chính phủ nhằm phát triển ngành công nghệ cao ở Việt Nam**

Chính sách	Nội dung
Giáo dục, gia tăng đào tạo nhân lực ngành bán dẫn	Nghiên cứu, đề xuất sửa đổi bổ sung cơ chế chính sách miễn, giảm học phí đối với học sinh, sinh viên theo học các chuyên ngành đào tạo liên quan đến ngành công nghiệp bán dẫn.
Hỗ trợ chi phí đào tạo, chi phí nghiên cứu phát triển	Hỗ trợ chi phí đào tạo, phát triển nguồn nhân lực (hỗ trợ tối đa 50%) đối với chi phí doanh nghiệp thực tế đã chi trong năm cho hoạt động đào tạo phát triển nguồn nhân lực là người lao động Việt Nam; Hỗ trợ chi phí nghiên cứu và phát triển (tối đa 30%) đối với chi phí doanh nghiệp thực tế đã chi trong năm cho hoạt động R&D;
Hỗ trợ chi phí đầu tư tài sản cố định	Hỗ trợ tối đa 10% đối với chi phí đầu tư tạo tài sản cố định mà doanh nghiệp thực tế đã đầu tư tăng thêm
Hỗ trợ chi phí sản xuất	Hỗ trợ tối đa 3% chi phí sản xuất sản phẩm công nghệ cao, dựa trên giá trị sản xuất gia tăng của sản phẩm
Hỗ trợ chi phí đầu tư hệ thống công trình hạ tầng	Hỗ trợ tối đa 25% chi phí đầu tư hệ thống công trình hạ tầng xã hội đối với các loại chi phí đầu tư hệ thống công trình xã hội.

Nguồn: asean.org, KBSV tổng hợp

**Rủi ro ngắn hạn đến từ sự bất định trong chính sách Trump 2.0**

Tổng thống đắc cử Trump có thể tiết lộ thêm về kế hoạch của mình trong những tháng đầu của năm 2025. Một số chính sách có thể được thực hiện sớm hơn thông qua quyền hành pháp của chính phủ Mỹ, chẳng hạn như các chính sách thuế quan. Chúng tôi kỳ vọng Việt Nam không phải mục tiêu mà D.Trump hướng tới trong việc áp thuế quan. Mặc dù vậy, do Việt Nam là nước có mức thâm hụt thương mại lớn thứ 3 với Mỹ, chỉ sau Trung Quốc và Mexico, điều này có thể khiến các doanh nghiệp FDI trì hoãn việc giải ngân đầu tư và thực hiện dự án mới trong nửa đầu năm 2025, khi mà các định hướng chính sách của D.Trump chưa rõ ràng.

**Nguồn cung diện tích đất KCN sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025, và kỳ vọng tăng mạnh từ 2026**

Chúng tôi cho rằng việc hoàn thiện khung pháp lý và đẩy nhanh quá trình chuyển đổi đất cao su sẽ góp phần gia tăng nguồn cung diện tích đất KCN trong thời gian tới, đặc biệt là sau năm 2026 khi bảng giá đất ban hành hàng năm được áp dụng.

**(1) Bảng giá đất giúp đẩy nhanh tiến độ GPMB**

Chúng tôi kỳ vọng với Luật đất đai năm 2024 đưa ra quy định về bảng giá đất sẽ được ban hành hàng năm (áp dụng từ 2026), sẽ giúp đẩy nhanh quá trình GPMB. Tuy nhiên, song song với đó, chi phí đầu tư các dự án mới sẽ tăng lên, do đó chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp với quỹ đất lớn và đã hoàn thiện GPMB như SIP và IDC.

**(2) Bổ sung chỉ tiêu đất KCN**

Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất ban hành tháng 3/2024 đã bổ sung chỉ tiêu sử dụng đất cho nhiều tỉnh thành, đặc biệt tại các tỉnh Bắc Ninh, Thái Bình và Bình Phước, với diện tích đất được bổ sung ở mỗi tỉnh lên đến 600 – 700ha. Sự điều chỉnh này kì vọng sẽ tác động tích cực tới tiến độ của các dự án tại địa phương được tăng chỉ tiêu sử dụng đất, khắc phục tình trạng chưa thể triển khai/bàn giao do vướng mắc chỉ tiêu sử dụng đất của tỉnh. Một số doanh nghiệp được hưởng lợi từ quyết định này như KCN (KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh), NTC (KCN Bắc Đồng Phú).

**(3) Gia tăng quỹ đất KCN nhờ việc chuyển đổi từ quỹ đất cao su**

Diện tích đất cao su của Việt Nam hiện nay đạt hơn 900 nghìn ha, tập trung chủ yếu ở các tỉnh Bình Phước, Tây Ninh, Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai, Bình Dương. Trong đó, các doanh nghiệp niêm yết sở hữu quỹ đất cao su lớn bao gồm GVR (25,000 ha), PHR (5,600 ha), DPR (2,000 ha).

Theo quy hoạch KCN các tỉnh, diện tích đất cao su chuyển sang đất KCN đến 2025 tổng cộng là 20,036 ha, với 2,994 ha tại Bình Phước, 3,265 tại Tây Ninh, 3,933 ha tại Bà Rịa – Vũng Tàu, 6,760 ha tại Đồng Nai, 3,084 ha tại Bình Dương. Nhờ vậy nguồn cung BĐS KCN sẽ được bổ sung đáng kể. Với việc hoàn thiện khung pháp lý, các KCN chuyển đổi từ đất cao su được kỳ vọng sẽ nhanh chóng được phê duyệt. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, quỹ đất tại tỉnh cấp 1 như Đồng Nai, Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu sẽ được phê duyệt đầu tư và chuyển đổi mục đích sử dụng đất sớm hơn, do tỷ lệ lấp đầy và nhu cầu thuê đất tại các KCN này ở mức cao. Trong giai đoạn 2025 - 2030, GVR đã kế hoạch chuyển đổi hơn 23,000 ha đất trồng cao su sang đất KCN tại các khu vực Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu, Tây Ninh; PHR có kế hoạch chuyển đổi 4,700 ha chủ yếu tại Bình Dương; DPR dự kiến chuyển đổi 1,619 ha chủ yếu tại Bình Phước.

**Giá cho thuê đất dự kiến tiếp tục tăng trong 3 năm tới**

KBSV dự phóng giá đất cho thuê KCN trong 3 năm tới sẽ tiếp tục tăng, tuy nhiên đà tăng sẽ chậm lại hơn so với giai đoạn trước (2020 – 2023), dự báo giá đất cho thuê ở các KCN phía Bắc sẽ tăng 3-5%, các KCN phía Nam sẽ tăng 1 – 3%, nhờ vào:

- (1) Dòng vốn FDI dự báo tiếp tục tăng trưởng tích cực, giúp gia tăng nhu cầu thuê đất ở cả hai khu vực Phía Bắc, Phía Nam
- (2) Nhu cầu thuê đất khu vực miền Bắc dự báo tích cực hơn do mức giá đất chào thuê hiện tại thấp hơn khu vực phía Nam. Bên cạnh đó, miền Bắc sở hữu vị thế địa lý gần Trung Quốc, giúp thu hút dòng vốn FDI ngành công nghệ cao
- (3) Việc đầu tư cơ sở hạ tầng trọng điểm được đẩy mạnh đầu tư thúc đẩy kết nối các vùng kinh tế, thu hút dòng vốn FDI.

**Các chính sách pháp lý thay đổi theo hướng tích cực**

Chúng tôi đánh giá Luật đất đai 2024 sẽ là điểm mấu chốt giúp các doanh nghiệp đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện pháp lý. Bên cạnh đó, việc đưa ra kế hoạch thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư với các doanh nghiệp cũng sẽ là điểm tích cực giúp Việt Nam củng cố vị thế cạnh tranh đối với dòng vốn FDI, thu hút các dự án công nghệ cao, tăng nhu cầu thuê đất KCN.

**Bảng 4. Những thay đổi về pháp lý quan trọng trong 2024**

Quy định	Nội dung	KBSV đánh giá
<b>LUẬT ĐẤT ĐAI 2024</b>		
- Áp dụng bảng giá đất	Bảng giá đất được HĐND cấp tỉnh ban hành hàng năm (áp dụng từ 2026), thay vì sử dụng khung giá đất được ban hành 5 năm một lần (Luật Đất đai năm 2013)	Bảng giá đất được thay đổi hàng năm sẽ làm giá đất đền bù GPMB sát với giá đất thị trường. Điều này giúp tháo gỡ những vướng mắc về vấn đề GPMB ở hầu hết các KCN, tuy nhiên các chủ đầu tư KCN sẽ cần chịu chi phí đầu tư ban đầu cao hơn  Vì vậy, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có quỹ đất sạch đã hoàn thành GPMB sẽ có lợi thế cạnh tranh đáng kể như IDC, SIP
- Hình thức nộp tiền thuê đất	Chủ đầu tư được chuyển từ hình thức thuê đất trả tiền thuê một lần sang hình thức trả tiền hàng năm	Chủ đầu tư KCN có thể linh hoạt cân đối dòng tiền, giảm áp lực chi phí đầu tư ban đầu
- Chủ đầu tư các KCN công nghệ cao được lựa chọn đơn vị lập quy hoạch	Ban Quản lý KCN công nghệ cao không còn là đơn vị lập quy hoạch chi tiết xây dựng KCN cao; trách nhiệm này chuyển sang nhà đầu tư được lựa chọn	Chủ đầu tư tại các KCN công nghệ cao linh hoạt hơn trong việc xin cấp quy hoạch đầu tư, xây dựng
- Đơn giản hóa và thu hẹp thẩm quyền của Ban Quản lý KKT	Ban Quản lý KKT không còn quyền giao đất, cho thuê lại đất hoặc thực hiện bồi thường, GPMB. Các nhiệm vụ này thuộc về UBND cấp tỉnh, huyện	Loại bỏ vai trò trung gian của Ban Quản lý KKT, góp phần cải cách thủ tục hành chính, minh bạch và thuận tiện hơn cho chủ đầu tư
- Diện tích đất xây NOXH được miễn giảm tiền sử dụng đất, tiền thuê đất.	Các dự án thuộc lĩnh vực ưu đãi đầu tư, bao gồm xây dựng NOXH, sẽ được miễn hoặc giảm tiền sử dụng đất, tiền thuê đất	Khuyến khích việc đầu tư xây dựng NOXH, góp phần giải quyết nhu cầu nhà ở cho công nhân trong KCN
<b>QUỸ HỖ TRỢ ĐẦU TƯ</b>		
- Thành lập, quản lý và sử dụng Quỹ hỗ trợ đầu tư áp dụng đối với Quỹ, các doanh nghiệp	Đối tượng áp dụng hỗ trợ đầu tư gồm: Doanh nghiệp công nghệ cao; doanh nghiệp có dự án đầu tư sản xuất sản phẩm công nghệ cao; doanh nghiệp có dự án ứng dụng công nghệ cao; doanh nghiệp có dự án đầu tư trung tâm nghiên cứu và phát triển	Giúp Việt Nam củng cố vị thế cạnh tranh trong việc thu hút vốn FDI, đặc biệt là các KCN công nghệ cao

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành BĐS KCN trong 2025**

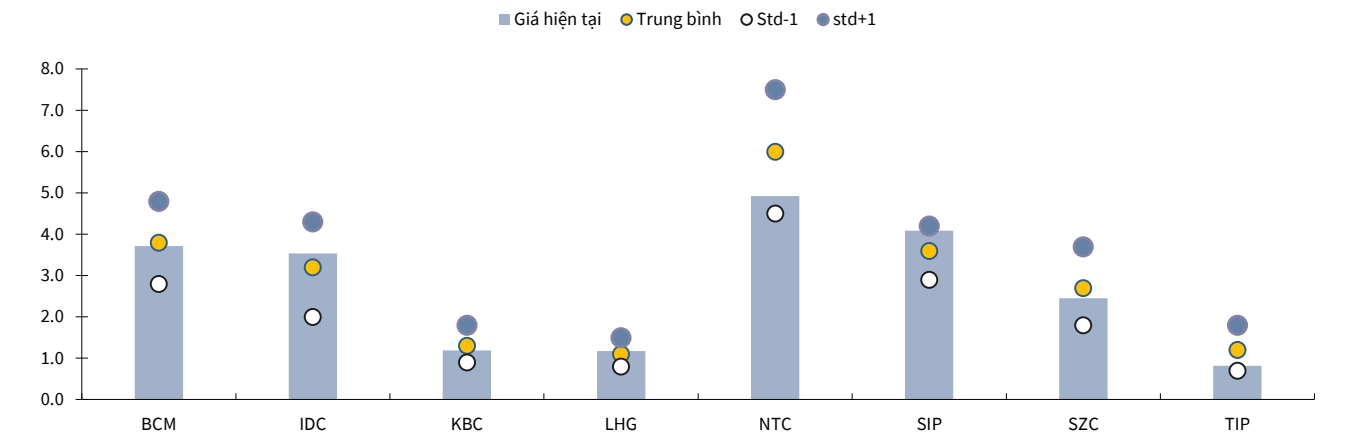
Hầu hết các doanh nghiệp đều đang được giao dịch với P/B sát với P/B trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại đã một phần phản ánh KQKD hồi phục trong 2024.

Chúng tôi đánh giá triển vọng của ngành KCN là **TÍCH CỰC** trong 2025 do đã tăng trưởng tích cực từ vốn FDI, nhu cầu thuê duy trì ở mức cao trong khi giá cho thuê vẫn đang tiếp tục tăng.

Chúng tôi ưa thích các doanh nghiệp BĐS KCN sở hữu: (1) diện tích sẵn sàng cho thuê lớn như SIP (hơn 1,000 ha); (2) Quỹ đất gối đầu lớn sở hữu vị trí đặc địa như KBC (KCN Tràng Duệ - Hải Phòng 687 ha có thể triển khai trong 2025), BCM (KCN Cây Trường – Bình Dương 700 ha được chấp thuận đầu tư trong 2024).

Trong dài hạn, nhà đầu tư có thể tham khảo thêm mã cổ phiếu từ các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất cao su chuyển đổi lớn đã được đưa vào quy hoạch như GVR, PHR – triển vọng tích cực đến từ dòng tiền đền bù và cho thuê đất KCN đều đặn trong nhiều năm.

Biểu đồ 16. P/B các cổ phiếu ngành BĐS KCN



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# TCT phát triển Đô thị Kinh Bắc (KBC)

## Tiến độ các dự án lớn chậm hơn dự kiến

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

05/09/2024

**2Q2024, KBC ghi nhận doanh thu 892 tỷ VND (-62% yoy), LNST 237 tỷ VND (-74% yoy)**

**Dự kiến năm 2024 KBC sẽ bàn giao cho thuê được 51 ha đất KCN**

**KBC phát hành thành công 1,000 tỷ VND trái phiếu kỳ hạn 24 tháng ngày 28/08 vừa qua**

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 35,900 VND/cổ phiếu**

2Q2024, KBC đạt doanh thu 892 tỷ VND (-62% yoy), LNST ghi nhận 237 tỷ VND (-74% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu 1,044 tỷ VND (giảm mạnh 77% so với cùng kỳ 2023 do diện tích bàn giao đất KCN 1H2024 chỉ đạt 15 ha so với mức 128 ha bàn giao 1H2023) và LNST 151 tỷ VND (-92% yoy).

Do tốc độ bàn giao các dự án hiện có và tiến độ pháp lý của các dự án lớn chậm hơn dự kiến, chúng tôi dự phóng diện tích cho thuê đất KCN của KBC năm nay đạt 51 ha, bao gồm 14 ha từ KCN Quang Châu, 27 ha từ KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và 10 ha từ KCN Tân Phú Trung. KCB Trảng Duệ 3 kì vọng có thể hoàn thành pháp lý và bàn giao đất cho thuê sớm nhất vào 2025.

Ngày 28/08/2024, KBC phát hành 1,000 tỷ VND trái phiếu, kỳ hạn 2 năm, lãi suất 10.5%/năm, trả lãi 6 tháng/lần. Số tiền thu được từ phát hành trái phiếu dự kiến sẽ được dùng để tái cơ cấu các khoản nợ của công ty.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu KBC, mức giá mục tiêu là 35,900 VND/cổ phiếu, cao hơn 36.2% so với mức giá đóng cửa 26,350 VND ngày 04/09/2024

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND35,900</b>
Tăng/giảm (%)	36.2%
Giá hiện tại (04/09/2024)	VND 26,350
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 36,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	20.3/0.8

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	93.6/3.7
Sở hữu nước ngoài (%)	20.6%
Cổ đông lớn	Ông Đặng Thành Tâm - Chủ tịch HĐQT (18.1%)

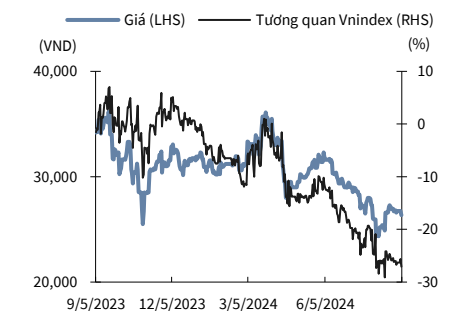
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8.2	-16.6	-20.9	-23.0
Tương đối	0.8	-15.9	-21.3	-26.3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	950	5,618	2,865	4,716
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,577	2,245	959	1,817
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,526	2,031	868	1,644
EPS (VND)	1,993	2,646	1,130	2,141
Tăng trưởng EPS (%)	20%	33%	-57%	89%
P/E (x)	13	10	23	12
P/B (x)	0.9	1.0	1.0	0.9
ROE (%)	9%	11%	5%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP)

## Đẩy nhanh GPMB KCN, duy trì biên lợi nhuận cao

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang  
[trangnt6@kbsec.com.vn](mailto:trangnt6@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

26/11/2024

**SIP sở hữu quỹ đất lớn, tọa lạc tại những vị trí đặc địa**

**Tận dụng lợi ích kép từ chi phí giải phóng mặt bằng thấp**

**Tối ưu hóa lợi nhuận mảng cấp điện nhờ lợi thế được cấp phép đầu tư trạm biến áp**

**Khuyến nghị MUA - Giá mục tiêu: 89,500VNĐ/cổ phiếu**

Trong số các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp (KCN) đang hoạt động tại miền Nam, SIP sở hữu quỹ đất thương phẩm còn lại lớn nhất, với 1,005ha. Trong đó, KCN Phước Đông (759ha) nằm ở Tây Ninh; KCN Lộc An – Bình Sơn (116ha) nằm sát Sân bay Long Thành – Đồng Nai; KCN Lê Minh Xuân 3 (105 ha) và KCN Đông Nam (25ha) nằm ở TP.HCM.

Tính đến cuối Q3/2024, 93% diện tích KCN của SIP đã hoàn thành giải phóng mặt bằng (GPMB), tương đương 832ha sẵn sàng cho thuê. Chúng tôi cho rằng SIP có lợi thế từ việc chủ động đẩy nhanh tiến độ GPMB từ các năm trước với chi phí thấp, từ đó giúp SIP: 1) duy trì mức giá cho thuê cạnh tranh ở KCN Phước Đông, thu hút khách hàng; 2) tăng biên lợi nhuận gộp ở diện tích cho thuê mới tại KCN Lê Minh Xuân 3, Lộc An – Bình Sơn, Đông Nam do đà tăng giá tích cực của các khu vực này.

SIP là một trong số ít các doanh nghiệp phát triển KCN được cấp phép xây trạm biến áp (TBA) và cấp điện cho các KCN, nhờ vậy mảng cung cấp điện có biên LNG khá tốt (khoảng 6%). Với việc SIP đầu tư thêm TBA 110KV Phước Đông - Bời Lời 5 vào năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng điện sẽ tăng 15% YoY trong 2024, sau đó tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 11% trong giai đoạn 2025 – 2028, tương đương với mức tăng trưởng trong giai đoạn 2019 – 2023.

Dựa trên triển vọng kinh doanh và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu SIP với mức giá mục tiêu là 89,500VNĐ/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024.

## MUA lần đầu

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>89,500</b>
Tăng/giảm (%)	16%
Giá hiện tại (25/11/2024)	VND 77,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 96,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	15.8/0.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	57.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	29.1/1.2
Sở hữu nước ngoài (%)	2.8%
Cổ đông lớn	19.8%
CTCP Đầu tư Phát triển Đô thị An Lộc	

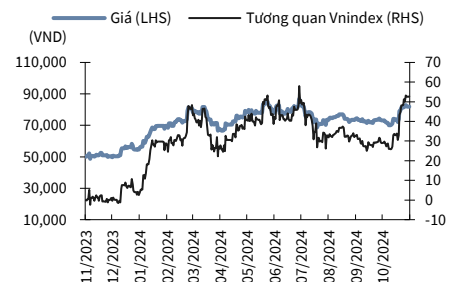
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.8	-0.7	-6.8	46.7
Tương đối	8.0	4.6	-1.1	37.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,035	6,677	7,986	8,936
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,239	1,263	1,538	1,658
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	977	927	1,147	1,239
EPS (VND)	10,518	5,098	5,447	5,884
Tăng trưởng EPS (%)	17.0	-51.5	6.8	8.0
P/E (x)	2.7	10.8	13.9	12.8
P/B (x)	0.7	2.5	3.7	3.5
ROE (%)	28.1	24.1	27.5	28.0
Tỷ suất cổ tức (%)	7.7	5.3	4.6	5.3

Nguồn: Fiiopro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)

## Cao su là động lực tăng trưởng chính trong năm

16/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**1H2024, GVR ghi nhận doanh thu 9,238 tỷ VND (+11% yoy), hoàn thành 37% doanh thu kế hoạch 2024**

1H2024, doanh thu thuần của GVR đạt 9,238 tỷ VND (+11% yoy). Đóng góp chính vào tăng trưởng doanh thu của GVR là mảng kinh doanh cốt lõi – mủ cao su tự nhiên - với doanh thu đạt 6,669 tỷ VND (+10% yoy), tăng đáng kể do giá các chủng loại cao su đều tăng từ 10 – 25% yoy. Hết 1H2024, GVR đã hoàn thành 37% mức doanh thu kế hoạch đặt ra cho 2024.

**Giá cao su của GVR dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao đến hết năm, mức giá trung bình năm 2024 tăng trưởng 17% yoy**

Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên dự báo mức thiếu hụt cao su tự nhiên trong năm nay lên đến 1.24 triệu tấn. Chúng tôi kì vọng giá cao su của GVR tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất đến đầu 2025, mức giá trung bình năm 2024 tăng ít nhất 17% so với cùng kỳ do chịu tác động từ lo ngại thiếu hụt nguồn cung ngày càng nghiêm trọng trên thế giới.

**Quyđất cao su chuyển đổi lớn tại các tỉnh phía Nam đảm bảo tiềm năng phát triển KCN cho GVR trong nhiều năm tới**

Tháng 8/2024, quy hoạch tỉnh Bình Dương được thông qua, cùng với quy hoạch các tỉnh GVR sở hữu diện tích đất cao su lớn bao gồm Tây Ninh, BR-VT, Bình Phước đã được thông qua thời gian qua cho thấy rõ hơn tiềm năng chuyển đổi quỹ đất cao su lớn này của GVR, đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn cho doanh nghiệp với dòng tiền đều đặn đến từ đền bù và hoạt động cho thuê các KCN trên diện tích đất GVR tự chuyển đổi.

**Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 40,200 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GVR, mức giá mục tiêu 40,200 VND/cp, tương ứng với mức sinh lời 16.2% so với mức giá đóng cửa ngày 13/09/2024.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 40,200</b>
Tăng/giảm (%)	16.2%
Giá hiện tại (13/09/2024)	VND 34,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 35,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	138.4/5.6

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	3.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	122.2/4.8
Sở hữu nước ngoài (%)	0.5%
Cổ đông lớn	Ủy ban quản lý vốn nhà nước tại DN (96.8%)

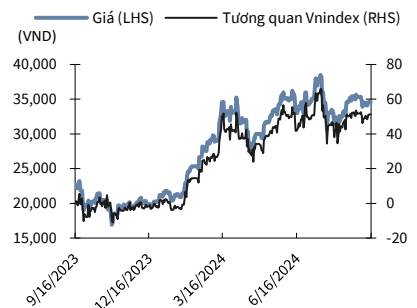
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.1	4.8	0.0	53.1
Tương đối	0.2	7.1	1.0	51.1

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	25,421	22,138	25,488	27,147
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	4,445	2,796	4,511	5,445
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	3,882	2,623	3,426	4,207
EPS (VND)	807	485	857	1,052
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	-40%	77%	23%
P/E (x)	42.9	71.3	40.4	32.9
P/B (x)	2.6	1.8	2.3	2.1
ROE (%)	9%	6%	7%	8%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Dầu khí

## Nhiều câu chuyện hấp dẫn ở từng phân khúc

### Tính bất định cao cho triển vọng thị trường dầu thô năm 2025

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá dầu Brent bình quân năm 2025 từ mức 80 USD/thùng xuống 75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở. Triển vọng giá dầu thô năm 2025 sẽ phụ thuộc vào 3 câu chuyện chính: (1) chính sách kích cầu tại Trung Quốc, (2) chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và (3) gia tăng sản lượng dầu thô của Mỹ.

### Triển vọng mảng tàu xăng dầu thành phẩm có thể suy yếu

Chúng tôi có quan điểm thận trọng do lượng lớn tàu có thể gia nhập thị trường từ 2H2025 và gây ra rủi ro thừa cung lớn. Việc tắc nghẽn tại khu vực kênh đào Suez được cải thiện cũng là rủi ro lớn cho triển vọng ngành.

### Cung cầu giàn khoan tự nâng vẫn thuận lợi trong dài hạn

Chúng tôi cho rằng nguồn cung giàn tự nâng vẫn trong trạng thái thắt chặt trong 2 năm tới khi hiệu suất khai thác đạt mức cao trong khi số lượng giàn đóng mới duy trì rất thấp.

### Thượng nguồn dầu khí nội địa trên đà hồi phục

Dự án Lô B Ô Môn đã chính thức khởi công từ tháng 9/2024, được kỳ vọng sẽ tạo ra khoảng 6.4 tỷ USD giá trị hợp đồng cho nhóm thượng - trung nguồn. Các dự án khác cũng đóng góp thêm khoảng 2.8 tỷ USD khối lượng công việc trong 3 năm tới.

### Thị trường khí LNG nội địa có thể có nhiều bước đột phá

Chúng tôi kỳ vọng khung giá cước cho chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối LNG sẽ được hoàn thiện trong năm 2025 để đồng bộ với tiến độ của các nhà máy Nhơn Trạch 3&4.

### Chính sách mới giúp nâng cao vị thế cạnh tranh của dầu mỗi xăng dầu

Kỳ vọng các chính sách mới sẽ được thông qua trong 1H2025, giúp các thương nhân đầu mối được hưởng lợi nhờ (1)tăng linh hoạt trong đặt giá bán lẻ, (2)hợp lý hóa chi phí định mức và (3)tăng quyền lực đàm phán với các thương nhân bán lẻ.

### Quan điểm đầu tư với cổ phiếu ngành dầu khí năm 2025

PVD, PVS, GAS và PLX là những sự lựa chọn hàng đầu của chúng tôi. PVD và PVS được dự báo sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu khai thác dầu khí gia tăng trong khu vực. Trong khi đó, GAS và PLX không chỉ đang ở mức định giá hấp dẫn, đã phản ánh tương đối rủi ro về giá dầu, mà còn có tiềm năng hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ tại thị trường năng lượng nội địa.

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
(+84) 24-7303-5333 [hieupm@kbsec.com.vn](mailto:hieupm@kbsec.com.vn)

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

<b>PVD</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	30,700VND

<b>PVS</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	48,500VND

<b>PVT</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	30,900VND

<b>GAS</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	82,700VND

<b>BSR</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	22,000VND

<b>PLX</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	48,000VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

### KQKD 9M2024 nhìn chung tương đối tích cực

Nhóm thượng nguồn (PVD, PVS) duy trì tăng trưởng tốt trong 9M2024. Doanh thu của PVD tăng mạnh lần lượt 61% yoy nhưng LNST chỉ tăng 35% yoy do giá cước cho thuê và hiệu suất khai thác tích cực trong khi lỗ tỷ giá tăng và không ghi nhận lợi nhuận bất thường như cùng kỳ. PVS có doanh thu và LNST tăng lần lượt 12% và 16% yoy nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực, bù đắp được cho lỗ tỷ giá tăng mạnh.

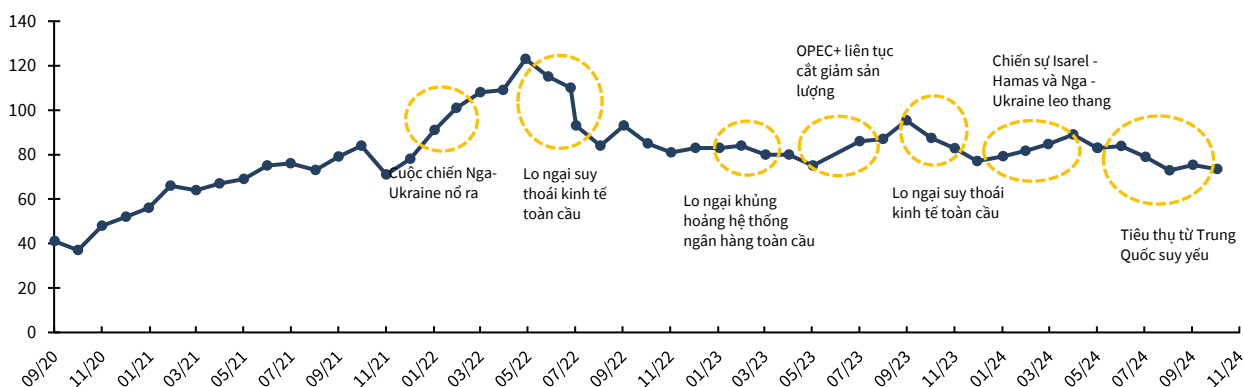
Nhóm trung nguồn với cổ phiếu tiêu biểu là PVT duy trì mức tăng trưởng tốt, với doanh thu và LNST tăng lần lượt 26% và 28% yoy nhờ giá cước vận tải thuận lợi và liên tục mở rộng đội tàu.

KQKD của nhóm hạ nguồn (BSR, GAS, PLX) phân hóa. BSR ghi nhận doanh thu và LNST giảm lần lượt 18% và 89% yoy do ảnh hưởng từ đợt bảo dưỡng lớn và biên lợi nhuận của các sản phẩm chủ lực giảm mạnh. GAS có doanh thu tăng 17% yoy và LNST giảm 6% yoy do mảng LPG tăng trưởng mạnh nhưng không bù đắp được cho mảng khí khô tiêu cực và trích lập dự phòng liên quan đến đường ống Phú Mỹ - TPHCM. Doanh thu và LNST của PLX tăng trưởng lần lượt 4% và 11% yoy chủ yếu nhờ hưởng lợi từ chi phí kinh doanh định mức được điều chỉnh.

### Giá dầu thô biến động mạnh trong năm 2024

Giá dầu thô Brent duy trì quanh mốc 84 USD/thùng trong 1Q2024 nhờ diễn biến leo thang tại chiến sự Israel – Hamas và Nga – Ukraine. Sang đến tháng 5/2024, giá Brent đã điều chỉnh mạnh do các dữ liệu kinh tế kém tích cực từ nhà tiêu thụ hàng đầu thế giới – Trung Quốc. Trong tháng 6/2024, khối OPEC+ đã đưa ra kế hoạch dần nới lỏng cắt giảm sản lượng bắt đầu từ 4Q2024. Tuy nhiên, kế hoạch này đã liên tục bị trì hoãn do lo ngại về triển vọng tiêu thụ toàn cầu. Tới tháng 11/2024, kết quả của cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ tác động tiêu cực tới thị trường dầu thô do lo ngại về chính sách khuyến khích tăng sản lượng của ông Trump. Hiện tại, giá dầu thô Brent đã về mức 72 USD/thùng.

Biểu đồ 1. Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2020-2024 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới làm gia tăng bất định cho triển vọng thị trường dầu thô năm 2025

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá dầu Brent bình quân năm 2025 từ mức 80 USD/thùng xuống 75 USD/thùng trong kịch bản cơ sở và 70 USD/thùng trong kịch bản tiêu cực do quan ngại về những bất định cho thị trường trong năm tới. Các tổ chức EIA và IEA đều dự báo tăng trưởng nguồn cung sẽ vượt tăng trưởng nhu cầu dầu thô trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng triển vọng giá dầu thô năm 2025 sẽ phụ thuộc vào 3 câu chuyện chính: (1) khả năng thăm thấu của các chính sách kích cầu tới nền kinh tế Trung Quốc, (2) khả năng chiến tranh thương mại Mỹ - Trung tác động tiêu cực tới kinh tế toàn cầu và (3) khả năng tổng thống Trump hiện thực hóa các cam kết về việc gia tăng sản lượng khai thác dầu thô của Mỹ. Khối OPEC+ có thể sẽ tiếp tục trì hoãn nới lỏng cắt giảm sản lượng nếu triển vọng cung cầu không cải thiện.

**Bảng 2. Dự báo tăng trưởng thặng dư (+) và thâm hụt (-) nguồn cung dầu thô cho năm 2024 và 2025 (triệu thùng/ngày)**

Tổ chức	Dự báo tại tháng 12/2024	
	2024F	2025F
OPEC	-0.3	-0.3
EIA	-0.3	0.3
IEA	-0.6	0.8
<b>Trung bình</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.3</b>

Tổ chức	Dự báo tại tháng 9/2024	
	2024F	2025F
OPEC	-0.8	-0.6
EIA	-0.6	0.9
IEA	-0.2	1.2
<b>Trung bình</b>	<b>-0.5</b>	<b>0.5</b>

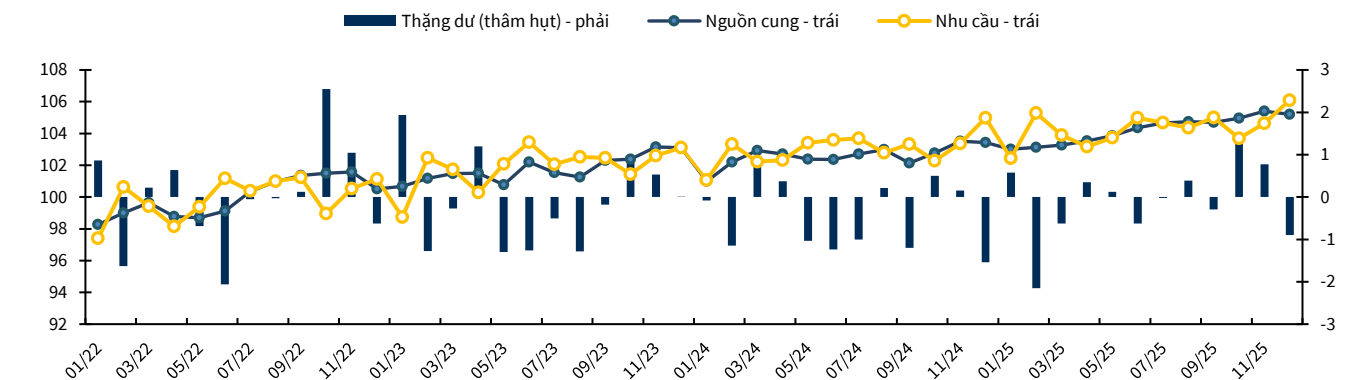
Nguồn: OPEC, EIA, IEA, KBSV

**Bảng 3. Dự báo giá dầu thô Brent của các tổ chức cho năm 2024 và 2025 (USD/thùng)**

Tổ chức	Ngày dự báo	2024F	2025F
BNP Paribas SA	09/12/2024	81.0	76.0
Citigroup Inc	06/12/2024	80.0	60.0
EIA	05/12/2024	81.0	74.0
Morgan Stanley	05/12/2024	80.3	70.0
Natixis SA	03/12/2024	77.0	73.3
Landesbank	03/12/2024	79.0	71.0
BoAMerrill Lynch	02/12/2024	80.0	65.0
Kshitij Consultancy	02/12/2024	79.4	72.3
JPMorgan Chase & Co	29/11/2024	80.0	73.0
<b>Trung vị</b>		<b>80.0</b>	<b>72.3</b>
<b>Giả định của KBSV</b>		<b>80.0</b>	<b>75.0</b>

Nguồn: Bloomberg, EIA, KBSV

**Biểu đồ 4. Dự báo thặng dư/(thâm hụt) nguồn cung dầu thô năm 2025 (triệu thùng/ngày)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

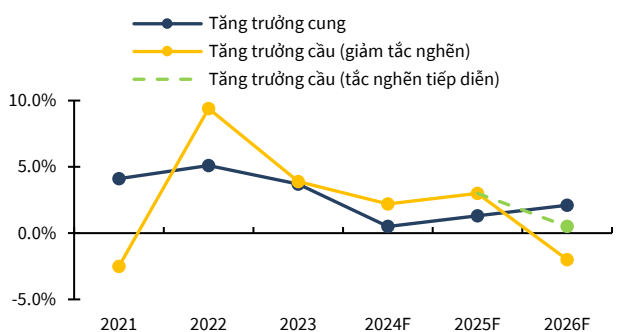
### Cung cầu tàu chở dầu thô vẫn duy trì tích cực trong năm 2025

Chúng tôi cho rằng cán cân cung cầu tàu chở dầu thô vẫn ở vị thế tương đối an toàn cho năm 2025. BIMCO dự báo tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm (khối lượng điều chỉnh theo quãng đường vận chuyển) và nguồn cung tàu dầu thô năm 2025 đạt lần lượt 3.0% và 1.3% yoy.

### Triển vọng phân khúc tàu chở xăng dầu thành phẩm có thể suy yếu từ năm 2025

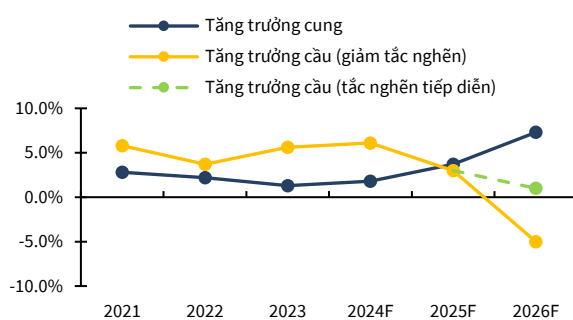
Ngược lại, chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn đối với triển vọng phân khúc tàu chở xăng dầu thành phẩm. Lượng đơn đặt hàng/tổng số tàu hiện đã chạm mức xấp xỉ 20% (Clarksons) do nhu cầu tăng nhanh trong giai đoạn 2021-2024, khiến các hãng tàu bắt đầu đầu tư mở rộng đội tàu nhanh chóng. BIMCO dự báo tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm cho tàu chở thành phẩm năm 2025 sẽ đạt 3.0% yoy, thấp hơn tăng trưởng nguồn cung ở mức 3.7% yoy. Chúng tôi nhận thấy phần lớn lượng orderbook hiện tại có thể sẽ gia nhập thị trường từ 2H2025 và gây ra rủi ro thừa cung lớn. Việc tắc nghẽn tại khu vực kênh đào Suez cải thiện cũng sẽ là rủi ro lớn cho triển vọng nhu cầu vận tải xăng dầu.

Biểu đồ 5. Dự báo tăng trưởng cung – cầu tàu chở dầu thô giai đoạn 2024-2026 (%)



Nguồn: Clarksons, BIMCO, KBSV

Biểu đồ 6. Dự báo tăng trưởng cung – cầu tàu chở xăng dầu thành phẩm giai đoạn 2024-2026 (%)

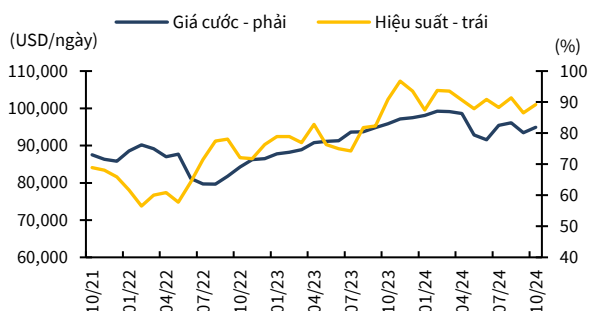


Nguồn: Clarksons, BIMCO, KBSV

### Triển vọng cung cầu giàn khoan tự nâng vẫn thuận lợi trong dài hạn

Giá cước và hiệu suất giàn khoan tự nâng trên các thị trường giảm trong 3Q2024 do Saudi Aramco tạm thời dừng một số hợp đồng thuê giàn để điều chỉnh kế hoạch khai thác. S&P Global kỳ vọng thặng dư nguồn cung tại Đông Nam Á đạt đỉnh ở mức 11 giàn trong tháng 9/2024, sau đó dần điều chỉnh xuống trung bình 6 giàn trong giai đoạn 2025-2026. Chúng tôi cho rằng nguồn cung giàn tự nâng vẫn trong trạng thái thắt chặt trong 2 năm tới do hiệu suất khai thác đạt mức cao trong khi số lượng giàn đóng mới duy trì rất thấp.

Biểu đồ 7. Giá cước thuê (USD/ngày) và hiệu suất khai thác (%) giàn tự nâng loại IC 350+



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 8. Tương quan nguồn cung giàn tự nâng hiện tại so với giai đoạn đỉnh chu kỳ gần nhất năm 2014

	2014	2024	Chênh lệch	
A	Số giàn có sẵn	453	439	-14
B	Số đơn hàng đóng mới	141	12	-129
C=B/A	Đơn đóng mới/tổng số giàn	31.1%	2.7%	-28.4%
D	Số giàn có hợp đồng	420	364	-56
E=D/A	Hiệu suất khai thác hiện tại	92.7%	82.9%	-9.8%
F=D/(A+B)	Hiệu suất khai thác kỳ vọng	70.7%	80.7%	10.0%

Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata, KBSV

**Phân khúc thượng nguồn dầu khí nội địa trên đà hồi phục**

Chúng tôi lạc quan về triển vọng phân khúc thượng nguồn dầu khí giai đoạn 2025-2027. Dự án Lô B Ô Môn, khởi công từ tháng 9/2024, kỳ vọng tạo 6.4 tỷ USD giá trị hợp đồng cho phân khúc thượng – trung nguồn, tương đương tổng đầu tư của toàn ngành giai đoạn 2016-2023. Tuy nhiên, việc chưa có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) có thể làm tăng rủi ro chậm trễ giải ngân. Ngoài ra, các dự án Kinh Ngư Trắng, Lạc Đà Vàng, Thiên Nga – Hải Âu, Sư Tử Trắng 2B cũng có thể đóng góp thêm 2.8 tỷ USD công việc trong giai đoạn 2025-2027.

**Biểu đồ 9. Tổng quan tiến độ của các dự án dầu khí thượng nguồn trọng điểm**

Dự án	Capex ước tính (triệu USD)	Trữ lượng thu hồi	Tiến độ năm 2024	Thời điểm khai thác kỳ vọng					
				2025	2026	2027	2028	2029	2030
Đại Hùng GD3	400	22 triệu thùng dầu 21.4 tỷ m3 khí	Bắt đầu khai thác						
Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	650	6.8 triệu thùng dầu	Hạ thủy chân đế giàn công nghệ trung tâm (CPP)						
Lạc Đà Vàng	693	63 triệu thùng dầu	Nhận Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) và trao hợp đồng tổng thầu EPCIC						
Thiên Nga - Hải Âu	350	7.4 tỷ m3 khí	Ký thỏa thuận khung (HOA) kết nối mỏ Thiên Nga - Hải Âu và Rồng Đồi - Rồng Đồi Tây						
Lô B Ô Môn	6,400	107 tỷ m3 khí	Trao thầu đầy đủ cho gói EPCI 1, EPCI 2 và chính thức động thổ trong tháng 9/2024						
Sư Tử Trắng 2B	1,300	20 tỷ m3 khí	Xúc tiến ký hợp đồng chia sản phẩm dầu khí						
Nam Du U Minh	N/A	5.6 tỷ m3 khí	Ký thỏa thuận khung (HOA) về mua bán khí						
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	N/A	4 tỷ m3 khí	Ký biên bản ghi nhớ (MOU) về mua bán khí						
Cá Voi Xanh	4,600	150 tỷ m3 khí	Ký thỏa thuận khung (HOA) mua bán khí trong năm 2023. Chưa có bước tiến trong năm 2024 do ExxonMobil trì hoãn						
Kèn Bầu	N/A	230 tỷ m3 khí	Đang thăm dò						
Báo Vàng - Báo Đen	1,321	58 tỷ m3 khí	Đang thăm dò						

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Thị trường khí LNG nội địa có thể có nhiều bước đột phá trong năm 2025**

Việc đẩy mạnh tiêu thụ khí LNG là xu hướng tất yếu tại Việt Nam, nhưng đang gặp rủi ro giá khí nhập khẩu biến động mạnh trong khi giá bán điện đầu ra chưa đủ hấp dẫn. Trong năm 2024, Bộ Công Thương đã có động thái tháo gỡ với việc ban hành mức giá trần cho các nhà máy điện khí LNG ở mức 2,590.85 VND/kWh (10.57 Uscent/kWh) và mức giá LNG (không bao gồm VAT, chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối khí) tối đa là 12.9792 USD/mmBTU. Chúng tôi kỳ vọng khung giá cước cho chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối LNG cũng sẽ được hoàn thiện trong năm 2025 để đồng bộ với tiến độ của các nhà máy Nhơn Trạch 3&4.

**Dự thảo Nghị định xăng dầu mới kỳ vọng sẽ nâng cao vị thế cạnh tranh của các thương nhân đầu mối**

Với dự thảo gần nhất, các thương nhân đầu mối và phân phối được tăng tính linh hoạt trong việc quyết định giá bán lẻ. Chi phí kinh doanh định mức dự kiến sẽ được điều chỉnh hàng năm để phù hợp với biến động của chỉ số CPI bình quân. Quyền lực đàm phán của các thương nhân đầu mối cũng sẽ có thể được gia tăng đáng kể khi các thương nhân bán lẻ bị giới hạn lựa chọn nguồn cung để phục vụ cho mục đích cắt giảm chi phí trung gian trong cơ cấu giá xăng. Chúng tôi kỳ vọng dự thảo Nghị định sẽ được thông qua trong 1H2025.

**Nhóm thượng nguồn duy trì triển vọng tích cực**

PVD và PVS vẫn là những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi cho năm 2025 do hưởng lợi từ nhu cầu trong khu vực trong khi thị giá cổ phiếu đã điều chỉnh sâu xuống mức hấp dẫn. LNST của PVD kỳ vọng tăng trưởng 39% yoy nhờ (1) cung cầu giàn khoan thuận lợi giúp giá cước tăng 2% yoy, (2) giàn khoan mới kỳ vọng đi vào hoạt động từ 4Q2025 và (3) thị trường E&P nội địa kỳ vọng sôi động, giúp LNG mảng dịch vụ kỹ thuật giếng tăng trưởng 35% yoy. Tuy nhiên, rủi ro tỷ giá sẽ là yếu tố cần đề phòng đối với PVD. LNST của PVS dự báo tăng 33% yoy chủ yếu nhờ tăng trưởng LNG mảng xây lắp và mảng bảo dưỡng ở mức 112% và 35% yoy từ khối lượng công việc thượng nguồn dầu khí và điện gió ngoài khơi. Khả năng chậm trễ tiến độ các dự án dầu khí nội địa là rủi ro chính cho PVS.

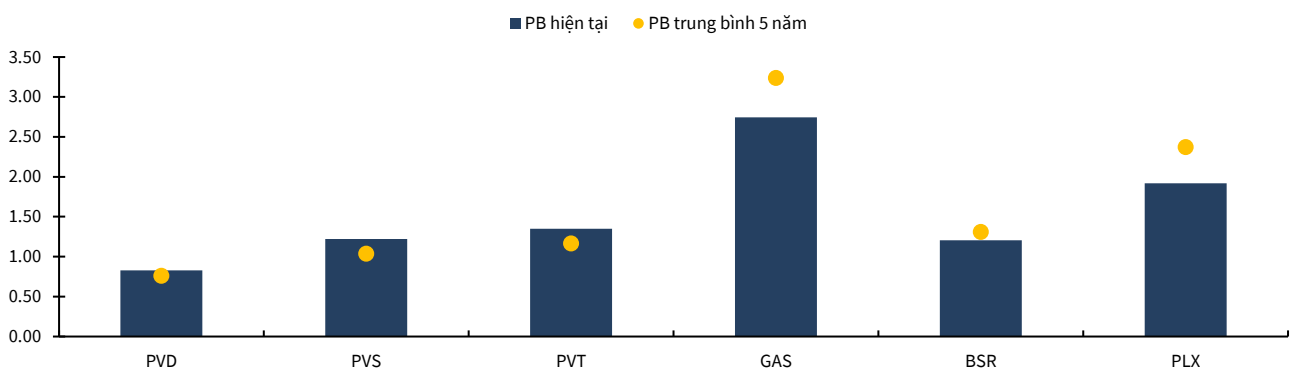
**Rủi ro cung vượt cầu cho nhóm trung nguồn**

Nhóm trung nguồn với cổ phiếu tiêu biểu là PVT sẽ có động lực tăng trưởng từ (1) tổng trọng tải mở rộng thêm 14% yoy, (2) cước tàu dầu thô tăng thêm 3% yoy và (3) cước hàng rời hồi phục 5% yoy trong năm 2025. Tuy nhiên, giá cước tàu xăng dầu thành phẩm và LPG quốc tế có thể suy giảm 5% yoy bởi lượng lớn tàu mới gia nhập thị trường. LNST cốt lõi của PVT kỳ vọng giảm 8.7% yoy. Chúng tôi cho rằng thị giá hiện tại đã lên đến mức tương đối hợp lý.

**Nhóm hạ nguồn có khả năng hồi phục, nhưng sẽ cần mức chiết khấu sâu cho rủi ro giá dầu biến động**

Chúng tôi cho rằng GAS và PLX đang ở mức giá hấp dẫn, đủ để chiết khấu cho rủi ro giá dầu. LNST của GAS được dự báo tăng trưởng 8.2% yoy chủ yếu nhờ đẩy mạnh mảng khí LNG. Mức tăng trưởng này chưa bao gồm tiềm năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ (1) hoàn nhập chi phí dự phòng và (2) hoàn thành cơ chế giá cước khí LNG. Chúng tôi kỳ vọng LNST của PLX tăng trưởng 32.6% yoy nhờ mở rộng BLNG do hưởng mức chi phí định mức mới trong khi chi phí vận tải và nhân công có thể giảm 1% yoy. LNST của BSR có thể hồi phục mạnh 145% yoy từ mức nền thấp năm 2024 nhưng rủi ro giá dầu và biên lợi nhuận suy giảm là tương đối lớn. Chúng tôi hạ khuyến nghị cho BSR xuống mức Trung lập do thị giá đã tới gần mức giá mục tiêu cho năm 2025.

**Biểu đồ 10. Tương quan P/B hiện tại của các doanh nghiệp ngành dầu khí so với mức trung bình 5 năm**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# TCT Khí Việt Nam (GAS)

## Định giá hấp dẫn

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
[hieupm@kbsec.com.vn](mailto:hieupm@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

12/12/2024

**Hoạt động kinh doanh 9M2024 tương đối tích cực nhờ mảng LPG**

**Giảm giá định giá dầu thô do nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới có thể tạo ra nhiều biến động**

**Giá LNG đầu vào biến động mạnh có thể vẫn sẽ tác động tiêu cực tới triển vọng năm 2025 của GAS**

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 82,700 VNĐ/cổ phiếu**

## Mua thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 82,700</b>
Tăng/giảm (%)	20.7%
Giá hiện tại (12/12/2024)	VND 68,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 85,300
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	160.5/6.3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	100,724	89,954	104,065	106,367
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	17,799	12,906	12,990	13,922
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	14,794	11,606	11,118	11,819
EPS (VND)	7,647	4,972	4,840	5,145
Tăng trưởng EPS (%)	75.6	-35.0	-3.0	6.0
P/E (x)	9.1	13.9	14.3	13.5
P/B (x)	2.2	2.5	2.6	2.4
ROE (%)	24.6	18.1	18.0	17.8
Tỷ suất cổ tức (%)	4.5	8.7	4.5	4.8

Nguồn: Fiiipro, KBSV

Doanh thu và lợi nhuận gộp 9M2024 tăng trưởng lần lượt 16.7% và 5.8% yoy, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán LPG diễn biến tích cực, giúp bù đắp cho sản lượng tiêu thụ khí từ các nhà máy điện suy giảm 16.3% yoy. Chi phí SG&A tăng mạnh 32% yoy do dự phòng liên quan đến đường ống khí Phú Mỹ - TP HCM.

Triển vọng tiêu thụ dầu thô của Trung Quốc có thể yếu đi do nguy cơ xảy ra chiến tranh thương mại với Mỹ. Khối OPEC+ tiếp tục duy trì cắt sản lượng tới hết 1Q2025, nhưng có khả năng nguồn cung toàn cầu vẫn tăng mạnh do chính sách khuyến khích khai thác của Mỹ. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi hạ giá định mức giá dầu bình quân năm 2025 từ 80 về 75 USD/thùng.

Chúng tôi cho rằng thị trường LNG toàn cầu năm 2025 vẫn sẽ phải đối mặt với rủi ro thiếu hụt nguồn cung khi (1) tiêu thụ từ khu vực châu Á tăng mạnh, (2) tăng trưởng nguồn cung không theo kịp đà tăng của nhu cầu và (3) đường ống khí Nga - châu Âu đi qua Ukraine dự kiến sẽ bị dừng vào cuối năm 2024, buộc khu vực này phải đẩy mạnh nhập khẩu LNG. Với GAS, năm 2025 sẽ là giai đoạn tăng tốc tiêu thụ LNG, nhưng chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng về triển vọng của mảng này, do lo ngại về sự biến động của giá LNG đầu vào. Hiện tại, chúng tôi giả định giá LNG đầu vào năm 2025 cho GAS ở mức 12 USD/mmBTU trong kịch bản cơ sở.

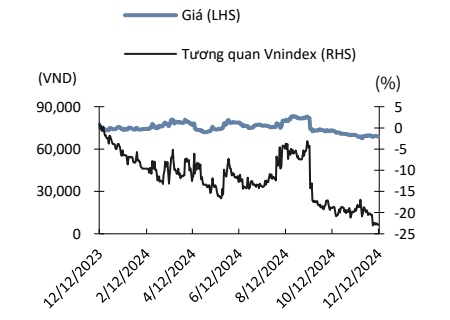
Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu GAS là 82,700 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 20.7% so với giá đóng cửa 68,500 VNĐ/cổ phiếu ngày 12/12/2024. Chúng tôi nâng khuyến nghị cho GAS lên mức MUA, chủ yếu do thị giá cổ phiếu (sau điều chỉnh chia cổ tức) đã giảm 10.3% so với thời điểm ra báo cáo gần nhất và về mức hấp dẫn. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 4.8%.

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	47.4/1.9
Sở hữu nước ngoài (%)	1.8%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-1.6	-16.2	-12.8	-10.4
Tương đối	-3.5	-17.2	-10.4	-22.9



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# Petrolimex (PLX)

## Hưởng lợi từ xu hướng ngành

09/12/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
hieupm@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

**KQKD trong 3Q2024 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi diễn biến giá dầu**

Doanh thu và lợi nhuận gộp trong 3Q2024 suy giảm lần lượt 11.2% và 9.1% yoy, chủ yếu do giá dầu Brent và giá xăng châu Á giảm mạnh lần lượt 13.6 và 18.9% yoy. Các lần điều chỉnh tăng chi phí định mức trong tháng 7/2023 và tháng 7/2024 giúp biên lợi nhuận gộp 9M2024 cải thiện so với cùng kỳ.

**Sản lượng tiêu thụ xăng dầu còn nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn**

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam được hưởng lợi từ sự hồi phục của nền kinh tế nói chung. PVN dự báo tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu toàn quốc sẽ đạt CAGR 4.0% trong giai đoạn 2022-2030F. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng “ô tô hóa” và tăng trưởng lưu lượng vận tải hàng không có thể hỗ trợ nhu cầu xăng dầu.

**Dự thảo 4 Nghị định về Kinh doanh xăng dầu giúp cải thiện môi trường kinh doanh cho các doanh nghiệp đầu mối**

Với dự thảo 4, các thương nhân đầu mối và phân phối được tăng quyền quyết định giá bán lẻ. Chi phí kinh doanh định mức dự kiến sẽ được điều chỉnh hàng năm để phù hợp với biến động của chỉ số CPI. Quyền lực đàm phán của các thương nhân đầu mối cũng sẽ có thể được gia tăng đáng kể khi các thương nhân bán lẻ bị giới hạn lựa chọn nguồn cung.

**Lợi thế cạnh tranh áp đảo sẽ giúp Petrolimex là đơn vị hưởng lợi nhất từ diễn biến ngành**

PLX là đầu mối có thị phần lớn nhất trong lĩnh vực xăng dầu tại Việt Nam. Công ty sở hữu lợi thế cạnh tranh bền vững nhờ vào cơ sở hạ tầng vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng các lợi thế trên sẽ giúp PLX duy trì vị thế và trở thành doanh nghiệp hưởng lợi mạnh nhất từ các diễn biến tích cực toàn ngành.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 48,000 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PLX với mức giá mục tiêu năm 2025 là 48,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 19.6% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2024. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 6.2%.

## MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 48,000
Tăng/giảm (%)	19.6%
Giá hiện tại (09/12/2024)	VND 40,150
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 49,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	51.0/2.0

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	41.7/1.7
Sở hữu nước ngoài (%)	17.9%
Cổ đông lớn	CMSC (77.0%)

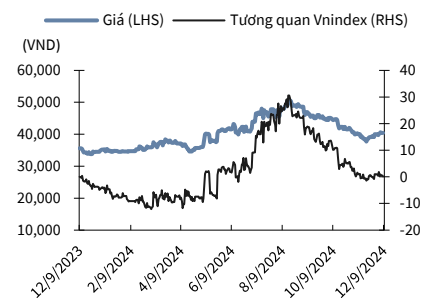
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.0	-12.9	-2.5	13.5
Tương đối	-0.4	-13.1	-1.2	0.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	304,064	273,979	279,134	289,881
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	997	2,175	2,913	4,068
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	1,450	2,834	2,841	3,767
EPS (VND)	1,497	2,422	2,428	3,220
Tăng trưởng EPS (%)	-39.1	61.8	0.3	32.6
P/E (x)	26.8	16.6	16.5	12.5
P/B (x)	1.8	1.7	1.7	1.6
ROE (%)	6.8	10.5	10.3	13.0
Tỷ suất cổ tức (%)	6.3	4.1	6.1	6.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Bán lẻ

## Tiêu dùng duy trì đà phục hồi nhưng có sự phân hóa trong năm 2025

### Bán lẻ trên đà phục hồi với tốc độ khiêm tốn trong năm 2024

Tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ trong 11 tháng đầu năm đạt mức 5,822 nghìn tỷ VND, tương đương với mức tăng trưởng 8.8% YoY. Trong đó bao gồm bán lẻ hàng hóa (+8.1% YoY), lưu trú ăn uống (+13.0% YoY), du lịch lữ hành (+17.3% YoY) và dịch vụ khác (+9.1% YoY). Sức mua trong nền kinh tế tương tự với tăng trưởng bán lẻ hàng hoá và dịch vụ, có sự hồi phục tuy nhiên tốc độ tương đối chậm. PMI trong 11 tháng đầu năm đều đạt mức tích cực, phần lớn các tháng đều vượt mức 50 cho thấy sự hồi phục sản xuất. Tuy nhiên, chỉ số PMI chững lại trong tháng 11 do ảnh hưởng của hoạt động xuất khẩu.

### KQKD của các doanh nghiệp bán lẻ trên đà phục hồi nhưng có sự phân hóa

Các doanh nghiệp ICT&CE phục hồi khiêm tốn trong 11T2024 nhờ các dòng sản phẩm mới được mở bán và chiến lược tái cấu trúc hiệu quả. Các doanh nghiệp bán lẻ tiêu dùng thiết yếu tăng trưởng vượt bậc. Mạng bách hóa, BHX và Winmart đều đã báo lãi và tiếp tục mở rộng mạng lưới kinh doanh; Mạng bán lẻ thuốc có sự phân hóa rõ rệt với Long Châu duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực còn các chuỗi bán lẻ thuốc khác vẫn đang đi tìm điểm hòa vốn. Các doanh nghiệp bán lẻ trang sức đang gặp khó khăn trong việc tìm kiếm nguồn cung vàng nguyên liệu.

### Kỳ vọng câu chuyện tăng trưởng riêng biệt của từng loại hình bán lẻ

Mạng bách hóa được kỳ vọng vào sự chuyển dịch từ kênh tiêu dùng truyền thống như tạp hóa, chợ sang các mô hình hiện đại như siêu thị mini và online. Tương tự với bách hóa, mạng kinh doanh thuốc online cũng chứng kiến xu hướng gia tăng thị phần của các chuỗi nhà thuốc hiện đại. Cuối cùng là mạng bán lẻ trang sức, được kỳ vọng vào câu chuyện tháo gỡ những bất cập trong thị trường vàng bao gồm giải quyết thiếu hụt nguồn cung vàng cho hoạt động sản xuất trang sức và đảm bảo tính minh bạch trong những giao dịch vàng tránh vàng hóa nền kinh tế.

### Một số doanh nghiệp bán lẻ đang ở mức định giá hấp dẫn

Với triển vọng tăng trưởng dài hạn của từng doanh nghiệp và sự phục hồi tiêu dùng trong năm 2025, nhà đầu tư có thể mở vi thế với các cổ phiếu đang ở mức định giá hấp dẫn như PNJ và MWG còn với FRT nên chờ tích lũy tại những nhịp điều chỉnh của thị trường.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhnhd@kbsec.com.vn

## Tích Cực Thay đổi

Khuyến nghị	
MWG	MUA
Giá mục tiêu	81,000VND
PNJ	
Giá mục tiêu	115,100VND
FRT	
Giá mục tiêu	214,700VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

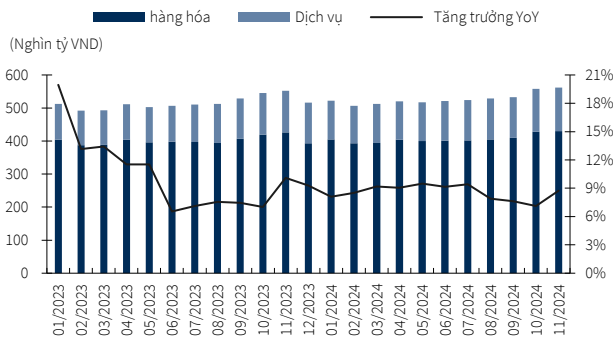
### Tổng mức bán lẻ trong 11T/2024 tăng trưởng 8.1% YoY

Tính chung 11 tháng của năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng trưởng tích cực ở mức 8,8% YoY (đạt 5,822 nghìn tỷ VND) và nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng trưởng thực tế là 5,8% YoY. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt gần 4,487 nghìn tỷ đồng, chiếm 77.1% tổng mức và tăng 8.1% YoY; đáng lưu ý Hải Phòng (+9.5% YoY), Quảng Ninh (+9.3% YoY) và Đà Nẵng (+7.4% YoY) là những địa phương có doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng trưởng cao nhất. Sự tăng trưởng này thể hiện sức mua của người dân đang dần phục hồi và sự phát triển mạnh mẽ của ngành dịch vụ với lượng khách quốc tế đến Việt Nam.

### Năng lực sản xuất chứng kiến sự phục hồi trong 11T/2024 đảm bảo nguồn cung cho các nhà bán lẻ

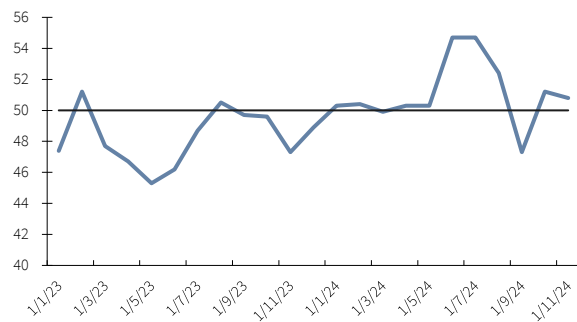
Năng lực sản xuất của các doanh nghiệp có sự phục hồi trong 11T/2024 với chỉ số PMI duy trì trên 50 điểm ở hầu hết tất cả các tháng ngoại trừ tháng 9 có sự suy giảm mạnh về mức 47.3 điểm do ảnh hưởng của cơn bão Yagi gây nên sự trì trệ ở các dây chuyền sản xuất và chuỗi cung ứng. Tuy nhiên, sự gián đoạn này chỉ mang tính chất tạm thời và các doanh nghiệp vẫn tự tin vào triển vọng sản xuất kinh doanh bằng chứng là PMI tháng 10 và 11 đã hồi phục về mức trên 50 điểm (đạt lần lượt 51.2 và 50.8 điểm).

Biểu đồ 1. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ theo tháng



Nguồn: FiinPro, KBSV

Biểu đồ 2. Chỉ số PMI theo tháng



Nguồn: S&P Global, KBSV

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp bán lẻ đều ghi nhận sự hồi phục và tăng trưởng khởi sắc, tuy nhiên mức độ tăng trưởng phụ thuộc vào chiến lược và năng lực cạnh tranh của từng công ty.

### Các doanh nghiệp ICT&CE trên đà phục hồi

Sự phục hồi của các doanh nghiệp ICT&CE đến từ mảng điện máy trong nửa đầu năm do mùa nóng đến sớm còn đối với 2H2024 động lực tăng trưởng lại đến từ mảng ICT với sự ra mắt của Iphone 16 trong tháng 9. Ước tính ngay trong ngày đầu mở bán Iphone 16 có tới gần 40,000 nghìn máy được giao đến khách hàng ở Việt Nam (+14.3% so với mở bán Iphone 15 năm 2023) với doanh thu gần 1,200 tỷ VND (+20% so với mở bán Iphone 15 năm 2023). Ngoài ra, sự phục hồi của FPT Shop hay TGDD+DMX còn đến từ chiến lược tái cấu trúc hiệu quả. Đối với TGDD+DMX là chiến lược tăng chất giảm lượng với 3,479 cửa hàng từ năm Q2/2023 xuống còn 3,053 cửa hàng tính tới hiện tại. Còn đối với FPT shop,

chiến lược tái cấu trúc cũng bao gồm cắt giảm 170 cửa hàng không hiệu quả (từ Q2/2023 cho tới nay) đồng thời gia tăng các sản phẩm có BLNG cao vào danh mục sản phẩm như điện máy đồ gia dụng.

**Các doanh nghiệp bách hóa liên tục báo lãi nhờ lựa chọn chiến lược kinh doanh phù hợp**

Trong Q2/2024, BHX có lần đầu báo lãi đạt 7 tỷ VND còn Winmart có lần đầu báo lãi vào Q3/2024 đạt 76 tỷ VND. Cả BHX và Winmart đều lựa chọn mô hình mini-market do phù hợp với thói quen tiêu dùng và cơ sở hạ tầng ở Việt Nam. Tuy nhiên, 2 chuỗi lại có chiến lược kinh doanh khác nhau. BHX đẩy mạnh mặt hàng tươi sống để thu hút khách hàng từ chợ truyền thống còn Winmart tách biệt 2 mô hình: WiN phục vụ nhóm khách thành thị, tập trung vào yếu tố tươi ngon, cao cấp và WinMart+ Rural tiếp cận người dùng nông thôn với các mặt hàng tiêu dùng, rau, thịt, nông sản giá bình ổn.

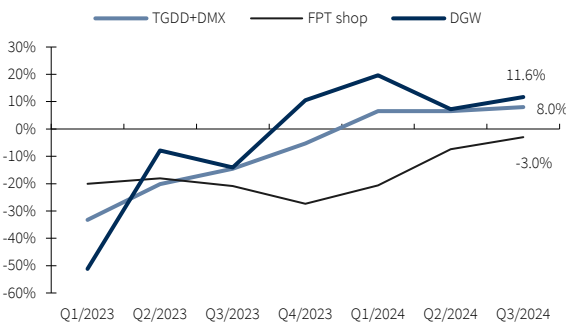
**Các doanh nghiệp bán lẻ dược phẩm có sự phân hóa rõ rệt được dẫn đầu bởi Long Châu**

Long Châu vẫn là ông lớn trong mảng bán lẻ thuốc với lợi nhuận và số lượng cửa hàng liên tục tăng trưởng tích cực. Tính tới hết Q3/2024, Long Châu có lợi nhuận tăng trưởng 124% YoY và số lượng cửa hàng mở mới đạt 352 cửa hàng. Trái lại, các chuỗi khác như An Khang hay Pharmacity vẫn loay hoay đi tìm điểm hòa vốn. An Khang đã phải đóng cửa 201 cửa hàng trong 9T/2024 và tính tới hết Q3/2024 chuỗi này vẫn lỗ khoảng 148 tỷ VND.

**Các doanh nghiệp bán lẻ trang sức gặp khó khăn tìm nguồn cung vàng**

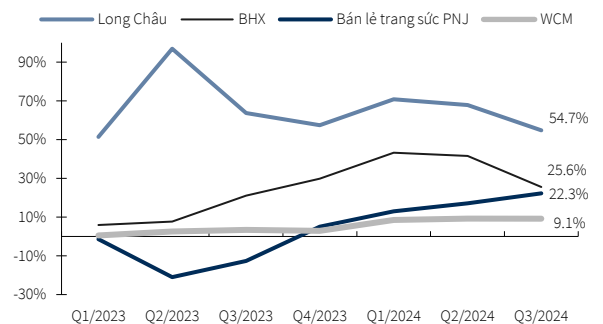
Trong 1H2024, thị trường vàng diễn biến khá sôi động với việc PNJ ghi nhận doanh thu bán vàng miếng đạt kỷ lục. Tuy nhiên sang tới 2H2024, nguồn cung vàng đang trở nên khan hiếm do người dân liên tục đầu cơ tích trữ vàng 24K. Doanh thu mảng vàng 24K của PNJ giảm 48% YoY trong Q3/2024. Tuy nhiên mảng kinh doanh chính của PNJ- bán lẻ trang sức vẫn tăng trưởng tích cực đạt 22.3% YoY trong Q3/2024.

**Biểu đồ 3. Tăng trưởng doanh thu các chuỗi bán lẻ ICT&CE**



Nguồn: MWG, FRT, DGW, KBSV

**Biểu đồ 4. Tăng trưởng doanh thu các chuỗi bán lẻ khác**



Nguồn: MWG, FRT, PNJ, MSN, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

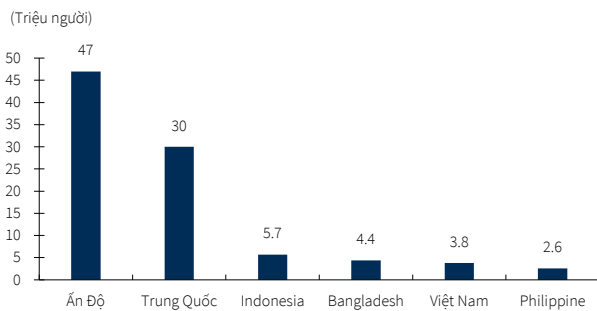
### Bán lẻ Việt Nam duy trì đà phục hồi chậm trong năm 2025 do nhu cầu tiêu dùng được cải thiện

Ngành bán lẻ ở Việt Nam trong năm 2025 sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi nhưng với tốc độ chậm nhờ nhu cầu tiêu dùng của người dân cải thiện bởi các yếu tố sau: (1) Thuế giá trị gia tăng tiếp tục giảm 2% với các nhóm hàng hóa, dịch vụ đang áp dụng mức thuế suất 10% bắt đầu từ ngày 01/01/2025 đến hết ngày 30/6/2025; (2) Đẩy mạnh phát triển sàn thương mại điện tử, Bộ Công Thương sẽ nghiên cứu đề xuất xây dựng Luật TMDT nhằm thể chế hóa các chủ trương chính sách của nhà nước trong năm 2025. Theo NielsenIQ, bước sang năm 2025 tổng mức chi tiêu toàn cầu tăng trưởng 5.5% YoY tương đương có thêm 131 triệu người mới bước vào tầng lớp “tiêu dùng”. Trong đó, Việt Nam ghi nhận thêm 3.8 triệu người thuộc tầng lớp này (Biểu đồ 5) xếp thứ 5 trên tổng số 17 quốc gia có trên 1 triệu người gia nhập tầng lớp tiêu dùng trong năm 2025.

### Xu hướng tiêu dùng tập trung vào các sản phẩm thiết yếu trong 2025

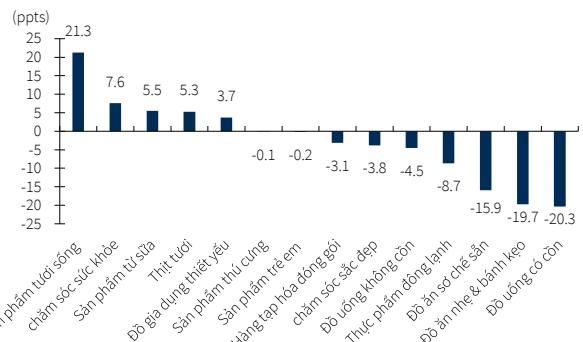
Khảo sát của NielsenIQ cũng chỉ ra rằng xu hướng tiêu dùng toàn cầu trong năm 2025 sẽ tập trung vào các mặt hàng thiết yếu và giảm chi tiêu cho các mặt hàng xa xỉ. Cụ thể, người tiêu dùng có ý định tăng chi tiêu cho tới giữa năm 2025 vào các mặt hàng bao gồm: tiện ích (+18.9ppts) và hàng tạp hóa vào đồ gia dụng (+12.2ppts) đặc biệt là các sản phẩm đồ tươi sống tăng 21.3ppts (Bảng 6). Ở chiều ngược lại, các sản phẩm bị cắt giảm chi tiêu bao gồm: các hoạt động giải trí ngoài nhà (-21.0ppts), đồ dệt may (-16.0ppts) và sản phẩm công nghệ (-13.9ppts).

**Biểu đồ 5. Top các quốc gia có số lượng người mới bước vào tầng lớp “tiêu dùng”**



Nguồn: NielsonIQ, KBSV (\*tầng lớp “tiêu dùng” ám chỉ những người chỉ trên 12 USD/ngày được phản ánh theo sức mua tương đương năm 2017)

**Biểu đồ 6. Thay đổi ròng trong dự định chi tiêu đến giữa năm 2025 của các sản phẩm hàng tạp hóa và đồ gia dụng**



Nguồn: NielsonIQ, KBSV

### Kỳ vọng tháo gỡ những bất cập trong quản lý thị trường vàng

Vào ngày 11/11/2024, Thống đốc Ngân hàng Nhà nước (NHNN) Nguyễn Thị Hồng có trả lời trực tiếp tại Phiên chất vấn và trả lời chất vấn tại Kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV về vấn đề quản lý thị trường vàng. Nội dung của phiên trả lời chất vấn bao gồm những nội dung sau:

- (1) **Tạo điều kiện cho hoạt động sản xuất trang sức.** Nghị quyết quốc hội yêu cầu chậm nhất tháng 6/2025 tiến hành đề xuất sửa đổi Nghị định số 24/2012/NĐ-CP nhằm tạo điều kiện cho một số doanh nghiệp và

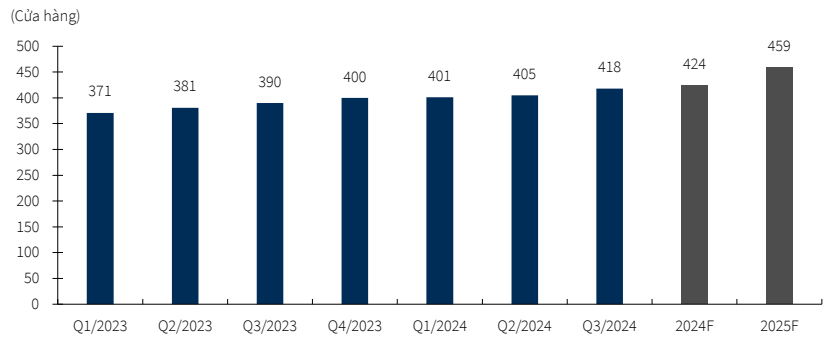
TCTD nhập khẩu nguồn nguyên liệu vàng đầu vào.

- (2) **Tiếp tục siết chặt quản lý HDKD vàng.** NHNN sẽ tiếp tục phối hợp với các bộ, ngành liên quan để triển khai công tác thanh tra, kiểm tra hoạt động của các doanh nghiệp kinh doanh vàng, các cửa hàng, đại lý phân phối và mua bán vàng miếng và các chủ thể khác tham gia thị trường.
- (3) **thành lập sàn giao dịch vàng ở thời điểm phù hợp.** Điểm tích cực của lập sàn giao dịch vàng là giao dịch minh bạch hơn và nhu cầu mua bán của người dân, doanh nghiệp, chủ thể sẽ thuận lợi hơn, hạn chế vàng hóa nền kinh tế

KBSV cho rằng nếu những chính sách trên được đưa vào hoạt động PNJ sẽ được hưởng lợi do tình trạng khan hiếm nguồn cung vàng được xử lý giúp cải thiện BLNG đồng thời gia tăng thị phần từ các đơn vị kinh doanh vàng thiếu minh bạch.

**Biểu đồ 7. Số lượng cửa hàng PNJ**

PNJ được kỳ vọng mở mới 35 cửa hàng trong giai đoạn từ năm 2025 đến 2028, đặc biệt là ở khu vực miền Bắc với độ phủ cửa hàng PNJ tương đối thấp ở thời điểm hiện tại.



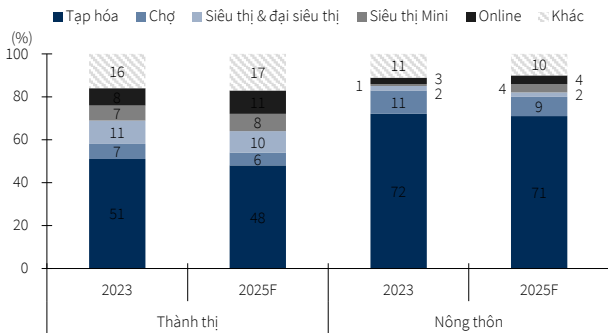
Nguồn: PNJ, KBSV

**Mảng bách hóa chứng kiến xu hướng chuyển dịch tiêu dùng sang loại hình siêu thị mini và online**

Kantar dự báo rằng tỷ trọng của kênh bán lẻ siêu thị mini và online tăng trong năm 2025 so với 2023 lần lượt 1% và 3% ở thành thị; 3% và 1% ở nông thôn còn các kênh còn lại đều suy giảm thị phần. Xu hướng chuyển dịch tiêu dùng bách hóa từ mô hình truyền thống sang mô hình siêu thị mini và online đến từ (1) Sự tiện lợi của siêu thị mini so với đại siêu thị và chợ. Với quy mô cửa hàng bé siêu thị mini có thể len lỏi vào từng ngõ ngách dân cư phù hợp với cơ sở hạ tầng cũng như thói quen tiêu dùng của người Việt Nam. (2) Mức độ minh bạch của sản phẩm của siêu thị mini so với chợ và tạp hóa. Chuỗi BHX đã ký kết hợp tác với các nhà cung cấp sản phẩm lớn có uy tín như Công ty Cổ phần Tập đoàn Thủy sản Minh Phú chuyên cung cấp tôm chất lượng cao hay Công ty TNHH CPV FOOD (thuộc C.P. Việt Nam) chuyên cung cấp thực phẩm gà tươi sống và chế biến. Còn đối với Winmart, chuỗi này tối ưu hệ sinh thái trong tập đoàn Masan với Meat Deli cung cấp các sản phẩm thịt tươi và Wineco cung cấp các sản phẩm nông nghiệp tươi sạch.

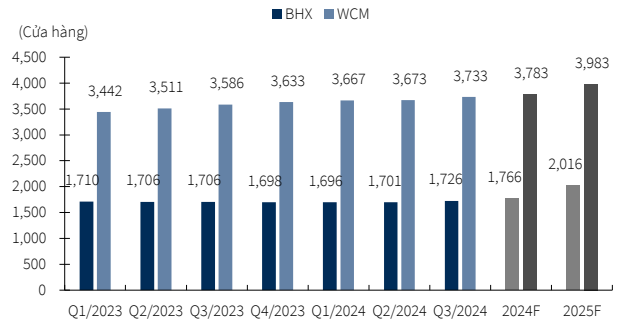
KBSV cho rằng với xu hướng trên cả 2 chuỗi BHX và winmart sẽ tiếp tục duy trì mở rộng thị phần trong năm 2025 đặc biệt trong bối cảnh cả 2 chuỗi đều đã có lãi. BHX được dự kiến sẽ mở mới 250 cửa hàng trong năm 2025 với mục tiêu thâm nhập vào thị trường miền Trung và thí điểm một số tỉnh miền Bắc còn Winmart cũng sẽ đặt kế hoạch mở rộng đạt 200 cửa hàng trong 2025 với chiến lược tập trung thâm nhập thị phần ở khu vực nông thôn với Winmart+ Rural.

**Biểu đồ 8. Tỷ trọng các kênh bán lẻ bách hóa**



Nguồn: Kantar, ALIAS, KBSV

**Biểu đồ 9. Số lượng cửa hàng của BHX và WCM**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp (\*số lượng cửa hàng của WCM bao gồm cả supermarket và mini market)

**Các chuỗi nhà thuốc hiện đại tiếp tục xu hướng chiếm lĩnh thị phần từ các nhà thuốc nhỏ lẻ**

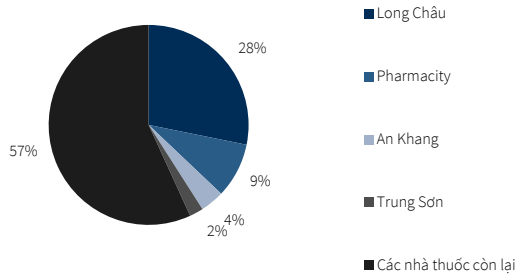
Theo Vietdata, thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam đạt 2 tỷ USD trong đó bao gồm 4 nhà thuốc hiện đại với hơn 3,000 cửa hàng, chiếm 43% thị phần bán lẻ dược phẩm của tổng số 60,000 nhà thuốc trên toàn quốc. Mô hình nhà thuốc hiện đại vẫn còn dư địa chiếm lĩnh thêm thị phần từ các hiệu thuốc nhỏ lẻ nhờ (1) Số lượng mã hàng hóa lưu kho (SKUs) đa dạng; (2) Chất lượng dịch vụ tư vấn và hậu mãi tốt; (3) Nguồn gốc thuốc minh bạch rõ ràng; (4) Các chuỗi hiệu thuốc có tiềm lực tài chính tốt hơn các hiệu thuốc nhỏ lẻ để đầu tư vào thị trường bán thuốc online. Do quốc hội đã phê duyệt chính sách cho phép kinh doanh thuốc OTC online từ ngày 1/7/2025.

**Tiềm năng tăng trưởng tích cực mảng kinh doanh thuốc online**

Thị trường bán thuốc online với quy mô 107.9 triệu USD vào năm 2023 và tốc độ tăng trưởng CAGR ở mức 15.8% trong giai đoạn 2024 – 2029 sẽ là thị trường mới đầy tiềm năng cho các nhà bán lẻ dược phẩm bởi: tỷ lệ người dùng internet/dân số ở Việt Nam ở mức cao (đạt 78.1% năm 2023) và tiếp tục có xu hướng tăng tiến tới mục tiêu đạt 98% người dùng internet/dân số (theo Statista) vào năm 2029 nhờ chiến lược phát triển hạ tầng số được chính phủ phê duyệt trong Quyết định số 1132/QĐ-TTg. Tiện lợi trong việc lựa chọn đa dạng các mặt hàng dược phẩm cũng như tiết kiệm thời gian di chuyển với dịch vụ giao hàng tận nhà. Hiện tại theo chúng tôi khảo sát, các chuỗi dược phẩm lớn đã triển khai bán thuốc OTC trên website/app với nhiều chương trình khuyến mãi để gia tăng thị phần còn với các loại thuốc ETC sẽ được yêu cầu gửi đơn thuốc và có sự tư vấn của dược sĩ sau đó mới tiến hành bán hàng.

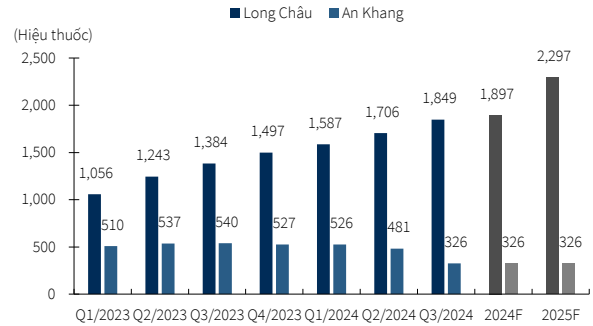
KBSV cho rằng với các xu hướng trên Long Châu tiếp tục mở mới 400 cửa hàng và đẩy mạnh thị trường kinh doanh thuốc online trong năm 2025 còn chuỗi An Khang vẫn sẽ tiếp tục quá trình thu gọn mô hình vận hành với mục tiêu hàng đầu tối ưu chi phí và doanh thu/cửa hàng.

**Biểu đồ 10. Thị phần các chuỗi nhà thuốc theo doanh thu**



Nguồn: Vietdata, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 11. Số lượng hiệu thuốc của Long Châu và An Khang**

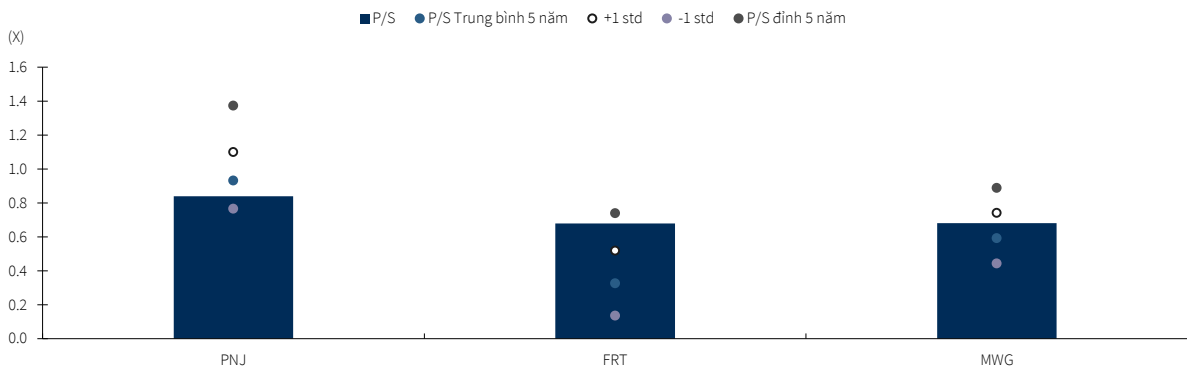


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

**Một số doanh nghiệp đang có mức định giá hấp dẫn so với câu chuyện tăng trưởng dài hạn**

Về định giá trong 2H2024, nhiều doanh nghiệp đã có nhịp điều chỉnh giá về quanh mức P/S trung bình 5 năm phản ánh những kỳ vọng về đà phục hồi cho năm 2024 đã đi qua. Chúng tôi cho rằng bước sang năm 2025, thị trường sẽ tập trung kỳ vọng nhiều hơn vào câu chuyện tăng trưởng riêng của từng doanh nghiệp cùng với sự phục hồi về sức mua của người tiêu dùng. Vậy nên nhà đầu tư có thể mua vào với những cổ phiếu đang có mức P/S quanh vùng trung bình 5 năm như PNJ (thấp hơn P/S trung bình 5 năm 9.9%) hay MWG (cao hơn P/S trung bình 5 năm 14.8%). Còn đối với FRT, nhà đầu tư có thể xem xét mua vào ở những vùng giá hấp dẫn hơn trong các nhịp điều chỉnh của thị trường.

**Biểu đồ 12. P/S của một số doanh nghiệp bán lẻ**



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# CTCP Đầu tư Thế giới di động (MWG) Erablu bước đầu chinh phục thị trường Indonesia

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
anhnhd@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

09/12/2024

## MWG ghi nhận chi phí một lần tăng cao trong Q3/2024

MWG đạt doanh thu thuần 34,147 tỷ đồng tăng 12.7% YoY trong Q3/2024. Biên lợi nhuận gộp (LNG) đạt 20.2% tăng 1.4ppts YoY. LNST tăng trưởng đạt 806 tỷ đồng, tuy giảm 31.3% QoQ nhưng vẫn tăng gấp 19 lần so với mức nền thấp năm ngoái. Trong Q3/2024, MWG có ghi nhận một số chi phí tăng cao bao gồm chi phí quản lý doanh nghiệp (+19% QoQ) và chi phí khác (+54% QoQ), những chi phí này phát sinh từ thanh lý tài sản cố định và giải thể CTCP Thế giới số Trần Anh. Ngoài ra, đây là quý đầu tiên MWG ghi nhận mức lãi 148 triệu đồng từ chuỗi Erablu.

## Chuỗi TGDD+DMX ghi nhận doanh số tích cực chủ yếu đến từ mảng ICT

Trong Q3/2024, doanh thu thuần mảng ICT&CE đạt 22,450 tỷ VND tăng 8% YoY và đóng thêm 86 cửa hàng kém hiệu quả. Doanh số tích cực này đến từ mở bán các dòng sản phẩm Iphone mới và ngành hàng máy tính xách tay duy trì mức tăng trưởng ổn định theo tháng trong mùa tựu trường.

## BHX báo lãi 90 tỷ đồng tăng gấp 11.9 lần so với Q2/2024

Doanh thu chuỗi BHX tăng trưởng 25.6% YoY, bình quân doanh thu trên cửa hàng đạt 2.1 tỷ đồng trong Q3/2024 và mở mới 25 cửa hàng nâng tổng số cửa hàng lên mức 1,726 cửa hàng. BHX ghi nhận mức lãi tăng cao đạt 90 tỷ đồng nhờ lãi gộp tuyệt đối tiếp tục gia tăng, cải thiện kiểm soát tỷ lệ hao hụt và hủy hàng cũng như tối ưu chi phí vận hành tại cửa hàng.

## Khuyến nghị: MUA – Giá mục tiêu 81,000 VND

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2024 và 2025 của MWG với doanh thu thuần đạt lần lượt 133,528 tỷ đồng và 142,652 tỷ VND, LNST đạt 3,840 tỷ đồng và 5,214 tỷ VND. Với triển vọng tích cực của các mảng kinh doanh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu MWG cho năm 2025 với mức giá mục tiêu 81,000 VND/cổ phiếu.

## MUA thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 81,000</b>
Tăng/giảm (%)	32.2%
Giá hiện tại (05/12/2024)	VND 61,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 75,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	88.4/3.5

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	80.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	483.8/19.3
Sở hữu nước ngoài (%)	46.8%
Cổ đông lớn	CT TNHH Thế giới bán lẻ (10.49%)

### Biến động giá cổ phiếu

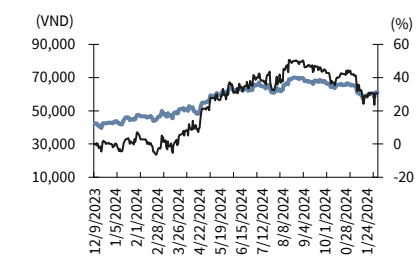
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.0	-9.5	-1.6	43.4
Tương đối	-7.4	-9.7	-0.3	30.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	133,405	118,280	133,528	142,652
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	6,575	1,047	5,413	6,842
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	4,100	168	3,838	5,211
EPS (VND)	2,810	115	2,625	3,565
Tăng trưởng EPS (%)	-17.4	-95.9	2,182.6	35.8
P/E (x)	21.0	513.0	22.5	16.6
P/B (x)	3.6	3.7	3.3	2.9
ROE (%)	17.1	0.7	14.7	17.4
Tỷ suất cổ tức (%)	0.9	0.8	1.2	1.7

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Giá (LHS) | Tương quan Vnindex (RHS)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Vàng bạc đá quý Phú Nhuận (PNJ)

## Nguồn vàng nguyên liệu đầu vào khan hiếm

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
anhnhd@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

11/12/2024

**LNST Q3/2024 giảm 14.8% YoY, PNJ ghi nhận mức lợi nhuận thấp nhất trong 3 năm gần nhất**

**Thiếu hụt nguồn cung mảng vàng 24K**

**KQKD mảng bán lẻ và sỉ ghi nhận tăng trưởng tích cực**

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 115,100 VND/cp**

## MUA thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 115,100</b>
Tăng/giảm (%)	18.9%
Giá hiện tại (06-12-2024)	VND 96,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 117,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	32.6/1.3

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	33,876	33,137	37,819	33,237
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,406	2,607	2,758	3,389
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,811	1,971	2,076	2,619
EPS (VNĐ)	5,973	6,009	6,325	7,980
Tăng trưởng EPS (%)	32.0	0.6	5.2	26.2
P/E (x)	16.2	16.1	15.3	12.1
P/B (x)	3.8	3.5	3.1	2.8
ROE (%)	21.4	20.1	19.4	21.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.6	1.4	2.1	2.1

Nguồn: Fiinpro, KBSV

Kết thúc Q3/2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 7,225 tỷ đồng (+3.1% YoY), hoàn thành 78.7% kế hoạch doanh thu thuần cả năm. Lợi nhuận gộp đạt 1,251 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 17.5%, tăng 0.2ppts YoY do tỷ trọng doanh thu mảng vàng miếng suy giảm – mảng có biên LNG thấp. LNST đạt 216 tỷ đồng giảm 14.8% YoY do thuế thu nhập doanh nghiệp của PNJ tăng 70% đạt 102 tỷ đồng.

Doanh thu vàng 24K đạt 10,264 tỷ đồng, tăng 43.5% YoY do hoạt động mua bán vàng sôi động trong 1H2024. Tuy nhiên, doanh thu mảng vàng 24K của PNJ trong Q3/2024 đã giảm 48.2% YoY xuống còn 1,087 tỷ VND do nguồn cung suy giảm, người dân chủ yếu chỉ mua vàng và rất hiếm khi bán ra trong giai đoạn địa chính trị thế giới đang diễn ra căng thẳng.

Doanh thu bán lẻ trang sức trong Q3/2024 đạt hơn 4,991 tỷ đồng, tăng 22.3% YoY, PNJ mở mới 16 cửa hàng và đóng 3 cửa hàng trong quý 3. Bán lẻ trang sức vẫn tiếp tục duy trì tăng trưởng nhờ PNJ tận dụng cơ hội thị trường phát triển mạng lưới cửa hàng và tiếp thị hiệu quả đến khách hàng thông qua các chiến lược marketing và chương trình bán hàng. Bên cạnh đó, doanh thu bán sỉ cũng ghi nhận tăng 30.2% YoY nhờ vào nhu cầu của khách hàng dịch chuyển về các nhà sản xuất uy tín.

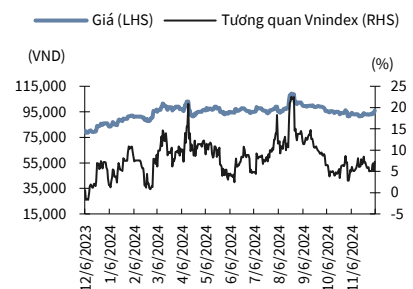
Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2025 của PNJ với doanh thu thuần đạt 33,237 tỷ đồng (-12.1% yoy), LNST đạt 2,619 tỷ đồng (+26.2% yoy). Với triển vọng duy trì tăng trưởng dài hạn của mảng bán lẻ trang sức, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PNJ cho năm 2025 với giá mục tiêu 115,100 VND/cổ phiếu.

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	90.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	78.6/3.1
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	VIETFUND (9.16%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	1.8	-3.6	1.1	19.9
Tương đối	1.3	-3.1	2.3	7.3



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# FPT Retail (FRT)

## Tiềm năng mảng kinh doanh thuốc online

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
anhnhd@kbsec.com.vn  
(+84) 24-7303-5333

05/12/2024

**LNST hồi phục so với mức lỗ Q3/2023 tăng trưởng vượt bậc đạt 165 tỷ đồng**

**Long Châu tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của FRT**

**FPT Shop ghi nhận lãi trở lại sau quá trình tái cấu trúc**

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 214,700 VND/cp**

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 214,700</b>
Tăng/giảm (%)	18.6%
Giá hiện tại (05-12-2024)	VND 181,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 199,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/tỷ USD)	24.8/1.0

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VNĐ)	30,166	31,850	39,838	47,422
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	557	-85	696	1,065
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VNĐ)	390	-346	376	670
EPS (VNĐ)	2,865	-2,537	2,758	4,916
Tăng trưởng EPS (%)	-49.0	n/a	n/a	78.2
P/E (x)	62.5	-70.6	64.9	36.4
P/B (x)	11.3	16.4	13.4	9.9
ROE (%)	19.4	-19.1	20.7	26.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0.2	0.2	0.2	0.3

Nguồn: Fiiipro, KBSV

Q3/2024, FRT ghi nhận doanh thu thuần đạt 10,376 tỷ đồng (+26% YoY), trong đó doanh thu online đạt 1,828 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp đạt 1,890 tỷ đồng tương ứng biên LNG đạt 18.2% (+1.6ppts YoY). LNST đạt 165 tỷ đồng tăng mạnh so với mức -13 tỷ đồng cùng kỳ và tăng 2.4 lần QoQ.

Chuỗi nhà thuốc Long Châu mang về doanh thu 6,395 tỷ đồng tăng 55% YoY, với doanh thu trên cửa hàng đạt 1.2 tỷ đồng/nhà thuốc/tháng. Trong Q3/2024, Long Châu tiếp tục mở mới 143 hiệu thuốc - là quý mở mới nhiều nhất trong 9 tháng đầu năm 2024. LNST của chuỗi ước đạt 126 tỷ đồng, tăng 125% YoY. Ngoài ra, số lượng trung tâm tiêm chủng trong Q3/2024 đạt 115 cửa hàng phủ khắp 46 tỉnh thành.

Tuy kết thúc Q3/2024, doanh thu thuần của FPT Shop đạt 3,981 tỷ đồng (-3.0% YoY) nhưng biên LNG lại tăng 2.3ppts YoY đạt mức 13.6% và doanh thu trung bình/cửa hàng đạt 2.1 tỷ VND - là mức cao nhất kể từ đầu năm. Nhờ đẩy mạnh bán các sản phẩm dịch vụ mới như điện máy và phát triển thuê bao FPT cũng như thử nghiệm chuyển đổi 10 cửa hàng FPT Shop sang mô hình điện máy mà LNST của FPT Shop đã dương trở lại, đạt 40 tỷ đồng dù cho đã loại bỏ khoản nhận cổ tức 224 tỷ đồng từ Long Châu.

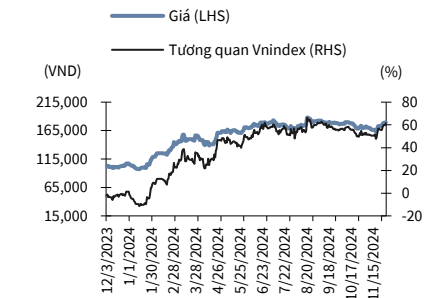
Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2025 của FRT ghi nhận doanh thu thuần 47,422 tỷ đồng (+19.0% YoY) và LNST dự báo đạt 747 tỷ đồng. Với triển vọng tăng trưởng tích cực của chuỗi nhà thuốc Long Châu cùng với tham vọng mở rộng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu FRT cho năm 2025 với giá mục tiêu 214,700VND/cổ phiếu tăng 18.6% so với mức giá ngày 05/12/2024.

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	45.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	71.3/2.8
Sở hữu nước ngoài (%)	36.8%
Cổ đông lớn	CTCP FPT (46.64%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	5.8	-1.0	5.4	74.6
Tương đối	6.1	1.5	7.6	61.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Cảng & Vận tải biển

## Triển vọng giá & sản lượng tích cực

**Sản lượng hàng hóa qua cảng biển từ đầu năm đến nay vẫn diễn biến tích cực**  
Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt hơn 640 triệu tấn (+14% yoy). Sản lượng hàng container thông qua toàn hệ thống cảng Việt Nam đạt 22 triệu Teu, tăng 19% so với cùng kỳ 2023. Tốc độ tăng trưởng mạnh này đến từ: (1) thương mại hồi phục và (2) nhiều dự án nâng cấp cơ sở hạ tầng cảng biển hoàn thành và đưa vào khai thác trong 2024.

### Doanh thu các doanh nghiệp cảng biển và vận tải biển hồi phục mạnh so với cùng kỳ 2023

Doanh thu của các doanh nghiệp cảng biển và vận tải biển đều chứng kiến sự tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ do sự phục hồi mạnh của sản lượng hàng. Việc mức giá dịch vụ cảng biển điều chỉnh tăng ổn định qua mỗi năm, cũng như giá cước vận tải giao ngay và giá cho thuê tàu trong năm nay đều tăng đáng kể so với cùng kỳ đã mở rộng biên lợi nhuận gộp, dẫn đến mức tăng trưởng cao hơn đối với LNST doanh nghiệp.

### Ngành cảng biển sở hữu tiềm năng tăng trưởng bền vững trong dài hạn

Sản lượng hàng qua cảng biển cả nước kì vọng diễn biến tích cực trong dài hạn nhờ: (1) dòng vốn FDI ổn định, (2) đầu tư nâng cấp hệ thống giao thông kết nối và cơ sở hạ tầng cảng biển được đẩy mạnh. Trong ngắn hạn, tăng trưởng sản lượng được củng cố bởi xu hướng các quốc gia đẩy mạnh hoạt động thương mại trước khi những thay đổi thuế quan được ông Trump ban hành chính thức sau khi nhậm chức. Giá dịch vụ cảng biển tăng ổn định từ 3 -10%/năm tùy loại dịch vụ và loại cảng, với mức tăng của các cảng phía Nam cao hơn các cảng phía Bắc, là động lực tăng trưởng ổn định trong dài hạn cho doanh nghiệp.

### Chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng kinh doanh của nhóm ngành vận tải biển trong 2025.

KQKD hoạt động tàu tự chạy và cho thuê tàu của các doanh nghiệp vận tải biển dự kiến đều diễn biến tích cực do: (1) sản lượng vận tải và giá cước giao ngay giữ ở mức cao khi hoạt động thương mại tăng cường nhằm tránh các chính sách thuế quan mới của Mỹ và (2) giá cước thuê tàu dự kiến tiếp tục tăng nhẹ sau 1 thời gian dài đi ngang.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)

## Tích cực duy trì

<b>Khuyến nghị</b>	
GMD	MUA
Giá mục tiêu	75,400VND

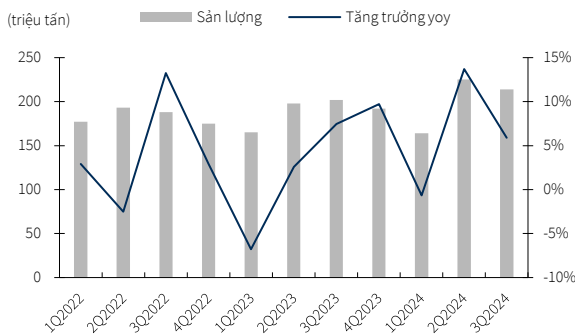
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

### Tổng sản lượng hàng qua cảng biển Việt Nam duy trì đà tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ 2023

Theo thống kê của Cục Hàng hải Việt Nam, lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, tổng sản lượng hàng hóa thông qua hệ thống cảng biển Việt Nam đạt hơn 640 triệu tấn (+14% yoy). Trong đó sản lượng hàng nhập khẩu ghi nhận 200 triệu tấn (+21% yoy), sản lượng hàng xuất khẩu đạt 150 triệu tấn (+21% yoy) và sản lượng vận tải nội địa đạt 290 triệu tấn (+10% yoy). Sản lượng hàng container thông qua toàn hệ thống cảng Việt Nam đạt 22 triệu Teu, tăng 19% so với cùng kỳ năm trước, tốc độ tăng trưởng giảm nhẹ so với đầu năm do hiệu ứng nền thấp 2023 chỉ kéo dài trong nửa đầu năm.

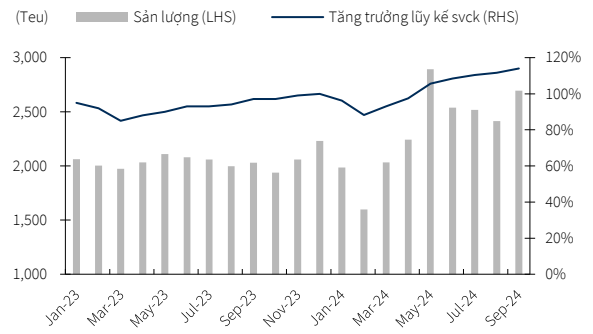
Sự tăng trưởng mạnh mẽ này đến từ cả khối cảng miền Bắc và miền Nam do: (1) chịu tác động trực tiếp từ hoạt động thương mại hồi phục, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 9 tháng đầu năm đạt 578 tỷ USD (+16.3% yoy) và (2) cơ sở hạ tầng giao thông và cảng được cải thiện, dự án nâng cấp luồng Hà Nam và luồng hàng hải Cái Mép hoàn thành giúp nâng cao hiệu quả và năng suất làm hàng của các cảng khu vực, thu hút thêm nhiều đối tác mới.

Biểu đồ 1. Tổng sản lượng hàng qua cảng Việt Nam



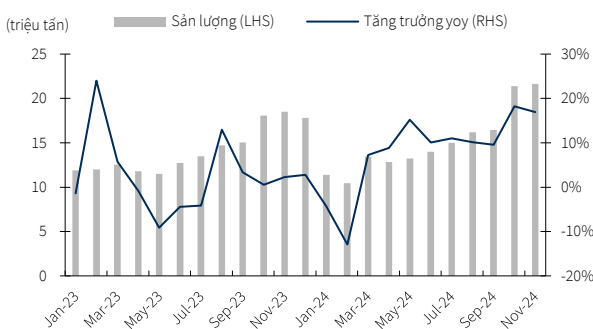
Nguồn: Ước tính từ số liệu của VPA

Biểu đồ 2. Tổng sản lượng container qua cảng biển Việt Nam



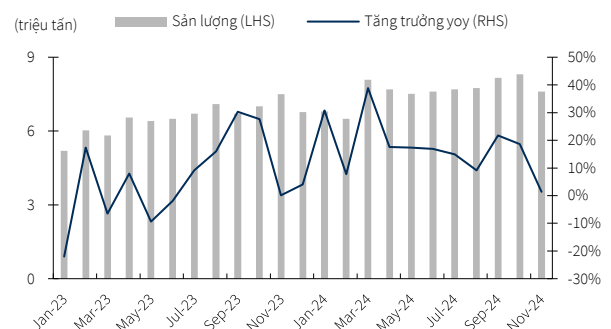
Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam

Biểu đồ 3. Sản lượng hàng qua cụm cảng Hải Phòng



Nguồn: Tổng cục thống kê Hải Phòng, KBSV

Biểu đồ 4. Sản lượng hàng qua cụm cảng Cái Mép Thị Vải



Nguồn: Tổng cục thống kê BR-VT, KBSV

**Các cảng tại khu vực Hải Phòng vẫn có sự cạnh tranh về giá, trong khi giá dịch vụ tại các cảng ở khu vực Cái Mép vẫn có mức tăng tích cực**

Hiện hiệu suất trung bình các cảng khu vực Hải Phòng đạt mức gần 80%, trong đó hàng tập trung chủ yếu về các cảng ở hạ nguồn sông Cấm do lợi thế đón được tàu lớn hơn. Việc có thêm cảng Nam Đình Vũ 2 đi vào hoạt động từ 2024 trong khi nhiều cảng khu vực Hải Phòng vẫn đang hoạt động dưới mức công suất thiết kế đã gia tăng sự cạnh tranh về giá trong khu vực, một số loại dịch vụ của nhiều cảng đang ở mức giá sàn trong khung giá quy định.

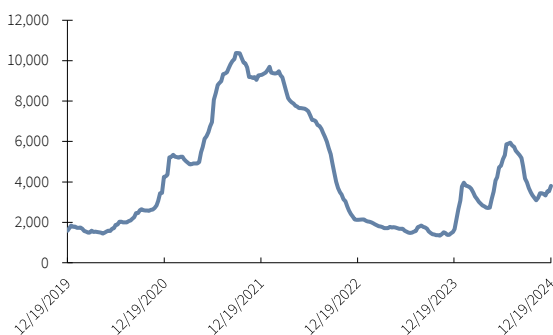
Trong khi đó, các cảng ở khu vực Cái Mép – Thị Vải lại đang có mức điều chỉnh tăng giá mỗi năm tương đối cao so với khu vực miền Bắc, nhiều dịch vụ ở mức trần trong khung giá quy định do: (1) nguồn cung bổ sung mới tại khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải trong 5 năm tới gần như là không có ngoài dự án Gemalink 2 dự kiến đưa vào khai thác từ cuối 2026, trong khi hầu hết các cảng đều đang hoạt động ở mức công suất cao, Gemalink, TCCT đã vượt công suất và (2) các cảng BR-VT chủ yếu cạnh tranh thông qua đối tác chiến lược là các hãng tàu và liên minh hàng hải, không phải cạnh tranh về giá.

**Giá cước vận tải giao ngay đang hồi phục nhẹ do lo ngại về cuộc đình công có thể xảy ra vào tháng 1 tới tại các cảng bờ Đông nước Mỹ**

Chỉ số giá cước vận tải Drewry đã hồi phục nhẹ sau khi giảm gần một nửa trong giai đoạn giữa tháng 7 đến đầu tháng 10 (do tình trạng tắc nghẽn nghiêm trọng tại các cảng châu Á được giải quyết), hiện đang ở mức 3,803 USD/40ft – giảm 63% so với mức đỉnh đạt được trong đại dịch Covid, cao hơn 168% so với mức giá trung bình trước dịch chủ yếu do khủng hoảng biển Đỏ kéo dài. Sự phục hồi giá cước vận tải giao ngay trong thời gian gần đây đến từ: (1) các doanh nghiệp đẩy mạnh tăng hàng tồn kho chuẩn bị cho mùa lễ hội cuối năm và (2) lo ngại cuộc đình công lớn ở bờ Đông nước Mỹ có thể xảy ra vào tháng 1/2025. Các hãng tàu Việt Nam sau khi có đợt điều chỉnh giảm giá nhẹ vào tháng 7 đã áp dụng thêm phụ phí với hàng quốc tế ở mức 7-13%, hiện mức giá vận tải nội địa và nội Á đã tăng khoảng 10-15% so với hồi đầu năm.

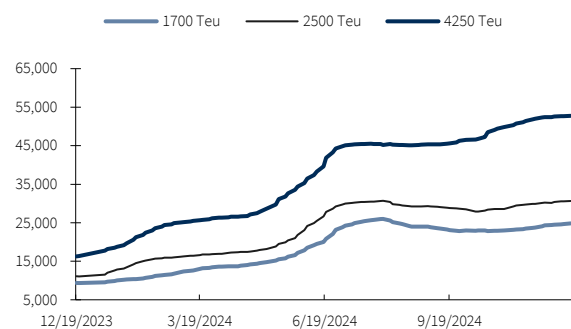
Giá thuê tàu thế giới sau một thời gian dài đi ngang cũng đã tăng nhẹ trở lại. Giá cho thuê quốc tế tàu size 1,700 Teu đã đạt mức trung bình 22,000 – 24,000 USD/ngày so với mức 13,000 – 15,000 USD/ngày hồi đầu năm nay.

**Biểu đồ 5. Chỉ số giá cước vận tải Drewry (USD/40ft)**



Nguồn: Drewry

**Biểu đồ 6. Chỉ số giá cho thuê T/C Harpex cho size tàu cỡ nhỏ (USD/ngày)**

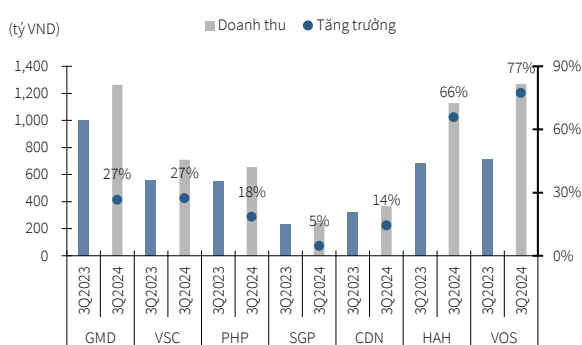


Nguồn: Harper Petersen

**KQKD của các doanh nghiệp trong nhóm ngành hầu hết đều có sự tăng trưởng tích cực**

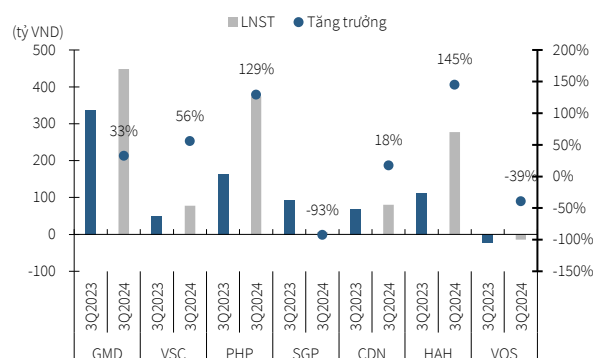
Các doanh nghiệp cảng và vận tải biển chứng kiến mức tăng trưởng đáng kể về KQKD do: (1) thương mại hồi phục mạnh tác động tích cực đến lưu lượng hàng thông qua cảng cũng như nhu cầu vận tải biển, (2) Thông tư 39 về điều chỉnh khung giá dịch vụ cảng biển đã tạo điều kiện cho các doanh nghiệp cảng có dư địa tăng giá tốt hơn và (3) giá cước vận tải tăng 10 – 15% yoy trong khi giá cho thuê tàu tăng mạnh. Biên gộp cải thiện kéo theo sự tăng trưởng mạnh hơn nữa về LNST, trừ trường hợp của SGP tăng trưởng âm do không còn khoản hoàn nhập dự phòng ghi nhận vào 3Q2023, VOS tiếp tục ghi nhận lỗ do đang hoạt động dưới mức giá vốn và chịu ảnh hưởng từ lỗ tỷ giá.

**Biểu đồ 7. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp cảng biển & vận tải biển**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 8. Tăng trưởng LNST các doanh nghiệp cảng biển & vận tải biển**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Sản lượng hàng qua cảng biển cả nước kì vọng duy trì đà tăng trưởng tích cực trong 2025

Dù vẫn phải đối mặt với nhiều khó khăn do chịu ảnh hưởng từ bất ổn kinh tế chính trị trên thế giới, chúng tôi kì vọng sản lượng hàng qua cảng biển cả nước vẫn diễn biến tích cực nhờ:

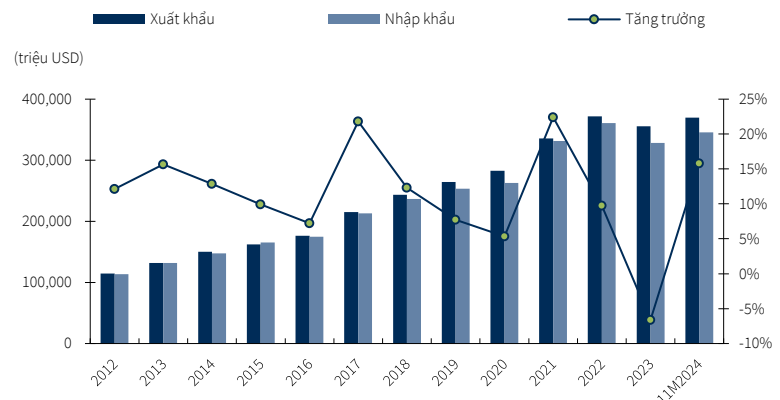
- Kim ngạch xuất nhập khẩu được kì vọng sẽ tiếp đà tăng trưởng của 11 tháng đầu năm (tổng kim ngạch đạt 716 tỷ USD, tăng 15.4% svck 2023) trong bối cảnh: (1) dòng vốn FDI ổn định do Việt Nam là quốc gia hưởng lợi trực tiếp trong xu hướng Trung Quốc +1, cũng như việc Việt Nam tham gia nhiều hiệp định thương mại, kí kết các văn bản hợp tác song phương với Hàn Quốc, Mỹ và Trung Quốc trong thời gian gần đây cho thấy tiềm năng lớn hơn của giao thương quốc tế trong thời gian tới và (2) thương mại toàn cầu kì vọng sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao trong ngắn hạn trước khi những thay đổi về thuế quan chính thức được thông qua sau khi ông Trump nhận chức.
- Đầu tư công cho hệ thống giao thông kết nối và hạ tầng cảng biển ngày càng được tập trung chú trọng. Các dự án nâng cấp luồng hàng hải Hà Nam và Cái Mép hoàn thành trong năm nay đã nâng cao năng lực đón tàu của các cảng trong khu vực, thu hút được nhiều đối tác mới hơn. Theo Quy hoạch kết cấu hạ tầng đường thủy nội địa 2021-2030, tầm nhìn đến 2050, Thủ tướng đã phê duyệt quy hoạch 7 tuyến đường thủy trung ương kết nối Hải Phòng với các địa phương lân cận. Ngoài ra, mới đây bộ GT-VT cũng đã chấp thuận chủ trương nạo vét đoạn luồng còn lại của các cảng thượng lưu cảng Nam Đình Vũ.

Về dài hạn, mới đây UBND tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu đã đề xuất phát triển khu thương mại tự do Cái Mép Hạ gắn với cảng biển khu vực Cái Mép – Thị Vải và sân bay quốc tế Long Thành. Dự án nếu được thông qua và triển khai sẽ thu hút thêm nhiều tập đoàn kinh tế lớn, tạo ra dư địa tăng trưởng đáng kể cho cảng biển khu vực này. Các công ty sở hữu cảng nước sâu tại khu cụm cảng Cái Mép – Thị Vải (GMD, SGP) sẽ hưởng lợi lớn sau khi dự án có thể đưa vào hoạt động.

**Biểu đồ 9. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam**

Trong nhiệm kỳ lần 1 ông Trump làm tổng thống Mỹ, kim ngạch XNK Việt Nam đạt mức tăng trưởng mạnh gần 22% trong năm đầu tiên (2017), sau đó giảm dần vào các năm tiếp theo.

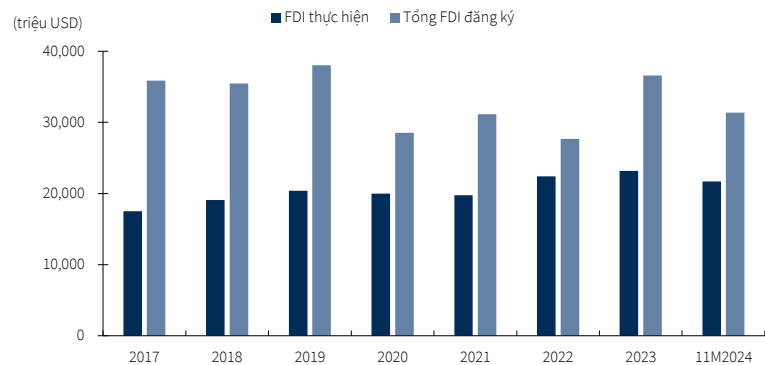
Dự kiến sẽ mất ít nhất gần 1 năm để các thay đổi về thuế được hoàn thiện và thông qua trong lần nhậm chức thứ 2 của ông Donald Trump, thương mại toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể trong ngắn hạn đến từ nhu cầu tích trữ hàng trước những lo ngại về rủi ro liên quan đến thuế quan trong thời gian tới.



Nguồn: UNCTAD



**Biểu đồ 10. FDI đăng ký mới và thực hiện**



Nguồn: GSO

**Giá dịch vụ cảng tại Hải Phòng khó tăng cao do gia tăng cạnh tranh tại khu vực**

Lạch Huyện 3, 4 (chủ đầu tư PHP) và Lạch Huyện 5, 6 (chủ đầu tư Hateco) có khả năng đón tàu trọng tải lên đến 100,000 DWT dự kiến sẽ đi vào khai thác từ quý 1/2025, nâng công suất thiết kế của khu vực cảng Hải Phòng lên thêm 2.2 triệu Teu. Việc 2 cụm cảng này đi vào hoạt động có thể dẫn đến xu hướng dịch chuyển hàng hóa từ các cảng khu vực sông Cấm ra cảng nước sâu Lạch Huyện, cạnh tranh nguồn hàng ở khu vực cảng Hải Phòng sẽ càng gay gắt hơn, giá dịch vụ cũng vì thế khó có thể tăng cao, dự kiến mức tăng trung bình 2-3%. Bên cạnh đó, dự án cảng Nam Đình Vũ 3 công suất 800,000 Teu có kế hoạch đưa vào khai thác từ 2026 dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng mức độ cạnh tranh tại khu vực phía Bắc.

**Giá dịch vụ cảng tại Cái Mép – Thị Vải duy trì mức tăng 8-10%**

Ngược lại, khu vực cảng Cái Mép Thị Vải trong nhiều năm tới không có nguồn cung mới trừ Gemalink 2 (dự kiến giai đoạn 2A bắt đầu hoạt động từ cuối 2026), trong khi hầu hết các cảng đều đã hoạt động ở mức công suất thiết kế. 2 dự án lớn khác là Cái Mép Hạ và Cần Giờ vẫn chưa có quyết định cụ thể, dự kiến sẽ mất ít nhất 4-5 năm để có thể đưa vào khai thác. Giá dịch vụ cảng ở khu vực này kì vọng sẽ tiếp tục duy trì mức tăng trung bình 8-10% trong 2025, phản ánh nguồn cung quá tải trong khi nhu cầu vẫn ở mức cao.

**Tái cấu trúc liên minh hãng tàu sẽ tác động đến sự phân phối hàng hóa giữa các cảng**

Việc thay đổi các liên minh tàu từ tháng 2/2025 sẽ tác động đến việc sắp xếp lại các tuyến dịch vụ, thay đổi lựa chọn cảng đến dẫn đến sự phân phối lại hàng hóa giữa các cảng dựa trên hãng tàu đối tác. Bên cạnh đó, các liên minh mới dự kiến sẽ tạo ra sự cạnh tranh lớn hơn, đặc biệt ở thời gian đầu, giá cước vận tải giao ngay có thể giảm nhẹ trong ngắn hạn với nỗ lực cạnh tranh thu hút đối tác giữa các hãng tàu.

**Bảng 11. Các hãng tàu và cảng làm hàng tại phía Bắc**

Hãng tàu	Cảng
Maersk	Tân Vũ, VIP Green, HICT, Nam Hải Đình Vũ
CMA CGM	Nam Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ, VIP Green, HICT, Tân Vũ
Cosco	HICT, PTSC Đình Vũ, Nam Hải Đình Vũ
ONE	VIMC Đình Vũ, HPH Chùa Vẽ, Nam Hải, Nam Đình Vũ, Hải An, HICT, PTSC Đình Vũ, Tân Vũ
Evergreen	Tân Vũ, VIP Green, HICT, Nam Hải Đình Vũ, Green

Nguồn: FiinRatings

**Bảng 12. Các cảng và hãng tàu đối tác tại Cái Mép – Thị Vải**

Cảng	Cổ đông nội	Hãng tàu cổ đông ngoại
CMIT	VIMC, Cảng Sài Gòn	Maersk
SSIT	VIMC, Cảng Sài Gòn	MSC
TCIT	Tân Cảng Sài Gòn	Wan Hai
Gemalink	Gemadept	CMA - CGM
SP-PSA	VIMC, Cảng Sài Gòn	MSC

Nguồn: FiinRatings

**Bảng 13. 10 hãng tàu thị phần lớn nhất**

Hãng tàu	Thị phần	Liên minh cũ	Liên minh mới
MSC	19.80%	2M	
Maersk	14.30%	2M	Gemini
CMA-CGM	12.50%	Ocean	Ocean
COSCO	10.70%	Ocean	Ocean
Hapag-Lloyd	7.10%	THE	Gemini
ONE	6.30%	THE	THE
Evergreen	5.50%	Ocean	Ocean
HMM	2.80%	THE	THE
ZIM	2.50%		
Yang Ming	2.30%	THE	THE

Nguồn: Alphaliner

**Các doanh nghiệp cảng biển có tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn**

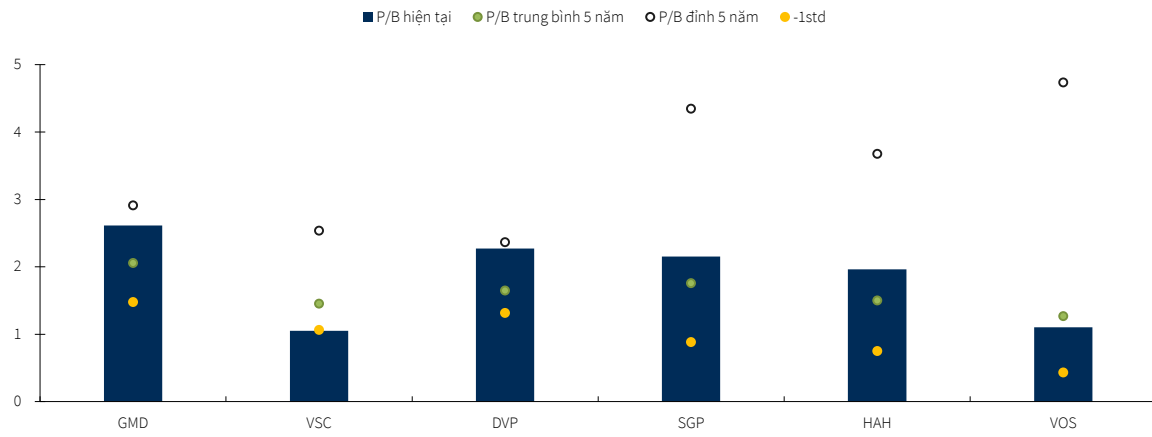
Các doanh nghiệp cảng biển sẽ tiếp tục đà tăng trưởng trong trung và dài hạn do (1) tiềm năng tăng trưởng bền vững về sản lượng như đã phân tích ở trên và (2) giá cước tăng trưởng ổn định ở mức trung bình 5-10%/năm, đặc biệt sau khi mức giá trần và giá sàn đã được điều chỉnh tăng đáng kể theo thông tư 39. Hiện giá các cổ phiếu cảng biển đã điều chỉnh nhẹ so với thời điểm giữa năm, tuy nhiên đa số cổ phiếu vẫn đang giao dịch ở mức giá tương đối cao, P/B lớn hơn P/B trung bình 5 năm. Nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào các cổ phiếu doanh nghiệp cảng có cơ cấu tài chính khỏe mạnh, đang triển khai các dự án cảng mở rộng công suất ở các vị trí chiến lược như GMD, SGP, PHP khi giá cổ phiếu điều chỉnh về mức giá hấp dẫn.

**Chúng tôi nhận định TÍCH CỰC về triển vọng của nhóm vận tải biển trong 2025**

Chúng tôi kì vọng KQKD của nhóm doanh nghiệp vận tải biển sẽ tiếp tục duy trì **TÍCH CỰC** trong 2025 do: (1) sản lượng và giá cước giao ngay đều chịu tác động tích cực từ nhu cầu vận tải tăng cao khi các doanh nghiệp có xu hướng đẩy nhanh giao thương với Mỹ trước khi chính sách thuế quan mới có hiệu lực, cũng như khủng hoảng biển Đỏ vẫn chưa được giải quyết và (2) doanh nghiệp trong nước có tàu cho thuê quốc tế hưởng lợi trực tiếp khi lo ngại về biến động giá cước trong thời gian tới đang đẩy nhu cầu và mức giá thuê tàu lên cao. Tuy nhiên, giá cước dự kiến có thể sẽ tạo đỉnh trong 2H2025 và bắt đầu hạ nhiệt từ 2026 sau khi chính sách thuế quan mới chính thức được áp dụng trong bối cảnh tăng trưởng công suất từ 1 loạt tàu đóng mới cao hơn mức tăng trưởng nhu cầu vận tải biển.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu vận tải biển HAH do vị thế hàng đầu trong các doanh nghiệp vận tải nội địa với đội tàu trẻ và các tuyến tàu mới liên tục được mở rộng, sở hữu mối quan hệ rộng với các hãng tàu quốc tế kí kết được nhiều hợp đồng cho thuê tàu dài hạn.

**Biểu đồ 14. P/B các cổ phiếu cảng và vận tải biển**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

# CTCP Gemadept (GMD)

## Nam Đình Vũ, Gemalink vượt công suất

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh

[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)

(+84) 24-7303-5333

26/11/2024

9T2024, doanh thu thuần của GMD ghi nhận 3,421 tỷ VND (+22% yoy), LNST đạt 1,549 tỷ VND (-33% yoy).

KQKD dịch vụ cảng của GMD tiếp tục duy trì tăng trưởng tích cực từ nay đến hết 2025

Nam Đình Vũ 3 đã bắt đầu thi công, cùng với Gemalink 2A dự kiến sẽ đóng góp hơn 1.4 triệu Teu công suất cho GMD từ 2026

Khuyến nghị MUA – Giá mục tiêu 75,400 VND/cổ phiếu

9T2024, doanh thu thuần của GMD đạt 3,421 tỷ VND (+22% yoy), hoàn thành hơn 86% doanh thu kế hoạch đề ra. Trong đó, hoạt động cốt lõi khai thác cảng đóng góp 2,924 tỷ VND (+38% yoy). LNST 9T2024 của GMD ghi nhận 1,549 tỷ VND (-33% yoy), tăng 33% so với 9T2023 nếu loại bỏ khoản lợi nhuận bất thường từ bán cảng NHĐV và cảng Nam Hải trong 2Q2023 và 1Q2024.

Sản lượng hàng qua toàn hệ thống cảng GMD dự kiến ghi nhận mức tăng trưởng hơn 40% trong năm nay và tiếp tục đà tăng trưởng tích cực trong năm sau. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sản lượng trong 2025 của GMD sẽ chậm lại so với 2024. Tăng trưởng ổn định về giá sẽ là yếu tố đảm bảo đà tăng trưởng doanh thu cho GMD trong bối cảnh dự địa tăng trưởng sản lượng thu hẹp trong năm sau.

Nam Đình Vũ 3 đang tiến hành thi công và Gemalink 2A đang hoàn thiện thủ tục pháp lý để triển khai dự kiến lần lượt đưa vào khai thác vào quý 1 và quý 3 năm 2026, bổ sung thêm 800,000 Teu và 650,000 Teu công suất cho GMD, đảm bảo dự địa tăng trưởng sản lượng cho doanh nghiệp trong dài hạn.

Dựa trên triển vọng doanh nghiệp và kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GMD với mức giá mục tiêu là 75,400 VND/cổ phiếu, cao hơn 17.8% so với giá đóng cửa ngày 25/11/2024.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 75,400</b>
Tăng/giảm (%)	17.8%
Giá hiện tại (25/11/2024)	VND 64,000
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 73,400
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	26.9/1.1

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	94.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	66.9/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	36.7%
Cổ đông lớn	SSJ Consulting (9.56%)

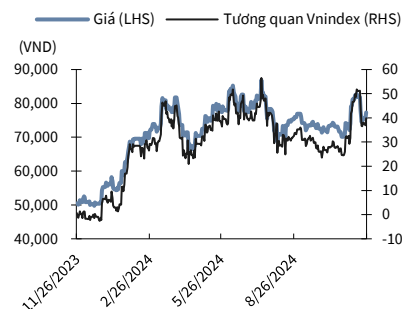
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-8.7	-15.1	-17.5	26.9
Tương đối	-7.3	-11.6	-15.3	14.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,898	3,846	4,623	4,837
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,309	3,177	2,446	2,402
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	994	2,251	1,895	2,019
EPS (VND)	3,034	7,207	6,194	4,878
Tăng trưởng EPS (%)	62%	138%	-14%	-21%
P/E (x)	21.1	8.9	10.3	13.1
P/B (x)	2.5	2.0	1.5	1.9
ROE (%)	15%	26%	15%	16%
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	3%	3%	2%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Hàng không

## Tập trung nâng cấp mở rộng cơ sở hạ tầng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)

30/12/2024

### Lượng hàng hóa và hành khách hàng không quốc tế 2024 diễn biến tích cực hơn nội địa

Tổng lượng hành khách qua Cảng hàng không Việt Nam 2024 giảm nhẹ đạt 109 triệu lượt khách (-3.5% yoy), trong đó lượng khách quốc tế đạt 41 triệu khách (+24% yoy) và khách nội địa ghi nhận 68 triệu khách (giảm 15% so với 2023 do sửa chữa tàu bay và 2 hãng hàng không nội địa cắt giảm quy mô đội bay để tái cơ cấu). Sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không 2024 đạt 1,5 triệu tấn (+19% yoy).

### Doanh thu các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không đều có diễn biến tích cực trong 2024

Các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không đều ghi nhận diễn biến KQKD tích cực so với cùng kỳ 2023, hầu hết tất cả các doanh nghiệp trong nhóm ngành đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng từ 20 – 50% với mức biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể chủ yếu do tăng tỷ trọng nhóm hành khách và hàng hóa quốc tế.

### Chúng tôi nhận định tích cực với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không

Nhận định tích cực của chúng tôi với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không đến từ: (1) tiềm năng tăng trưởng bền vững của nhóm khách quốc tế cũng như nội địa và (2) nhu cầu vận tải hàng hóa tăng theo triển vọng thương mại quốc tế trong 2025. 2 yếu tố này được đảm bảo bởi việc các hãng hàng không mở rộng quy mô và phạm vi hoạt động, cũng như công suất của hệ thống Cảng hàng không Việt Nam được gia tăng ổn định. Chúng tôi đánh giá SCS và AST là 2 cổ phiếu hàng không đang có mức định giá tương đối hấp dẫn.

## Tích cực

### Khuyến nghị

SCS	MUA
Giá mục tiêu	97,400VND

ACV	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	130,600VND

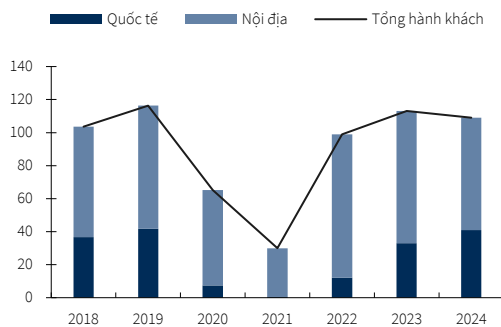
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

### Lượng hàng hóa và hành khách hàng không quốc tế 2024 diễn biến tích cực hơn nội địa do số tàu bay hoạt động của các hãng bay nội địa sụt giảm mạnh so với 2023

Số lượt hạ cất cánh 2024 giảm so với 2023, đạt 663 nghìn lượt (-6% yoy) kéo theo tổng lượng hành khách qua Cảng hàng không Việt Nam giảm nhẹ đạt 109 triệu lượt khách (-3.5% yoy), trong đó lượng khách quốc tế và nội địa lần lượt ghi nhận 41 triệu khách (+24% yoy) và 68 triệu khách (-15% yoy). Sự sụt giảm mạnh trên thị trường hàng không nội địa đến từ việc các hãng hàng không phải điều chỉnh giảm cung ứng trên các đường bay nội địa do: (1) gần 30 tàu bay của Vietnam Airlines và Vietjet Air đã được nhà sản xuất triệu hồi để đại tu động cơ và (2) quy mô đội bay của Bamboo Airways và Pacific Airlines đã giảm một nửa so với 2023 (giảm 20 chiếc) do tái cơ cấu hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên lượng khách quốc tế lại có sự hồi phục đáng kể do: (1) mức nền 2023 vẫn thấp hơn so với trước đại dịch và (2) các hãng hàng không vẫn tiếp tục mua thêm tàu bay mới, mở mới cũng như tăng tần suất các chuyến bay quốc tế.

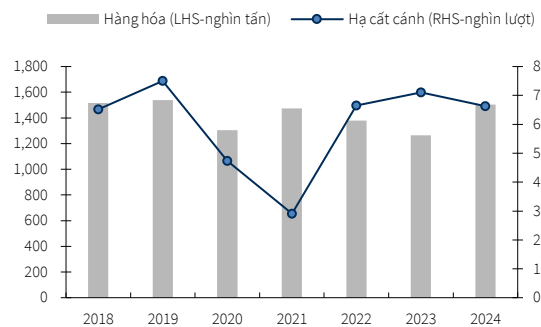
Sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không 2024 đạt 1,5 triệu tấn (+19% yoy), tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng trưởng của sản lượng hàng quốc tế do hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động xuất nhập khẩu 2024.

Biểu đồ 1. Cơ cấu khách qua Cảng hàng không Việt Nam (triệu lượt)



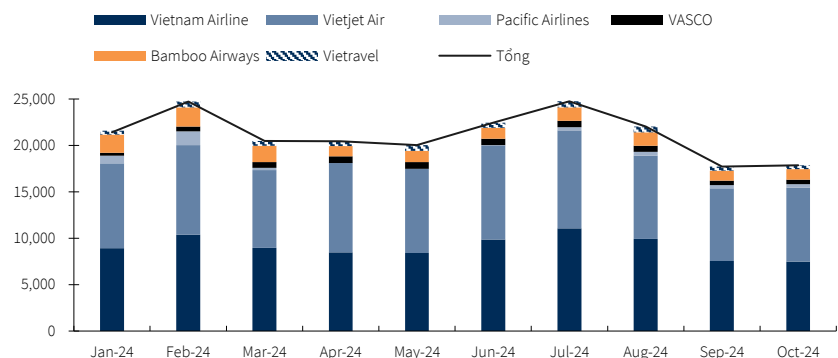
Nguồn: ACV (số liệu 2024 ước tính)

Biểu đồ 2. Sản lượng hàng hóa và số lượt hạ cất cánh tại Cảng hàng không Việt Nam



Nguồn: ACV (số liệu 2024 ước tính)

Biểu đồ 3. Số liệu khai thác chuyến bay theo các hãng hàng không nội địa



Nguồn: ACCV

**Tình trạng quá tải đang diễn ra tại nhiều Cảng hàng không chủ chốt**

Tình trạng quá tải tại các cảng hàng không lớn ở Việt Nam, đặc biệt là Tân Sơn Nhất và Nội Bài ngày càng trở nên nghiêm trọng trong những năm gần đây. Nguyên nhân chính do lưu lượng hành khách và hàng hóa gia tăng nhanh chóng trong khi các dự án nâng cấp cảng, xây dựng hệ thống giao thông kết nối hiệu quả triển khai chậm. Việc chậm trễ trong nâng cấp, mở rộng hạ tầng cảng hàng không có thể ảnh hưởng tới đà tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam trong ngắn và trung hạn.

**Bảng 4. 1 số sân bay đang hoạt động ở mức công suất cao**

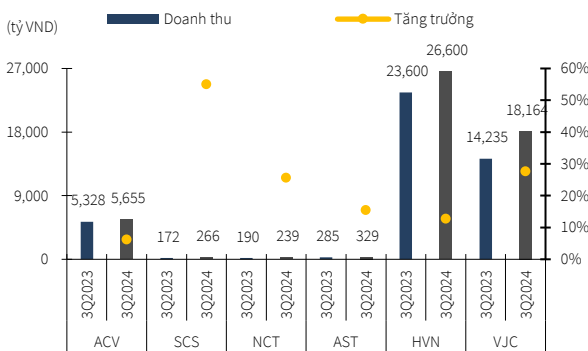
Sân bay	Tỉnh thành	Công suất thiết kế	Công suất sử dụng
Tân Sơn Nhất	TP.Hồ Chí Minh	28 triệu hành khách/năm	Quá tải, khai thác hơn 41 triệu hành khách/năm.
Nội Bài	Hà Nội	25 triệu hành khách/năm	Tiệm cận công suất.
Cam Ranh	Khánh Hòa	8 triệu hành khách/năm	Khai thác gần đạt công suất.
Phú Quốc	Kiên Giang	4 triệu hành khách/năm	Khai thác vượt công suất, đạt gần 5 triệu lượt/năm.
Pleiku	Gia Lai	1 triệu hành khách/năm	Khai thác ổn định, gần đạt công suất.

Nguồn: KBSV tổng hợp

**Doanh thu các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không đều có diễn biến tích cực**

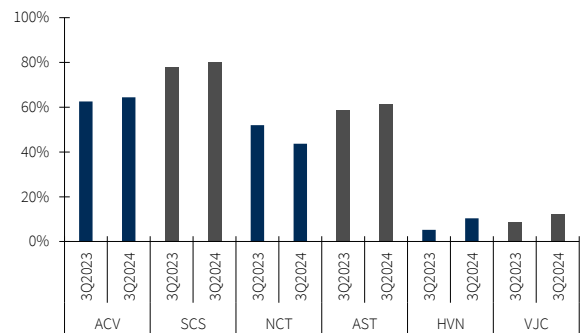
Các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không đều ghi nhận diễn biến KQKD tích cực so với cùng kỳ 2023, hầu hết tất cả các doanh nghiệp trong nhóm ngành đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng từ 20 – 50% và mức biên lợi nhuận gộp tăng đáng kể (trừ NCT do cạnh tranh giữa các doanh nghiệp dịch vụ hàng hóa tại Nội Bài khá gay gắt, cũng như tăng tỷ trọng xử lý hàng hóa giá trị thấp) do: (1) sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không tăng trưởng mạnh do hoạt động thương mại phục hồi, (2) giá dịch vụ tương đối ổn định, có điều chỉnh tăng nhẹ ở một số loại dịch vụ, (3) lượng khách quốc tế - lượng khách đem lại doanh thu và lợi nhuận/lượt khách cao hơn khách nội địa - tăng nhanh, tỷ trọng khách quốc tế cao hơn giúp cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

**Biểu đồ 5. Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 6. Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Động lực tăng trưởng hành khách hàng không trong 2025 đến từ nhóm khách quốc tế

Tăng trưởng về lượng hành khách hàng không dự kiến sẽ đến từ cả nhóm khách nội địa và quốc tế, tuy nhiên nhóm khách quốc tế sẽ có sự phục hồi mạnh hơn. Cụ thể:

- Nhóm khách nội địa sẽ có sự phục hồi nhẹ trong 2025 so với 2024 do một phần tàu bay gửi đi đại tu sẽ bắt đầu quay về hoạt động trở lại, tuy nhiên do vẫn còn tàu bay chưa sửa chữa sẽ tiếp tục được gửi về nhà sản xuất trong 2025, chúng tôi ước tính tốc độ hồi phục trong 2025 tương đối chậm và sẽ tăng tốc bền vững trở lại từ 2026 do: (1) toàn bộ tàu bay dự kiến sẽ hoàn thành sửa chữa động cơ bay và quay về hoạt động bình thường và (2) đà tăng trưởng du lịch hàng không nội địa dài hạn đến từ đặc điểm dân số cao và GDP bình quân đầu người tăng trưởng ổn định qua các năm của Việt Nam.
- Nhóm khách quốc tế kì vọng tiếp tục đà tăng trưởng trong 2025 do chính sách kích thích du lịch của Việt Nam, lượng khách từ châu Âu, Úc, Mỹ đến Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh do chính sách đơn giản hóa thủ tục cũng như cấp thị thực điện tử cho khách du lịch có thể nhập cảnh nhiều lần được áp dụng từ cuối 2023.

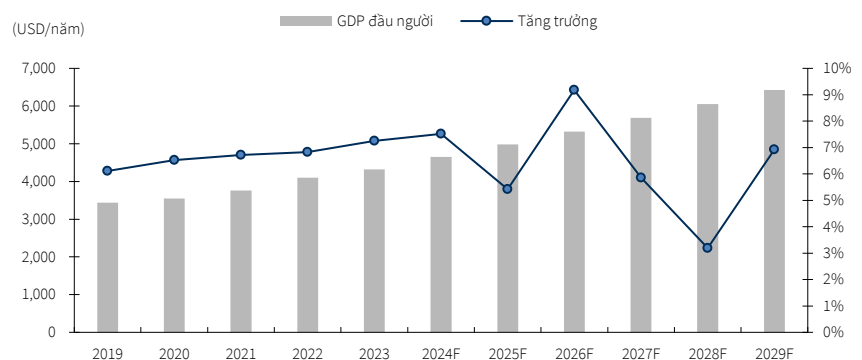
### Sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không Việt Nam dự kiến tăng 10-15% yoy

Sản lượng hàng hóa hàng không có thể sẽ giảm tốc độ tăng trưởng do mức nền cao của 2024, tuy nhiên chúng tôi đánh giá thông lượng hàng hóa qua cảng hàng không vẫn sẽ đạt mức tăng 10 – 15% so với 2024 do: (1) hoạt động xuất nhập khẩu được đẩy mạnh, đầu tư FDI tăng trưởng tích cực đến từ các hiệp định thương mại tự do và hợp tác song phương Việt Nam kí kết với nhiều quốc gia, đặc biệt trong bối cảnh các doanh nghiệp có xu hướng đẩy mạnh hoạt động thương mại trước khi chính sách thuế của chính phủ ông Trump chính thức được áp dụng và (2) giá cước vận tải biển dự kiến vẫn ở mức cao, thời gian vận tải nhiều tuyến bị kéo dài (xem báo cáo ngành Vận tải biển) góp phần nâng cao sức cạnh tranh của vận tải hàng hóa hàng không so với vận tải đường biển.

Biểu đồ 7. GDP bình quân đầu người Việt Nam

GDP bình quân đầu người của Việt Nam năm 2023 đạt mức tăng trưởng 5.8%, mức tăng trưởng đứng thứ 2 trong khu vực Đông Nam Á chỉ sau Philippines.

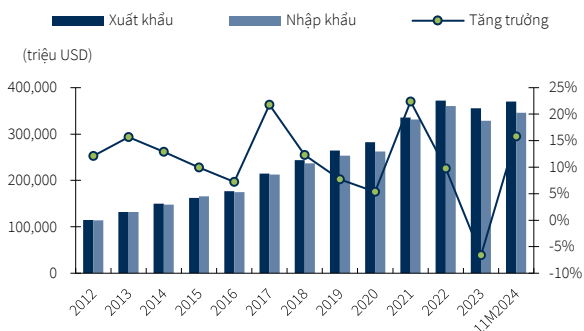
Theo IMF, GDP bình quân đầu người của Việt Nam dự báo đạt khoảng 4.65 nghìn USD trong 2024 và tăng hơn 300 USD đạt 4.99 nghìn USD trong năm 2025, tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024-2030 đạt 6.8%/năm.



Nguồn: Bloomberg, IMF

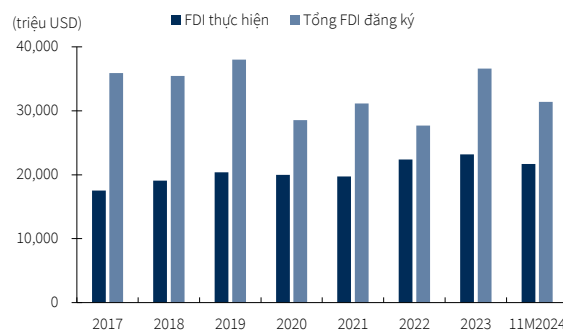


**Biểu đồ 8. Kim ngạch xuất nhập khẩu Việt Nam**



Nguồn: UNCTAD

**Biểu đồ 9. FDI đăng kí mới và thực hiện**



Nguồn: GSO

**Các hãng hàng không nội địa đẩy mạnh mở rộng đội tàu và các tuyến bay mới, tạo động lực tăng trưởng cho toàn ngành**

Các hãng hàng không nội địa đang liên tục mở mới đường bay và có kế hoạch bổ sung thêm số lượng máy bay lớn, tăng đáng kể quy mô đội tàu bay so với hiện tại. Trong 2024, Vietnam Airlines và Vietjet Air đã tăng cường mở mới một loạt các đường bay, chủ yếu là các đường bay quốc tế, tăng tần suất các tuyến bay sang Úc, Hàn Quốc, Nhật Bản. Tính đến tháng 10, cả 2 hãng hàng không này đều đã tăng quy mô đội bay thêm 3 máy bay, kế hoạch sẽ tăng thêm khoảng 16 tàu bay đến 2030 (VNA) và nhận thêm 20 máy bay thân rộng A330neo theo hợp đồng đã kí với Airbus (VJC). Ngoài ra, Bamboo Airways cũng mới nhận thêm máy bay mới vào cuối năm nay, kế hoạch sẽ mở rộng lại đội bay về quy mô ban đầu trong giai đoạn 2 năm tới (lên 18 máy bay so với 9 máy bay hiện nay).

Việc các hãng hàng không nội địa tăng cường mở rộng đội tàu và tuyến bay sẽ phần nào bù đắp được sự thiếu hụt tàu bay do thu hồi sửa chữa động cơ trong 2025 cũng như đáp ứng được nhu cầu vận tải tăng cao đến từ nhóm khách quốc tế và vận tải hàng hóa, đồng thời giảm chi phí thuê ngoài cho chính các hãng hàng không. Bên cạnh việc gia tăng công suất góp phần tăng sản lượng nói chung, các tuyến bay quốc tế được mở mới sẽ góp phần thay đổi cơ cấu hành khách và hàng hóa sang hướng tăng tỷ trọng doanh thu quốc tế, tác động tích cực đến KQKD của các doanh nghiệp dịch vụ và vận tải hàng không.

**Các dự án nâng cấp và mở rộng Cảng hàng không đang được tập trung đẩy nhanh tiến độ**

Theo quyết định số 648/QĐ-TTg về quy hoạch tổng thể phát triển cảng hàng không và hệ thống sân bay giai đoạn 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2050, Chính phủ đã phê duyệt kế hoạch nâng tổng số sân bay lên 30 sân bay vào 2030 và 33 sân bay vào 2050. Trong bối cảnh nhiều sân bay chủ chốt đang quá tải và hoạt động vượt công suất thiết kế dẫn đến tăng chi phí hoạt động như hiện nay, việc nâng cấp, mở rộng và xây mới các cảng hàng không là cần thiết và gấp rút, bên cạnh việc sẽ nâng cao năng lực khai thác, chất lượng dịch vụ cho các doanh nghiệp dịch vụ hàng không, việc mở rộng CSHT còn tạo điều kiện cho các hãng hàng không có thể tăng số chuyến bay và lượng tàu bay hoạt động, tác động tích cực tới lưu lượng hàng khách và hàng hóa thông qua cảng. Hiện nay 2 dự án lớn nhất đang được thực hiện bao gồm Nhà ga T3 – Cảng HKQT Tân Sơn Nhất và Cảng HKQT Long Thành giai đoạn 1, trong đó Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đang được thi công nhanh hơn kế hoạch 2 tháng, Cảng HKQT Long Thành đang có kế hoạch đẩy nhanh tiến độ đưa vào khai thác từ đầu 2026 thay vì cuối 2026 như trước đây.

**Bảng 10. Các dự án trọng điểm triển khai trong giai đoạn từ nay đến 2030**

Dự án	TMDT (tỷ VND)	Công suất hiện tại (triệu khách)	Công suất MR (triệu khách)	Kế hoạch xây dựng	Tiến độ
Long Thành GD 1	109,000	0	25	2023-2026	Xây dựng từ cuối tháng 10/2023, mới được phê duyệt chủ trương xây dựng đường băng số 2. đang tăng tốc hoàn thành dự án thành phần 1,2,3, kế hoạch đẩy nhanh tiến độ hoàn thành trước 31/12/2025, tuy nhiên đang gặp vướng mắc trong việc đẩy nhanh tiến độ dự án thành phần 3 do thiết bị chủ yếu nhập từ nước ngoài
Long Thành GD 2	76,600	25	25	2027-2030	Chưa triển khai
Nhà ga T3 Tân Sơn Nhất	10,990	30	20	2023-2025	Khởi công vào tháng 12/2022, hiện đã hoàn thành khoảng 80% khối lượng công việc, dự kiến có thể đưa vào khai thác từ tháng 5/2025
MR nhà ga T2 Nội Bài	4,983	25	5	2023-2025	Khởi công vào tháng 5/2024
Nhà ga T2 Cát Bi - Hải Phòng	3,147	2	5	2024-2026	11/2024 khởi công dự án nhà ga hàng hóa
Nhà ga T2 - Đồng Hới	1,750	0.5	2.5	2024-2026	Đã chấp thuận chủ trương đầu tư

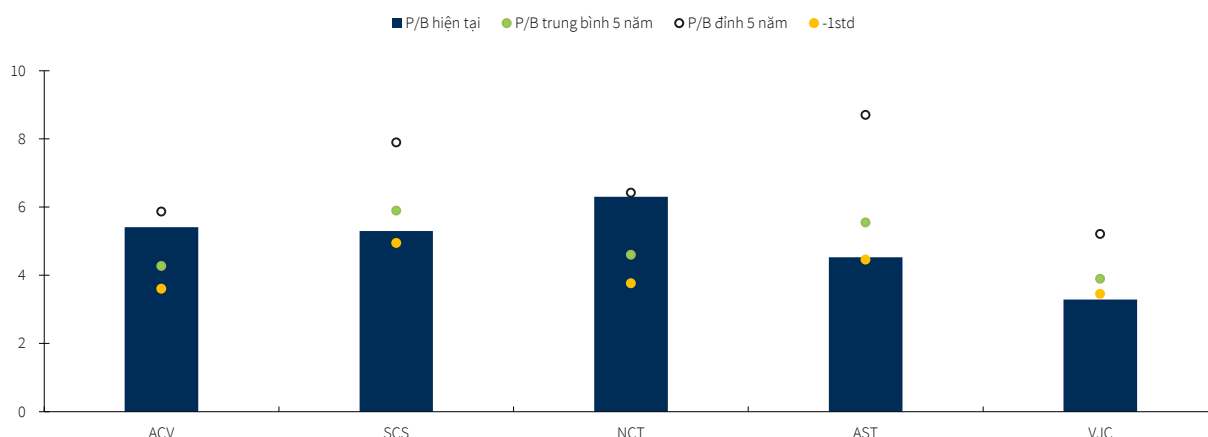
Nguồn: ACV, KBSV tổng hợp

**Chúng tôi nhận định tích cực với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không**

Nhận định tích cực của chúng tôi với nhóm cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không đến từ việc 2 yếu tố bao gồm: (1) tiềm năng tăng trưởng bền vững của nhóm khách quốc tế và nội địa, và (2) nhu cầu vận tải hàng khóa tăng do tiềm năng tăng trưởng thương mại quốc tế trong 2025, được đảm bảo bởi việc các hãng hàng không mở rộng quy mô và phạm vi hoạt động, cũng như công suất của hệ thống Cảng hàng không Việt Nam được gia tăng ổn định.

Tăng trưởng về lượt hành khách và hàng hóa đảm bảo tăng trưởng cho KQKD của các doanh nghiệp dịch vụ hàng không như ACV, AST, SCS. KQKD của các hãng vận tải hàng không cũng sẽ cải thiện đáng kể khi 2 hạng mục chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí là chi phí thuê ngoài và giá nhiên liệu dự kiến giảm (giá dầu Brent dự kiến sẽ giảm xuống mức 75 USD/thùng trong 2025 do lo ngại dư cung). Nhà đầu tư có thể cân nhắc các mã cổ phiếu có cơ cấu tài chính lành mạnh, câu chuyện tăng trưởng rõ ràng như ACV, SCS, AST, trong đó SCS và AST là 2 mã cổ phiếu đang ở mức giá hấp dẫn so với lịch sử khi P/B hiện đang thấp hơn mức trung bình 5 năm một lần độ lệch chuẩn.

**Biểu đồ 11. P/B các cổ phiếu dịch vụ và vận tải hàng không**



Nguồn: Bloomberg

# CTCP Dịch vụ Hàng hóa Sài Gòn(SCS) Động lực tăng trưởng mạnh từ khách hàng mới

19/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**1H2024, SCS ghi nhận doanh thu 477 tỷ VND (+43% yoy). Biên LNG tăng từ 77% 1H2023 lên 80% 1H2024**

1H2024, SCS ghi nhận doanh thu 477 tỷ VND (+43% yoy), hoàn thành 40% doanh thu kế hoạch 2024. KQKD tích cực đến từ tăng trưởng mạnh mẽ của thông lượng hàng hóa qua cảng SCS, đạt 128,730 tấn (+43% yoy) do (1) hoạt động thương mại hồi phục mạnh trên nền thấp 1H2023 và (2) SCS ký được hợp đồng mới với khách hàng lớn từ tháng 2/2024. Biên gộp cải thiện từ 77% 1H2023 lên 80% nhờ tăng tỷ trọng hàng quốc tế từ 70% lên 74%.

**Sản lượng hàng SCS nhận ảnh hưởng tích cực từ đà tăng trưởng chung của ngành**

Thông lượng hàng qua cảng SCS nói riêng và các doanh nghiệp dịch vụ hàng hóa hàng không nói chung sẽ nhận tác động tích cực từ: (1) đà tăng trưởng ổn định của kim ngạch XNK Việt Nam và (2) xu hướng chuyển dịch sang vận chuyển hàng hóa bằng đường hàng không khi cước vận tải biển ở mức cao kéo dài.

**Qatar Airways đóng góp tích cực vào KQKD của SCS trong những năm tới**

SCS đã giành được hợp đồng cung cấp dịch vụ cho Qatar Airways từ tháng 2/2024, nâng thị phần của SCS tại nhà ga hàng hóa sân bay Tân Sơn Nhất lên 49%. Qatar Airways dự kiến sẽ đóng góp khoảng 40,000 tấn/năm vào thông lượng hàng qua SCS, đẩy mạnh tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của SCS từ năm nay.

**Dự án nhà ga T3 Tân Sơn Nhất hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho SCS**

Nhà ga hành khách T3 Cảng HKQT Tân Sơn Nhất dự kiến đưa vào khai thác từ giữa 2025, sau khi hoàn thiện sẽ tăng 60% công suất khai thác cho sân bay Tân Sơn Nhất, kì vọng sẽ thúc đẩy thông lượng hàng hóa qua SCS cũng như tối ưu hóa chi phí cho doanh nghiệp trong quy trình xử lý hàng.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 97,400 VND/cổ phiếu**

Dựa trên kết quả định giá, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với cổ phiếu SCS, mức giá mục tiêu 97,400 VND/cổ phiếu.

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 97,400</b>
Tăng/giảm (%)	19.1%
Giá hiện tại (18/09/2024)	VND 81,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 101,400
Vốn hóa thị trường (ngàn tỷ VND/ tỷ USD)	7.8/0.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	38.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	12.9/0.5
Sở hữu nước ngoài (%)	26%
Cổ đông lớn	CTCP Gemadept (33.6%)

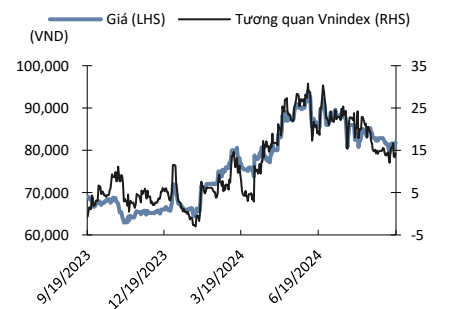
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-4.0	-4.9	6.5	18.6
Tương đối	-4.3	-3.7	4.7	14.1

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	851	705	1,068	1,193
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	699	571	861	984
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	646	498	729	834
EPS (VND)	6,505	4,638	7,142	8,166
Tăng trưởng EPS (%)	-38%	-29%	54%	14%
P/E (x)	13	18	11	10
P/B (x)	6	6	5	4
ROE (%)	45%	37%	47%	44%
Tỷ suất cổ tức (%)	5%	4%	6%	6%

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Vật liệu xây dựng

## Tín hiệu tích cực tại thị trường nội địa

### Sản lượng tiêu thụ hồi phục thúc đẩy kết quả kinh doanh 9T2024

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ thép và ống nhựa 9M2024 tăng 14%/3% so với cùng kỳ, thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận hồi phục. Biên lợi nhuận các doanh nghiệp thép có sự phân hóa giữa nhóm thượng nguồn và hạ nguồn. Cụ thể, các nhà sản xuất thép xây dựng, HRC được hưởng lợi nhờ giá bán nội địa ổn định trong khi chi phí đầu vào (quặng sắt, than cốc) suy giảm. Trong khi đó, các nhà sản xuất tôn mạ chịu tác động tiêu cực khi giá HRC Trung Quốc giảm mạnh trong 3Q2024 khiến chi phí dự phòng phát sinh.

### Nhu cầu tiêu thụ nội địa cải thiện là động lực tăng trưởng cho ngành thép

KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép tăng 14% trong 2025 với hai động lực chính bao gồm (1) thị trường Bất động sản hồi phục, hoạt động xây dựng gia tăng và (2) giải ngân vốn đầu tư công cải thiện, nhiều dự án lớn tới hạn bàn giao. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng các biện pháp CBPG được phê duyệt và áp dụng từ 1Q2025, giúp cải thiện tình trạng thép giá rẻ Trung Quốc xâm nhập vào thị trường Việt Nam. Trong ngắn hạn, KBSV cho rằng hai rủi ro chính tác động lên giá thép là áp lực giảm tồn kho thép tại Trung Quốc nhằm cân bằng cung cầu và giá quặng sắt suy giảm do nhu cầu tiêu thụ nội địa duy trì ở mức thấp do thị trường Bất động sản Trung Quốc hồi phục với tốc độ chậm. Chúng tôi kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025, được hỗ trợ bởi sự cải thiện về nhu cầu tiêu thụ trong nước.

### Chi phí đầu vào ngành ống nhựa được dự báo hồi phục trong 2025

Giá PVC resin hiện tại đã chạm đáy 10 năm (thấp hơn trung bình 24%) và được dự báo sẽ dần hồi phục trong 2025. Điều này sẽ có tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sản xuất có thể duy trì giá bán ổn định và chuyển một phần chi phí sang phía người mua, từ đó giúp hạn chế tác động của việc chi phí đầu vào tăng lên biên lãi gộp.

### Định giá hiện tại đang ở mức phù hợp

PBR của HPG/HSG/NKG/BMP đang ở mức 1.5x/1.1x/1.1x/3.48x, tương ứng với vùng -0.3/-0.4/-0.4/+2.0 STD so với trung bình 5 năm). KBSV kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ cải thiện sẽ là động lực chính thúc đẩy kết quả kinh doanh toàn ngành trong 2025.

Nhà đầu tư có thể cân nhắc và lựa chọn những doanh nghiệp có câu chuyện riêng, bao gồm nhưng không giới hạn bởi (1) mở rộng nhà máy nâng công suất, (2) diễn biến giá bán, chi phí đầu vào thuận lợi. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG, BMP.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
 (+84) 24-7303-5333 [nguyend1@kbsec.com.vn](mailto:nguyend1@kbsec.com.vn)

## Trung lập duy trì

Khuyến nghị	
<b>HPG</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	34,700VND
<b>HSG</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	21,900VND
<b>NKG</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	17,500VND
<b>BMP</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	117,500VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH THÉP 9T2024

### Sản lượng tiêu thụ toàn ngành hồi phục mạnh mẽ trong 2024

Lũy kế 9M2024, doanh thu của HPG/HSG/NKG đạt 104,364/30,197/16,140 tỷ VND (+23%/+27%/+14% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ hồi phục. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ toàn ngành 9T2024 tăng 14% YoY, trong đó, tiêu thụ nội địa tăng 19% YoY với động lực chính tới từ thép xây dựng, thép cuộn cán nóng (HRC) và tôn mạ (tăng lần lượt 6%/37%/19% YoY). Điều này phản ánh sự chuyển dịch của kênh tiêu thụ về thị trường nội địa khi nhu cầu dần hồi phục, khác với câu chuyện của 2023 khi các doanh nghiệp phụ thuộc nhiều hơn vào kênh xuất khẩu để duy trì sản lượng trong bối cảnh thị trường Bất động sản gặp khó khăn.

**Bảng 01. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép ống thúc đẩy tốc độ hồi phục trong 10M2024**

(triệu tấn, %)	T10/2023	T10/2024	%YoY	10M2023	10M2024	%YoY	Chú thích
Thép xây dựng	0.75	1.04	39%	7.27	8.24	13%	Tiêu thụ nội địa 10M2024 tăng 10% YoY
HRC	0.81	0.73	-10%	7.13	7.79	9%	Tiêu thụ nội địa 10M2024 tăng 36% YoY
Tôn mạ	0.36	0.50	39%	3.46	4.63	34%	Tiêu thụ nội địa 10M2024 tăng 23% YoY
Thép ống	0.18	0.25	42%	1.81	1.94	7%	
Tổng	2.10	2.52	20%	19.7	22.6	15%	

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

### Giá thép và chi phí đầu vào chịu tác động từ Trung Quốc khiến LNST các doanh nghiệp sản xuất thương nguồn và hạ nguồn biến động

Cụ thể, HPG (với sản phẩm chính là thép xây dựng và HRC) được hưởng lợi khi giá thép trong nước ổn định nhờ nhu cầu dần cải thiện và giá quặng sắt, than cốc suy giảm do triển vọng tiêu thụ kém tại Trung Quốc. Trong khi đó, các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ như HSG, NKG lại gặp khó khăn khi giá HRC giảm mạnh trong 3Q2024. Lũy kế 9M2024, LNST công ty mẹ của HPG/HSG/NKG đạt lần lượt 9,210/406/435 tỷ VND (+140%/-42%/+336% YoY).

**Bảng 02. LNST của HPG, HSG, NKG**

(tỷ VND, %)	3Q2023	3Q2024	%YoY	9M2023	9M2024	%YoY	Chú thích
HPG	2,000	3,022	51%	3,831	9,210	140%	
HSG	440	-186		705	406	-42%	
NKG	24	65	174%	100	435	336%	

Nguồn: VSA, FiinProX, KBSV

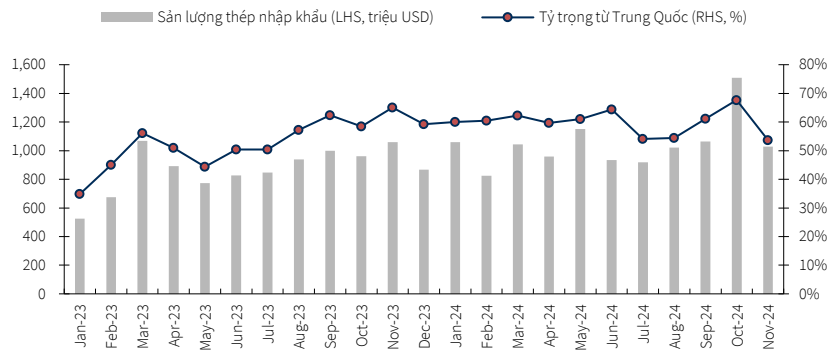
## TRIỂN VỌNG NGÀNH THÉP NĂM 2025

**Sản lượng thép nhập khẩu tiếp tục gia tăng trong thời gian gần đây nhưng kỳ vọng sẽ giảm dần nhờ các biện pháp chống bán phá giá**

Theo quan sát của chúng tôi, các đại lý đã chủ động tích trữ tồn kho thép giá rẻ trong 2H2024 trước khi các biện pháp chống bán phá giá có được phê duyệt. Đây cũng là một trong những nguyên nhân chính khiến giá thép nội địa có xu hướng đi ngang trong thời gian qua. Nhìn lại giai đoạn 2016-2017, với AD02, chúng tôi nhận thấy sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng trung bình 23%/quý trong năm đầu tiên kể từ khi thuế chống bán phá giá (CBPG) được áp dụng. KBSV kỳ vọng thuế CBPG tôn mạ (AD19) sẽ được phê duyệt trong 1Q2025 và sản lượng thép nhập khẩu bắt đầu giảm dần từ 2Q2025 trở đi. Trong khi đó, chúng tôi duy trì quan điểm về việc xác xuất thuế CBPG thép cuộn cán nóng được phê duyệt ở mức 50-60%.

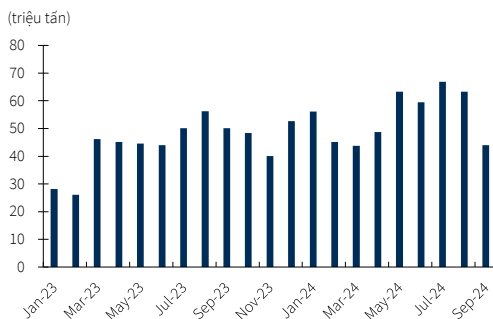
Theo số liệu từ GSO, sản lượng thép nhập khẩu vào Việt Nam trong 11M2024 tăng 20% YoY, trong đó, sản lượng từ Trung Quốc tăng 35% YoY (chiếm 60% kim ngạch nhập khẩu).

**Biểu đồ 03. Thống kê kim ngạch nhập khẩu thép vào Việt Nam**



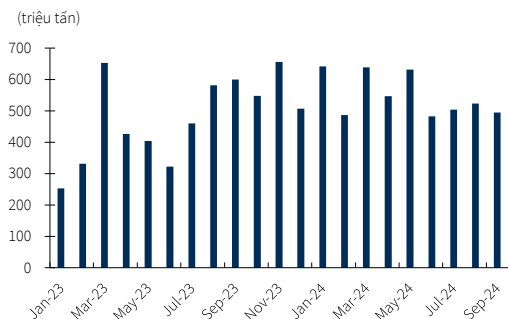
Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 04. Sản lượng tôn mạ nhập khẩu (theo danh sách HSCode tại AD19)**



Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 05. Sản lượng HRC nhập khẩu (theo danh sách HSCode được áp dụng tại AD20)**



Nguồn: KBSV

**Sản lượng tiêu thụ được thúc đẩy bởi triển vọng nhu cầu hồi phục tại thị trường nội địa**

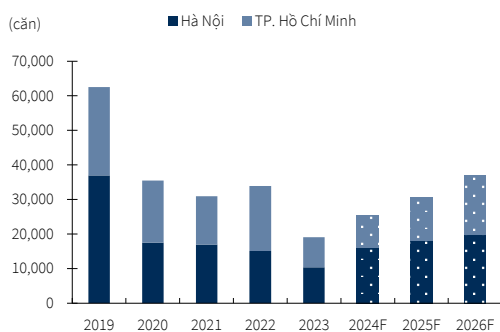
Trong 2025, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa tiếp tục gia tăng nhờ (1) thị trường Bất động sản hồi phục, hoạt động xây dựng cải thiện (2) kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công cao nhất từ trước tới nay với nhiều dự án trọng điểm tới hạn hoàn thành trong năm.

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh dự kiến tăng 21%/năm trong 2025-2026. Bên cạnh đó, Luật Bất động sản (sửa đổi) và Luật Đất đai (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ giúp rút ngắn thời gian đền bù, giải phóng mặt bằng, hoàn thiện hồ sơ pháp lý cho chủ đầu tư. Từ đó, tạo điều kiện cho ngành phát triển bền vững hơn trong tương lai dài hạn, cải thiện nguồn cung. Thực tế, theo quan sát của chúng tôi, nhiều dự án mới đã được hỗ trợ tháo gỡ pháp lý trong 2H2024 nhờ cam kết hỗ trợ của Chính phủ nhằm kích thích sự hồi phục kinh tế, đặc biệt là tại thị trường miền Nam.

Đối với lĩnh vực Đầu tư công, theo dữ liệu từ Bộ Tài chính, giải ngân vốn lũy kế 11M2024 đạt 411 nghìn tỷ VND, hoàn thành 61% kế hoạch đầu năm. Dự kiến kế hoạch giải ngân trong 2025 là 791 nghìn tỷ VND (+17% YoY) khi nhiều dự án trọng điểm sẽ tới hạn bàn giao, nghiệm thu (tổng thể hoặc từng phần) trong năm, bao gồm các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành giai đoạn 1. Với mục tiêu GDP 2025 tăng trưởng trên 6.5%, đầu tư công sẽ là lĩnh vực chủ chốt giúp góp phần kích thích tăng trưởng kinh tế, điều này tạo áp lực lên tiến độ thi công của các dự án chậm tiến độ, đặc biệt là khi kế hoạch giải ngân đã được thông qua.

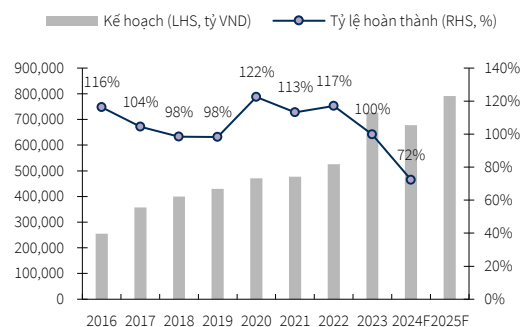
KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thép toàn ngành tăng lần lượt 14%/7% trong 2025/2026. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp sản xuất với thị phần lớn thị trường nội địa sẽ được hưởng lợi lớn nhất khi nhu cầu trong nước được dự báo tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

**Biểu đồ 06. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 07. Giải ngân vốn đầu tư công**



Nguồn: MOF, KBSV

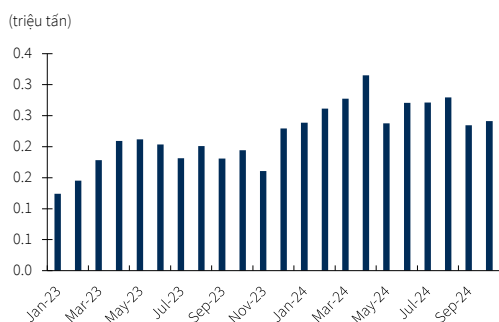
**Sản lượng tiêu thụ từ kênh xuất khẩu được dự báo suy giảm trong 2025 do tác động từ các biện pháp chống bán phá giá**

Sau giai đoạn thị trường thép thế giới bị đe dọa bởi thép giá rẻ từ Trung Quốc (tiêu thụ nội địa duy trì ở mức yếu do tác động tiêu cực của ngành Bất động sản), các thị trường lớn như Mỹ và EU đã gia tăng các biện pháp chống bán phá giá với thép nhập khẩu từ tất cả các quốc gia có kim ngạch nhập khẩu lớn, trong đó bao gồm Việt Nam. Theo số liệu từ VSA, sản lượng xuất khẩu tôn mạ và HRC đã có xu hướng giảm dần từ đầu 2H2024 tới nay, cho thấy tác động tiêu cực của thuế CBPG đã được phản ánh một phần khi các doanh nghiệp nước ngoài

hạn chế nhập khẩu từ Việt Nam, tránh rủi ro bị truy thu thuế trong tương lai.

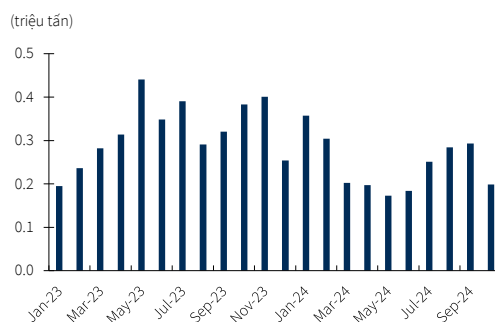
Điều này sẽ yêu cầu các nhà sản xuất thép trong nước giảm phụ thuộc vào các thị trường xuất khẩu trong ngắn hạn và nỗ lực cạnh tranh, chuyển dịch đơn hàng về thị trường nội địa hoặc mở rộng tìm kiếm khách hàng mới tại các thị trường ngách. Chúng tôi cho rằng sau khi thuế CBPG tại các thị trường phát triển được áp dụng, sản lượng tiêu thụ có thể giảm trung bình 5-8%/tháng so với mức hiện tại. Trong dài hạn, trên thị trường xuất khẩu, KBSV cho rằng các doanh nghiệp Việt Nam vẫn có thể duy trì lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia khác trên thế giới nhờ (1) chi phí nhân công rẻ hơn khiến giá thép thấp hơn so với giá tự sản xuất trong nước và (2) thuế suất cho các sản phẩm thép nhập khẩu từ Việt Nam thấp hơn so với thuế suất áp dụng cho Trung Quốc, mức thuế cho các doanh nghiệp khác nhau tùy vào mức độ xuất khẩu vào từng thị trường.

**Biểu đồ 08. Sản lượng xuất khẩu tôn mạ**



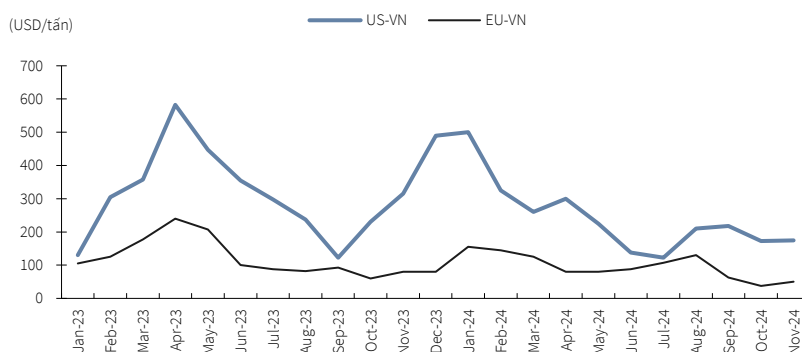
Nguồn: VSA, KBSV

**Biểu đồ 09. Sản lượng xuất khẩu HRC**



Nguồn: VSA, KBSV

**Biểu đồ 10. Chênh lệch giá HRC tại US, EU với VN**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Các biến động tại thị trường Trung Quốc là rủi ro chính tác động lên giá thép trong 2025**

Một số rủi ro có thể tác động tới giá thép trong 2025 bao gồm (1) tồn kho thép tại Trung Quốc ở mức cao khiến giá thép chịu áp lực giảm trong quá trình giảm tồn kho (thép xây dựng cần tuân theo tiêu chuẩn mới từ 25/09/2024). Bên cạnh đó, (2) thị trường Bất động sản Trung Quốc hồi phục với tốc độ chậm trong khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục duy trì ở mức thấp khiến nhu cầu sản xuất suy giảm, tác động tiêu cực lên giá quặng sắt, than cốc. Mặc dù thị trường Bất động sản Trung Quốc đã có những tín hiệu hồi phục ngắn hạn nhờ các chính sách hỗ trợ



kích thích kinh tế gần đây, nhà đầu tư kỳ vọng Chính phủ Trung Quốc sẽ tung ra thêm các chính sách kích thích để hỗ trợ tốc độ hồi phục của ngành. Chúng tôi kỳ vọng cho rằng thị trường Bất động sản Trung Quốc đã tạo đáy sau khi Chính phủ Trung Quốc thể hiện ý chí hỗ trợ, hỗ trợ sự hồi phục của toàn ngành.

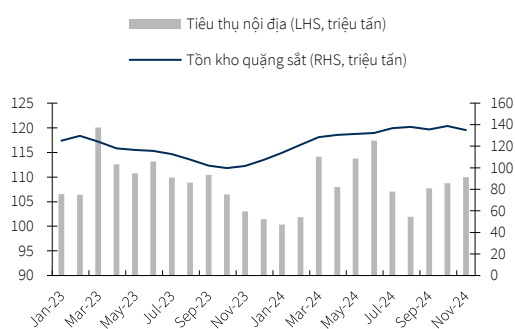
KBSV cho rằng rủi ro liên quan tới thị trường Bất động sản đã được phản ánh một phần vào giá thép và nguyên vật liệu trong thời gian vừa qua, tuy nhiên, rủi ro nhu cầu quặng sắt, than cốc suy giảm có thể chưa được phản ánh trên thị trường.

**Bảng 11. Tổng hợp các chính sách, biện pháp kích thích kinh tế, hỗ trợ thị trường Bất động sản của Chính phủ Trung Quốc**

Mục đích	Chính sách
Cắt giảm lãi suất chính sách	PBOC cắt giảm 20bps lãi suất repo đảo ngược xuống còn 1.5% Kỳ vọng lãi suất cho vay trung hạn (MLF) được cắt giảm 30bps Gợi ý về đợt cắt giảm thêm từ 20-25bps cho lãi suất cho vay cơ bản 1 năm (LPR) và lãi suất tiền gửi
Bơm thanh khoản cho hệ thống ngân hàng	Cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR) 50bps và gợi ý cắt thêm từ 25-50bps cho đến hết năm
Hỗ trợ thị trường Bất động sản	Một số thành phố lớn đã nới lỏng hoặc bãi bỏ các điều kiện tiêu chuẩn để mua nhà, liên quan đến hộ khẩu và tình trạng hôn nhân Cắt giảm tỷ lệ trả trước cho người mua nhà thứ 2 từ 25% xuống 15% trên toàn quốc. Chính quyền Bắc Kinh còn giảm tỷ lệ này cho căn nhà mua đầu tiên, từ 20% xuống 15%. Cho phép các chính quyền địa phương phát hành lên tới 834 tỷ USD để mua lại tồn kho Bất động sản PBOC cho phép các NHTM sử dụng tới 100%, nâng lên từ 60% trong gói 300 tỷ NDT tái cấp vốn cho các tổ chức thuộc nhà nước mua lại BĐS tồn kho và chuyển thành nhà ở xã hội
Hỗ trợ thị trường chứng khoán	Cam kết cải thiện các quy trình giao dịch và hỗ trợ cho các nhà đầu tư, quỹ đầu tư ngoại gia nhập thị trường Hỗ trợ cho các quỹ đầu tư vốn nhà nước mở rộng danh mục đầu tư Gói hỗ trợ vốn với 500 tỷ NDT cho các quỹ đầu tư, công ty bảo hiểm và chứng khoán. Gói vay lãi suất thấp với 300 tỷ NDT cho các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu quỹ
Phát hành trái phiếu	Trung Quốc lên kế hoạch phát hành trái phiếu với giá trị 411 tỷ USD nhằm kích thích tiêu dùng, đầu tư

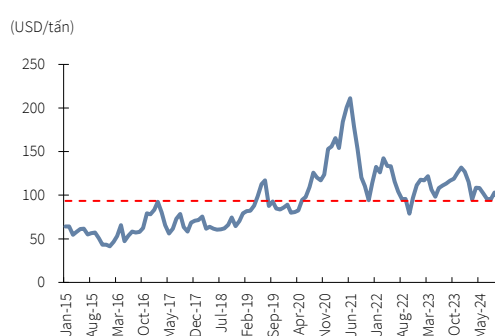
Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 12. Tồn kho quặng sắt Trung Quốc duy trì ở mức cao**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 13. Giá quặng sắt Fe62% về mức trung bình 10 năm**

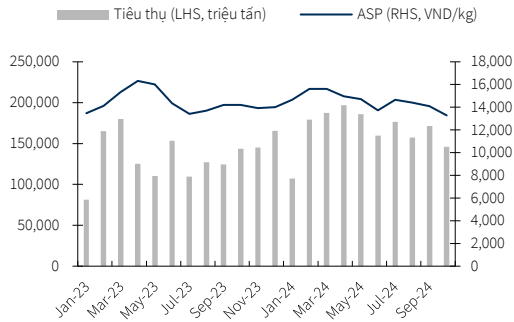


Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025 nhờ nhu cầu nội địa hồi phục**

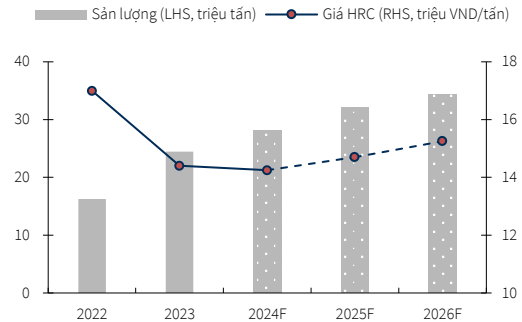
Theo quan sát của chúng tôi, trong 2024, các nhà sản xuất thường có xu hướng duy trì giá thép ổn định và chỉ điều chỉnh để cân bằng với chi phí đầu vào nhằm duy trì và cải thiện sản lượng tiêu thụ. Với rủi ro biến động từ thị trường bên ngoài như trên, KBSV kỳ vọng giá thép tiếp tục đi ngang, được hỗ trợ bởi sự hồi phục về nhu cầu của thị trường nội địa.

**Biểu đồ 14. Sản lượng tiêu thụ và giá HRC trung bình của HPG tại thị trường nội địa**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 15. Tổng sản lượng tiêu thụ toàn ngành và giá thép HRC dự phóng**



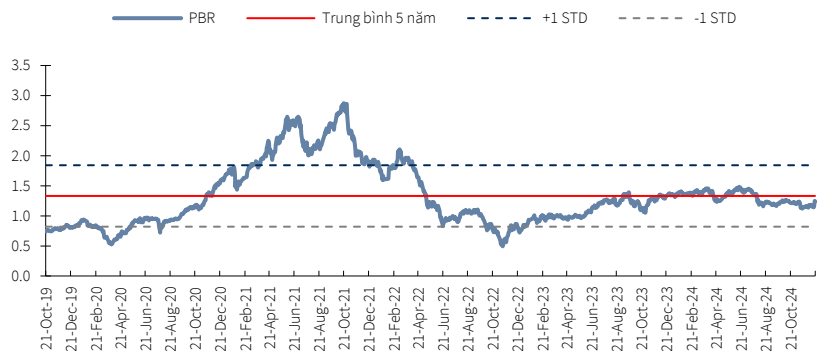
Nguồn: KBSV

**Định giá phù hợp nhưng một số doanh nghiệp có triển vọng riêng biệt**

PBR trung bình của 3 doanh nghiệp ngành thép thuộc danh sách theo dõi của KBSV (bao gồm: HPG, HSG, NKG) đang ở vùng 1.2x (thấp hơn trung bình 5 năm). Ở vùng giá hiện tại, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu ngành thép đã phản ánh một phần rủi ro giá thép suy giảm trong ngắn hạn và tiềm năng cải thiện sản lượng tiêu thụ trong 2025.

KBSV đánh giá TRUNG LẬP với triển vọng ngành thép nói chung, tuy nhiên, chúng tôi ưa thích HPG nhờ (1) triển vọng sản lượng tăng nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động, nhu cầu tiêu thụ nội địa cải thiện nhờ thị trường Bất động sản hồi phục và đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư công, (2) biên lãi gộp cải thiện nhờ kỳ vọng giá thép đi ngang, vòng quay hàng tồn kho được tối ưu giúp cải thiện biên lãi gộp trong trường hợp giá quặng sắt, than cốc suy giảm.

**Biểu đồ 17. Định giá PBR các doanh nghiệp ngành thép**



Nguồn: FiinProX, KBSV

## KẾT QUẢ KINH DOANH NGÀNH ỐNG NHỰA 9T2024

### Biên lợi nhuận tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ giá PVC chạm đáy

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ toàn ngành tăng 3% YoY trong 9M2024. Theo đó, LNST công ty mẹ của BMP, NTP đạt 760/519 tỷ VND (-3%/+32% YoY) nhờ chi phí đầu vào (nhựa PVC chiếm 70%) duy trì ở vùng thấp giúp biên lãi gộp duy trì ở mức cao. Nguyên nhân chính dẫn tới việc nhu cầu tiêu thụ đi ngang trong 2024 là do tốc độ hồi phục chậm của thị trường Bất động sản (đặc biệt trong 1H2024). Theo quan sát của chúng tôi, 70% nhu cầu tiêu thụ ống nhựa tới từ thị trường Bất động sản dân dụng, 30% còn lại tới từ các dự án đầu tư công.

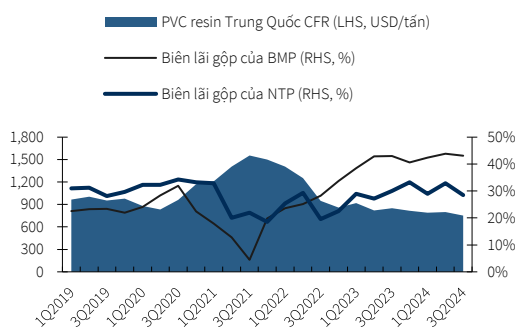
Trong bối cảnh nhu cầu toàn ngành thiếu động lực tăng trưởng, trong 3Q2024, BMP đã chủ động tăng chiết khấu cho các đại lý nhằm kích thích sản lượng tiêu thụ (tăng 19%/52% QoQ/YoY). Từ đó, thị phần của BMP ước tính đạt 27% trong kỳ. KBSV ước tính thị phần của BMP/NTP/HSG trong 9M2024 đạt lần lượt 25%/29%/13%, thể hiện sự khác biệt trong chiến lược kinh doanh khi NTP thường duy trì chính sách chiết khấu cho đại lý cao hơn so với các đối thủ nhằm duy trì sản lượng tiêu thụ ở mức cao.

**Bảng 16. LNST của BMP, NTP**

(tỷ VND, %)	3Q2023	3Q2024	%YoY	9M2023	9M2024	%YoY	Chú thích
BMP	209	290	39%	784	760	-3%	
NTP	148	172	16%	395	519	32%	

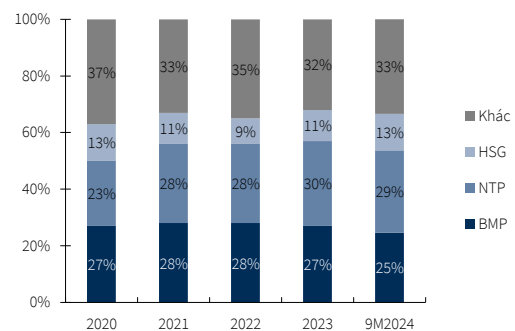
Nguồn: BMP, NTP, KBSV

**Biểu đồ 17. Tương quan giữa giá PVC resin Trung Quốc và biên lãi gộp của BMP, NTP**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 18. Thị phần của các doanh nghiệp ngành ống nhựa**



Nguồn: KBSV

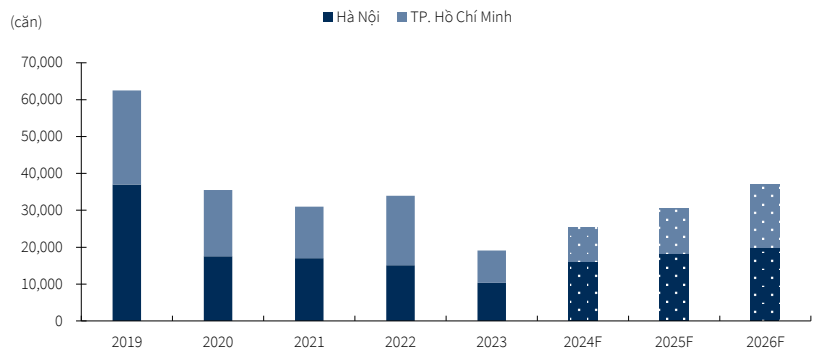
## TRIỂN VỌNG NGÀNH ỐNG NHỰA NĂM 2025

**Nhu cầu tiêu thụ được dự phóng tiếp tục gia tăng trong 2025 với động lực chính tới từ sự hồi phục của thị trường Bất động sản**

Theo quan sát của chúng tôi, các dự án Bất động sản lớn trên cả nước đang được hỗ trợ xử lý, tháo gỡ về mặt pháp lý nhanh chóng nhờ các biện pháp hỗ trợ của Chính phủ. Bên cạnh đó, sự kiện Quốc hội thông qua luật Bất động sản (sửa đổi), luật Đất đai (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ hỗ trợ đà hồi phục của thị trường trong tương lai. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh dự kiến tăng trung bình 21%/năm trong 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung gia tăng sẽ tác động tích cực lên nhu cầu tiêu thụ ống nhựa trong thời gian tới.

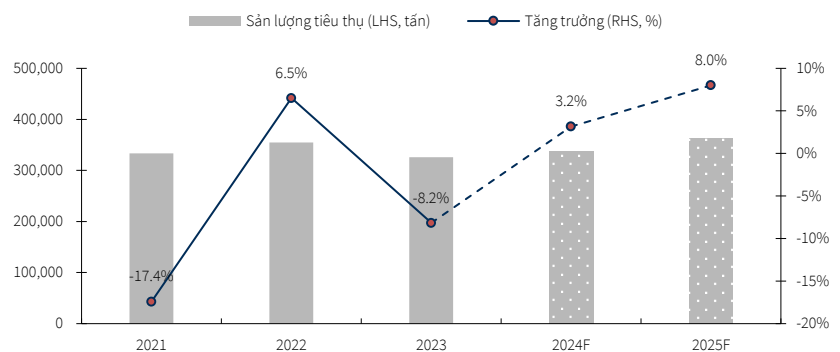
Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Kinh doanh Bất động sản (sửa đổi), Luật Nhà ở (sửa đổi) có hiệu lực từ 11/08/2024 trở đi giúp rút ngắn thời gian đền bù, giải phóng mặt bằng, hoàn thiện pháp lý các dự án; từ đó, cải thiện nguồn cung, tạo điều kiện để thị trường Bất động sản phát triển bền vững hơn. Chúng tôi kỳ vọng số lượng dự án Bất động sản dân dụng được cấp phép mới gia tăng mạnh mẽ hơn trong 2025, giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ vật liệu xây dựng trong nước.

**Biểu đồ 19. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội, TP. HCM 2025-2026 dự báo tăng 21%/năm**



Nguồn: CBRE, KBSV

**Biểu đồ 20. Sản lượng tiêu thụ toàn ngành dự phóng tăng 8% YoY trong 2025**



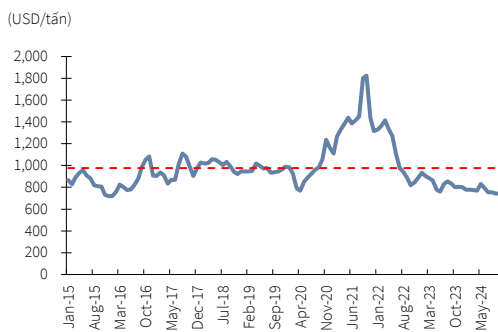
Nguồn: KBSV

**Biên lãi gộp dự báo suy giảm do giá PVC resin dần hồi phục**

KBSV nhận định rằng PVC resin đã tạo đáy và sẽ dần hồi phục trong 2025, phù hợp với quan điểm của chúng tôi khi hoạt động sản xuất tại Trung Quốc đang có xu hướng cải thiện nhờ các chính sách kích thích, hỗ trợ kinh tế của Chính phủ. Điều này sẽ có tác động tiêu cực lên biên lãi gộp của các doanh nghiệp sản xuất trong ngành.

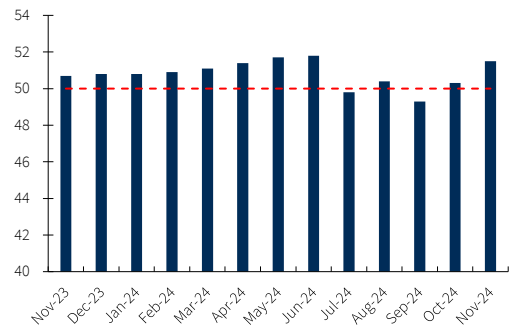
Tuy nhiên, thị trường ống nhựa ít chịu rủi ro cạnh tranh từ kênh nhập khẩu do mỗi thị trường sẽ có yêu cầu về tiêu chuẩn riêng biệt cho các sản phẩm khác nhau với số lượng lớn, chưa kể chi phí vận chuyển phát sinh. Điều này tạo ra rào cản tham gia thị trường và yêu cầu các doanh nghiệp nước ngoài sản xuất trực tiếp tại Việt Nam. Với việc 3 doanh nghiệp lớn nhất chiếm xấp xỉ 67% thị phần toàn ngành, chúng tôi cho rằng BMP, NTP, HSG có lợi thế lớn trong việc thiết lập giá bán và các chính sách bán hàng, công nợ cạnh tranh. Giá bán ổn định và khả năng chuyển một phần chi phí sang phía người mua sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất kiểm soát biên lãi gộp trước áp lực chi phí đầu vào gia tăng trong tương lai.

**Biểu đồ 21. Giá PVC resin Trung Quốc chạm đáy 10 năm**



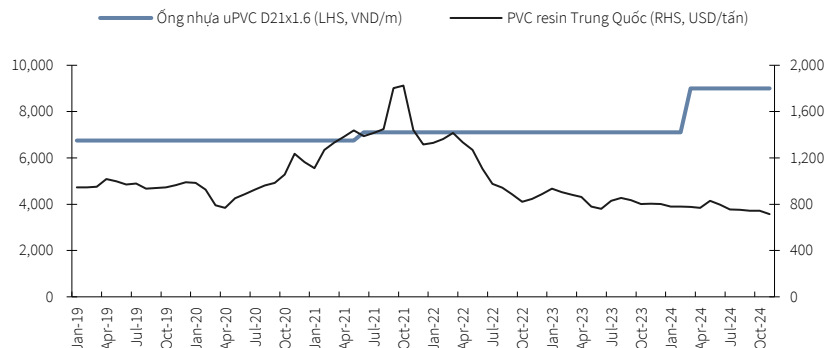
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 22. PMI Caixin Trung Quốc**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 23. Giá bán ống nhựa của BMP và giá PVC resin Trung Quốc**

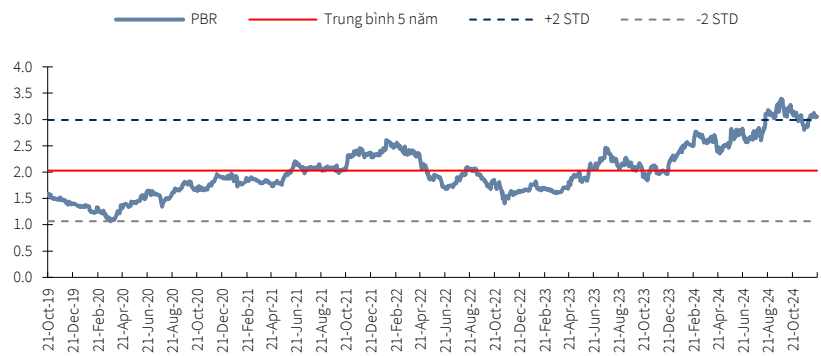


Nguồn: KBSV

**Định giá đã phản ánh một phần triển vọng kinh doanh**

PBR trung bình của BMP, NTP đang ở mức 3x, tương ứng với vùng +2 STD so với trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng vùng định giá hiện tại đã phản ánh phần lớn triển vọng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong 2025-2026. KBSV đánh giá TRUNG LẬP với ngành ống nhựa trong 2025 do rủi ro chi phí đầu vào gia tăng, tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Đối với ngành ống nhựa, chúng tôi đánh giá BMP là cổ phiếu giá trị đáng để theo dõi và có thể giải ngân nếu xuất hiện các nhịp điều chỉnh đáng kể nhờ (1) thị phần Top 2 toàn ngành, (2) hiệu quả kinh doanh ở mức cao so với các đối thủ và (3) lợi suất cổ tức tiền mặt hấp dẫn được duy trì qua các năm.

**Biểu đồ 24. Định giá PBR trung bình các doanh nghiệp ngành ống nhựa**



Nguồn: FiinProX, KBSV

# Tập đoàn Hòa Phát (HPG)

## Dẫn đầu thị trường nội địa

06/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyendn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyendn1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**HPG ghi nhận 3,022 tỷ VND LNST công ty mẹ (-9% QoQ) trong 3Q2024**

Doanh thu 3Q2024 giảm 14% QoQ do (1) giá thép giảm trung bình 2% QoQ và (2) tổng sản lượng tiêu thụ giảm 7% QoQ khi bước vào mùa thấp điểm trong năm. Nhờ chi phí quặng sắt, than cốc giảm nhanh hơn giá thép trong nước, biên lãi gộp 3Q2024 của HPG tăng 67bps QoQ.

**Sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng 19%/9% trong 2025/2026 nhờ nhu cầu nội địa tiếp tục xu hướng hồi phục**

Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng trong nước sẽ sôi động hơn trong 2025 nhờ sự hồi phục mạnh mẽ hơn của thị trường Bất động sản. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ từ các dự án đầu tư công được dự báo cũng sẽ gia tăng khi nhiều dự án trọng điểm tới thời hạn bàn hoàn thành trong năm. Bên cạnh đó, xu hướng áp dụng các biện pháp chống bán phá giá với thép nhập khẩu được kỳ vọng cũng sẽ kích thích sản lượng tiêu thụ thép trong nước trong thời gian tới.

**Biên lãi gộp ước tính đạt 15.2%/15.6% trong 2025/2026**

Trong trường hợp giá quặng sắt, than cốc suy giảm, điều này sẽ tác động tích cực lên biên lãi gộp của HPG. Chúng tôi kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025 và sẽ không chịu áp lực điều chỉnh mạnh như giá thép Trung Quốc khi nhu cầu tiêu thụ nội địa tiếp tục gia tăng trong thời gian tới.

**Dung Quất 2 đi vào hoạt động từ 1Q2025**

Hiện tại, lò cao đầu tiên và các dây chuyền đúc, cán thép đã được lắp đặt và chuẩn bị vận hành từ tháng 12/2024. KBSV ước tính Dung Quất 2 sẽ đóng góp 1.1 triệu tấn HRC cho HPG trong 2025.

**Khuyến nghị MUA với HPG, giá mục tiêu 34,700 VND/cổ phiếu**

KBSV khuyến nghị MUA với HPG, định giá hợp lý ở mức 34,700/cổ phiếu, tăng 11.9% so với mức định giá trong báo cáo kỳ trước. So với mức giá đóng cửa ngày 05/12/2024, mức lợi nhuận kỳ vọng ở mức 25.7%.

## MUA duy trì

Giá mục tiêu	VND 34,700
Tăng/giảm (%)	25.7%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 27,600
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 33,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	178.1/7.0

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	55.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	526.7/21.0
Sở hữu nước ngoài (%)	27.3%
Cổ đông lớn	
Trần Đình Long và gia đình	34.9%

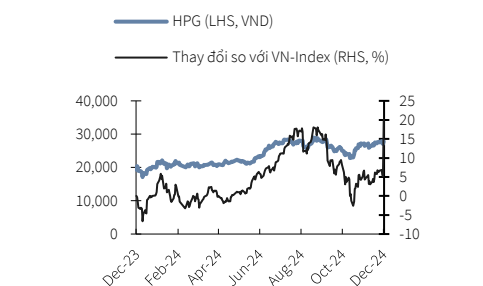
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.8	6.6	-8.7	7.8
Tương đối	1.2	8.8	-5.3	-3.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	141,409	118,953	140,232	161,391
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	7,651	13,626	17,479
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	8,484	6,835	12,424	15,355
EPS (VND)	1,459	1,175	1,942	2,401
Tăng trưởng EPS (%)	-81%	-19%	65%	24%
P/E (x)	12.3	25.7	14.3	11.5
P/B (x)	1.1	1.7	1.5	1.4
ROE (%)	9%	7%	11%	12%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.9%	0.0%	0.0%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Tập đoàn Hoa Sen (HSG)

## Chờ mùa hoa nở

09/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Q4 FY24, HSG ghi nhận lỗ 186 tỷ VND LNST công ty mẹ**

HSG ghi nhận lỗ trong kỳ do phát sinh 122 tỷ VND trích lập dự phòng hàng tồn kho trong bối cảnh giá HRC giảm mạnh trong kỳ. Kết thúc FY24, LNST công ty mẹ của HSG đạt 510 tỷ VND, hoàn thành 102% kế hoạch năm nhờ sản lượng tiêu thụ hồi phục (+37% YoY)

**Ước tính tổng sản lượng tiêu thụ tăng 8%/10% trong FY25/FY26**

Chúng tôi cho rằng sự hồi phục về nhu cầu tại thị trường trong nước sẽ là động lực chính thúc đẩy sản lượng tiêu thụ của HSG trong thời gian tới. Trong đó, sự hồi phục của thị trường Bất động sản và việc áp thuế CBPG tôn mạ nhập khẩu sẽ là hai yếu tố then chốt, kỳ vọng doanh thu của HSG tăng 10%/13% trong FY25/FY26

**Biên lãi gộp ước tính đạt 11.8%/12.3% trong FY25/FY26**

KBSV kỳ vọng giá bán thép trung bình đi ngang trong 2025. Tuy nhiên, HRC có thể tiếp tục giảm giá do giá quặng sắt, than cốc gặp áp lực điều chỉnh khi nhu cầu tiêu thụ thép tại Trung Quốc được dự báo sẽ suy giảm trong 2025. Trong trường hợp giá HRC giảm chậm, chúng tôi kỳ vọng HSG có thể duy trì hạn chế tối thiểu lên biên lãi gộp nhờ chính sách tối ưu tồn kho nguyên vật liệu ở mức trung bình 2 tháng

**Hoa Sen Homes tạo lợi thế cạnh tranh cho HSG tại thị trường nội địa**

Với hệ thống phân phối, bán lẻ vật liệu xây dựng riêng biệt, HSG có thể duy trì giá bán thép ở mức cao hơn các đối thủ trên thị trường, giúp duy trì biên lãi gộp ổn định. Theo chia sẻ từ HSG, 80% doanh thu nội địa của HSG tới từ Hoa Sen Homes

**Khuyến nghị MUA với HSG, giá mục tiêu 21,900 VND/cổ phiếu**

KBSV khuyến nghị MUA với HSG, giá mục tiêu ở mức 21,900/cổ phiếu, giảm 3% so với mức định giá trong báo cáo kỳ trước. So với mức giá đóng cửa ngày 06/12/2024, mức lợi nhuận kỳ vọng là 17.4%

## MUA thay đổi

Giá mục tiêu	VND 21,900
Tăng/giảm (%)	17.4%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 18,650
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 23,500
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	11.6/0.5

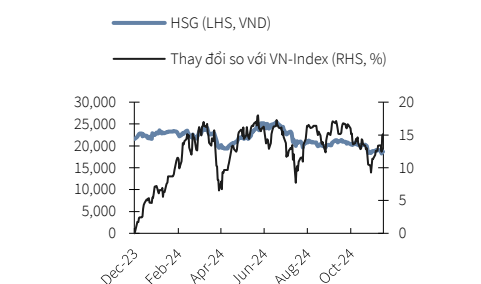
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	75.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	159.2/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	39.0%
Cổ đông lớn	
Lê Phước Vũ	16.9%
Dragon Capital	4.8%

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.7	-8.6	-20.6	-15.6
Tương đối	-9.1	-8.8	-19.3	-28.6

## Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
Doanh số thuần (tỷ VND)	31,651	39,270	43,305	48,931
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	74	499	1,046	1,343
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	25	510	878	1,108
EPS (VND)	40	828	1,426	1,799
Tăng trưởng EPS (%)	-90%	1976%	72%	26%
P/E (x)	571.9	25.4	13.1	10.4
P/B (x)	1.3	1.2	1.0	0.9
ROE (%)	0%	5%	8%	9%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	5%	0%	0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# Thép Nam Kim (NKG)

## Khó khăn ngắn hạn

20/09/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**NKG hoàn thành 110% kế hoạch lợi nhuận trong 1H2024**

Kết thúc 1H2024, LNST của NKG đạt 370 tỷ VND (+386% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 24% so với cùng kỳ, trong đó, sản lượng tiêu thụ tôn mạ nội địa tăng 46% so với cùng kỳ

**Giá HRC giảm nhanh trong 3Q2024 gây áp lực lên biên lãi gộp**

Tính từ đầu 3Q2024 tới nay, giá HRC đã giảm 22% do áp lực giảm hàng tồn kho từ thị trường Trung Quốc trong bối cảnh các thị trường gia tăng các biện pháp phòng hộ với thép nhập khẩu, tạo áp lực trích lập dự phòng tồn kho nguyên vật liệu trong kỳ. Tuy nhiên, trong trung hạn, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp của NKG sẽ được duy trì ổn định nhờ giá tôn mạ giảm chậm hơn giá HRC

**Kỳ vọng tiêu thụ nội địa cải thiện trong thời gian tới**

KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ trong nước của NKG sẽ cải thiện trong thời gian tới nhờ (1) thuế chống bán phá giá tôn mạ được áp dụng từ cuối 4Q2024, (2) thị trường Bất động sản dần hồi phục tạo động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép

**Lợi thế cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu được duy trì**

Trong dài hạn, (1) mức thuế áp dụng cho thép nhập khẩu từ Việt Nam thấp hơn Trung Quốc và (2) chênh lệch giá HRC tại Mỹ, Châu Âu với Việt Nam tiếp tục được duy trì là hai động lực chính giúp thúc đẩy xuất khẩu thép của NKG

**Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu 23,800 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với NKG và xác định giá trị hợp lý của NKG là 23,800 VND/cổ phiếu, tương ứng với sinh lời kỳ vọng là 11% so với giá đóng cửa ngày 20/09/2024

## TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 23,800
Tăng/giảm (%)	11%
Giá hiện tại (20/09/2024)	VND 21,450
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 24,550
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	5.6/0.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	23,071	18,596	21,500	23,489
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	-46	177	678	776
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	-67	117	545	621
EPS (VND)	-253	446	2,069	2,358
Tăng trưởng EPS (%)	-102%	-276%	364%	14%
P/E (x)	-48.3	55.3	10.4	9.1
P/B (x)	0.6	1.3	1.0	1.0
ROE (%)	-1%	2%	10%	10%
Tỷ suất cổ tức (%)	8.4%	0.0%	0.0%	0.0%

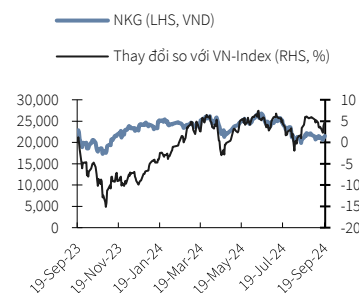
Nguồn: FiinProX, KBSV

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	76%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	102.6/4.1
Sở hữu nước ngoài (%)	12.1%
Cổ đông lớn	
Hồ Minh Quang	14.2%
Korea Investment Management	6.1%

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0	-19	-15	-6
Tương đối	0	-18	-15	-10



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Nhựa Bình Minh (BMP)

## Tiêu thụ cải thiện nhờ tăng chiết khấu cho đại lý

25/11/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**BMP ghi nhận 290 tỷ VND LNST công ty mẹ (+3% QoQ) trong 3Q2024**

Doanh thu trong kỳ tăng 22% QoQ nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình tăng 19%/2% QoQ sau khi BMP chủ động tăng chiết khấu cho các đại lý phân phối và đẩy mạnh các chương trình thúc đẩy bán, chiết khấu thanh toán cho đối tác

**Sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng 12%/7% trong 2025/2026 nhờ thị trường Bất động sản hồi phục**

Trong báo cáo gần nhất, CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại TP. HCM tăng 32%/38% trong 2025/2026. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xây dựng dân dụng sẽ tiếp tục hồi phục trong 2025 nhờ thị trường Bất động sản ấm dần trở lại, tiến độ giải phóng mặt bằng, tháo gỡ pháp lý được đẩy nhanh sau khi Luật Đất đai (sửa đổi), Luật Bất động sản (sửa đổi) được áp dụng

**Giá PVC resin tại Trung Quốc được dự báo sẽ tăng trở lại trong 2025**

Sau khi công bố các biện pháp hỗ trợ kinh tế, chúng tôi cho rằng hoạt động sản xuất tại Trung Quốc sẽ dần quay trở lại, kích thích nhu cầu tiêu thụ PVC resin, từ đó khiến giá bán hồi phục, tác động tiêu cực tới giá vốn hàng bán của BMP. Tuy nhiên, KBSV cho rằng, với thị phần lớn trong ngành ống nhựa và khả năng chuyển một phần chi phí sang phía người mua nhờ nhu cầu gia tăng, biên lãi gộp của BMP ước tính đạt 40%/37% trong 2025/2026

**Tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định, lợi suất hấp dẫn**

KBSV kỳ vọng BMP sẽ thực hiện trả cổ tức đợt 2/2024 trong 1H2025, lợi suất cổ tức tiền mặt ước tính đạt 5.2%. Đồng thời, chúng tôi đánh giá mức lợi suất cổ tức tiền trong 2025/2026 ở mức 9.8%/9.2% (dự phóng) là tương đối hấp dẫn

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với BMP, giá mục tiêu 117,500 VND/cổ phiếu**

KBSV khuyến nghị TRUNG LẬP với BMP, định giá hợp lý ở mức 117,100 VND/cổ phiếu, thấp hơn 1.7% so với mức giá đóng cửa ngày 22/11/2024. Điều chỉnh giá hiện tại sau khi nhận cổ tức đợt 2/2024, tỷ suất lợi nhuận ước tính đạt 3.7%

## TRUNG LẬP thay đổi

Giá mục tiêu	VND 117,500
Tăng/giảm (%)	-1.7%
Giá hiện tại (22/11/2024)	VND 119,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 124,800
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	9.8/0.4

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	44.1%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	31.1/1.2
Sở hữu nước ngoài (%)	84.2%
Cổ đông lớn	
Nawaplastic	54.9%

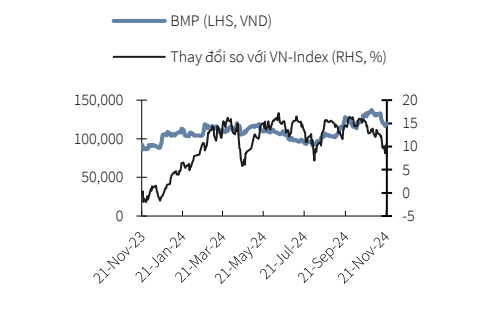
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-10.0	13.6	8.8	34.3
Tương đối	-8.0	18.0	11.5	22.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,808	5,157	4,935	5,535
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	868	1,304	1,256	1,237
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	694	1,041	1,012	990
EPS (VND)	8,481	12,717	12,360	12,090
Tăng trưởng EPS (%)	224%	50%	-3%	-2%
P/E (x)	7.1	8.2	9.7	9.9
P/B (x)	1.9	3.2	3.6	3.6
ROE (%)	28%	39%	37%	36%
Tỷ suất cổ tức (%)	9.5%	11.3%	10.0%	9.8%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Xây dựng

## Nguồn cung công việc mới gia tăng

### Kết quả kinh doanh tăng trưởng nhưng backlog còn hạn chế

Doanh thu các doanh nghiệp xây dựng trong danh sách theo dõi của KBSV 9T2024 tăng 28% YoY. Tuy nhiên, nguồn cung công việc hạn chế tại mảng xây dựng dân dụng và xây lắp điện khiến doanh nghiệp phải phụ thuộc vào nguồn doanh thu đa dạng để duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận.

### Backlog mảng xây dựng dân dụng được kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ trong 2025

Chúng tôi cho rằng số lượng dự án Bất động sản dân dụng được cấp phép xây dựng mới đã tạo đáy và đang dần hồi phục nhờ sự hỗ trợ của Chính phủ trong 2024. Sang 2025, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh được dự báo tăng 21%/năm giúp cải thiện backlog mảng xây dựng dân dụng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng Luật Bất động sản (sửa đổi), Luật Đất đai (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi) sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng, hoàn thiện hồ sơ pháp lý và dần cải thiện nguồn cung trong tương lai.

### Kỳ vọng tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công 2025 ở mức cao giúp thúc đẩy kinh tế

Với tiến độ giải ngân trong 2024 ở mức thấp, áp lực giải ngân vốn đầu tư công sẽ lớn hơn trong 2025 nhằm hoàn thiện và kịp thời bàn giao các dự án trọng điểm. Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công trong 2025 đạt 791 nghìn tỷ (+17% YoY). Bên cạnh đó, Luật Đầu tư công (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ giúp quá trình lập hồ sơ, phê duyệt đầu tư, quản lý và giải ngân vốn được linh hoạt và hiệu quả hơn trong dài hạn nhờ các thay đổi như (1) tách rời việc giải phóng mặt bằng thành dự án riêng biệt, (2) phân cấp thẩm quyền phê duyệt, quản lý, giải ngân vốn, (3) tinh giản quy trình thủ tục.

### Kỳ vọng Quy hoạch Điện 8 đẩy nhanh triển khai từ 2025 trở đi

KBSV kỳ vọng nguồn cung công việc mảng xây lắp điện hồi phục trong 2025 nhờ (1) đẩy nhanh triển khai các dự án thuộc Quy hoạch Điện 8, (2) phê duyệt khung giá điện chuyển tiếp, khung giá cho các dự án năng lượng tái tạo giúp thu hút các nhà đầu tư mới, (3) DPPA giúp kích thích nhu cầu xây dựng đường dây truyền tải.

### Định giá toàn ngành ở vùng hấp dẫn

PBR nhóm Top 5 doanh nghiệp trong ngành mà KBSV theo dõi đang ở mức mức 1.0x (tương ứng với vùng trung bình 5 năm). Chúng tôi kỳ vọng backlog cải thiện giúp KQKD tăng trưởng trong 2025 nhờ (1) thị trường Bất động sản hồi phục, (2) kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công ở mức cao, (3) đẩy nhanh triển khai các dự án thuộc Quy hoạch Điện 8. Một số cơ hội đầu tư đáng theo dõi bao gồm CTD, VCG,

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
(+84) 24-7303-5333 [nguyend1@kbsec.com.vn](mailto:nguyend1@kbsec.com.vn)

## Tích cực thay đổi

### Khuyến nghị

CTD	MUA
Giá mục tiêu	VND 85,500

LCG	MUA
Giá mục tiêu	VND 13,900

PC1	MUA
Giá mục tiêu	VND 30,300

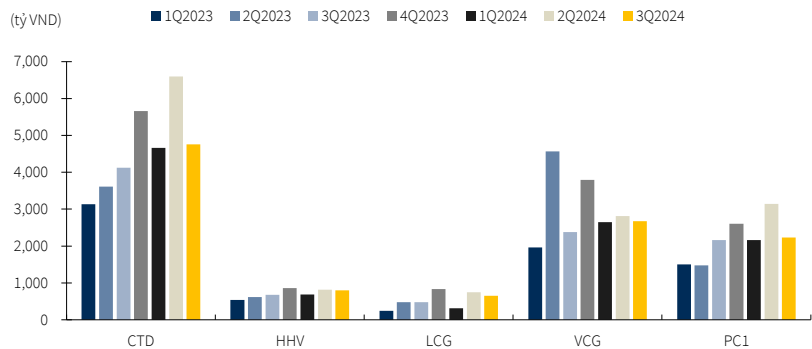
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

**Kết quả kinh doanh có sự phân hóa khi nhiều doanh nghiệp phụ thuộc vào nguồn doanh thu đa dạng để duy trì lợi nhuận**

Các nhà thầu xây dựng trong lĩnh vực công nghiệp và đầu tư công (với backlog cao và khả năng đáp ứng yêu cầu tiến độ) ghi nhận doanh thu tăng trưởng tích cực. Trong khi đó, trong bối cảnh thị trường Bất động sản hồi phục chậm và nguồn cung công việc mảng xây lắp điện hạn chế, doanh thu các doanh nghiệp xây dựng có xu hướng đi ngang và giảm nhẹ.

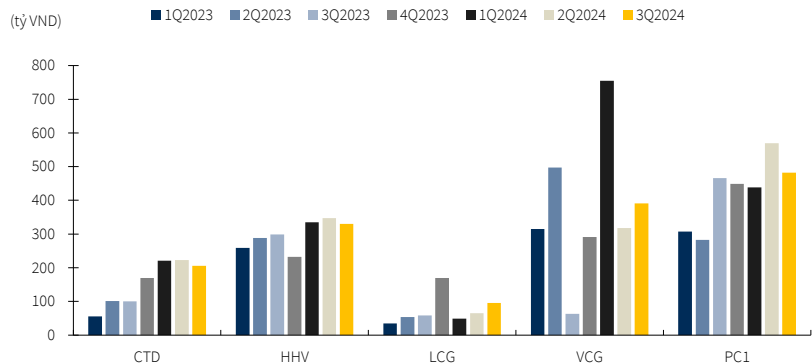
Lũy kế 9T2024, doanh thu Top 5 doanh nghiệp xây dựng niêm yết lớn nhất tăng 28% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong bối cảnh nguồn cung công việc một số lĩnh vực hồi phục chậm, một số doanh nghiệp phụ thuộc vào các nguồn doanh thu khác để duy trì lợi nhuận như BOT và bán điện (đóng góp 94%/42% lãi gộp của HHV, PC1 trong 9T2024). Trong khi đó, lãi gộp của CTD, LCG đạt lần lượt 649/210 tỷ VND (tăng 153%/43% YoY)

**Biểu đồ 01. Doanh thu Top 5 doanh nghiệp đầu ngành tăng 28% YoY trong 9T2024**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 02. Lãi gộp của Top 5 doanh nghiệp xây dựng niêm yết**

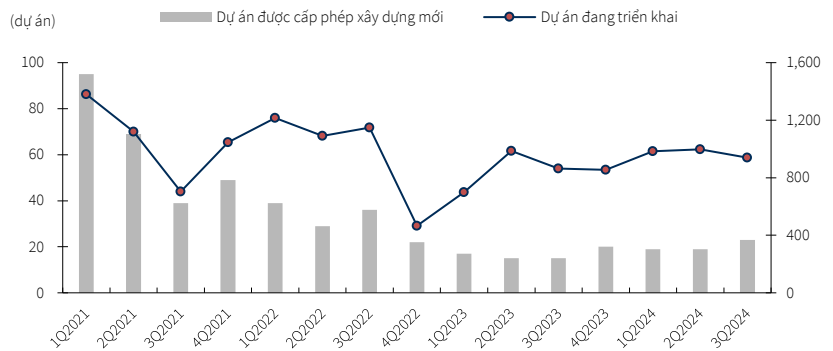


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Xây dựng công nghiệp là động lực thúc đẩy tăng trưởng trong bối cảnh nguồn cung công việc mảng dân dụng hồi phục chậm trong 9T2024**

Tình hình thu hút vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục ghi nhận những kết quả tích cực trong 2024 khi vốn FDI đăng ký và giải ngân 11T2024 đạt 31.3/21.7 tỷ USD (tăng 1%/7% so với cùng kỳ). Trong đó, dòng vốn vào lĩnh vực chế biến chế tạo chiếm 64.4%. Đây cũng là động lực giúp duy trì backlog xây dựng ổn định xuyên suốt thời gian qua. Trong khi đó, hoạt động xây dựng dân dụng lại có diễn biến trầm lắng hơn trong 1H2024 và chỉ thực sự khởi sắc hơn từ giữa năm trở đi nhờ ý chí của Chính phủ trong việc hỗ trợ thị trường Bất động sản phục hồi. Lũy kế 9T2024, số lượng dự án được cấp phép xây dựng mới đạt 61 dự án (tăng 30% YoY), trong đó, số lượng dự án được cấp phép mới trong 3Q2024 đạt 23 dự án (so với 19/15 dự án trong 2Q2024 và 3Q2023).

**Biểu đồ 03. Số lượng dự án được cấp phép xây dựng mới và dự án đang triển khai**



Nguồn: MOC, KBSV

**Tiến độ thi công và tốc độ giải ngân vốn đầu tư công đều chậm**

Theo thống kê của Bộ tài chính, tính tới hết T10/2024, giải ngân đầu tư công tại dự án trọng điểm mới chỉ đạt 52% kế hoạch. Hai nguyên nhân chính bao gồm (1) chậm giải phóng mặt bằng tại các địa phương để bàn giao xây dựng, (2) nhà thầu gặp tình trạng thiếu nguyên vật liệu xây dựng. Trong các dự án trên, cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 và cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột dẫn đầu về tỷ lệ giải ngân (đạt lần lượt 70.5%/68.3%). Các dự án thành phần có tiến độ tích cực bao gồm Vũng Áng – Bùn (90%), Cần Thơ – Hậu Giang (88%), Hậu Giang – Cà Mau (83%); được tham gia thi công bởi VCG, LCG, C4G, G36, CC1.

**Nguồn cung công việc mới mảng xây lắp điện còn hạn chế**

Điểm sáng trên thị trường xây lắp điện trong 2024 tới từ việc EVN hoàn thành xây dựng và bắt đầu đưa vào vận hành đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối (vốn đầu tư hơn 23 nghìn tỷ VND) trong 3Q2024. Tuy nhiên, việc chậm triển khai Quy hoạch Điện 8 khiến các nhà thầu khó tiếp cận nguồn cung công việc mới trong bối cảnh các dự án năng lượng tái tạo chờ quyết định về giá bán điện chuyển tiếp, các dự án mới lùi thời gian triển khai, đầu tư.

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

**Kỳ vọng thị trường Bất động sản hồi phục tạo động lực gia tăng nguồn cung công việc cho mảng xây dựng dân dụng**

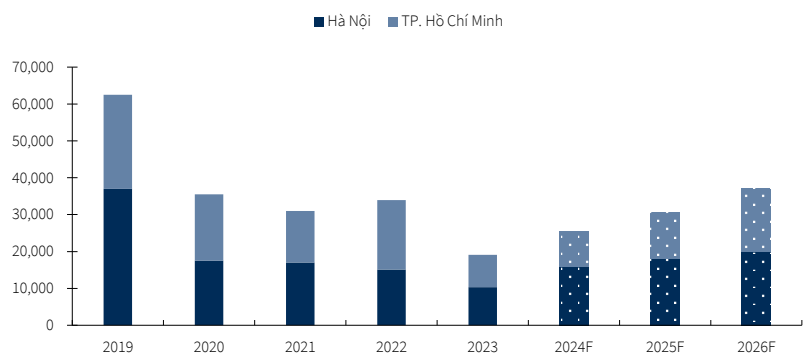
Theo quan sát của chúng tôi, backlog xây dựng dân dụng đã tạo đáy và đang dần hồi phục sau khi nhận được sự hỗ trợ của Chính phủ trong việc tháo gỡ pháp lý các dự án. Bên cạnh đó, Luật Bất động sản (sửa đổi), Luật Đất đai (sửa đổi) và Luật Nhà ở (sửa đổi) được kỳ vọng sẽ giúp rút ngắn thời gian đền bù, giải phóng mặt bằng và hoàn thiện hồ sơ pháp lý cho các chủ đầu tư. Nhờ đó, thị trường Bất động sản sẽ hồi phục rõ rệt hơn trong 2025 và phát triển bền vững hơn trong tương lai. KBSV kỳ vọng backlog mảng Bất động sản dân dụng cũng sẽ hồi phục mạnh mẽ trong tương lai.

**Các doanh nghiệp với nền tảng tài chính khỏe mạnh có thể đón đầu sự hồi phục của ngành Bất động sản**

Sau giai đoạn khó khăn 2022 do tác động của thị trường TPDN, chúng tôi nhận thấy phần lớn các nhà thầu xây dựng đều gặp khó khăn về dòng tiền khi quá trình thu hồi công nợ gặp khó khăn do phía chủ đầu tư chậm trả hoặc đàm phán, thay đổi phương thức thanh toán thành tài sản. KBSV cho rằng các doanh nghiệp xây dựng với năng lực thi công đã được kiểm chứng và nền tảng tài chính khỏe mạnh sẽ có cơ hội đón đầu nguồn cung mới trong thời gian tới. Nổi bật trong số đó là CTD và Ricons khi doanh nghiệp vẫn tiếp tục duy trì lượng tiền mặt ở mức cao so với các đối thủ. Tính tới 3Q2024, tiền mặt ròng của CTD/Ricons/HBC đạt lần lượt 2,023/1,565/-4,175 tỷ VND.

**Biểu đồ 04. Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh dự phóng tăng 21%/năm trong 2025-2026**

Theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh được kỳ vọng tăng 21%/năm trong 2025-2026.

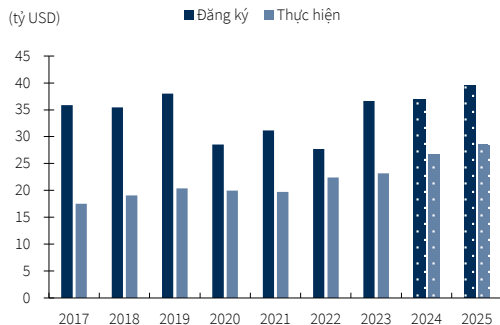


Nguồn: CBRE, KBSV

**Backlog xây dựng từ các chủ đầu tư FDI được kỳ vọng duy trì ổn định trong tương lai**

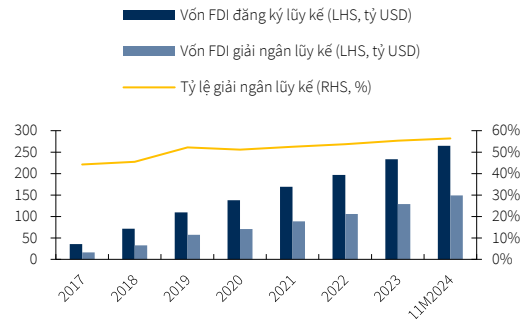
Sau cuộc bầu cử tổng thống Mỹ, chúng tôi cho rằng xu hướng chuyển dịch, đa dạng hóa chuỗi cung ứng sẽ tiếp tục gia tăng do các quan ngại về thuế quan từ Mỹ áp dụng lên thị trường Trung Quốc. KBSV kỳ vọng FDI đầu tư vào thị trường Việt Nam trong 2025 tăng 7% YoY. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn sẽ là điểm đến đầu tư hấp dẫn cho các nhà đầu tư nước ngoài nhờ (1) chi phí nhân công, điện sản xuất thấp hơn so với mặt bằng trong khu vực, (2) nguồn nhân lực trẻ có trình độ trung - cao cấp, (3) chính sách thuế quan hấp dẫn với nhiều FTA đã được ký kết. Với các động lực tăng trưởng trên, KBSV kỳ vọng backlog mảng xây dựng công nghiệp (đặc biệt các dự án có vốn FDI) sẽ được duy trì ổn định trong tương lai.

**Biểu đồ 05. Vốn FDI đăng ký đầu tư vào Việt Nam ước tính tăng 7% trong 2025**



Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 06. Giải ngân vốn FDI lũy kế từ 2017 tới nay đạt 149 tỷ USD, tương ứng với tỷ lệ giải ngân lũy kế là 56%**



Nguồn: GSO, KBSV

**Đầu tư công được kỳ vọng là điểm sáng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong 2025**

Với việc vốn đầu tư công giải ngân chậm trong 2024, áp lực giải ngân vốn trong 2025 sẽ gia tăng do nhiều dự án trọng điểm tới hạn hoàn thành và nghiệm thu trong năm. Bên cạnh đó, Luật Đầu tư công (sửa đổi) đã được thông qua trong T11/2024 với một số điểm thay đổi chính bao gồm (1) tách việc đền bù, giải phóng mặt bằng thành một dự án riêng, hỗ trợ nhà thầu thi công đảm bảo tiến độ xây dựng với chủ đầu tư; (2) phân cấp thẩm quyền theo các cấp giúp đẩy nhanh quá trình lập hồ sơ, phê duyệt đầu tư, quản lý và giải ngân vốn theo các cấp dự án từ quốc gia tới địa phương; (3) tinh giản quy trình, thủ tục đầu tư và đồng bộ hồ sơ giữa các cấp bộ, cơ quan trung ương và địa phương. Chúng tôi kỳ vọng quá trình cấp phép dự án và giải ngân đầu tư công sẽ được triển khai đồng bộ, linh hoạt và hiệu quả hơn trong tương lai, tạo động lực tăng trưởng kinh tế trong dài hạn. Trong 2025, kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công ước tính đạt 791 nghìn tỷ VND (+17% YoY).

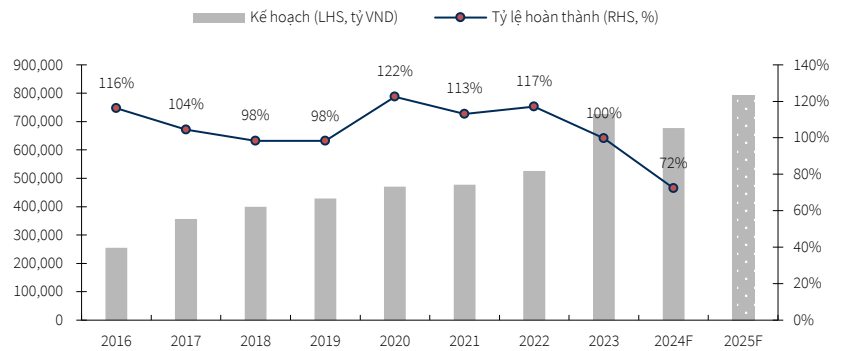
**Bảng 07. Tiến độ giải ngân các dự án đầu tư công trọng điểm 10M2024**

(tỷ VND, %)	Kế hoạch	Giải ngân	Hoàn thành
Cao tốc Bắc - Nam phía Đông giai đoạn 2017 - 2020	6,619	3,251	49%
Cao tốc Bắc - Nam phía Đông 2021 - 2025	36,399	25,662	71%
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột giai đoạn 1	4,697	3,206	68%
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu giai đoạn 1	6,489	3,154	49%
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng giai đoạn 1	10,734	7,358	69%
Vành đai 4 - Vùng Thủ đô Hà Nội	9,805	2,189	22%
Vành đai 3 - TP. Hồ Chí Minh	21,540	4,573	21%
Đường Hồ Chí Minh	4,925	3,605	73%
Dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành	81	0	0%
<b>Tổng</b>	<b>101,290</b>	<b>52,999</b>	<b>52%</b>

Nguồn: MOF, KBSV

**Biểu đồ 08. Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công trong 2025 tăng 17% YoY**

Giải ngân vốn đầu tư công tại các dự án trọng điểm chỉ đạt 52% trong 10M2024, tạo áp lực giải ngân vốn cho 2025 khi nhiều dự án tới hạn bàn giao và nghiệm thu. KBSV kỳ vọng các nhà thầu xây dựng có khả năng đảm bảo tiến độ thi công sẽ ghi nhận doanh thu lớn trong 2025 khi kế hoạch giải ngân trong năm ở mức cao. Đồng thời, việc hoàn thành các dự án lớn đúng tiến độ cũng sẽ giúp cải thiện hồ sơ năng lực để chuẩn bị đấu thầu cho các dự án trong kế hoạch đầu tư công 2026 – 2030.



Nguồn: MOF, KBSV

**Bảng 09. Các thay đổi quan trọng trong Luật Đầu tư công (sửa đổi)**

Chính sách	Chú thích	Đánh giá tác động
Thể chế hóa cơ chế, chính sách thí điểm	Cho phép tách công tác bồi thường, hỗ trợ tái định cư, giải phóng mặt bằng thành dự án độc lập với tất cả các nhóm dự án Quy định thẩm quyền của Thủ tướng giao cho một UBND cấp tỉnh là cơ quan chủ quan thực hiện dự án trên địa bàn từ 02 đơn vị hành chính cấp tỉnh trở lên Cho phép bố trí vốn NSDP để ủy thác thực hiện chính sách tín dụng ưu đãi thông qua Ngân hàng Chính sách Xã hội tại địa phương	Đẩy nhanh tiến độ đền bù, giải phóng mặt bằng, thu xếp vốn cho các dự án triển khai
Đề mạnh phân cấp, phân quyền	Phân cấp thẩm quyền cho Thủ tướng điều chỉnh kế hoạch đầu tư công trung hạn vốn NSTW giữa các bộ, các cơ quan trung ương và địa phương Phân cấp thẩm quyền cho Ủy ban Thường vụ Quốc hội quyết định sử dụng dự phòng chung vốn NSTW, các khoản vốn chưa phân bổ trong kế hoạch đầu tư công trung hạn Nâng quy mô vốn đầu tư công của dự án quan trọng quốc gia từ 30,000 tỷ VND trở lên, của dự án nhóm A, B, C với quy mô gấp 2 lần so với quy định cũ Phân cấp thẩm quyền cho người đứng đầu bộ, cơ quan trung ương quyết định chủ trương đầu tư dự án nhóm A do cơ quan, tổ chức mình quản lý với quy mô dưới 10,000 tỷ VND Phân cấp thẩm quyền cho UBND các cấp quyết định chủ trương đầu tư dự án nhóm B, C do cấp mình quản lý và điều chỉnh kế hoạch đầu tư công trung hạn vốn NSDP do cấp mình quản lý Phân cấp thẩm quyền gia hạn thời gian bố trí vốn NSTW từ Thủ tướng cho cấp quyết định chủ trương đầu tư, vốn NSDP từ Hội đồng nhân dân cấp tỉnh cho Chủ tịch Ủy ban nhân dân các cấp	Đẩy nhanh tiến độ lập hồ sơ, quy hoạch, phê duyệt dự án và triển khai sau khi phân cấp các dự án về các cấp tại các bộ, cơ quan, địa phương
Thúc đẩy thực hiện và giải ngân kế hoạch vốn ODA và vốn nước ngoài	Cho phép giải ngân kế hoạch vốn nước ngoài nguồn NSTW và vốn cho vay lại NSDP không phụ thuộc vào tỷ lệ cấp phát và cho vay lại, đồng thời, đơn giản hóa nội dung về Đề xuất dự án Phân cấp thẩm quyền, đơn giản hóa trình tự, thủ tục phê duyệt, điều chỉnh chủ trương đầu tư, quyết định đầu tư dự án sử dụng vốn nước ngoài Bổ sung quy định dừng sử dụng vốn ODA và vốn nước ngoài, đơn giản hóa việc thực hiện dự án sử dụng vốn ODA viện trợ không hoàn lại	Tạo cơ chế linh hoạt đầu tư sử dụng nguồn vốn ODA, vốn nước ngoài
Chính sách đơn giản hóa trình tự, thủ tục, bổ sung đảm bảo tính đồng bộ, thống nhất của hệ thống pháp luật	Đơn giản hóa trình tự, thủ tục lập kế hoạch đầu tư trung hạn và hàng năm Quy định, làm rõ một số khái niệm, nội dung nhằm thống nhất cách hiểu và cách triển khai đảm bảo đồng bộ giữa các bộ, cơ quan địa phương Quy định hạn mức chuyển tiếp 20% đối với các dự án thực hiện qua 02 kỳ trung hạn không áp dụng đối với dự án quan trọng quốc gia, bổ sung quy định áp dụng theo từng nguồn vốn NSTW hoặc NSDP. Đối với vốn ODA, chỉ áp dụng hạn mức 20% đối với tổng số vốn ODA của cả nước	Tinh giản quy trình, thủ tục đầu tư và đồng bộ hồ sơ giữa các cấp

Nguồn: MPI, KBSV

**Kỳ vọng Quy hoạch Điện 8 được đẩy nhanh tốc độ triển khai**

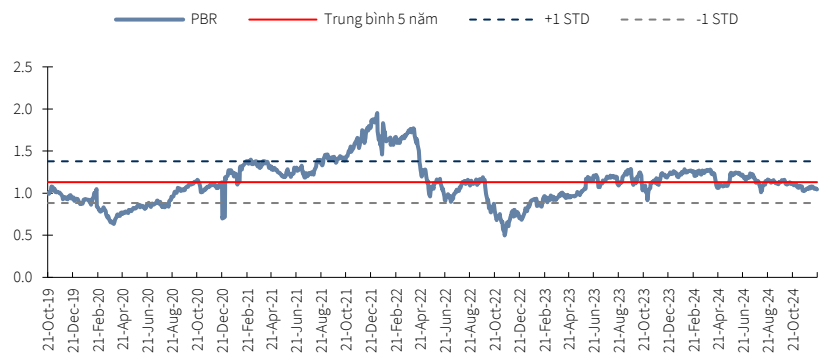
Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế trên 6.5%, chúng tôi cho rằng nhu cầu đầu tư, phát triển nguồn điện sẽ là một trong những ưu tiên hàng đầu trong thời gian tới. KBSV kỳ vọng nguồn cung mảng xây lắp điện sẽ dần phục hồi nhờ (1) các dự án thuộc Quy hoạch Điện 8 được đẩy nhanh tiến độ triển khai từ 2025 trở đi, (2) giá bán điện chuyển tiếp, quy định giá trong hợp đồng mua bán điện và khung giá điện gió sớm được phê duyệt tạo động lực cho khu vực tư nhân quay trở lại đầu tư; (3) cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) kích thích nhu cầu xây dựng các đường dây truyền tải từ 110kV trở xuống.



**Định giá hấp dẫn với triển vọng tăng trưởng trong 2025**

PBR trung bình của nhóm doanh nghiệp xây dựng trong danh sách theo dõi của KBSV hiện đang ở mức 1x (tương ứng với vùng trung bình 5 năm). Phân tách theo từng mảng công nghiệp, PBR của mảng dân dụng, công nghiệp; đầu tư công; xây lắp điện đạt 0.8x/1.0x/1.5x (tương ứng với vùng +1.0/-0.7/+0.1 STD so với đường trung bình 5 năm). KBSV kỳ vọng backlog cải thiện sẽ là động lực tăng trưởng chính cho ngành Xây dựng trong 2025 với các luận điểm bao gồm (1) thị trường Bất động sản hồi phục, (2) giải ngân vốn đầu tư công cao, (3) Quy hoạch Điện 8 được đẩy nhanh triển khai. Nhà đầu tư có thể cân nhắc một số cơ hội bao gồm CTD, VCG, HHV, LCG, PC1.

**Biểu đồ 10. PBR của các doanh nghiệp xây dựng**



Nguồn: KBSV

# Coteccons (CTD)

## Năm bắt cơ hội, vươn lên dẫn đầu

13/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
[nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Q1 FY25, LNST của CTD đạt 93 tỷ VND (+39% YoY)**

Động lực thúc đẩy tăng trưởng LNST tới từ (1) biên lãi gộp tăng 189bps YoY nhờ các dự án mới (sau giai đoạn tái cơ cấu có biên lãi gộp tốt hơn), đặc biệt các dự án công nghiệp có vốn FDI và (2) CTD không trích lập chi phí dự phòng trong kỳ (so với 30 tỷ VND trong Q1 FY24)

**Nguồn cung công việc được dự báo sẽ tiếp tục gia tăng nhờ thị trường Bất động sản hồi phục**

Mảng xây dựng công nghiệp (với biên lãi gộp cao, khả năng phát sinh công nợ khó đòi với các chủ đầu tư FDI thấp) sẽ tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho CTD trong trung và dài hạn. Trong 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung công việc mảng dân dụng gia tăng đáng kể khi thị trường Bất động sản hồi phục. Chúng tôi cho rằng CTD có thể tận dụng cơ hội để gia tăng backlog từ các chủ đầu tư Bất động sản trong bối cảnh các nhà thầu thi công khác còn đang gặp khó khăn về tài chính. KBSV ước tính doanh thu của CTD tăng 20.6%/8.7% trong FY25/FY26

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi ước tính tăng 274%/27% trong FY25/FY26**

KBSV ước tính biên lãi gộp của CTD đạt 4.3%/4.5% trong FY25/FY26 nhờ (1) tỷ trọng doanh thu các dự án mới gia tăng, (2) tối ưu năng lực thi công sau khi sáp nhập UG M&E và Sinh Nam. Chi phí dự phòng ước tính chiếm 0.3% doanh thu/năm (so với 1.2% trong FY24)

**Kỳ vọng Emerald68 mở bán từ 1Q2025**

Chúng tôi ước tính dự án Emerald68 sẽ đóng góp 377 tỷ VND lợi nhuận cho CTD trong FY26-FY27

**Khuyến nghị MUA với CTD, giá mục tiêu 85,500 VND/cổ phiếu**

KBSV khuyến nghị MUA với CTD, giá mục tiêu 85,500 VND/cổ phiếu (+1% so với định giá gần nhất), tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 29.3%

## MUA duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 85,500</b>
Tăng/giảm (%)	29.3%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 66,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 86,600
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	6.6/0.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	58.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	50.1/2.0
Sở hữu nước ngoài (%)	49.0%
Cổ đông lớn	
Kustocem	17.9%
KIM	8.1%

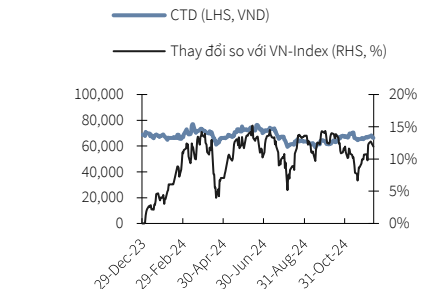
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-5.7	8.0	-9.4	6.6
Tương đối	-7.4	6.7	-6.8	-7.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,744	21,045	25,441	27,649
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	69	306	590	830
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	52	310	470	664
EPS (VND)	663	2,987	4,531	6,404
Tăng trưởng EPS (%)	152%	351%	52%	41%
P/E (x)	78.0	23.5	14.7	10.4
P/B (x)	0.5	0.9	0.8	0.7
ROE (%)	0.6%	3.7%	5.4%	7.1%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# LIZEN (LCG)

## Các dự án trọng điểm được bàn giao trong 2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyễn  
[nguyennnd1@kbsec.com.vn](mailto:nguyennnd1@kbsec.com.vn)

### MUA

Giá mục tiêu	VND 13,900
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	10,200 – 10,600
Lợi nhuận kỳ vọng 1	31%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	8,600 – 9,000
Lợi nhuận kỳ vọng 2	54%

**Lưu ý:**

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

#### Hoạt động kinh doanh

LCG hoạt động chính trong hai lĩnh vực bao gồm (1) xây dựng công trình hạ tầng, điện và (2) bất động sản. Công ty có kinh nghiệm lâu năm trong hoạt động xây dựng khu công nghiệp, thủy điện, điện mặt trời, đường dây tải điện.

#### Tương quan mặt bằng giá

P/B của LCG hiện đang ở vùng 0.8x, thấp hơn trung bình 5 năm. Chúng tôi cho rằng vùng định giá hiện tại tương đối hấp dẫn, sau khi các yếu tố liên quan tới việc chuyển nhượng dự án (điện mặt trời Nhơn Hải, Chư Ngọc) đã được phản ánh gần hết vào giá cổ phiếu, và ước tính giá cổ phiếu hợp lý ở vùng 0.9x.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

#### Nhiều dự án đầu tư công trọng điểm đến hạn bàn giao trong 2025-2026

Theo quan sát của chúng tôi, 2025 là năm bản lề cho việc hoàn thành đường cao tốc Bắc – Nam giúp kết nối hạ tầng liên tỉnh, tăng trưởng kinh tế. Điều này được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy giải ngân đầu tư công trong giai đoạn tới.

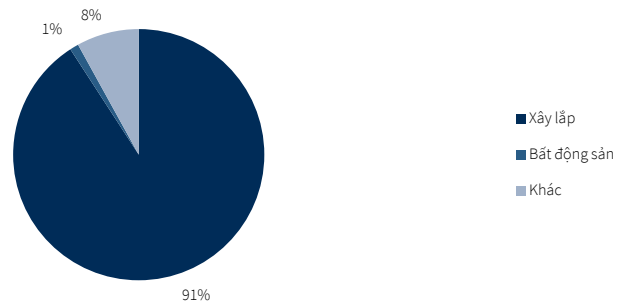
#### Ước tính doanh thu LCG tăng 16%/25% trong 2024/2025

Tính tới 8T2024, tiến độ giải ngân vốn đầu tư công tại hai dự án cao tốc lớn của LCG là Vũng Áng – Bùn, Vân Phong – Nha Trang đạt 87%/51%. Chúng tôi ước tính backlog của LCG tính tới 4Q2024 là hơn 4,300 tỷ VND, ước tính doanh thu 2024/2025 đạt 2,322/2,984 tỷ VND.

#### LCG có thể ghi nhận lợi nhuận tài chính đột biến trong 2H2024

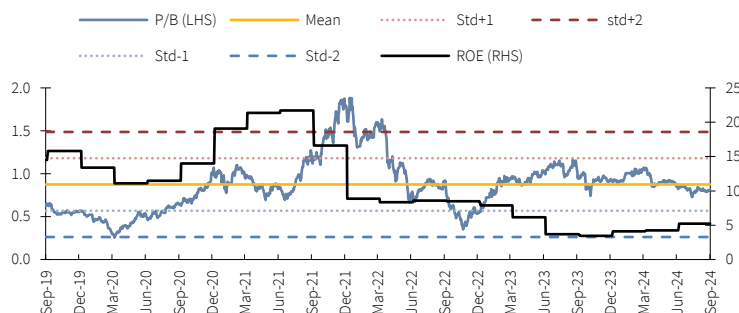
Hợp đồng chuyển nhượng cổ phần tại CTCP Đầu tư NLTT Licogi 16 Gia Lai có giá trị 279 tỷ VND, chúng tôi ước tính LCG có thể ghi nhận 108 tỷ lãi tài chính đột biến trong 2H2024

#### Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

#### Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

# CTCP Tập đoàn PC1 (PC1)

## KCN là động lực tăng trưởng dài hạn

09/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Ngọc Anh  
[anhntn@kbsec.com.vn](mailto:anhntn@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**9T2024, PC1 hoàn thành 70% doanh thu, 110% LNST kế hoạch năm 2024**

9T2024, PC1 ghi nhận doanh thu đạt 7,538 tỷ VND (+47% yoy), tăng trưởng mạnh đến từ (1) doanh thu hoạt động xây lắp và sản xuất công nghiệp tăng 66% yoy nhờ dự án đường dây 500kV mạch 3 và (2) mảng nickel ghi nhận doanh thu 9 tháng trong 2024 đạt 1,431 tỷ VND (+165% yoy) so với chỉ ghi nhận từ quý 3 trong 2023. LNST 9T2024 đạt 578 tỷ VND, hoàn thành 110% kế hoạch đề ra cho 2024.

**Backlog mảng xây lắp và sản xuất công nghiệp tiếp đà phục hồi nhờ hợp đồng kí mới ổn định**

Tháng 10/2024, PC1 đã cùng đối tác tại Philippines ký hợp đồng tổng thầu nhà máy điện gió với giá trị công việc của PC1 ước đạt 1,200 tỷ VND. Doanh thu xây lắp và sản xuất công nghiệp của PC1 kì vọng sẽ duy trì đà phục hồi trong những năm tới đến từ: (1) PC1 đang đẩy mạnh hợp tác tìm kiếm dự án tại nước ngoài và (2) hưởng lợi từ nhu cầu xây lắp gia tăng nhờ luật Điện lực sửa đổi thông qua tháng 11/2024 và Quy hoạch Điện VIII.

**KQKD mảng điện duy trì tích cực trong 2025 nhờ La Nina hỗ trợ tình hình thủy văn**

Việc chuyển pha từ El Nino sang La Nina đã tác động tích cực đến sản lượng thủy điện PC1 nửa cuối 2024, dự kiến sản lượng tiếp tục ở mức cao trong nửa đầu 2025. Sản lượng điện dự kiến đạt 1.1 tỷ Kwh trong 2024 và đi ngang trong 2025.

**BDS KCN đảm bảo đà tăng trưởng cho PC1 trong dài hạn**

Ngoài KCN Nomura 1 Hải Phòng đã cho thuê gần 100% và KCN Yên Phong 2A bắt đầu cho thuê từ đầu năm nay, PC1 đang triển khai gần 400 ha đất KCN tại Hà Nam, Hải Phòng, Bắc Giang, dự kiến có thể bắt đầu cho thuê từ 2026-2027.

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 30,300 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi khuyến nghị MUA với PC1, giá mục tiêu 30,300 VND/cổ phiếu, tương đương với mức tăng giá tiềm năng 31% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2024.

## Mua duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 30,300</b>
Tăng/giảm (%)	31%
Giá hiện tại (09/12/2024)	VND 23,150
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 28,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	8.3/0.3

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	76.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	43.2/1.7
Sở hữu nước ngoài (%)	13.2%
Cổ đông lớn	Trịnh Văn Tuấn (21.38%)

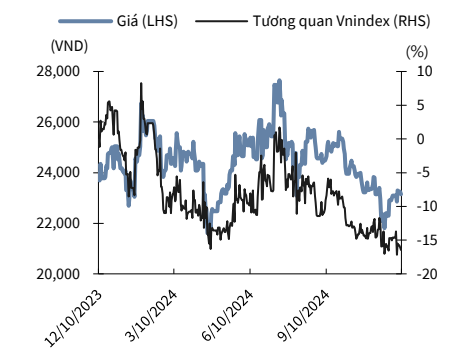
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.0	-6.1	-8.8	-3.2
Tương đối	-1.7	-7.6	-7.5	-16.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	8,358	7,775	10,036	11,029
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	647	407	918	1,021
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	460	140	575	701
EPS (VND)	1,700	450	1,607	1,961
Tăng trưởng EPS (%)	-42.5%	-73.5%	257.1%	22.0%
P/E (x)	11.9	64.0	17.9	14.7
P/B (x)	0.9	1.5	1.6	1.4
ROE (%)	6.8%	1.9%	7.6%	8.7%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5%	4.0%	13.0%	0.0%

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Điện

## Đồng pha tăng trưởng với nền kinh tế

### Tiêu thụ điện tăng trưởng tích cực với động lực hồi phục kinh tế

Chúng tôi đánh giá tăng trưởng tích cực của tiêu thụ điện sẽ được duy trì sang năm 2025 trong bối cảnh nền kinh tế tăng sức bật nhờ: i) Nhóm sản xuất công nghiệp dẫn dắt tăng trưởng kinh tế, ii) Các dự án đầu tư công trọng điểm hoàn thành và đưa vào sử dụng kéo theo nhu cầu điện tăng cao phục vụ hoạt động, iii) Thu nhập người dân được cải thiện sẽ giúp chi tiêu cho các hoạt động thương mại và dịch vụ tăng, góp phần cải thiện sản lượng điện tiêu thụ.

### Công suất phát điện được tăng cường từ các dự án mới đi vào hoạt động

KBSV cho rằng trong năm 2025, công suất phát điện Việt Nam sẽ vào khoảng 93 GW dựa theo lộ trình đưa các nhà máy mới đi vào hoạt động bao gồm: nhà máy Vũng Áng II (1,330 MW), nhà máy Nhơn Trạch 3&4 (1,500 MW), thủy điện Hòa Bình mở rộng (480 MW), thủy điện Ialy (360 MW),... Nguồn điện mới sẽ đóng vai trò quan trọng giúp bổ sung công suất vận hành cho nhu cầu sử dụng điện của Việt Nam trong bối cảnh tăng trưởng tiêu thụ điện của Việt Nam ở mức cao.

### Nhóm điện than và thủy điện duy trì công suất vận hành ổn định

Trong các tháng đầu năm 2025, tình hình thời tiết tại khu vực phía Bắc có khả năng duy trì lượng mưa cao hơn trung bình nhờ pha thời tiết Lanina kéo dài khiến cho thủy điện có thể được vận hành sớm hơn từ Q2/25 trong khi điện than giảm so với cùng kì. Từ nửa cuối năm, thời tiết chuyển sang pha trung tính khiến điện than sẽ có mức huy động tốt hơn, trong khi thủy điện suy giảm so với mức nền cao 2H24.

### Các chính sách tháo gỡ khó khăn đi vào hiệu lực, giúp NLTT phát triển bền vững

Đến năm 2025, các văn bản hướng dẫn mới mở đường cho cơ chế phát triển điện năng lượng tái tạo bền vững hơn đã được công bố như: Nghị định 80/2024/NĐ-CP, Thông tư 07/2024/TT-BCT, đề xuất khung giá dự án điện gió 2025,... sẽ tháo gỡ khó khăn của các chủ đầu tư phát triển dự án NLTT trong việc đàm phán giá điện với bên mua, cải thiện tài chính dự án và mở đường cho các dự án mới đi vào hoạt động.

### Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Điện trong 2024

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải liên tục tăng và các chính sách mới tháo gỡ khó khăn đi vào hiệu lực. Nhìn chung các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục trong KQKD, trong đó một số sẽ hưởng lợi từ chính sách tháo gỡ và tăng trưởng vượt trội. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần theo dõi các doanh nghiệp nếu KQKD không đạt kỳ vọng làm suy giảm lợi nhuận.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)

## Tích cực duy trì

Khuyến nghị	
<b>POW</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	14,500 VND
<b>GEG</b>	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu	14.300 VND
<b>REE</b>	<b>TRUNG LẬP</b>
Giá mục tiêu	76,900 VND

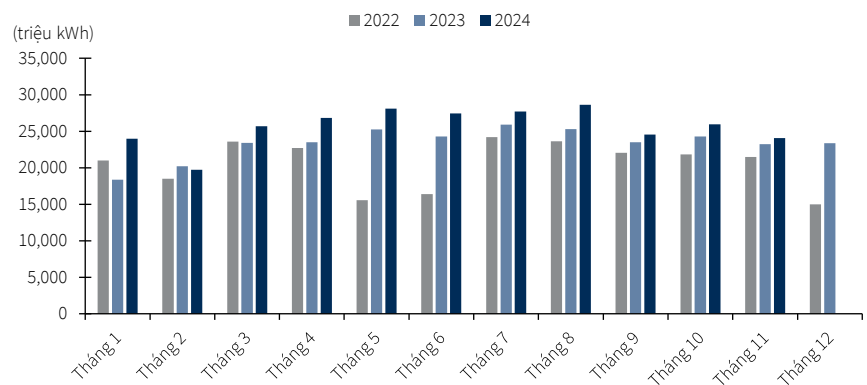
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

**Tiêu thụ điện 11M24 tăng trưởng ở mức 1 con số, hoàn thành 91% kế hoạch năm**

Lũy kế 11 tháng năm 2024, cả nước ghi nhận mức tiêu thụ điện đạt 282.6 tỷ kWh, tăng 9.8% so với cùng kỳ năm 2023, chủ yếu bởi đóng góp tăng trưởng của các mảng: i) Tiêu thụ hộ gia đình tăng 9.9%, ii) Công nghiệp & Xây dựng tăng 10.5%, iii) Thương nghiệp & dịch vụ tăng 12%. Tiêu thụ điện hoàn thành 92.3% kế hoạch năm (91% kế hoạch điều chỉnh năm).

Đối với tiêu thụ điện tại các khu vực, sản lượng điện tại khu vực phía Nam trong 11 tháng 2024 đạt 114 tỷ kWh, tăng trưởng tích cực 10% YoY với nhóm công nghiệp xây dựng dẫn dắt tăng trưởng tiêu thụ, đạt 11.4% YoY. Tại miền Bắc, tiêu thụ điện đạt 60 tỷ kWh (+16% YoY) trong nửa đầu năm do tác động của nắng nóng đến sớm làm gia tăng nhu cầu dùng các thiết bị làm mát. Trong nửa cuối năm, các hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định nhanh chóng sau tác động cơn bão Yagi giúp sản lượng điện tháng 7-11 đạt 55.6 tỷ kWh (+5.3% YoY).

**Biểu đồ 1. Tiêu thụ điện cả nước 2022 – 11M2024**

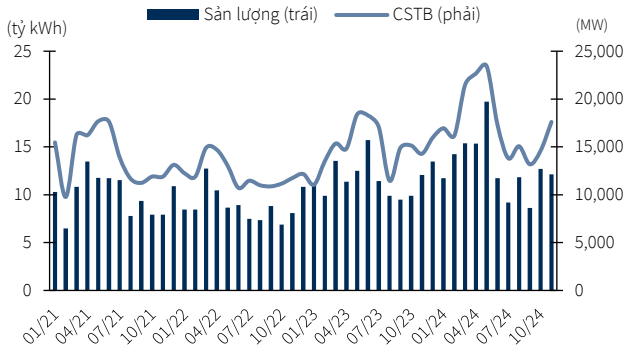


Nguồn: EVN, KBSV

**Điện than và thủy điện thay phiên nhau đóng góp tỷ trọng lớn của tổng sản lượng phát điện trong nửa đầu và nửa cuối năm**

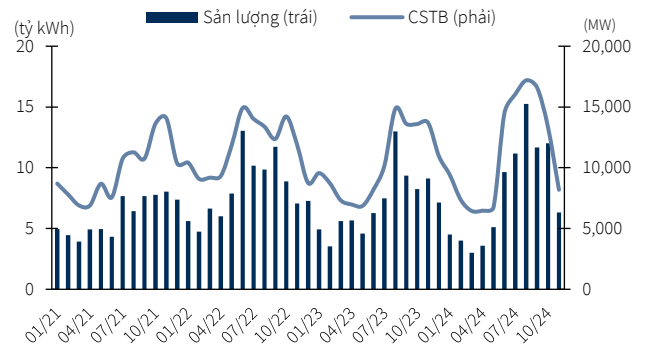
Trong nửa đầu năm, mức tiêu thụ điện tăng cao tại đợt biến tại miền Bắc khiến cho công suất huy động các nhà máy nhiệt điện tăng mạnh. Ngược lại, thủy điện bắt đầu tích nước từ đầu năm và chỉ được huy động từ tháng 7 khi lưu lượng về hồ dần cải thiện nhờ pha thời tiết Lanina hoạt động mạnh hơn. Tỷ lệ công suất phát điện tối đa (Pmax)/công suất lắp đặt của nhóm thủy điện đạt mức đỉnh 80% trong tháng 7 và duy trì đến hết tháng 10. Đến tháng 11/2024, các hồ thủy điện lớn đồng loạt ngừng xả nước khiến cho công suất phát chỉ đạt còn 40%.

**Biểu đồ 2. Sản lượng và công suất huy động của điện than**



Nguồn: NSMO, KBSV

**Biểu đồ 3. Sản lượng và công suất huy động của thủy điện**

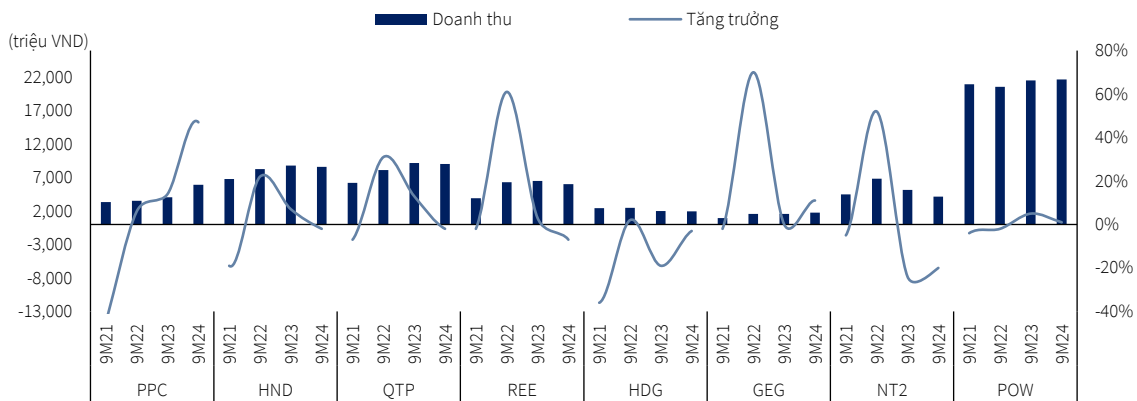


Nguồn: NSMO, KBSV

**Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp trong ngành có sự phân hóa**

9 tháng đầu năm, nhóm cổ phiếu nhiệt điện ghi nhận kết quả kinh doanh kém tích cực với doanh thu ghi nhận mức 89,466 tỷ VND (-5.3% YoY), trong đó có sự phân hóa với một số doanh nghiệp có mức tăng trưởng dương sau quá trình trùng tu và quay trở lại sản xuất như NBP (+57% YoY) và PPC (+47% YoY). Ngược lại, nhóm điện khí ghi nhận kết quả kinh doanh lùi so với 9M/23 do nguồn cung khí trong nước thiếu hụt nghiêm trọng ảnh hưởng hoạt động sản xuất bao gồm: NT2 (-20% YoY), PGV (-24% YoY). Riêng doanh thu của POW tăng trưởng nhẹ 1% nhờ đóng góp doanh thu điện than bù đắp sụt giảm doanh thu điện khí. Nhóm thủy điện với kết quả kinh doanh đi lùi -5.3% YoY bởi tác động của hình thái thời tiết El Nino kéo dài đến Q2/24 khiến cho mực nước về các hồ thấp buộc các hồ ngừng phát điện tích trữ nước. Kể từ Q3/24, lượng mưa gia tăng nhờ pha thời tiết La Nina bắt đầu hoạt động khiến cho kết quả kinh doanh 3Q24 của một số doanh nghiệp bứt phá mạnh mẽ như: TBC (+25% YoY), SP2 (+20% YoY), HJS (+6.6% YoY). Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp niêm yết giảm -26%, trong đó nhóm nhiệt điện giảm -33% và nhóm thủy điện giảm -23%.

**Biểu đồ 4. Tổng hợp kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2021-2024 của các doanh nghiệp sản xuất điện**



Nguồn: FiinPro, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

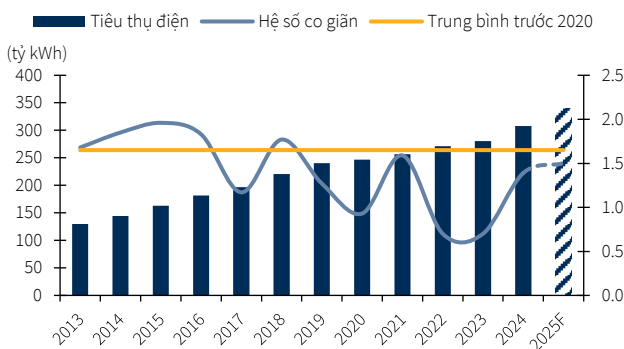
### Tiêu thụ điện tăng trưởng tích cực song hành với động lực hồi phục của nền kinh tế

Với kì vọng kinh tế của Việt Nam sẽ tiếp tục trên đà hồi phục và duy trì tăng trưởng ở mức 6.5% - 7%, KBSV dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2025 sẽ giống với kịch bản cơ sở mà Bộ Công thương đề xuất là 10.5% (tương đương 342.3 tỷ kWh) nhờ những yếu tố: i) Nhóm ngành sản xuất công nghiệp trở thành sức bật cho tăng trưởng kinh tế với hoạt động công nghiệp nặng và gia công đòi hỏi lượng điện tiêu thụ lớn đáp ứng nhu cầu sản xuất, ii) Các dự án đầu tư công trọng điểm hoàn thành và đưa vào sử dụng (hệ thống đường cao tốc, trục đường vành đai) kéo theo nhu cầu tiêu thụ điện phục vụ hoạt động, iii) Sức tiêu dùng cho nhóm ngành thương mại và dịch vụ dần hồi phục dự kiến thúc đẩy tiêu thụ điện năng.

### Hệ số co giãn điện năng sẽ duy trì ở mức cao 1.5 lần

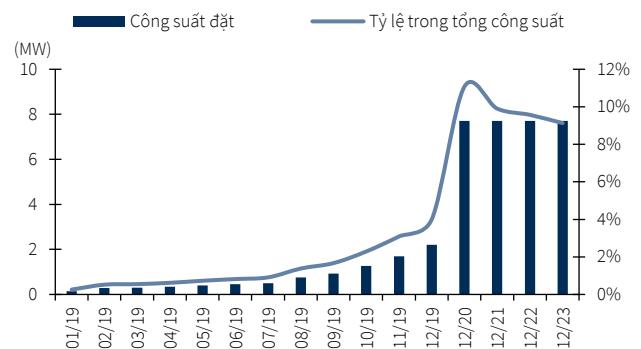
Hệ số co giãn điện năng mà KBSV ước tính vào khoảng 1.5 lần, cao hơn mức hệ số của năm 2024 là 1.4 lần. Chúng tôi nhận thấy hệ số này thấp hơn so với mức trung bình của Việt Nam trước giai đoạn Covid, dù vậy Việt Nam sẽ có thể duy trì tốc độ tăng trưởng kinh tế mà không gặp phải trở ngại nhờ những nâng cao cải tiến công nghệ giúp tiết kiệm nhiên liệu cùng với sự phổ biến rộng rãi của hệ thống năng lượng mặt trời giúp gia tăng chủ động năng lượng phục vụ sản xuất. Theo quyết định 500/QĐ-TTg phê duyệt Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia 2021 - 2030, tầm nhìn 2050. Mục tiêu đến năm 2030, 50% tòa nhà công sở, nhà dân sử dụng điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu. Việc cho phép phát triển không giới hạn công suất nguồn điện này nếu không nối lưới sẽ củng cố sự tự chủ và tin cậy của hệ thống điện quốc gia.

**Biểu đồ 5. Tăng trưởng phụ tải điện và hệ số co giãn**



Nguồn: EVN, KBSV

**Biểu đồ 6. Tỷ trọng đóng góp của ĐMTMN trong tổng công suất**



Nguồn: ERAVCTED, KBSV

### Công suất phát điện được bổ sung từ các dự án mới giúp đáp ứng nhu cầu điện

Theo kế hoạch công suất đáp ứng tăng trưởng phụ tải 2025, NSMO đã xây dựng kịch bản huy động công suất cho các nhà máy. Theo đó, trong kịch bản cơ sở (tăng trưởng tiêu thụ điện 10.5% và tằn suất nước về hồ là 65%), hệ thống điện sẽ đáp ứng đủ nhờ huy động công suất lớn các nguồn điện truyền thống (điện than, thủy điện) và bổ sung thiếu hụt mùa cao điểm bằng các nguồn điện khí và điện dầu. KBSV cho rằng trong năm 2025, công suất phát điện Việt Nam sẽ vào khoảng 93 GW (+5.6% YoY) dựa theo lộ trình đưa các nhà máy mới đi vào hoạt



động bao gồm: nhà máy Vũng Áng II (1,330 MW), nhà máy Nhơn Trạch 3&4 (1,500 MW), thủy điện Hòa Bình mở rộng (480 MW), thủy điện Ialy (360 MW),... Nguồn điện mới sẽ bổ sung công suất vận hành cho nhu cầu sử dụng điện của Việt Nam trong bối cảnh tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức cao.

**Bảng 7. Kế hoạch đưa các nhà máy mới đi vào hoạt động trong 2025**

Nhà máy	Loại hình	Khu vực	Công suất	Thời gian vận hành dự kiến
Vũng Áng II	Điện than	Hà Tĩnh	1,330 MW	Q3/2025
Nhơn Trạch 3&4	Điện khí LNG	Đồng Nai	1,500 MW	Q2/2025
Thủy điện Hòa Bình mở rộng	Thủy điện	Hòa Bình	480 MW	Q2/2025
Thủy điện Yaly mở rộng	Thủy điện	Kon Tum	330 MW	Q4/2024 (Đã vận hành)
Thủy điện Trị An (*)	Thủy điện	Đồng Nai	200 MW	2025
Điện từ Lào (**)	NLTT	Lào	1,150 MW	2025

Nguồn: QHĐ VIII, KBSV

(\*) Dự án hiện đang vướng mắc giải phóng mặt bằng

(\*\*) Có khoảng 1,977/3,000 MW được duyệt chủ trương nhập khẩu đến năm 2025

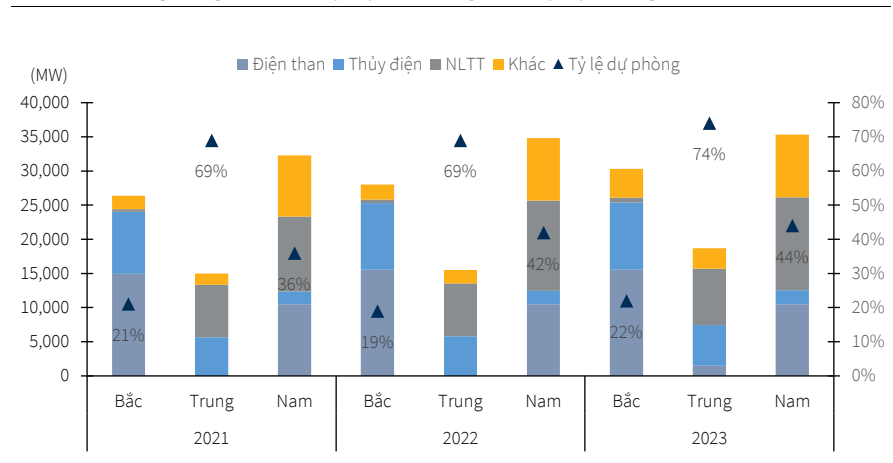
### Các dự án hạ tầng điện lực quan trọng đi vào vận hành giúp giải quyết tình trạng thiếu điện

Chiếm tới 22% tổng công suất phát điện cả nước (33% thủy điện và 37% NLTT cả nước), tiêu thụ điện miền Trung chỉ chiếm 10% tổng phụ tải cả nước khiến cho tỷ lệ dự phòng của khu vực luôn ở mức cao hơn so với các trung tâm kinh tế lớn khu vực phía Bắc và phía Nam. Trong khi mức dự phòng của khu vực phía Bắc luôn ở mức thấp, làm căng thẳng tình trạng thiếu điện, hệ thống truyền tải điện từ miền Trung ra miền Bắc không đủ bù đắp thiếu hụt khiến cho công suất huy động các nhà máy Trung Bộ ở mức thấp. Đường dây 500 kV sẽ giải quyết khan hiếm điện khu vực phía Bắc và cải thiện công suất phát điện các nhà máy Trung Bộ.

### Nhóm điện than duy trì hiệu suất cao và ổn định hết năm 2025, dù vậy mức tăng trưởng so với 2024 là không nhiều

Sang năm 2025 tình trạng thiếu điện ngoài miền Bắc sẽ được giảm bớt căng thẳng nhờ nguồn công suất bổ sung được truyền tải qua hệ thống đường dây 500 kV Quảng Trạch – Phố Nối. Việc bổ sung khoảng 2,500 MW công suất điện cho miền Bắc (+100% công suất truyền tải) sẽ san sẻ phần nào áp lực mà đường dây 500 kV hiện tại phải đảm nhận, qua đó giải quyết tình trạng thiếu điện từng diễn ra trong năm 2023. Ngoài ra, gần 50% công suất tại miền Trung đến từ năng lượng tái tạo cũng sẽ được phân phối ra miền Bắc, giải quyết tình trạng dư thừa công suất dẫn đến cắt giảm phát điện từng diễn ra trong 2023.

**Biểu đồ 8. Tổng công suất lắp đặt tại các vùng và tỷ lệ dự phòng**



Nguồn: ERAVCTED, KBSV

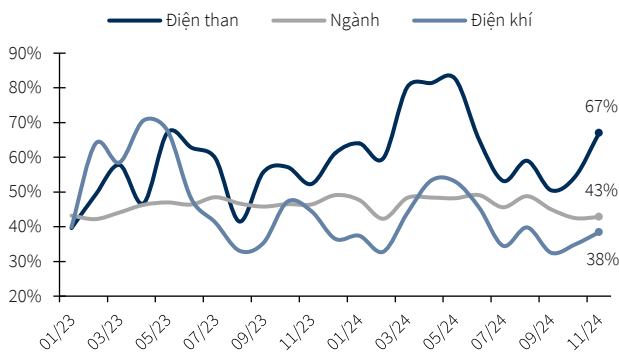
KBSV cho rằng điện than sẽ tiếp tục được tăng cường huy động trong bối cảnh tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức cao. Dự báo sản lượng điện than cả năm 2025 đạt 160 tỷ kWh (+5% so với dự báo cả năm 2024), thấp hơn tăng trưởng 10% tiêu thụ điện do công suất vận hành được duy trì mức ổn định. Sản lượng nửa đầu năm sẽ tương đương hoặc tăng nhẹ so với cùng kỳ, sau đó giảm nhẹ công suất trong nửa cuối năm để phục vụ chạy nền khi mà tình hình thời tiết chuyển dần sang pha trung tính sẽ tác động tới lượng mưa và công suất huy động nhóm thủy điện. So với mức đỉnh của tỷ lệ công suất phát điện tối đa (Pmax)/công suất lắp đặt vào tháng 4 và tháng 5 năm 2024 đạt 80%, các tổ máy lớn hoàn thành trùng tu như Nhiệt điện Phả Lại, nhiệt điện Bà Rịa, nhiệt điện

Vũng Áng sẽ góp phần tăng công suất phát điện tối đa lên mức 90% công suất thiết kế giúp bảo đảm tiêu thụ cao điểm. Rủi ro suy giảm công suất phát điện của nhóm này đến từ diễn biến thời tiết tại khu vực phía Bắc ghi nhận lượng mưa cao hơn trung bình trong các tháng đầu năm nhờ pha thời tiết Lanina kéo dài khiến cho thủy điện có thể được vận hành sớm hơn dự kiến từ đầu Q2/25.

**Nhóm điện khí gia tăng tỷ trọng phát điện nhờ nguồn khí LNG đáp ứng đủ nhu cầu nhiên liệu**

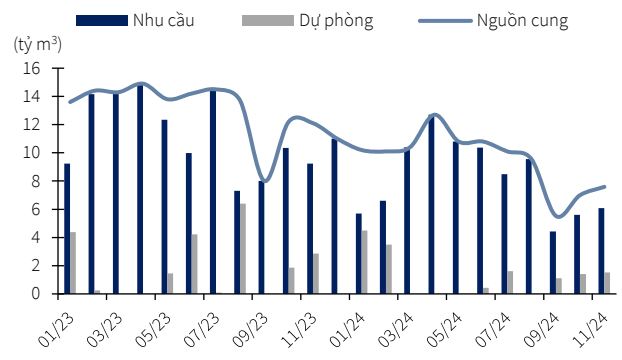
Đối với nhóm điện khí, nguồn cung khí Đông Nam Bộ trong nước sang năm 2025 dự báo sẽ khan hiếm với sản lượng trung bình khoảng 2-2.5 triệu m<sup>3</sup>/ngày, thấp hơn 20% so với sản lượng cấp khí cùng kì. Theo đó, sản lượng khí nội địa sẽ được tập trung phân bổ cho các nhà máy khí còn thời hạn hợp đồng mua bán khí (GSA) của EVN và PVN lần lượt là Phú Mỹ (2,540 MW) và Nhơn Trạch 2 (750 MW). Mặc dù nguồn khí thấp hơn nhưng sản lượng tập trung phục vụ 2 nhà máy sẽ cải thiện khả năng huy động trong giờ cao điểm tiêu thụ điện. Chúng tôi dự báo điện khí trong năm 2025 sẽ khôi phục sản lượng huy động, gia tăng tỷ trọng đóng góp trong tổng sản lượng điện quốc gia nhờ các yếu tố: i) Nguồn khí trong nước (Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ) được phân bổ tập trung và sử dụng hiệu quả, ii) Nguồn khí LNG lần đầu được sử dụng bởi Nhơn Trạch 3&4 (1,500 MW) để phát điện kể từ tháng 6/25, iii) Các nhà máy hết hợp đồng khí trong nước như Nhơn Trạch 1, các nhà máy BOT được phép sử dụng LNG để vận hành trong giờ cao điểm.

**Biểu đồ 9. Pmax/P lắp đặt của điện than, khí và toàn ngành**



Nguồn: NSMO, KBSV

**Biểu đồ 10. Cung - cầu khí nội địa tại khu vực Đông Nam Bộ**

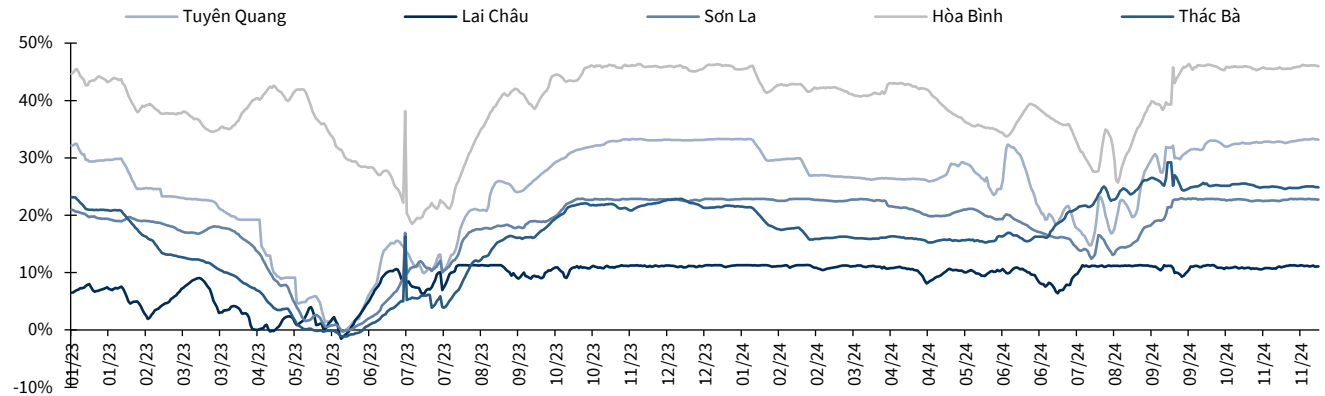


Nguồn: PV POWER, EVN GENCO 3, KBSV

**Nhóm thủy điện sẽ được huy động sớm từ Q2/25, duy trì hiệu suất vận hành ổn định của nhà máy**

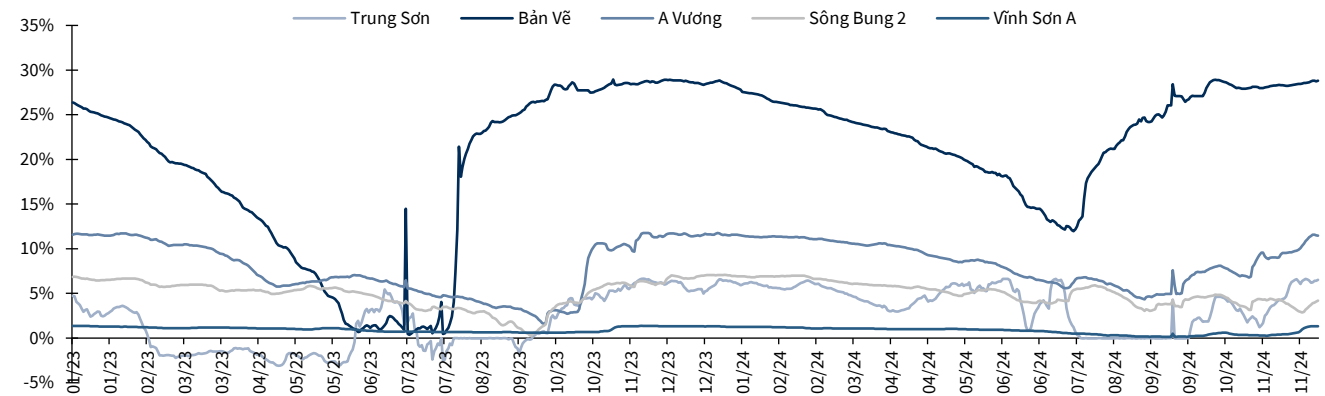
Theo dự báo của Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia (NCHMF), xác suất xuất hiện La Nina trong các tháng cuối năm 2024 và đầu năm 2025 vào khoảng 50-55% và giảm dần đến Q1/25 với pha thời tiết trung tính chiếm chủ đạo (xác suất 55-70%). KBSV cho rằng thủy điện sẽ kết thúc việc tích nước vào Q1/25 và bắt đầu được huy động từ đầu Q2/25, giúp sản lượng trong nửa đầu năm đạt xấp xỉ 36 tỷ kWh và tăng 20% so với mức nền thấp nửa đầu năm 2024 nhờ lượng mưa dự báo sẽ giảm dần nhưng vẫn sẽ cao hơn so với mức nền thấp cùng kì, cụ thể cao hơn 5-10 mm ở phía Bắc, xấp xỉ hoặc cao hơn ở miền Trung và Tây Nguyên. Trong nửa cuối năm 2025, mùa mưa diễn ra ở cường độ thấp hơn so với cùng kì khiến cho sản lượng suy giảm, ước đạt 54 tỷ kWh (-13% YoY).

**Biểu đồ 11. Mức nước so với mực nước chết của một số hồ khu vực phía Bắc**



Nguồn: EVN, KBSV

**Biểu đồ 12. Mức nước so với mực nước chết của một số hồ khu vực Miền Trung và Tây Nguyên**



Nguồn: EVN, KBSV

**Các văn bản quy định mới được thông qua sẽ mở ra thời kì năng lượng mới cho các doanh nghiệp tư vấn và xây lắp**

Đến năm 2025, các văn bản hướng dẫn mới mở đường cho cơ chế phát triển điện năng lượng tái tạo bền vững hơn đã được công bố như: 80/2024/NĐ-CP (Quy chế mua bán điện DPPA), 07/2024/TT-BCT (Quy định xác định giá phát điện, hợp đồng mua điện đối với dự án NLTT), văn bản xác định khung giá dự án điện gió 2025,... sẽ tháo gỡ khó khăn của các doanh nghiệp phát triển NLTT, hỗ trợ dòng tiền thực hiện đầu tư mới. Trong tương lai, các dự án điện lực mới được đưa vào xây dựng sẽ giúp cho mảng kinh doanh tư vấn, thi công và vận hành dự án điện của các doanh nghiệp (TV2, PC1) hồi phục tích cực khi có thể thu hút được khối lượng công việc lớn nhờ khả năng chuyên môn cao.

**Bảng 13. Tổng hợp tác động của các văn bản quy định mới**

Văn bản	Nội dung	Tác động	Cổ phiếu hưởng lợi
Luật điện lực sửa đổi 2024	Cơ chế đặc thù cho dự án năng lượng khẩn cấp	Bổ sung công suất điện khẩn cấp giúp bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia. Cần thêm các văn bản hướng dẫn để theo dõi.	Nhóm tư vấn và xây lắp: TV2, PC1
	Quy định thẩm quyền cấp phép dự án điện lực 220 kV	Bổ sung các dự án truyền tải năng lượng giữa các tỉnh. Giải quyết công suất NLTT dư thừa.	Nhóm NLTT: REE, BCG, GEG, HDG
	Quy định chung về đấu thầu các dự án năng lượng	Quy định đấu thầu, sở hữu dự án điện lực mới được công khai. Cho phép chủ đầu tư chủ động tìm kiếm dự án.	
	Thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh	Tiến tới xóa bỏ bù chéo giá điện và cơ chế giá điện 2 thành phần.	Nhóm thủy điện lớn: REE, VSH
80/2024/NĐ-CP	Cơ chế mua bán điện trực tiếp	Quy định mua bán điện giữa chủ đầu tư và hộ tiêu thụ điện lớn.	Nhóm NLTT: REE, BCG, GEG, HDG
07/2024/TT-BCT	Quy định giá trong hợp đồng mua điện	Cho phép dự án NLTT được kí kết hợp đồng mua bán điện.	
Đề xuất khung giá dự án điện gió	Khung giá điện gió xây dựng từ 2025	Thúc đẩy quá trình đàm phán giá giữa EVN và chủ đầu tư.	

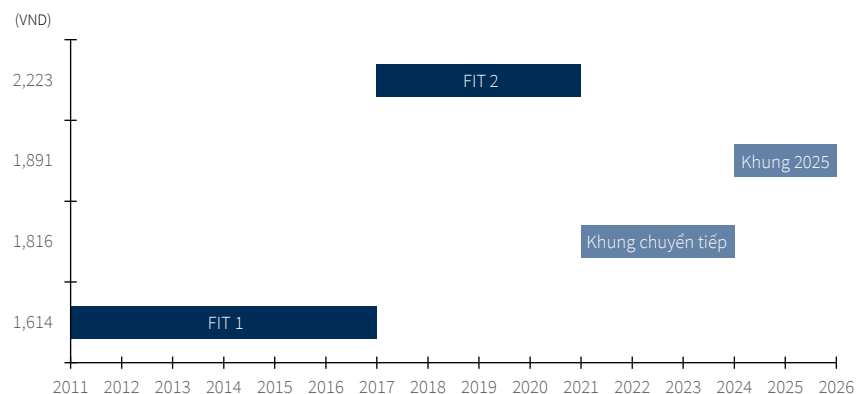
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Năng lượng tái tạo bước qua giai đoạn trầm lắng để chuẩn bị nguồn lực đầu tư đến năm 2030**

Đến cuối tháng 11/2024, tổng công suất điện gió đã đi vào vận hành của Việt Nam khoảng 5100 MW và cần bổ sung thêm gần 22,800 MW nhằm hoàn thành mục tiêu đến năm 2030 sở hữu 27,880 MW công suất đi vào vận hành. KBSV cho rằng ngành điện gió sẽ có dự địa tăng trưởng dồi dào trong dài hạn nhờ hưởng lợi từ các chính sách thúc đẩy của chính phủ Việt Nam, đơn cử riêng trong năm 2024 là những cơ chế mới nhằm tháo gỡ khó khăn và thu hút các chủ đầu tư phát triển điện gió. Cơ chế DPPA được thông qua cho phép các dự án điện gió kí kết hợp đồng mua bán điện trực tiếp với khách hàng tiêu thụ điện lớn để cung cấp năng lượng xanh trong hoạt động sản xuất nhằm đáp ứng các tiêu chí của quốc gia xuất khẩu. Quy định cho phép kí kết hợp đồng mua bán điện và khung giá điện gió để EVN và chủ đầu tư đàm phán được công bố sẽ là cú hích giúp các dự án mới được đầu tư và đi vào hoạt động, góp phần bảo đảm cung ứng điện cho Việt Nam. Những doanh nghiệp có tiềm lực tài chính và kinh nghiệm trong việc phát triển và vận hành các dự án năng lượng tái tạo sẽ có lợi thế trong việc đấu thầu nhờ quản lý hiệu quả, tiết kiệm nhờ huy động được các nguồn vốn lớn với chi phí rẻ. Một số doanh nghiệp hàng đầu trong ngành với nhiều tiềm năng có thể kể đến là REE, HDG, GEG,...

Khung giá được tính toán dựa trên thông số đầu vào của 2 nhà máy điện gió gần bờ là Nexif Energy Bến Tre (30 MW) lập báo cáo khả thi năm 2023 và Nexif Bến Tre GĐ 2,3 (48 MW) lập báo cáo khả thi năm 2023. Sau giai đoạn chuyển tiếp, do chưa có nhà máy điện gió nào nộp hồ sơ nghiên cứu khả thi nên khung giá được tính theo 2 dự án nộp hồ sơ khả thi tại thời điểm gần nhất nhằm phản ánh đầy đủ các chi phí mà chủ đầu tư bỏ ra để xây dựng khung giá điện.

**Biều đồ 14. Khung giá mới của dự án điện gió gần bờ**



Nguồn: Quyết định của Bộ Công thương các thời kì, Văn bản 8475/EPTC-KĐMĐ, KBSV

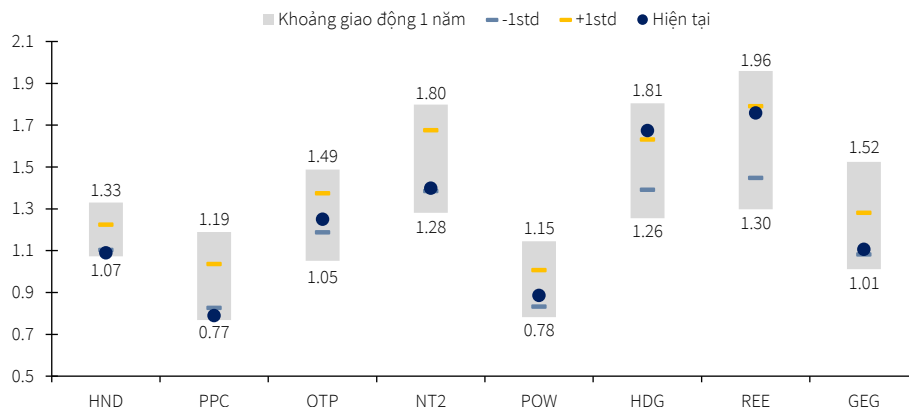
**Rủi ro thu hồi giá bán FIT đối với các dự án thuộc diện thanh tra**

Ngoài ra, chúng tôi cũng nhận thấy những rủi ro làm suy giảm kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sở hữu dự án NLTT trong diện thanh tra bao gồm: GEG (dự án mặt trời Đức Huệ - 49 MW, dự án Trúc Sơn - 45 MW), REE (dự án Cư Jut - 50 MW của công ty con CHP), HDG (dự án Hồng Phong 4 - 48 MW), BCG (dự án mặt trời Long An 1 - 44 MW). Chỉ đạo của thủ tướng Chính Phủ đã đề xuất 6 hướng giải pháp cho các dự án trên bao gồm: i) Cho phép bổ sung quy hoạch thực hiện dự án nếu không vi phạm quy hoạch trọng điểm quốc gia, ii) Cho phép hoàn thiện thủ tục đất đai theo quy định pháp luật, iii) Đánh giá lợi ích kinh tế của các dự án vi phạm quy hoạch khoáng sản để thực hiện đồng thời khai thác dự án và khoáng sản, iv) Điều chỉnh lại cơ chế giá đối với các dự án được hưởng giá điện không đúng mục đích thông qua bù trừ giá điện trong tương lai.

**Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành điện trong 2024**

Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải liên tục tăng và cơ sở cho các dự án đầu tư mới đi vào vận hành dựa trên kế hoạch của QHĐ8. Tuy nhiên, KBSV lưu ý rằng triển vọng cho từng nhóm sẽ khác biệt như đã trình bày ở trên. Trong bối cảnh diễn biến giá của các cổ phiếu ngành điện phân hóa với nhóm nhiệt điện (NT2, POW, QTP, ...) ổn định sau diễn biến giảm từ đầu Q3/24, nhóm thủy điện (REE, VCP, TTA) hồi phục tích cực, chúng tôi nhận thấy giá các cổ phiếu điện than hiện tại đã hấp dẫn cho việc đầu tư, với tăng trưởng KQKD hồi phục theo tăng trưởng nhu cầu điện; trong khi nhóm thủy điện cần theo dõi những nhịp điều chỉnh giảm là cơ hội tốt để gia tăng tỷ trọng. Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu điện than ở khu vực phía Bắc như PPC, QTP và các nhà máy thủy điện có công suất phát điện lớn như REE, VCP. Với các cổ phiếu nhóm xây lắp điện (PC1, TV2) và năng lượng tái tạo (GEG, HDG, ...), giá cổ phiếu đã giảm sâu để phản ánh rủi ro pháp lý và sự chậm trễ trong việc công bố cơ chế giá. Song, chúng tôi đánh giá rủi ro chung toàn ngành đã dần được gỡ bỏ, chỉ còn lại rủi ro riêng cho từng dự án, vậy nên đây là thời điểm hấp dẫn để đầu tư các doanh nghiệp kì vọng vào câu chuyện phục hồi. Một số doanh nghiệp sản xuất điện năng lượng tái tạo và tư vấn xây lắp dự án điện chúng tôi đánh giá cao về tiềm năng tăng trưởng trong bối cảnh phục hồi của ngành là GEG, HDG, REE, PC1, TV2...

**Biểu đồ 15. Tương quan P/B 1 năm của một số cổ phiếu ngành điện**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP CƠ ĐIỆN LẠNH (REE)

## Mảng năng lượng dẫn dắt động lực tăng trưởng

09/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)  
 (+84) 24-7303-5333

**Doanh thu và lợi nhuận cải thiện trong 3Q/24, lần lượt tăng 3.4% YoY và 39.4% YoY**

Doanh thu 3Q2024 đạt 2,031 tỷ VND (+3.4% YoY/-6.9% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt 561.5 tỷ VND (+20.7% YoY/39.4% QoQ). Trong đó, doanh thu và lợi nhuận của mảng năng lượng ghi nhận kết quả tích cực, đạt 1,008 tỷ và 301 tỷ (+12.62% YoY và 51.25% YoY) chủ yếu nhờ thủy điện ghi nhận sản lượng tăng mạnh.

**Mảng điện: Thủy điện hưởng lợi từ La Nina và diễn biến mưa nhiều nửa cuối năm, cải thiện KQKD**

Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng điện của công ty mẹ và các công ty con – liên kết đạt 2.7 tỷ kWh (+7% YoY/+4.2% QoQ), chủ yếu đến từ đóng góp nhiều hơn của mảng thủy điện. Sản lượng thủy điện ghi nhận 1.7 tỷ kWh, tăng 13.1% YoY, tăng tỷ trọng đóng góp lên 63% trong tổng sản lượng của REE, cao hơn mức 60% cùng kỳ.

**Khung giá điện mới sẽ thúc đẩy tiến độ đàm phán và triển khai các dự án điện gió**

Hiện REE đang đề xuất nghiên cứu khả thi 344 MW công suất điện gió lắp đặt mới tại tỉnh Trà Vinh, đánh dấu sự trở lại của REE trong việc phát triển các dự án điện NLTT. Việc chuẩn bị từ sớm sẽ giúp doanh nghiệp hưởng lợi từ các chính sách mới, với khung giá mới được ban hành tạo động lực thúc đẩy các dự án năng lượng tái tạo đi vào hoạt động.

**Mảng Bất động sản: Tiến độ bàn giao The Light Square chậm hơn so với dự kiến**

Trong 3Q/24, doanh thu mảng bất động sản chỉ đạt 12 tỷ VND do tiến độ ghi nhận bàn giao căn hộ tại dự án The Light Square chậm lại sau thời gian đẩy mạnh chiến lược bán hàng thông qua chiết khấu. Lợi nhuận ghi nhận vào khoảng 2 tỷ VND, tương đương biên lợi nhuận ròng 17%.

**Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 76,900 VND/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu REE. Giá mục tiêu là 76,900 VND/cổ phiếu, cao hơn 13.4% so với giá tại ngày 06/12/2024.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 76,900</b>
Tăng/giảm (%)	13.4%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 67,800
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 72,100
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	31.9/1.3

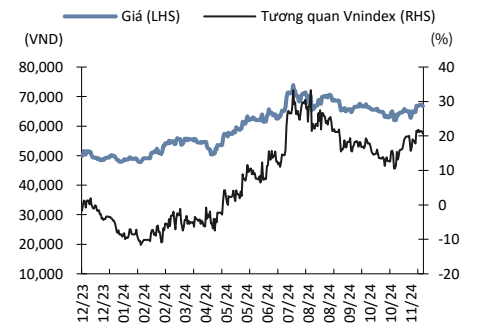
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	25.7%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	68.8/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (35.7%)

<b>Biến động giá cổ phiếu (%)</b>				
	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	7.7	-2.6	6.0	34.1
Tương đối	8.0	-0.1	8.3	20.5

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	9,372	8,570	8,342	9,072
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	3,663	2,954	2,496	2,677
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	2,693	2,188	2,041	2,311
EPS (VND)	7,576	5,354	4,635	4,905
Tăng trưởng EPS (%)	26.2	-29.3	-13.0	6.0
P/E (x)	10.2	14.4	16.6	15.7
P/B (x)	1.8	1.8	1.9	1.8
ROE (%)	18.3	13.4	11.4	11.9
Tỷ suất cổ tức (%)	1.1	1.1	1.0	1.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# TCT ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ (POW)

## Điện khí – Mảng kinh doanh cốt lõi được củng cố

12/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)  
(+84) 24-7303-5333

**Doanh thu và lợi nhuận sau thuế Quý 3/2024 hồi phục tích cực, nhờ hoạt động tài chính tối ưu**

Trong Quý 3/2024, POW ghi nhận Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 6,061 tỷ VNĐ (+6.7% YoY) và 453 tỷ VNĐ (+765% YoY), chủ yếu đến từ doanh thu tài chính đạt 411 tỷ VNĐ của khoản lãi tỷ giá chưa thực hiện. Tính riêng cho mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi, điện than Vũng Áng ngừng hoạt động sản xuất để phục vụ hoạt động trùng tu, dẫn tới sản lượng điện than sụt giảm 41%.

**Mảng điện khí hồi phục, dự kiến đóng góp 18,394 tỷ VNĐ doanh thu trong 2024**

Trong Q3/2024, sản lượng mảng điện khí của POW đạt 2,041 triệu kWh, tăng trưởng tích cực so với mức nền thấp của Q3/23. Dù vậy, sản lượng suy giảm 30% so với quý trước đó cho thấy áp lực cạnh tranh gia tăng tới từ nhóm thủy điện, dự kiến sẽ tiếp tục ảnh hưởng tới sản lượng của NT2 hết năm 2024. Dự kiến sản lượng 2024 đạt 8,637 triệu kWh.

**Nhơn Trạch 3&4 hoàn tất các thủ tục pháp lý, sẵn sàng vận hành chạy thử nhà máy và bán điện kể từ 2025**

Tính đến quý 4/2024, các vướng mắc của nhà máy điện khí Hơn Trạch 3&4 liên quan đến đàm phán hợp đồng mua bán điện, hợp đồng mua bán khí và thủ tục bàn giao cho thuê đất đều đã được sắp xếp ổn thỏa. Chúng tôi ước tính doanh thu và sản lượng điện khí cả năm đạt 25,126 tỷ VNĐ và 11,309 triệu kWh, với giá định cơ sở cho giá bán điện là 2,436 VNĐ/kWh.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 14,500 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu POW. Giá mục tiêu là 14,500 VNĐ/cổ phiếu.

## MUA thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND14,500</b>
Tổng mức sinh lời (%)	16.9%
Giá hiện tại (11/12/2024)	VND12,400
Giá mục tiêu thị trường	VND13,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VNĐ/ tỷ USD)	29.2/1.1

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	28,224	28,329	30,254	37,585
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VNĐ)	2,858	1,436	1,689	1,861
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VNĐ)	2,061	1,038	1,431	1,139
EPS (VNĐ)	871	443	611	486
Tăng trưởng EPS (%)	15.1	-49.0	38.0	-20.0
P/E (x)	15.0	29.6	21.4	27.0
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE (%)	7.7	3.8	4.7	3.6
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

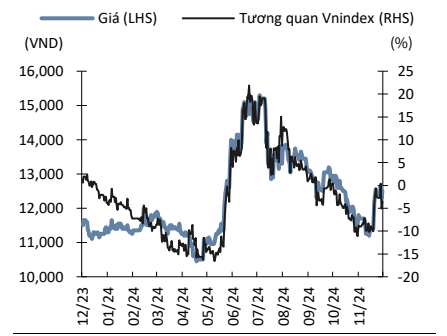
Nguồn: Fiiipro, KBSV

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	20.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	67.6/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	3.8%
Cổ đông lớn	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (79.94%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	5.9	-4.6	-7.7	8.2
Tương đối	5.4	-4.1	-6.5	-4.3



# CTCP ĐIỆN GIA LAI

## Trì hoãn công bố giá thách thức khả năng tài chính

19/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)  
 (+84) 24-7303-5333

**Doanh thu trong 3Q/24 tăng 3.4% YoY, song lãi vay tăng cao dẫn đến LNST ghi nhận âm**

Doanh thu 3Q2024 đạt 543 tỷ (-4% YoY/+11.4% QoQ) và lợi nhuận sau thuế đạt -47.8 tỷ VND, đánh dấu quý kinh doanh đầu tiên ghi nhận lỗ. Đóng góp chính trong KQKD của GEG tiếp tục là mảng điện gió với doanh thu ghi nhận giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 217 tỷ (-10% YoY/21% QoQ).

**Mảng điện: Thủy điện hưởng lợi từ La Nina và diễn biến mưa nhiều nửa cuối năm, cải thiện KQKD**

Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng điện của GEG đạt 1.01 tỷ kWh (+16.5% YoY), chủ yếu đến từ đóng góp nhiều hơn của mảng điện gió. Sản lượng điện gió ghi nhận 516 triệu kWh, tăng 45% YoY nhờ dự án điện gió Tân Phú Đông đi vào hoạt động. Tốc độ gió tốt hơn trong Q1 đã hỗ trợ tuabin điện gió tăng hệ số tải, đạt mức 34% (+6 ppts YoY). Sản lượng vận hành nhà máy thủy điện ghi nhận kết quả tích cực, đạt 128 triệu kWh (-3% YoY/374% QoQ) nhờ lưu lượng về hồ được cải thiện nhờ thời tiết Lanina đi kèm cơn mưa lớn ở miền Trung.

**Tiến độ mới của khung giá điện gió kì vọng thúc đẩy tiến độ đàm phán giá bán chuyển tiếp chính thức**

Ngày 04/12/2024, EVN đã gửi Bộ Công thương (MOIT) văn bản đề xuất khung giá phát điện áp dụng cho các nhà máy điện gió trên đất liền và gần bờ trong năm 2025. Cụ thể, mức giá đề xuất cho dự án điện gió gần bờ là 1,890.68 VND/kWh, cao hơn 4.12% so với khung giá dành cho các dự án chuyển tiếp. Dự kiến khung giá chính thức sẽ sớm được ban hành, là cơ sở thúc đẩy tiến độ đàm phán giá cho các dự án NLTT.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 14,300 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá SOTP, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GEG. Giá mục tiêu là 14,300 VND/cổ phiếu, cao hơn 26.5% so với giá tại ngày 18/12/2024.

## Mua DUY TRÌ

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 14,300</b>
Tăng/giảm (%)	26.5%
Giá hiện tại (18/12/2024)	VND 11,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 14,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	4.0/0.2

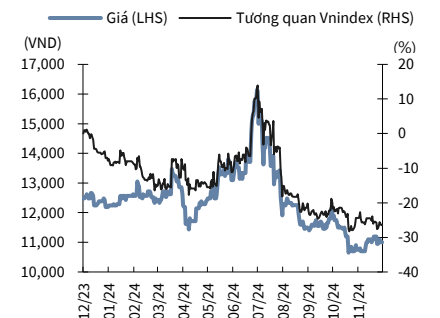
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	40.8%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	788/33
Sở hữu nước ngoài (%)	46.01%
Cổ đông lớn	AVH Pte.Ltd (29.76%)

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	2.3	-3.9	-16.0	-11.8
Tương đối	-1.3	-5.8	-14.6	-26.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	2,093	2,163	2,432	2,922
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	851	962	1,200	1,346
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	316	137	223	470
EPS (VND)	880	214	580	1,681
Tăng trưởng EPS (%)	0.0	-75.7	171.0	190.0
P/E (x)	18.6	76.6	25.0	12.8
P/B (x)	1.6	1.6	1.4	1.2
ROE (%)	6.6	2.5	4.5	8.5
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.7	0.6	3.7

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# Công nghệ

## Nhu cầu sôi động thúc đẩy tăng trưởng

**Chi tiêu cho công nghệ thông tin toàn cầu duy trì tăng trưởng trong tương lai**  
KBSV quan điểm rằng chi tiêu cho CNTT toàn cầu sẽ tiếp tục tăng trưởng với hoạt động sản xuất hồi phục tại các nền kinh tế lớn là chất xúc tác chính. Các tổ chức nghiên cứu thị trường đưa ra nhận định tích cực với triển vọng tăng trưởng cho chi tiêu công nghệ năm 2025, với dự báo của Gartner và Canalys lần lượt là 9.3% YoY, 8.3% YoY.

### Kỳ vọng tăng trưởng tại các thị trường chính

KBSV cho rằng trong năm 2025, các thị trường xuất khẩu phần mềm chính của Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ xu hướng tăng cường đầu tư cho công nghệ. Đối với từng thị trường động lực tăng trưởng sẽ khác nhau gồm: đặc thù kinh tế tăng trưởng cao của khu vực Châu Á – Thái Bình Dương thúc đẩy chuyển đổi số, làn sóng dịch chuyển sản xuất tại Hoa Kỳ sẽ gia tăng chi tiêu cho các dịch vụ công nghệ, ngành công nghiệp ô tô phát triển sẽ thúc đẩy chi tiêu tại thị trường EU.

### Lợi thế về lao động giúp Việt Nam tiếp tục thu hút các khách hàng lớn

KBSV đánh giá tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực xuất khẩu phần mềm tại Việt Nam phụ thuộc rất lớn vào lợi thế về lực lượng lao động trẻ với số lượng lớn và sẵn sàng thích nghi với các yêu cầu mới. Trong dài hạn, việc ứng dụng các công cụ trí tuệ nhân tạo mới sẽ cải thiện hiệu suất làm việc và năng lực cạnh tranh của dịch vụ doanh nghiệp, qua đó củng cố tăng trưởng doanh thu.

### Chúng tôi đánh giá triển vọng TÍCH CỰC đối với ngành Công nghệ

Trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng IT sẽ tiếp tục tăng trưởng và các tín hiệu cho việc nâng cao năng lực sản xuất thông qua áp dụng công nghệ trí tuệ nhân tạo, các doanh nghiệp, KBSV cho rằng các doanh nghiệp sẽ ghi nhận sự hồi phục trong KQKD, trong đó một số sẽ bứt phá nhờ sở hữu lợi thế về công nghệ.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

FPT	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	148,500 VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

**Doanh thu lĩnh vực CNTT tiếp tục tăng trưởng vượt bậc ở mức 20% trong 11T2024**

Theo công bố của Bộ Thông tin và Truyền thông, doanh thu lĩnh vực công nghiệp CNTT tính chung 11 tháng 2024 ước đạt trên 3.9 triệu tỷ VND, tương đương 160.8 tỷ USD (+20% yoy), hoàn thành 95.6% kế hoạch năm. Lợi nhuận toàn ngành ước đạt 291,219 tỷ VND (+17.5% YoY) và hoàn thành 100.2% so với kế hoạch năm. Việc tăng cường áp dụng các công nghệ mới với giá trị đóng góp cao hơn vào hoạt động sản xuất đã giúp cho biên lợi nhuận lĩnh vực CNTT của Việt Nam gia tăng đáng kể. Số lượng doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập vẫn tăng ổn định. Theo số liệu của Bộ Kế hoạch và Đầu tư (Cục Quản lý đăng ký kinh doanh), đến tháng 9/2024 tổng số doanh nghiệp công nghệ số đăng ký thành lập và hoạt động đạt 82.070 doanh nghiệp (+11.7% YoY).

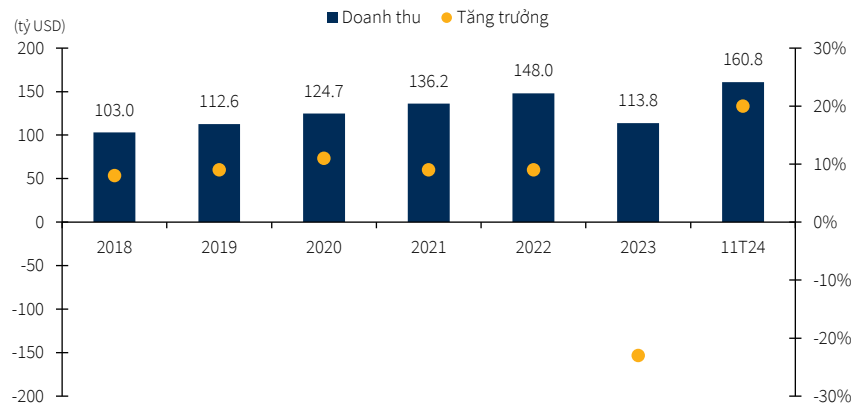
**Xuất khẩu CNTT tăng trưởng đến từ nhu cầu toàn cầu sôi động**

Đối với hoạt động xuất khẩu CNTT, Việt Nam ghi nhận kết quả tích cực đến từ: i) Nhu cầu xuất khẩu phần mềm toàn cầu diễn ra sôi động hơn thúc đẩy hoạt động doanh nghiệp trong nước, đơn cử doanh thu lũy kế 11 tháng mảng CNTT nước ngoài của FPT tăng 28.1% YoY, đạt 28,270 tỷ VND; ii) Lĩnh vực xuất khẩu phần cứng hưởng lợi từ xu hướng hồi phục tiêu dùng ICT, giá trị xuất khẩu 10 tháng 2024 đạt 112.2 tỷ USD (+16% YoY).

**Tiêu thụ CNTT trong nước tăng trưởng theo nhu cầu chuyển đổi số**

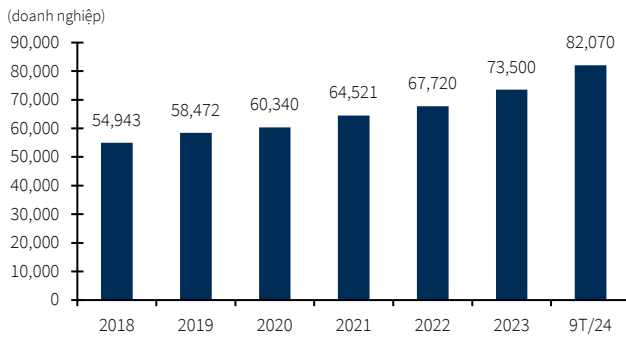
Đối với hoạt động tiêu dùng công nghệ trong nước, chính sách thúc đẩy chuyển đổi số quốc gia đã tăng cường sự hợp tác của các doanh nghiệp với khối chính phủ, bộ ban ngành trong các lĩnh vực điện toán đám mây và trí tuệ nhân tạo. Mảng kinh doanh trong nước của FPT ghi nhận doanh thu đạt 5,296 tỷ VND trong 9 tháng đầu năm, đạt mức tăng trưởng 8.3% YoY. Bên cạnh đó, các hoạt động đầu tư hạ tầng viễn thông, thực hiện mục tiêu triển khai và phủ sóng 5G cũng diễn ra với tốc độ khẩn trương. Nhu cầu thuê trạm 5G là rất lớn là động lực tích cực thúc đẩy doanh thu mảng hạ tầng cho thuê của CTR trong 11 tháng 2024 tăng trưởng 45% YoY, đạt 568 tỷ VND.

**Biểu đồ 1. Doanh thu ngành CNTT Việt Nam 2019-2024**



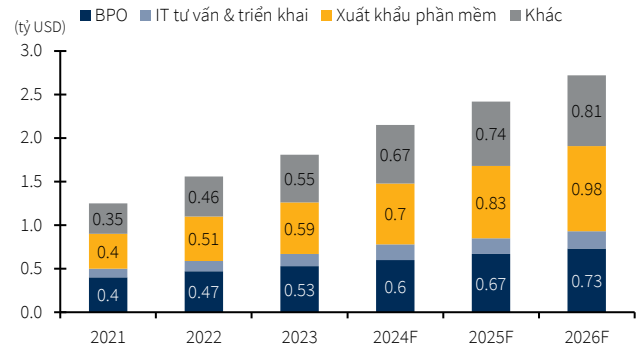
Nguồn: Made in Vietnam, KBSV

**Biểu đồ 2. Số doanh nghiệp CNTT**



Nguồn: Made in Vietnam, KBSV

**Biểu đồ 3. Doanh thu dịch vụ CNTT theo phân khúc**

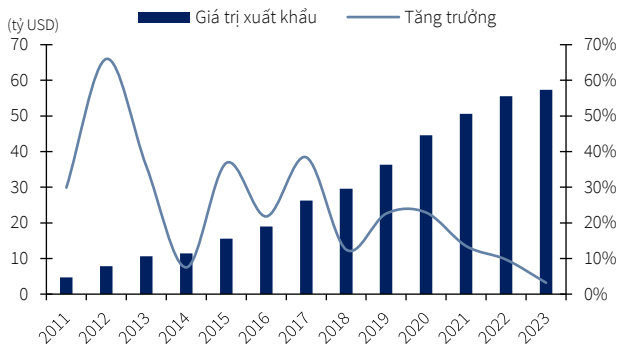


Nguồn: Top Dev, KBSV

**Xuất khẩu phần cứng hồi phục nhờ chuỗi cung ứng toàn cầu sôi động sau giai đoạn khó khăn**

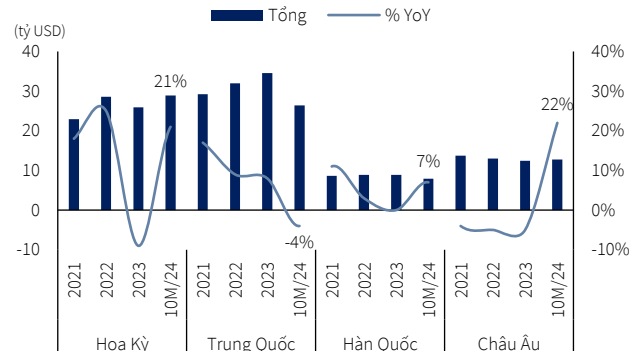
Giá trị xuất khẩu công nghệ phần cứng (máy vi tính, sản phẩm linh kiện điện thoại, máy ảnh) của Việt Nam hồi phục từ mức tăng trưởng thấp trong năm 2023, đạt 112 tỷ USD (+16%YoY) trong 10 tháng đầu năm. Mặc dù các chỉ số việc làm và yếu tố lạm phát còn dai dẳng, nhưng chi tiêu của người dân trong giai đoạn hồi phục kinh tế sẽ được thúc đẩy nhờ chính sách kích thích mua sắm rầm rộ từ nhãn hàng. Ngoài ra, chu kỳ thay thế các thiết bị điện tử sẽ co hẹp lại do xu hướng cạnh tranh ngày một gay gắt trong việc áp dụng công nghệ mới khiến chi phí sản xuất cao hơn, buộc các nhãn hàng tìm cách tăng doanh thu bán hàng thông qua giảm tuổi thọ sản phẩm.

**Biểu đồ 4. Giá trị xuất khẩu hàng linh kiện điện tử**



Nguồn: GSO, KBSV

**Biểu đồ 5. Giá trị xuất khẩu linh kiện điện tử theo quốc gia**

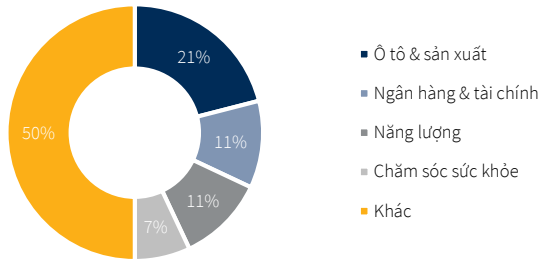


Nguồn: GSO, KBSV

**Chiến lược đa dạng hóa thị trường phát huy hiệu quả, giúp các doanh nghiệp tiếp tục tìm kiếm các hợp đồng mới**

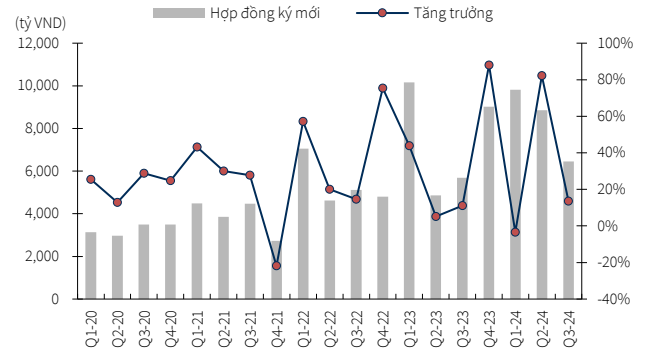
Ngành xuất khẩu phần mềm của Việt Nam đem về KQKD tích cực nhờ các chiến lược thích nghi giúp doanh nghiệp nâng cao vị thế cạnh tranh bao gồm: i) Lợi thế dân số trẻ trong độ tuổi lao động và có việc làm ổn định ở mức cao đạt 92% (+0.78 ppts so với 2021) giúp bù đắp thiếu hụt nhân sự công nghệ tại các nước đang trải qua dân số già hóa, ii) Đội ngũ kỹ sư trẻ và thích ứng nhanh giúp họ thành thạo ngôn ngữ lập trình trong thời gian ngắn để đáp ứng các yêu cầu của khách hàng, iii) Doanh nghiệp Việt tích cực nâng cao năng lực tiếp cận công nghệ mới để phục vụ ngành nghề có tăng trưởng cao (công nghiệp ô tô, AI tạo sinh) để bù đắp tăng trưởng chậm lại của nhóm tài chính và dịch vụ. Đơn cử như FPT, giá trị hợp đồng ký mới trong 9M24 tăng 150% so với cùng kỳ đến từ liên tục ký kết các hợp đồng có giá trị lớn và đa dạng các lĩnh vực ngành nghề.

**Biểu đồ 6. Tỷ trọng hợp đồng theo lĩnh vực của FPT năm 2023**



Nguồn: FPT, KBSV

**Biểu đồ 7. Giá trị hợp đồng ký mới của FPT**

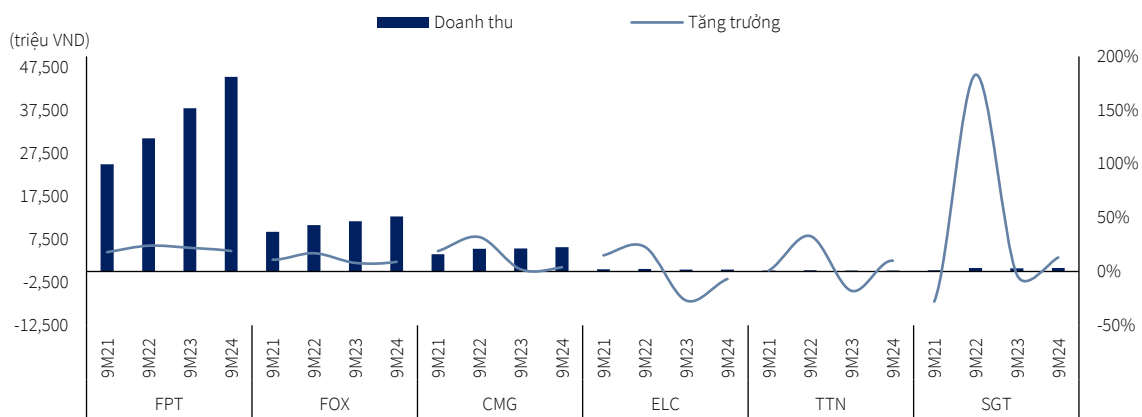


Nguồn: FPT, KBSV

**Doanh thu và LNST toàn ngành có sự phân hóa rõ rệt**

9 tháng đầu năm, nhóm cổ phiếu công nghệ ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tích cực với doanh thu của 5 doanh nghiệp (FPT, FOX, CMG, ELC, GLT) đạt 64,160 tỷ VND (+16% YoY), trong đó doanh thu đến từ FPT chiếm tỷ trọng cao, đạt 45,240 tỷ VND (+19% YoY). Tính riêng các doanh nghiệp khác, các doanh nghiệp có mức tăng trưởng thấp hơn chỉ có 7% YoY. Doanh thu của CMG và FOX ghi nhận mức tăng trưởng 1 con số, lần lượt đạt 9% YoY và 4% YoY. Trong khi chiến dịch Go Global của CMG đang dần chứng minh được hiệu quả và đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu, mảng bằng thông cổ định của FOX hiện có thị phần lớn và đạt điểm bão hòa nên động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thay đổi chính sách giá bán và cung cấp các dịch vụ tiện ích giải trí trong hệ sinh thái. Ngược lại, GLT ghi nhận mức sụt giảm doanh thu -22% YoY, do bối cảnh chung khó khăn toàn ngành. Tổng kết, LNNT của 5 cổ phiếu đạt hơn 11,000 tỷ VND (+18% YoY), song nếu không bao gồm FPT thì vào khoảng 2,900 tỷ VND (+14% YoY).

**Biểu đồ 8. Tổng hợp kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2021-2024 của các doanh nghiệp công nghệ**



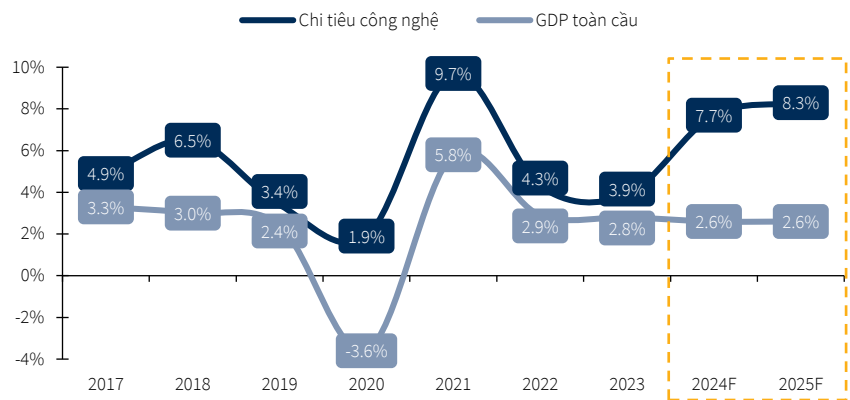
Nguồn: FiinPro, KBSV

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Chi tiêu cho CNTT toàn cầu duy trì tăng trưởng trong tương lai

KBSV quan điểm rằng chi tiêu cho công nghệ thông tin toàn cầu trong năm 2025 dự kiến sẽ hồi phục nhờ: i) Xu hướng tiết kiệm chi phí, hạn chế chi tiêu lớn của các doanh nghiệp để tập trung cho hoạt động khôi phục sản xuất, ii) Các giải pháp công nghệ giải quyết hiệu quả bài toán kinh doanh tiết kiệm chi phí sẽ được ưu tiên. Trong làn sóng này, các doanh nghiệp xuất khẩu phần mềm uy tín và có kinh nghiệm trên thị trường quốc tế sẽ chứng minh được năng lực so với các đối thủ không tên tuổi, qua đó đem về kết quả kinh doanh tích cực. Các tổ chức nghiên cứu thị trường đưa ra nhận định tích cực với triển vọng tăng trưởng cho chi tiêu công nghệ năm 2025, với dự báo của Gartner và Canalys lần lượt là 9.3% YoY và 8.3% YoY.

**Biểu đồ 9. Tăng trưởng chi tiêu công nghệ toàn cầu 2017-2025**



Nguồn: Canalys, KBSV

### Kỳ vọng tăng trưởng nhanh tại Châu Á - Thái Bình Dương, Hoa Kỳ và tốc độ chậm ở thị trường Châu Âu

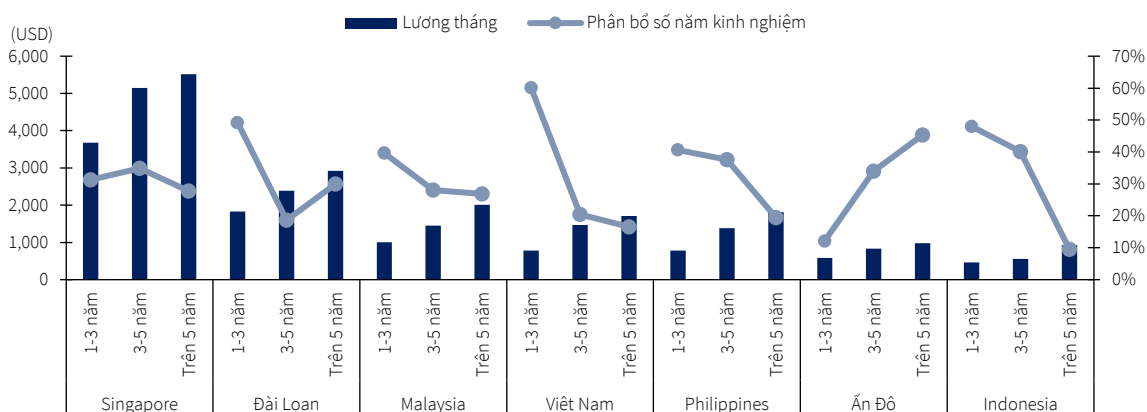
Đối với thị trường Châu Á - Thái Bình Dương, nhu cầu chuyển đổi số của các doanh nghiệp sẽ gia tăng nhờ: i) Đặc thù kinh tế tăng trưởng cao, ii) Dân số trẻ và nhanh nhạy với các xu hướng công nghệ, iii) Chính sách thúc đẩy chuyển đổi số từ chính phủ sẽ là động lực tăng chi tiêu. Đối với thị trường Bắc Mỹ (thị trường chiếm tới 40% tổng ngân sách công nghệ toàn cầu), làn sóng dịch chuyển sản xuất về Hoa Kỳ dưới thời tổng thống Trump sẽ tạo ra nhu cầu chuyển đổi số là rất lớn, bất chấp những thách thức đến từ hàng rào thuế quan. Đối với thị trường EU, KBSV đánh giá tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại do bất ổn địa chính trị dai dẳng sẽ ảnh hưởng tiêu cực kinh tế. Dù vậy, chi tiêu cho chuyển đổi số tại EU kỳ vọng vẫn sẽ tăng trưởng dương 1 chữ số ở mức 6.4% YoY trong năm 2025.

### Việt Nam vẫn sẽ là lựa chọn tốt cho các doanh nghiệp nước ngoài nhờ lực lượng lao động trẻ và chi phí phù hợp với chất lượng nhân sự

KBSV đánh giá tiềm năng tăng trưởng của lĩnh vực xuất khẩu phần mềm tại Việt Nam phụ thuộc rất lớn vào lợi thế về lực lượng lao động trẻ với số lượng lớn và chi phí phù hợp với chất lượng nhân sự. Theo Top Dev, gần 60% lực lượng kỹ sư phần mềm của Việt Nam đang trong độ tuổi 20-29, hơn 50% trong số họ được trang bị nền tảng giáo dục đại học, điều này giúp tăng cao khả năng thích nghi và giúp họ thành thạo ngôn ngữ mới trong thời gian ngắn. Ước tính lực lượng lao động liên quan đến lĩnh vực CNTT lên tới 560,000 người và số lượng gia tăng

hằng năm khoảng 55,000-60,000 người. Về cơ cấu lương, lương của kỹ sư phần mềm với số năm kinh nghiệm 1-3 năm của Việt Nam ở mức 750 USD/tháng, thấp hơn của Malaysia và ngang bằng với Philippines. Tuy nhiên thâm niên 1-3 năm chiếm tỷ trọng cao trong tổng nhân lực khiến giá nhân công của Việt Nam tiếp tục duy trì cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu phần mềm.

**Biểu đồ 10. Mức lương tháng trung bình lập trình viên tại các quốc gia Châu Á**

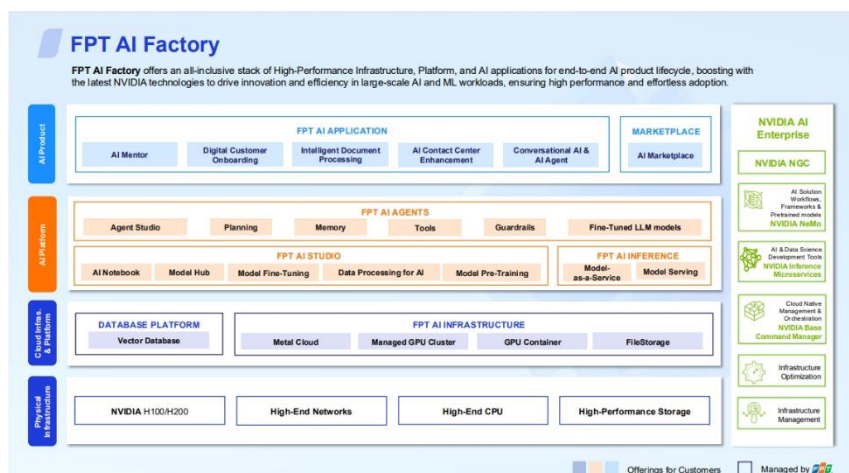


Nguồn: Nodeflair, KBSV

**Hợp tác giữa FPT và NVIDIA mở hướng đi tiềm năng về kinh doanh dịch vụ AI tại Việt Nam**

Sang năm 2025, thị trường AI của Việt Nam sẽ có sự bùng nổ nhờ đóng góp doanh thu đến từ dự án AI Factory là hợp tác của FPT với Nvidia. Dự án có tổng vốn đầu tư 100 triệu USD, được xây dựng tại Việt Nam và Nhật Bản với nền tảng là thế hệ GPU đồ họa hiện đại của Nvidia sẽ cho phép tối ưu thời gian xử lý dữ liệu và đào tạo AI. KBSV cho rằng FPT là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực ứng dụng trí tuệ nhân tạo vào xuất khẩu phần mềm và có lợi thế trong việc tham gia vào lĩnh vực này nhờ: i) FPT AI Factory sở hữu hạ tầng hiện đại cho phép truy cập và xử lý dữ liệu AI với tốc độ nhanh, ii) FPT chủ động trong hạ tầng trung tâm dữ liệu, giúp doanh nghiệp triển khai lượng lớn các mô hình AI phức tạp, iii) FPT sở hữu hệ sinh thái sản phẩm đa dạng, phù hợp với nhóm đối tượng khách hàng nhu cầu lớn về các sản phẩm dịch vụ. Dự kiến dự án sẽ hoàn thành xây dựng trong năm 2025 và bắt đầu đóng góp doanh thu trong năm 2026 với biên EBITDA vào khoảng 50%. KBSV kì vọng đây sẽ là bước khởi đầu giúp Việt Nam có những bước tiến xa hơn trên chặng đường trở thành trung tâm xuất khẩu phần mềm của thế giới.

Biểu đồ 11. Mô hình hoạt động của dự án FPT AI Factory

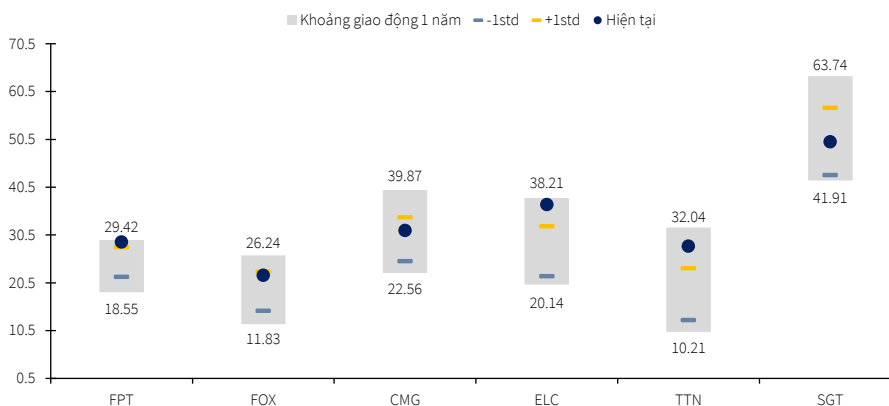


Nguồn: FPT Smart Cloud, KBSV

**Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC cho triển vọng ngành CNTT**

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với ngành CNTT trong năm tới. Nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực này sẽ tăng lên trong xu thế chung của cả thế giới. Chúng tôi cho rằng với những triển vọng vững chắc về nhu cầu, nhóm cổ phiếu này vẫn sẽ duy trì được đà tăng trưởng KQKD hai chữ số. Nhà đầu tư có thể cân nhắc cổ phiếu FPT bởi đây là doanh nghiệp nổi bật trong lĩnh vực xuất khẩu phần mềm, chuyển đổi số và đang đầu tư mạnh mẽ vào Trung tâm dữ liệu. Tuy nhiên diễn biến giá cổ phiếu nhóm Công nghệ từ đầu năm cũng cho thấy sự tích cực so với thị trường chung vì vậy những nhịp điều chỉnh sẽ là cơ hội tốt để mua cổ phiếu và phù hợp với vị thế nắm giữ dài hạn.

Biểu đồ 12. Tương quan P/B 1 năm của một số cổ phiếu ngành công nghệ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP TẬP ĐOÀN FPT (FPT)

## Dự án đầu tư mới mở khóa tiềm năng tăng trưởng

09/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh

[anhnv3@kbsec.com.vn](mailto:anhnv3@kbsec.com.vn)

(+84) 24-7303-5333

### Doanh thu và lợi nhuận 3Q2024 tiếp nối kết quả tích cực

Doanh thu 3Q2024 của FPT đạt 15,903 tỷ VND (+22% YoY/4% QoQ), biên lợi nhuận gộp tương ứng đạt khoảng 38.7%. Lợi nhuận sau thuế 3Q2024 ghi nhận 2,478 tỷ VND (+19% YoY/8% QoQ). Trong quý 3, mảng kinh doanh CNTT tại thị trường nước ngoài của FPT chứng kiến doanh số ký mới tăng mạnh 13.5%, đạt 6,450 tỷ VND, qua đó giúp tổng doanh thu của mảng này đạt 8,095 tỷ VND (+26.5% YoY).

### Mảng CNTT nước ngoài: duy trì tốc độ tăng trưởng tích cực

Lũy kế 9 tháng, doanh thu ký mới đạt 25,121 tỷ đồng (+21% YoY), chủ yếu do Tập đoàn đã đẩy sớm việc ký kết hợp đồng mới kể từ cuối năm 2023. 9 tháng đầu năm 2024, FPT tiếp tục ghi nhận nhiều đơn hàng lớn từ thị trường nước ngoài, thắng thầu 33 dự án lớn với quy mô trên 5 triệu USD, gấp 1.5 lần so với cùng kỳ năm trước, tập trung chủ yếu tại thị trường Nhật và Châu Á – Thái Bình Dương.

### Các dự án đầu tư công nghệ cao mở khóa tiềm năng tăng trưởng

Cho năm 2025, dự án FPT AI Factory trong lĩnh vực cho thuê GPUaas kết hợp cùng Nvidia và một số đối tác khác kỳ vọng mở khóa động lực tăng trưởng cho FPT tại thị trường nội địa và Nhật Bản. Xu hướng già hóa dân số của Nhật Bản và tình trạng nguồn cung không đáp ứng đủ nhu cầu là điều kiện lý tưởng hỗ trợ cho sự thành công của dự án, qua đó ước đạt doanh thu 100 triệu USD mỗi năm cùng với tỷ suất sinh lời EBITDA khoảng 50%.

### Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu 148,500 VND/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFE và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP đối với cổ phiếu FPT. Giá mục tiêu là 148,500 VND/cổ phiếu.

## TRUNG LẬP duy trì

Giá mục tiêu	VND148,500
Tổng mức sinh lời (%)	2.4%
Giá hiện tại (06/12/2024)	VND 145,500
Giá mục tiêu thị trường	VND156,200
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND)	213.6/8.4

#### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	86.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	517.2/20.6
Sở hữu nước ngoài (%)	45.8%
Cổ đông lớn	Trương Gia Bình (6.99%)

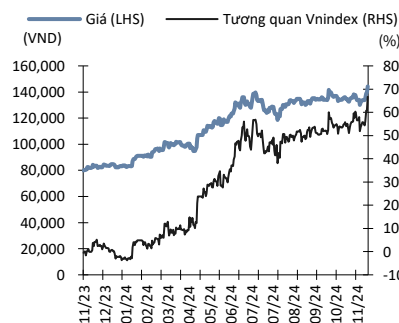
#### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	9.2	9.0	19.9	78.2
Tương đối	8.8	11.1	22.5	66.6

#### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	44,010	52,618	61,358	71,187
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	6,491	7,788	9,418	11,562
Lợi nhuận của CD công ty mẹ (tỷ VND)	5,310	6,465	7,911	9,712
EPS (VND)	5,802	5,854	7,330	9,272
Tăng trưởng EPS (%)	33.4	0.9	25.0	26.0
P/E (x)	26.1	25.9	20.6	16.3
P/B (x)	6.6	6.4	6.2	5.7
ROE (%)	25.6	26.0	26.5	26.1
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3	1.3	1.4	1.4

Nguồn: Fiiipro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV



# Dệt may

## Hướng tới mục tiêu 48 tỷ USD kim ngạch xuất khẩu dệt may trong 2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
(+84) 24-7303-5333 anhnhd@kbsec.com.vn

### Kim ngạch xuất khẩu phục hồi khả quan trong 2H2024

Kim ngạch xuất khẩu dệt may tháng 11/2024 của Việt Nam đạt 3,825 triệu USD tương đương mức tăng trưởng 10.6% YoY. Đặc biệt, 2H2024 chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng trên 10% YoY qua các tháng. Hiệp hội dệt may Việt Nam cho rằng mục tiêu xuất khẩu 44 tỷ USD hàng dệt may trong năm 2024 là khả quan và hướng tới mục tiêu đạt 48 tỷ USD (+ 9% YoY) kim ngạch xuất khẩu trong năm 2025.

### KQKD của các doanh nghiệp dệt may chứng kiến sự phục hồi trong Q3/2024

Tính chung 9T/2024, tổng doanh thu thuần của các doanh nghiệp dệt may đạt 55,536 tỷ VND (+8.9% YoY) và LNST đạt 1,978 tỷ VND (+74.9% YoY) nhờ số lượng đơn hàng phục hồi trở lại. Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam, hầu hết doanh nghiệp dệt may đã có đơn hàng Q1/2025, đang đàm phán đơn hàng cho quý II/2025. Biên lợi nhuận gộp (BLNG) cũng chứng kiến sự phục hồi do số lượng đơn hàng FOB (mảng có biên lợi nhuận gộp cao) quay trở lại nhiều hơn so với năm 2023. Tuy nhiên, BLNG sẽ khó cải thiện thêm từ Q4/2024 trở đi.

### Số lượng đơn hàng tiếp tục được kỳ vọng cải thiện trong năm 2025

KBSV kỳ vọng rằng số lượng đơn hàng trong năm 2025 sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ (1) Nhu cầu tiêu dùng ở các thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm của Việt Nam phục hồi nhẹ; (2) Hàng tồn kho của các nhà bán lẻ thời trang lớn trên thế giới vào cuối năm 2024 đang ở mức hợp lý, dự địa bổ sung hàng tồn kho mở trong tương lai vẫn còn; (3) Xu hướng dài hạn chuyển dịch chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc.

### Giành thêm được đơn hàng từ Trung Quốc chuyển sang

Với chính sách thuế mới của tổng thống Donald Trump, KBSV nhận định rằng ngành dệt may Việt Nam sẽ bị tác động 2 chiều. Tác động tích cực đó là Việt Nam có khả năng giành thêm được đơn hàng từ Trung Quốc chuyển sang nhờ có lợi thế cạnh tranh hơn so với các nước khác. Tác động tiêu cực là giá bán xuất khẩu hàng dệt may có khả năng giảm bởi mức thuế xuất khẩu sang Mỹ tăng.

### Định giá P/E của nhiều doanh nghiệp dệt may đang ở mức cao do phần nào phản ánh sự phục hồi đơn hàng trong Q3/2024

Với triển vọng tích cực trong năm 2025, Nhà đầu tư có thể xem xét và chờ thời điểm giải ngân tại các nhịp điều chỉnh đối với các doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu sang Mỹ lớn và có kế hoạch mở rộng công suất trong thời gian tới như MSH. Đối với các cổ phiếu còn lại, nhà đầu tư ưu tiên giải ngân tại các nhịp điều chỉnh sâu hơn khi cổ phiếu về các vùng định giá hấp dẫn.

## Tích cực

### Khuyến nghị

MSH	MUA
Giá mục tiêu	63,500 VND

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

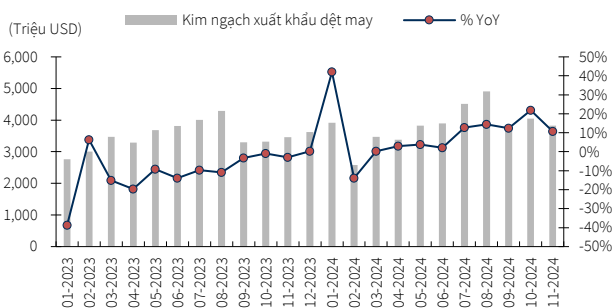
### Kim ngạch xuất khẩu dệt may khả quan trong năm 2024

Kim ngạch xuất khẩu dệt may tháng 11/2024 của Việt Nam đạt 3,825 triệu USD tương đương mức tăng trưởng 10.6% YoY. Nhìn chung 11T của năm 2024, kim ngạch xuất khẩu dệt may đều duy trì mức tăng trưởng dương qua các tháng so với cùng kỳ do mức nền thấp của năm 2023. Đặc biệt, 2H2024 chứng kiến mức tăng trưởng ấn tượng trên 10% YoY nhờ (1) Các doanh nghiệp dệt may Việt Nam tận dụng tốt chuyển dịch đơn hàng từ một số quốc gia khác như Trung Quốc, Myanmar, Bangladesh. Vào cuối tháng 7, Bangladesh diễn ra nhiều cuộc biểu tình và bạo loạn khiến số lượng đơn hàng xuất khẩu dệt may giảm mạnh từ 25% - 40%. (2) Tận dụng tốt các hiệp định thương mại FTA. Trong năm 2024, 17/19 hiệp định thương mại tự do (FTA) thế hệ mới đã có hiệu lực. (3) Nhu cầu tiêu dùng của các thị trường trọng điểm như Mỹ, EU và Nhật được cải thiện nhờ những tín hiệu tích cực trong chính sách tiền tệ.

### Đặt mục tiêu tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu đạt 7.8% trong giai đoạn 2026 – 2030

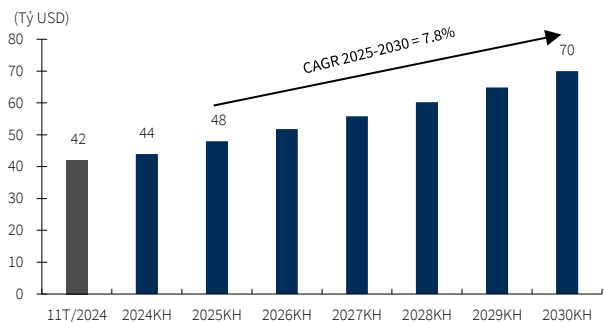
Theo hiệp hội dệt may Việt Nam, mục tiêu xuất khẩu 44 tỷ USD của ngành dệt may năm 2024 rất khả thi bởi 11T/2024 kim ngạch xuất khẩu dệt may đã đạt khoảng 42 tỷ USD tương đương 95.6% kế hoạch, hơn thế nữa cuối năm là mùa cao điểm cho các đơn hàng sản xuất mùa lễ hội Giáng sinh và năm mới. Đồng thời, chủ tịch Vitas cũng đặt mục tiêu năm 2025 kim ngạch xuất khẩu đạt 47 – 48 tỷ USD và thực hiện Chiến lược phát triển ngành dệt may và da giày. Từ nay đến năm 2030, ngành sẽ chuyển dần từ phát triển nhanh sang phát triển bền vững. Phấn đấu tỷ lệ nội địa hóa đạt 51% - 55% trong giai đoạn 2021 – 2025 và 56% - 60% trong giai đoạn 2026 – 2030.

Biểu đồ 1. Kim ngạch xuất khẩu dệt may theo tháng



Nguồn: FiinproX, KBSV tổng hợp

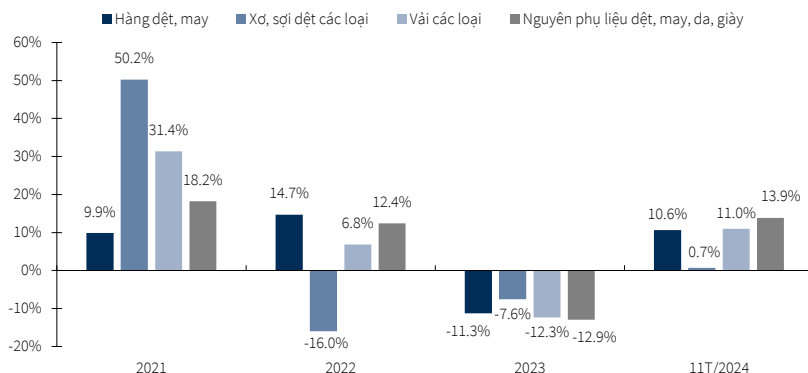
Biểu đồ 2. Kim ngạch xuất khẩu mục tiêu của hiệp hội dệt may và chiến lược phát triển ngành dệt may



Nguồn: KBSV tổng hợp

11T/2024, kim ngạch xuất khẩu đạt mức tăng trưởng 9.6% YoY tương đương 42 tỷ VND trong đó bao gồm các mặt hàng sau: xuất khẩu mặt hàng dệt may đạt 33.6 tỷ USD (+10.6% YoY); Xuất khẩu xơ, sợi dệt các loại đạt 4 tỷ USD (+0.7% YoY); Xuất khẩu vải các loại đạt 2.4 tỷ USD (+11.0% YoY) và xuất khẩu nguyên phụ liệu dệt, may, da giày đạt 2 tỷ USD (+13.9% YoY).

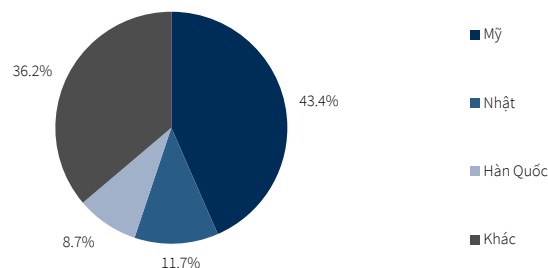
**Biểu đồ 3. Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu dệt may theo mặt hàng**



Nguồn: FiinproX, KBSV tổng hợp

Mỹ vẫn duy trì là thị trường xuất khẩu hàng dệt may lớn nhất của Việt Nam đạt 14.6 tỷ USD (+10.9% YoY) tương đương chiếm 43.4% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 11T/2024; Thị trường Nhật bản đạt 3.9 tỷ USD (+6.2% YoY) chiếm 11.7% tổng kim ngạch xuất khẩu; Thị trường Hàn Quốc đạt 2.8 tỷ USD (+3.4% YoY) chiếm 8.7% tổng kim ngạch xuất khẩu.

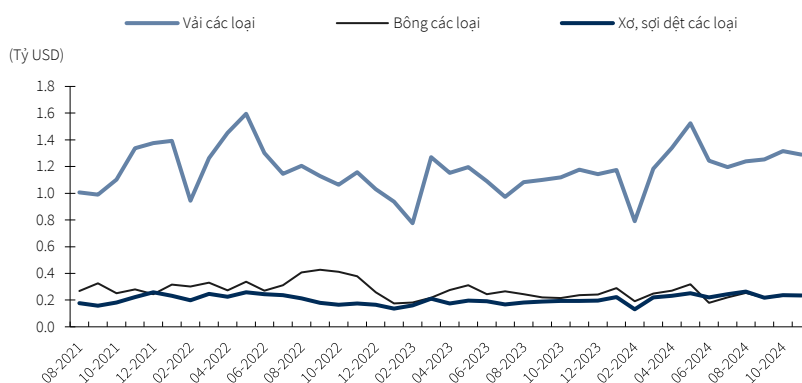
**Biểu đồ 4. Tỷ trọng xuất khẩu mặt hàng dệt may theo quốc gia trong 11T/2024**



Nguồn: FiinproX, KBSV tổng hợp

Hoạt động dệt may phục hồi trong 2H2024 cũng được phản ánh qua kim ngạch nhập khẩu dệt may tăng mạnh trong T5/2024. Trong tháng 5, kim ngạch nhập khẩu bông, vải, sợi, của các doanh nghiệp tăng 22,9% YoY. Vải các loại vẫn là mặt hàng được nhập khẩu nhiều nhất đạt 13.5 tỷ USD (+14.1% YoY) trong 11T/2024 tương đương chiếm 72.5% kim ngạch nhập khẩu dệt may và nhà cung cấp chính là Trung Quốc (chiếm 67.2% kim ngạch nhập khẩu).

**Biểu đồ 5. Giá trị nhập khẩu các mặt hàng dệt may theo tháng**



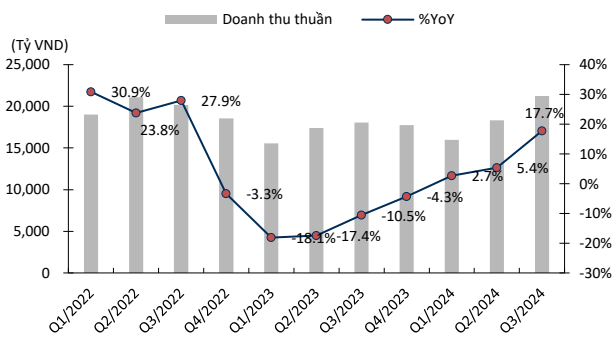
Nguồn: FiinproX, KBSV tổng hợp

**Các doanh nghiệp dệt may có lợi đơn hàng trong 2H2024**

Bước sang năm 2024, các doanh nghiệp dệt may cho thấy sự bứt phá ngoạn mục trong quý 3 nhờ nhu cầu của các thị trường lớn như Mỹ và Châu Âu có dấu hiệu phục hồi và bước vào giai đoạn mùa cao điểm của năm. Doanh thu thuần của 27 doanh nghiệp dệt may trên các sàn HoSE, HNX, Upcom đạt 21,228 tỷ

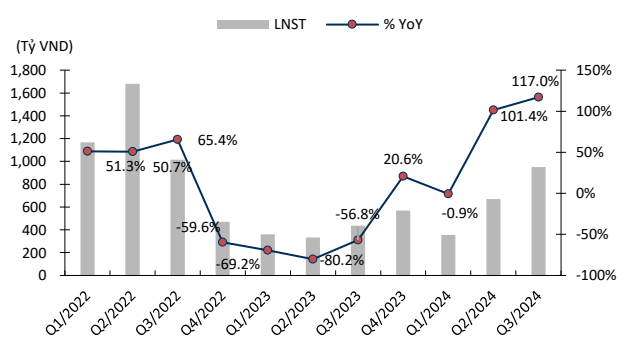
VND tương đương mức tăng trưởng 17.7% YoY trong Q3/2024 (Biểu đồ 6). LNST của 27 doanh nghiệp này cũng cho thấy mức phục hồi ấn tượng với mức tăng trưởng 117% YoY tương đương đạt 951 tỷ VND (Biểu đồ 7). Một số doanh nghiệp dệt may có mức phục hồi doanh thu thuần và LNST ấn tượng bao gồm: MSH (45% YoY và 154% YoY), DM7 (118% YoY và 103% YoY) và MNB (36% YoY và 1,620% YoY). Tính chung 9T/2024, doanh thu thuần của ngành dệt may đạt 55,536 tỷ VND (+8.9% YoY) và LNST đạt 1,978 tỷ VND (+74.9% YoY). Theo Hiệp hội Dệt may Việt Nam, hầu hết doanh nghiệp dệt may đã có đơn hàng Q1/2025, đang đàm phán đơn hàng cho quý II/2025.

**Biểu đồ 6. Doanh thu thuần của ngành dệt may**



Nguồn: KBSV tổng hợp (\*Bao gồm 27 doanh nghiệp dệt may trên các sàn HoSE, HNX, UpCom)

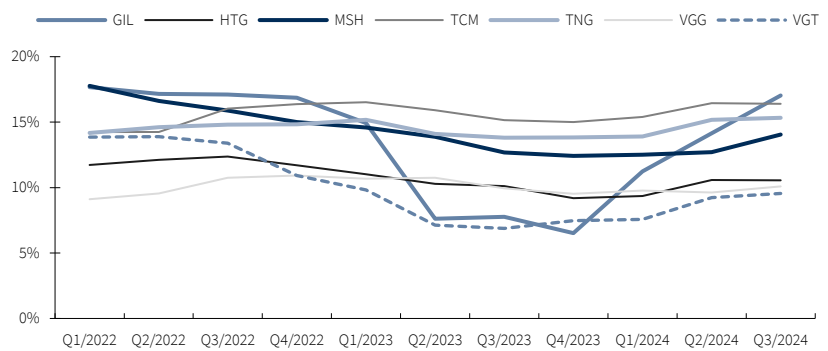
**Biểu đồ 7. Lợi nhuận sau thuế của ngành dệt may**



Nguồn: KBSV tổng hợp (\*Bao gồm 27 doanh nghiệp dệt may trên các sàn HoSE, HNX, UpCom)

**Biên LNG cải thiện so với năm 2023.** Biên LNG của các doanh nghiệp dệt may đều ghi nhận mức độ cải thiện đáng kể trong Q3/2024 do đơn hàng hồi phục, đặc biệt là phân khúc FOB tăng trở lại so với giai đoạn 2023 - mảng có biên LNG cao. Tuy nhiên, BLNG của các doanh nghiệp dệt may khó tăng cao hơn nữa trong Q4/2024 do mức lương tối thiểu tăng 6% kể từ tháng 7/2024, chi phí nhân công tại các doanh nghiệp dệt may thường chiếm khoảng 40% tổng chi phí sản xuất nên mức lương tăng sẽ kìm hãm đà tăng BLNG.

**Biểu đồ 8. Biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp dệt may**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp

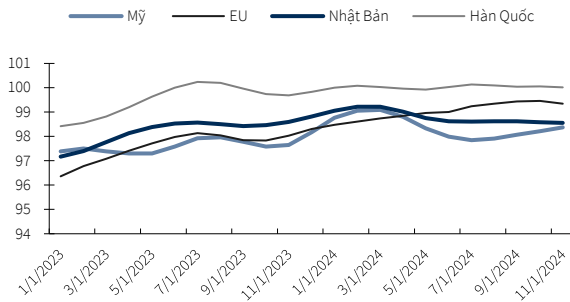
## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng ở các thị trường trọng điểm phục hồi nhẹ

Nhìn chung, chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) của các thị trường xuất khẩu dệt may lớn của Việt Nam đang có xu hướng cải thiện tuy nhiên vẫn dưới mức 100 điểm. Niềm tin của người tiêu dùng vào tình hình tế trong tương lai đã bớt bi quan hơn và đang sẽ có xu hướng tăng chi tiêu cho 12 tháng sắp tới. Đặc biệt, Hàn Quốc duy trì chỉ số CCI quanh 100 điểm vào trong năm 2024 cho thấy tâm lý chi tiêu tích cực của người dân.

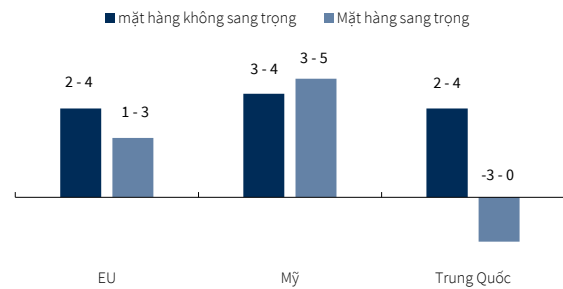
Theo Mckinsey, dự báo tăng trưởng bán lẻ thời trang sang trọng trong năm 2025 đạt 1 đến 3% YoY ở thị trường EU và 3% đến 5% YoY ở thị trường Mỹ. Còn đối với bán lẻ thời trang không sang trọng mức tăng trưởng đạt 2% đến 4% ở thị trường EU và 3% đến 4% ở thị trường Mỹ.

Biểu đồ 9. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng ở các thị trường trọng điểm



Nguồn: OECD, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 10. Tăng trưởng doanh thu bán lẻ thời trang sang trọng và không sang trọng theo quốc gia trong 2025 (YoY)

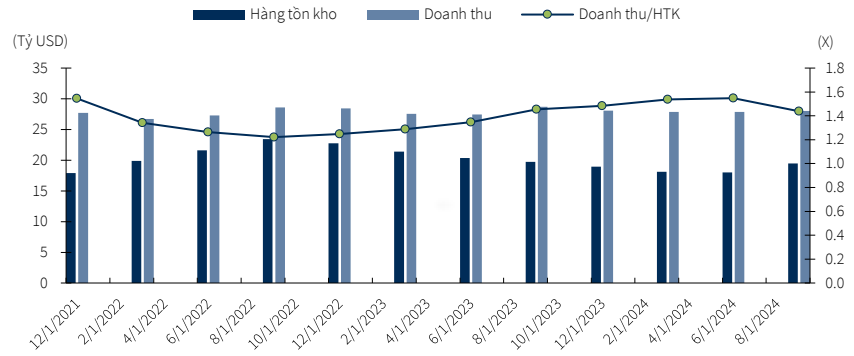


Nguồn: Mckinsey, KBSV

### Tồn kho của các nhà bán lẻ may mặc lớn đang ở mức hợp lý

KBSV cho rằng các hãng thời trang lớn trên thế giới đã tinh gọn hàng tồn kho của mình về mức hợp lý trong năm 2024, áp lực hàng tồn kho từ 2023 đã không còn nữa vậy nên còn nhiều dự địa bổ sung hàng tồn kho mới trong tương lai với tổng tồn kho của các hãng bán lẻ thời trang lớn đạt 19.5 tỷ USD thấp hơn 5.8% so với mức tồn kho trung bình của 3 năm trước. Cụ thể trong Q3/2024, hàng tồn kho của các hãng thời trang lớn như sau: Nike đạt 8.3 tỷ USD (-5.1% YoY), Adidas đạt 5.0 tỷ USD (-1.7% YoY), 2.1 tỷ USD (-5.3% YoY), 4.1 tỷ USD (+10.1% YoY). Hầu hết lượng tồn kho vẫn đang ở mức thấp hơn cùng kỳ năm 2023 tuy nhiên có sự tăng nhẹ QoQ. Doanh thu trong Q3/2024 chưa cho thấy sự phục hồi rõ rệt vẫn còn sự phân hóa với tăng trưởng -10.4% YoY của Nike, +8.3% YoY của Adidas, +4.8% YoY của GAP và -1.3% YoY của H&M.

**Biểu đồ 11. Tổng doanh thu và hàng tồn kho của các hãng bán lẻ thời trang lớn**

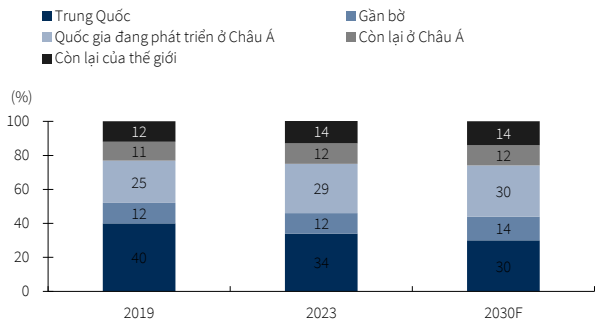


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV tổng hợp (\*Bao gồm Nike, Adidas, GAP và H&M)

**Xu hướng đa dạng nguồn cung giảm phụ thuộc vào Trung Quốc trong dài hạn**

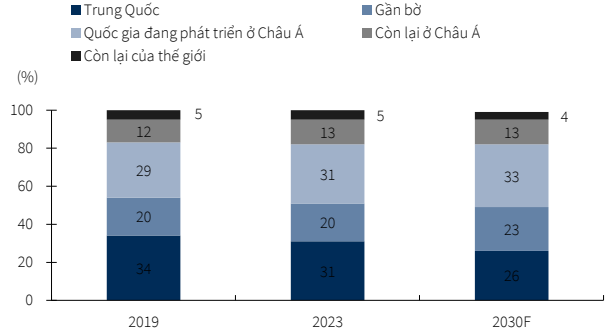
Xu hướng dài hạn của các nhà bán lẻ dệt may đang tiến tới đa dạng hóa nguồn cung, giảm phụ thuộc vào khối Trung Quốc bởi những lo ngại về rủi ro địa chính trị, chi phí nhân công không còn rẻ và chi phí vận chuyển cao. Theo McKinsey, nguồn nhập khẩu dệt may đến từ các quốc gia gần bờ và quốc gia đang phát triển ở Châu Á tăng lần lượt 2ppts và 1ppts ở Mỹ; 3ppts và 2ppts ở EU. Các quốc gia đang phát triển ở Châu Á được dự báo sẽ hưởng lợi bao gồm Ấn Độ, Việt Nam và Bangladesh.

**Biểu đồ 12. Dự phóng tỷ trọng nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ theo quốc gia**



Nguồn: Mckinsey, KBSV

**Biểu đồ 13. Dự phóng tỷ trọng nhập khẩu hàng dệt may của EU theo quốc gia**



Nguồn: Mckinsey, KBSV

**Chính sách thuế mới dưới thời tổng thống Trump tác động 2 chiều tới ngành dệt may Việt Nam**

Chủ trương của tân tổng thống Mỹ Donald Trump là phát triển một nền kinh tế Mỹ mạnh mẽ, tự chủ và ít phụ thuộc vào bên ngoài. Để làm được điều đó một trong những chính sách quan trọng của ông Trump đó là tăng thuế nhập khẩu. Cụ thể, ông tuyên bố sẽ tăng thuế quan đối với hàng hóa Trung Quốc lên 60% và với các nước khác là 10% đến 20%. Mới đây nhất vào ngày 25/11/2024, ông Trump đăng trên Truth Social rằng sẽ áp mức thuế bổ sung 10% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi nhận định rằng Chính sách này của ông Trump sẽ gây ảnh hưởng kép lên các doanh nghiệp xuất khẩu dệt may Việt Nam như sau:

**Kỳ vọng có thêm đơn hàng nhờ lợi thế cạnh tranh về tốc độ gia công**

**Tác động tích cực:** các doanh nghiệp xuất khẩu mặt hàng dệt may Việt Nam có lợi thế cạnh tranh hơn so với các nước khác trong việc giành thêm các đơn hàng

**và rủi ro môi trường làm việc**

từ Trung Quốc trong trường hợp nước này bị tăng mức thuế cho hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ. Theo khảo sát của Hiệp hội ngành thời trang Hoa Kỳ (USFIA), Việt Nam có lợi thế cạnh tranh về tốc độ cung cấp hàng hóa ra thị trường cũng như ít rủi ro về môi trường hơn so với ba nước còn lại thuộc top 5 bao gồm Bangladesh, Indonesia và Ấn Độ (Bảng 14). Với các tiêu chí còn lại, cả 4 nước đều được đánh giá ở mức trung bình không chênh nhau nhiều và hiện tại 5 nước xuất khẩu hàng dệt may sang thị trường Mỹ nhiều nhất đều là tối huệ quốc (MFN) với Mỹ nên chịu mức thuế như nhau.

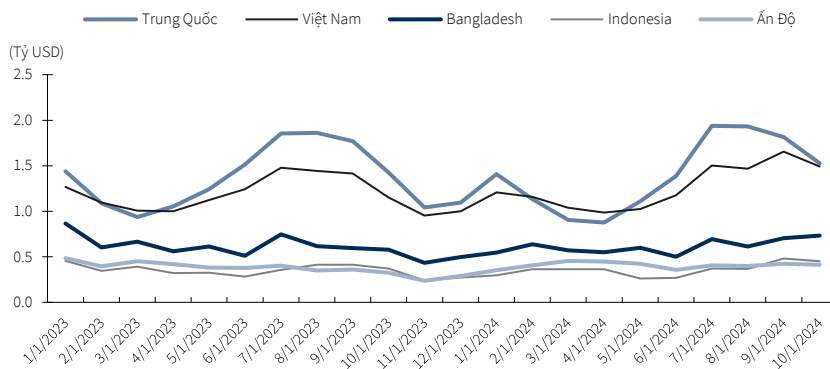
**Biểu đồ 14. Mức độ cạnh tranh giữa các quốc gia xuất khẩu mặt hàng dệt may sang Mỹ năm 2024**

Khu vực	Nguồn cung cấp	Tốc độ ra thị trường	Chi phí	Tính linh hoạt và nhanh nhẹn	Số lượng đơn hàng tối thiểu	Chuỗi cung ứng	Rủi ro về lao động xã hội	Rủi ro về môi trường	Rủi ro về địa chính trị
Tây bán cầu	Mỹ	● 4.0	◆ 1.5	▲ 3.0	● 4.0	◆ 2.5	● 4.0	● 4.0	● 4.0
	Mexico	● 4.0	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0
	CAFTA-DR	● 4.0	▲ 3.5	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.5
	Colombia	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.5
Châu Á	Trung Quốc	▲ 3.5	● 4.0	● 4.0	▲ 3.5	● 4.5	◆ 2.0	◆ 2.0	◆ 1.5
	<b>Việt Nam</b>	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0
	Bangladesh	◆ 2.0	● 4.0	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0	◆ 2.5	◆ 2.5	▲ 3.0
	Indonesia	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.5
	Ấn Độ	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0	● 4.0	◆ 2.5	◆ 2.5	▲ 3.5
	Sri Lanka	◆ 2.0	▲ 3.5	▲ 3.5	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.5
	Lào	◆ 2.5	▲ 3.5	▲ 3.0	◆ 2.5	◆ 2.5	◆ 2.5	◆ 2.5	▲ 3.0
Khác	Châu Âu	▲ 3.5	◆ 2.0	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.0	● 4.0	● 4.0	● 4.0
	Thổ Nhĩ Kỳ	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.5	▲ 3.0	● 4.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0
	AGOA	◆ 1.5	● 4.0	◆ 2.5	◆ 2.5	◆ 1.5	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0
	Ai Cập	▲ 3.0	● 4.0	▲ 3.0	◆ 2.5	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0	▲ 3.0

Nguồn: USFIA, KBSV

10T/2024, giá trị hàng dệt may của Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ đạt 12.7 tỷ USD (+3.9% YoY) và là nước thứ 2 có giá trị xuất khẩu sang Mỹ lớn nhất chỉ xếp sau Trung Quốc. Đặc biệt, năm 2024 có những giai đoạn xuất khẩu dệt may đã vượt Trung Quốc vào các tháng 2,3 và 4.

**Biểu đồ 15. Top 5 các nước xuất khẩu mặt hàng may mặc sang Mỹ**



Nguồn: OTEXA, KBSV

**Giá bán giảm do thuế xuất khẩu vào Mỹ tăng**

**Tác động tiêu cực:** các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam sẽ có khả năng bị ép giá đơn hàng hơn trước bởi mức thuế nhập khẩu vào Mỹ tăng cao. Hiện tại, các phẩm dệt may của Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ phần lớn có mã HS là 61091000 với mức thuế quan là 16.5% (Biểu đồ 16). Đối với các sản phẩm còn lại mức thuế nhập khẩu vào Mỹ dao động trong khoảng từ 5% đến 32%. Mặc dù vậy, KBSV cho rằng trong trường hợp mức thuế quan tăng lên 20% như phát ngôn của tân tổng thống Donald Trump, các doanh nghiệp dệt may sẽ không bị ép đơn giá quá nhiều bởi mức thuế quan đã tương đối cao tại thời điểm hiện tại. Đơn giá trung bình xuất khẩu hàng dệt may vào Mỹ của Việt Nam trong 11T đầu năm 2024 đạt 3.6 USD/m<sup>2</sup>, cao thứ nhì trong nhóm 5 nước có giá trị xuất khẩu hàng dệt may vào Mỹ chỉ kém Indonesia 16.6% (Biểu đồ 17).

**Biểu đồ 16. Mức thuế quan xuất khẩu sang Mỹ đối với một số mặt hàng dệt may giá trị lớn từ Việt Nam**

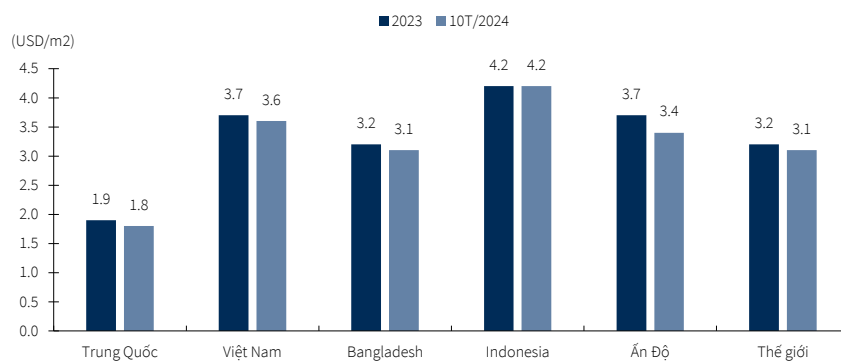
STT	HS code	Mô tả	Thuế quan
1	61091000	Áo phông, áo ba lỗ, áo ba lỗ và các loại quần áo tương tự, dệt kim hoặc móc, từ sợi nhân tạo	16.5%
2	61112000	Quần áo và hàng may mặc phụ trợ dùng cho trẻ em, dệt kim hoặc móc	8.1% - 19.7%
3	61102000	Áo bó, áo chui đầu, áo cài khuy (cardigans), gilê và các mặt hàng tương tự, dệt kim hoặc móc từ bông	5% - 16.5%
4	61159500	Quần tất, quần áo nịt, bít tất	10% - 13.5%
5	61046300	Bộ com-lê, bộ quần áo đồng bộ, áo jacket, áo khoác thể thao, áo váy dài, váy, chân váy	14.9% - 28.2%
6	61091000	Các loại quần dài, quần yếm có dây đeo, quần ống chèn và quần soóc	10.3% - 14.9%
7	61112000	Bộ com-lê, bộ quần áo đồng bộ, áo jacket, áo blazer, váy liền thân	14.9% - 16%
8	61102000	Quần dài, quần yếm có dây đeo, quần ống chèn và quần soóc từ bông	10.3% - 16.1%
9	61159500	Áo bó, áo chui đầu, áo cài khuy, gilê và các mặt hàng tương tự, dệt kim hoặc móc từ sợi nhân tạo	6% - 32%
10	61046300	Áo phông, áo ba lỗ, áo ba lỗ và các loại quần áo tương tự, dệt kim hoặc móc, từ sợi nhân tạo	16.5%

Nguồn: KBSV tự tổng hợp

**Biểu đồ 17. Đơn giá trung bình xuất khẩu hàng may mặc sang Mỹ theo quốc gia**

Trong 10T/2024, đơn giá xuất khẩu trung bình của Việt Nam sang Mỹ đạt 3.6 USD/m<sup>2</sup> (-2.7% YoY) và cao hơn mức giá trung bình 16.1%.

Đơn giá trung bình của Trung Quốc duy trì ở mức thấp do cuộc chiến thương mại giữa Mỹ và Trung diễn ra vào năm 2018 khiến các nhà dệt may Trung Quốc phải giảm giá bán để thu hút đơn hàng cạnh tranh với các nước khác.



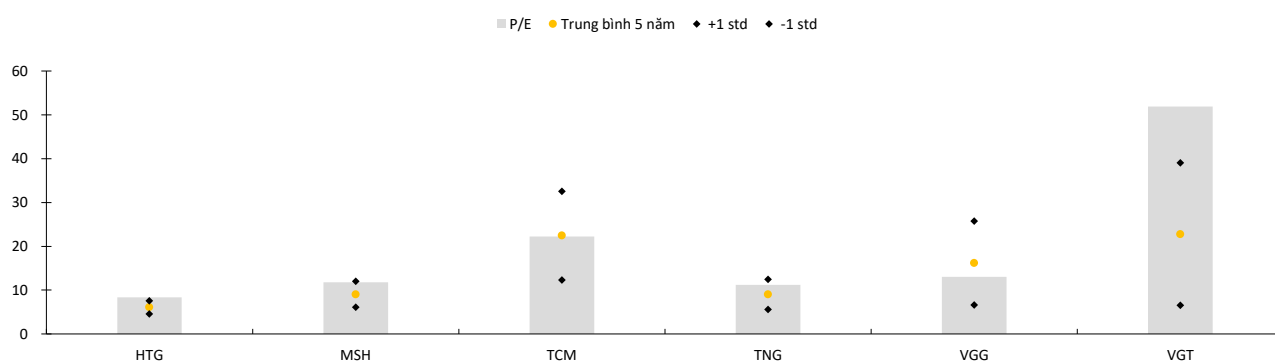
Nguồn: OTEXA, KBSV



### Kỳ vọng phục hồi đơn hàng của nhiều doanh nghiệp dệt may đã được phản ánh vào giá

Phần lớn các doanh nghiệp dệt may đều đang có mức P/E vượt trung bình 5 năm cho thấy những kỳ vọng về phục hồi đơn hàng cùng với kết quả kinh doanh phục hồi tích cực trong Q3/2024 đã được phần nào phản ánh vào giá. Bước sang năm 2025, KBSV cho rằng ngoài những kỳ vọng về nhu cầu tiêu dùng ở các thị trường trọng điểm phục hồi, ngành dệt may còn được hưởng lợi từ câu chuyện giành thêm đơn hàng từ Trung Quốc xuất khẩu sang Mỹ. Nhà đầu tư có thể xem xét và chờ thời điểm giải ngân tại các nhịp điều chỉnh đối với các doanh nghiệp có thị phần xuất khẩu sang Mỹ lớn và có kế hoạch mở rộng công suất trong thời gian tới như MSH. Đối với các cổ phiếu còn lại, nhà đầu tư ưu tiên giải ngân tại các nhịp điều chỉnh sâu hơn khi cổ phiếu về các vùng định giá hấp dẫn.

Biểu đồ 18. P/E của các doanh nghiệp dệt may



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# CTCP May Sông Hồng (MSH)

## Đơn hàng phục hồi và dự kiến gia tăng công suất

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
[anhhd@kbsec.com.vn](mailto:anhhd@kbsec.com.vn)  
 (+84) 24-7303-5333

**3Q2024, MSH ghi nhận doanh thu 1,748 tỷ VND (+45% YoY) nhờ sự phục hồi của các đơn hàng cuối năm**

Kết thúc 3Q2024, MSH đạt doanh thu thuần 1,748 tỷ đồng (+45% YoY) trong đó doanh thu mảng FOB và nội địa đạt 1,540 tỷ đồng (+54% YoY); doanh thu mảng CMT tăng 1% YoY đạt 209 tỷ VND. Biên lợi nhuận gộp đạt 15.2% (+4.47bps YoY) do MSH có các đơn đặt hàng lớn đến từ các đối tác như Columbia Sportswear, G-III Aperial, GAP giúp tối ưu chi phí hơn. Lợi nhuận sau thuế của MSH Q3/2024 của MSH đạt 266 tỷ VND (+105% YoY) hoàn thành 73% kế hoạch năm.

**Xuất khẩu đơn hàng dệt may Việt Nam phục hồi nhẹ trong 3Q/2024**

Giá trị xuất khẩu mặt hàng dệt may 9 tháng đầu năm đạt 27.3 tỷ USD (+8.9% YoY). Việt Nam xuất khẩu hàng dệt may tới các thị trường lớn bao gồm Mỹ đạt 12.0 tỷ USD (+9.1% YoY), EU đạt 3.1 tỷ USD (+8.1% YoY), Nhật Bản 3.1 tỷ USD (+6.4% YoY). Sự phục hồi này đến từ tình hình kinh tế tại các thị trường trọng điểm đang được cải thiện và lượng hàng tồn kho ở một số thương hiệu lớn đã giảm.

**MSH mở rộng đầu tư cả trong và ngoài nước**

MSH mở rộng công suất trong nước với dự án nhà máy Xuân Trường II bao gồm 50 dây chuyền đạt công suất 3,000,000 chiếc/tháng được dự kiến hoạt động vào cuối năm 2024. Ngoài ra vào tháng 1/2024, MSH công bố kế hoạch thành lập liên doanh tại Ai Cập với MSH góp 50% vốn điều lệ, tương đương 40.7 tỷ VND dự kiến các thủ tục thành lập công ty sẽ được hoàn thiện vào cuối năm 2024.

**Khuyến nghị MUA với MSH, giá mục tiêu 63,500 VND/ Cổ phiếu cho năm 2025**

KBSV khuyến nghị MUA với MSH với giá mục tiêu 63,500 VND/cổ phiếu cho năm 2025, tương ứng với mức lợi suất sinh lời 22.1% so với giá đóng cửa ngày 23/12/2024.

## MUA Thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND 63,500</b>
Tăng/giảm (%)	22.1%
Giá hiện tại (23/12/2024)	VND 53,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 46,900
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	3.8/0.1

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	48.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	6.0/0.2
Sở hữu nước ngoài (%)	3.9%
Cổ đông lớn	Bùi Đức Thịnh (23.9%)

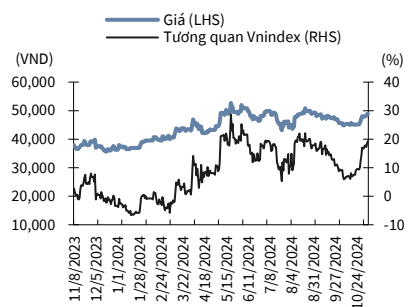
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	1M	3M	12M
Tuyệt đối	9.0	2.8	-0.7	28.6
Tương đối	10.0	-1.4	-1.5	15.4

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	5,523	4,542	5,025	5,754
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	359	187	312	420
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	375	245	303	376
EPS (VND)	4,998	3,260	3,714	4,602
Tăng trưởng EPS (%)	-43.5	-34.8	13.9	23.9
P/E (x)	13.0	20.0	17.5	14.2
P/B (x)	2.9	2.7	2.7	2.4
ROE (%)	19.6	13.6	16.6	18.6
Tỷ suất cổ tức (%)	4.7	4.7	6.6	3.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

# Thủy sản

## Phục hồi tích cực

### Hoàn thành mục tiêu 10 tỷ USD xuất khẩu thủy sản trong 2024 và kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong 2025

Theo VASEP, giá trị xuất khẩu thủy sản của Việt Nam sẽ vượt mức 10 tỷ USD, tăng 12.3% so với mức 8.9 tỷ USD trong 2023. Dù vẫn thấp hơn 11 tỷ USD vào 2022, xuất khẩu thủy sản cho thấy nhu cầu phục hồi ổn định tốt về mặt sản lượng trong khi giá bán trung bình vẫn duy trì ở mức tương đương cùng kì. Xuất khẩu tôm và cá tra dự kiến đạt lần lượt 4 tỷ và 2 tỷ USD, lần lượt +18% và +11% YoY. Theo VASEP, xuất khẩu thủy sản hướng tới mục tiêu 11 tỷ USD trong 2025, tương ứng mức tăng 10% so với 2024. Chúng tôi cho giữ quan điểm tích cực với ngành cá tra khi giá bán trung bình trong 2025 dự kiến ở mức cao hơn so với 2024.

### Biên lợi nhuận các doanh nghiệp trong 2025 dự kiến phục hồi tích cực

Xuất khẩu phục hồi giúp giá bán trung bình các doanh nghiệp được cải thiện. Trong khi đó, nguyên liệu sử dụng làm thức ăn chăn nuôi (TACN) cho cá bao gồm cám, bột cá và bã đậu nành đang trên đà giảm và thấp hơn từ 16-18% so với đầu năm giúp các doanh nghiệp với hệ sinh thái khép kín từ TACN đến trang trại cá như VHC và ANV sẽ được hưởng lợi nhất.

### Rủi ro thuế trong nhiệm kì tổng thống mới của Mỹ không cao

Chúng tôi cho rằng tác động từ việc áp thuế nhập khẩu vào Mỹ trong nhiệm kì tổng thống mới sẽ tập trung nhiều hơn vào Trung Quốc, Mexico, Canada và các nước BRICS. Điều này sẽ có tác động tích cực hơn đối với cá tra so với các mặt hàng cá thị trường nhập khẩu từ Trung Quốc và Nga.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
(+84) 24-565-0008 [quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

## Trung lập

Khuyến nghị	
VHC	Trung lập
Giá mục tiêu	78,300 VND

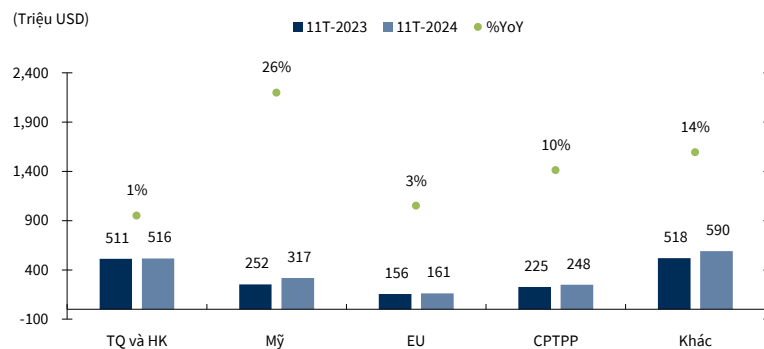
## KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2024

**Xuất khẩu cá tra dự kiến quay trở lại mức 2 tỷ USD, tăng trưởng chủ yếu đến từ Mỹ và các thị trường mới mở rộng**

Xuất khẩu cá tra trong 11 tháng đạt 1.8 tỷ USD, tăng 10% YoY. Dự báo giá trị xuất khẩu trong tháng cuối năm tiếp tục phục hồi với tốc độ 10% nhờ nhu cầu nhập khẩu cho các dịp lễ hội cuối năm và rủi ro thuế cao trong 2025 khiến các nhà nhập khẩu tăng tích trữ hàng hóa.

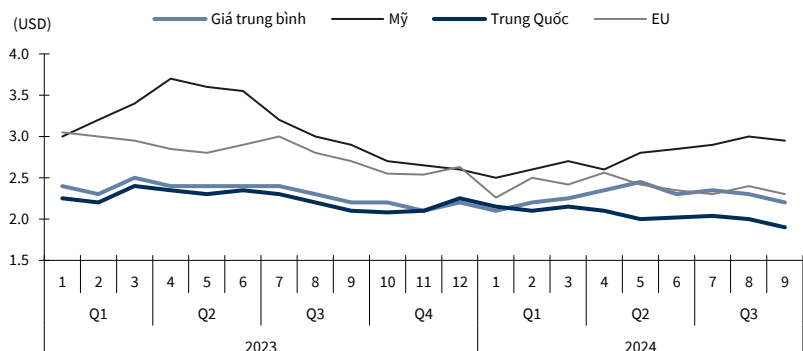
Tăng trưởng trong 2024 chủ yếu đến từ thị trường Mỹ và quốc gia khác khi các doanh nghiệp xuất khẩu cố gắng đa dạng hóa thị trường, nhằm giảm thiểu rủi ro tập trung. Giá bán thị trường Mỹ duy trì ở mức cao trong quý cuối năm (khoảng 3.1 USD/kg), nhưng vẫn duy trì được lợi thế giá so với các loại cá thịt trắng khác nhập khẩu vào Mỹ. Trong khi đó, Nga tăng xuất khẩu thủy sản sang Trung Quốc nhằm bù đắp sụt giảm từ căng thẳng với EU và Mỹ khiến giá xuất cá tra của Việt Nam sang thị trường này duy trì ở mức thấp. Giá bán tại EU tiếp tục duy trì ở mức thấp do khẩu vị của người tiêu dùng vốn ưa chuộng các loại thủy sản khác hơn trong khi bối cảnh tăng trưởng kinh tế thấp tại khu vực EU (dự kiến đạt 0.9% trong 2024) khiến tiêu thụ/đầu người không có sự tăng trưởng đột phá.

**Biểu đồ 1. Xuất khẩu cá tra trong 11T-2024**



Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 2. Giá xuất khẩu cá tra tại các thị trường (USD/kg)**



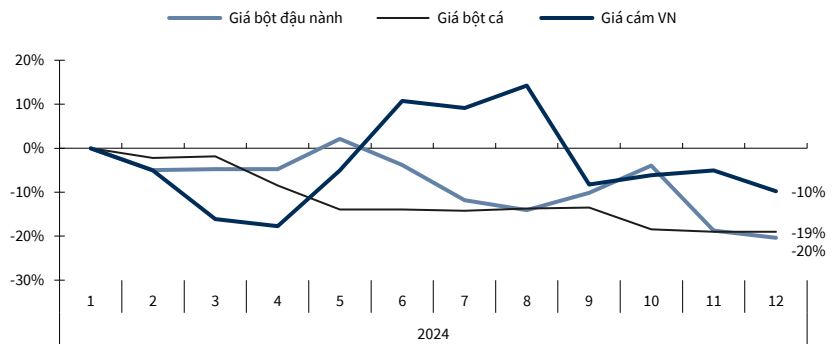
Nguồn: VASEP, KBSV tổng hợp

**Nguyên liệu đầu vào thức ăn chăn nuôi (chiếm 70% chi phí nuôi cá) đang ở mức thấp**

Nguyên liệu sản xuất thức ăn chăn nuôi là cám, bột đậu nành và bột cá đều có đà giảm mạnh lần lượt 10%/20%/19%. Đồng thời, giá cá nguyên liệu thu mua duy trì ở mức cao, khoảng 28,500 đồng/kg (+12% so với đầu năm), giúp cải thiện biên lợi nhuận cho cả các hộ nuôi và doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2024.

Cả Vĩnh Hoàn (VHC) và Nam Việt (ANV) đều được hưởng lợi lớn nhờ sở hữu nhà máy sản xuất thức ăn chăn nuôi và tỷ lệ tự chủ nguồn cá nguyên liệu tại các trang trại cao (lần lượt 70% và 100%). Điều này không chỉ giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguyên liệu và chi phí sản xuất, mà còn cho phép cả hai doanh nghiệp tận dụng sự điều chỉnh giá nguyên vật liệu để cải thiện đáng kể biên lợi nhuận toàn công ty trong giai đoạn vừa qua.

**Biểu đồ 3. Thay đổi giá đầu vào TACN cho cá so với đầu năm**



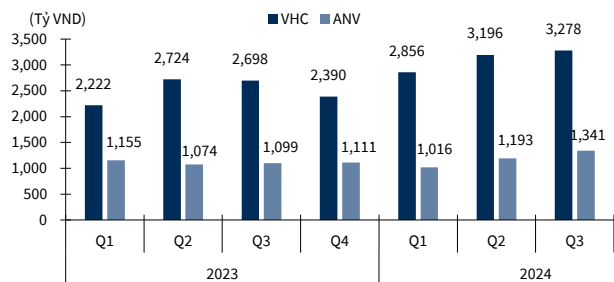
Nguồn: Bloomberg, Wchart

**KQKD phục hồi phân hóa giữa các doanh nghiệp**

9M2024, tăng trưởng doanh thu của VHC và ANV đạt lần lượt 22% và 7% YoY nhờ giá bán tại thị trường Mỹ phục hồi tốt hơn. Với tỉ trọng xuất khẩu sang Trung Quốc ước tính chiếm 40%, ANV chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các loại cá thị trường khác từ Nga và Trung Quốc khiến giá bán tiếp tục ở mức thấp so với 2023 mặc dù có sự phục hồi về sản lượng ở 2 chữ số. Ngoài ra, KBSV cho rằng việc Trung Quốc còn tăng nhập cá nguyên con với tỉ trọng tăng từ 15% vào 2018 lên 25% trong năm nay để chế biến khiến phần nào giảm giá trị gia tăng. Điều này khiến biên EBIT của ANV đi ngang trong 9M2024.

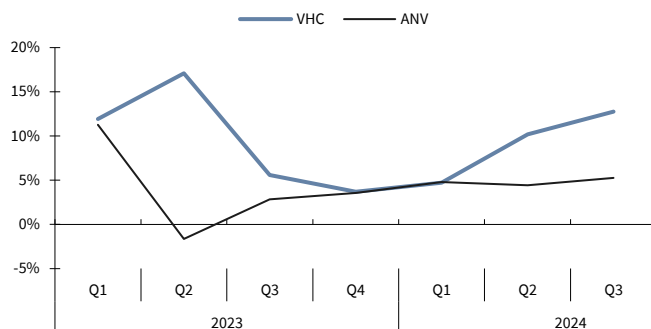
Trái lại, VHC đã tận dụng tốt sự phục hồi ở thị trường Mỹ (chiếm 42% giá trị xuất khẩu) khi xảy ra tình trạng căng thẳng hàng tồn kho. Biên EBIT của VHC cải thiện rõ ràng từ 4.7% trong quý 1 lên mức 12.7% trong quý 3-2024 nhờ giá bán cao hơn trong khi chi phí nuôi cá có xu hướng giảm mạnh.

**Biểu đồ 4. Doanh thu theo quý của VHC và ANV**



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tính toán

**Biểu đồ 5. So sánh biên EBIT của 2 doanh nghiệp**



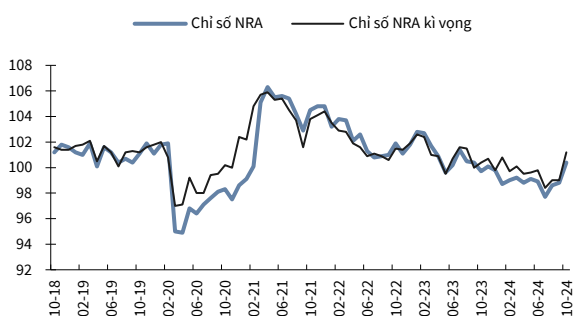
Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, KBSV tính toán

## TRIỂN VỌNG NĂM 2025

### Triển vọng xuất khẩu vẫn tươi sáng 2025

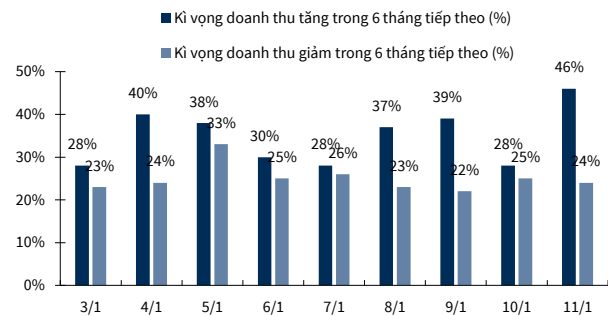
Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm tích cực với xuất khẩu cá tra sang Mỹ nhờ giá bán cạnh tranh trong khi hai mặt hàng thay thế gần nhất với cá tra là cá Minh Thái và Rô phi từ Nga và Trung Quốc tiếp tục gặp những yếu tố bất lợi trong 2025. Chỉ số lạm phát ưa thích của FED là lạm phát PCE đã giảm về mức 2.4% trong khi GDP quý 3 đạt 3.1% (cao nhất trong các quý của 2024) cho thấy kinh tế Mỹ vẫn đang diễn biến khả quan. Bên cạnh đó, khảo sát từ hiệp hội nhà hàng Mỹ vượt 100 điểm cho thấy kì vọng tích cực về tăng trưởng doanh thu trong 6 tháng tới sẽ thúc đẩy nhập khẩu thủy sản trong ngắn hạn. Chúng tôi kì vọng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ sẽ tăng trưởng từ 5-10% trong 2025.

Biểu đồ 6. Chỉ số nhà hàng Mỹ - NRA



Nguồn: NRA, Bloomberg

Biểu đồ 7. Khảo sát tâm lý chủ nhà hàng



Nguồn: NRA, Bloomberg

### Thuế nhập khẩu vào thị trường Mỹ là yếu tố cần theo dõi

Chúng tôi kì vọng mức thuế áp vào Trung Quốc dự kiến cao hơn so với các quốc gia còn lại, trong đó có Việt Nam, từ đó giúp cải thiện sản lượng nhập khẩu từ Việt Nam như mặt hàng thay thế. Việc hai mặt hàng thay thế với mức giá cạnh tranh với cá tra là rô phi và minh thái sẽ chịu áp lực thuế và rào cản thương mại vào Mỹ cao hơn, sẽ tác động tích cực đến giá bán cá đầu ra của doanh nghiệp Việt Nam.

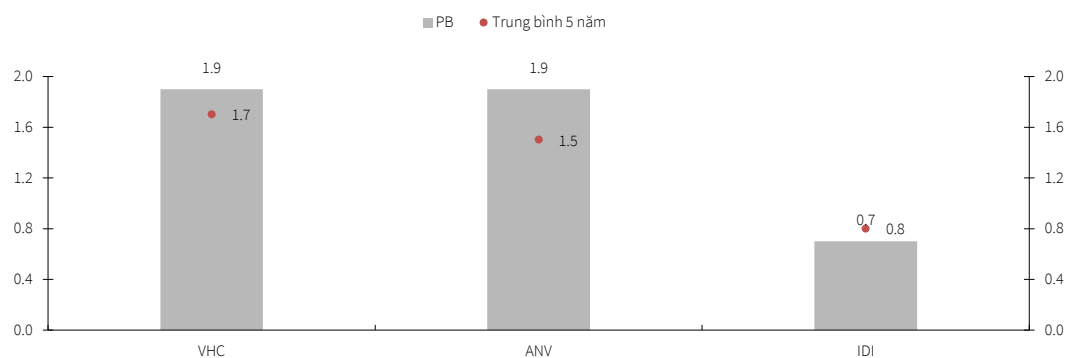
### TACN cho cá dự kiến tiếp tục ở mức thấp sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận

Theo USDA, giá bán các loại cây trồng (chủ yếu là lúa mì, ngũ cốc, ngô và đậu nành) dự kiến duy trì ở mức thấp hiện tại do sản lượng thu hoạch tại Mỹ và Brazil dự kiến tăng trưởng trên 10% nhờ thời tiết ôn hòa hơn trong khi tăng trưởng kinh tế yếu tại Trung Quốc sẽ hạn chế đà tăng giá. KBSV dự phóng giá đầu vào thức ăn chăn nuôi trung bình ngang bằng so với 2024 nhưng mức thấp hơn từ 15%-20% so với 2023 giúp tăng biên lợi nhuận trang trại nuôi của doanh nghiệp.

Chúng tôi tin rằng VHC và ANV sẽ được hưởng lợi nhất nhờ hệ sinh thái khép kín giúp trực tiếp tăng biên lợi nhuận gộp trang trại nuôi cá. Chúng tôi kì vọng biên gộp của VHC sẽ phục hồi lên trung bình khoảng 17%-17.5% (+200-250 bps so với 2024) giúp tăng trưởng LNST đạt 19-20% trong 2025.

**Định giá đã phần nào phản ánh triển vọng phục hồi**

Cả 2 doanh nghiệp hàng đầu về xuất khẩu thủy sản đang giao dịch ở trên mức PB trung bình 5 năm. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** do giá cổ phiếu đã phần nào phản ánh triển vọng hồi phục tích cực. Nhà đầu tư có thể cân nhắc đầu tư khi giá cổ phiếu điều chỉnh về vùng hợp lý hơn.

**Biểu đồ 8. Định giá PB hiện tại và trung bình 5 năm**

Nguồn: Bloomberg



# CTCP Vĩnh Hoàn (VHC)

## Kì vọng xuất khẩu tiếp tục tươi sáng

17/12/2024

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đức Quân  
[quannd@kbsec.com.vn](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

**Nhu cầu phục hồi tại các thị trường chính giúp KQKD 3Q2024 phục hồi khả quan**

Lũy kế 3Q2024, doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 9,329 đồng (+22% YoY) và LNST đạt 808 tỷ đồng (-4.8% YoY), chủ yếu nhờ phục hồi sản lượng hai chữ số ở hầu hết thị trường. Dự báo quý 4 tiếp tục đà phục hồi, giúp doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 12,555 tỷ VNĐ (+ 25% YoY) và 1,102 tỷ VNĐ (+20% YoY), hoàn thành lần lượt 109% và 110% kế hoạch kịch bản cao của doanh nghiệp.

**Chi phí thức ăn chăn nuôi tiếp tục xu hướng giảm từ cuối 2023 đến nay**

Với tỉ lệ tự chủ khoảng 70% cá nguyên liệu và tự sản xuất thức ăn (vốn chiếm khoảng 70% chi phí nuôi cá), giá nguyên liệu đầu chính là bột cá và bã đậu giảm lần lượt 18%/22% so với đầu năm cùng giá bán cải thiện ở hầu hết các thị trường sẽ giúp Vĩnh Hoàn cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức gần 18% (so với mức trung bình 14% trong 9T/2024).

**Giá bán phục hồi ở thị trường Mỹ với nhờ tâm lý cải thiện**

Báo cáo hiệp hội nhà hàng tại Mỹ cho thấy tâm lý lạc quan được cải thiện đáng kể sau cuộc bầu cử tổng thống. Điều này kì vọng sẽ có tác động tích cực đến nhu cầu tiêu thụ cá tra từ Việt Nam.

**Khuyến nghị: TRUNG LẬP - Giá mục tiêu 78,600 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** với cổ phiếu VHC với giá mục tiêu là 78,600 VND với tiềm năng tăng giá là 9%, tương đương với mức PER dự phóng cho năm 2025 là 13.4x, cao hơn mức trung bình 5 năm là 8x. Cổ phiếu VHC đã tăng 23% từ đầu năm, phản ánh kì vọng phục hồi đáng kể so với mức nền thấp trong 2023.

## TRUNG LẬP thay đổi

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND78,600</b>
Tăng/giảm (%)	9%
Giá hiện tại (17/12/2024)	VND 72,700
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 84,100
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ/tỷ USD)	16.3/0.65

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	35.2%
GDTB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	192.9/7.7
Sở hữu nước ngoài	28.5%
Cổ đông lớn	Trương Thị Lệ Khanh (42.3%)

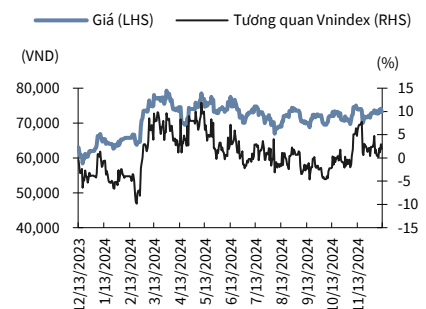
### Biến động giá cổ phiếu

(%)	YTD	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.7	-12.2	-2.7	-5.7
Tương đối	-2.2	-9.2	-0.3	-18.3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	13,231	10,033	12,555	13,127
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	2,319	1,118	1,348	1,614
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	1,975	919	1,102	1,315
EPS (VNĐ)	10,771	4,914	4,908	5,858
Tăng trưởng EPS (%)	80	-54	0	19
P/E (x)	8.2	17.6	14.7	12.3
P/B (x)	2.2	1.9	1.9	1.8
ROE (%)	26	11	14	15
Tỉ suất cổ tức, phổ thông (%)	3.0	0.0	5.5	2.7

Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&amp;17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu****(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành****(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.