



Trụ sở CTCP Chứng khoán MB
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601
Web: www.mbs.com.vn

»» BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC 2025

Vững bước tiến tới “kỷ nguyên vươn mình”

»»» Vững bước tiến tới “kỷ nguyên vươn mình”

Kính gửi Quý khách hàng,

Năm mới, thời cơ mới, động lực mới, vận hội mới. Năm 2025 thực sự mang lại cảm nhận là một năm đánh dấu cho sự khởi đầu của kỷ nguyên mới đối với Việt Nam. Ở trong nước, nỗ lực cải cách thể chế, tinh gọn bộ máy điều hành nhằm chuẩn bị cho một chu kỳ phát triển mạnh mẽ. Trong bối cảnh trật tự thế giới đang thay đổi, Việt Nam đã sẵn sàng nâng cao vị thế cạnh tranh chiến lược trong chuỗi giá trị toàn cầu.

Sau năm 2024 chạy đà ấn tượng, Việt Nam sẽ tiếp tục bứt tốc tăng trưởng từ 7% đến 7.5% trong ba năm tới, là ngôi sao của khu vực ASEAN-6. Chúng tôi cho rằng sẽ có **6 chủ đề chính định hình triển vọng vĩ mô 2025:**

- (1) Sản xuất vẫn duy trì triển vọng tích trong bối cảnh nhu cầu thế giới tiếp tục phục hồi, cầu đầu tư trong nước cũng đang khả quan. Hơn nữa, giai đoạn này có sự khác biệt khi Việt Nam đang sẵn sàng nâng cao vị thế trong chuỗi giá trị, chuyển dịch sang mảng sản xuất dịch vụ sang lại giá trị gia tăng cao hơn.
- (2) Đẩy mạnh đầu tư công, tập trung vào các dự án hạ tầng lớn như hoàn thành cao tốc Bắc - Nam, đường sắt cao tốc và sân bay Long Thành, nhằm đảm bảo cho tăng trưởng cũng củng cố năng lực cạnh tranh của Việt Nam trong việc thu vốn đầu tư nước ngoài.
- (3) Lạm phát năm 2025 không phải là mối lo ngại lớn, phần nào tạo dư địa cho NHNN tung ra các chính sách thúc đẩy cầu tiêu dùng, đầu tư nội địa.
- (4) Chúng tôi cũng thấy rằng sự không chắc chắn về chính sách điều hành của Trump 2.0 (5) cũng như ảm số phục hồi của kinh tế Trung Quốc có thể tạo ra cả cơ hội và thách thức cho Việt Nam.
- (6) Mặc dù chu kỳ nói lỏng toàn cầu đã bắt đầu, song dư địa về chính sách tài chính của Việt Nam không còn quá lớn do áp lực tỷ giá. Vì vậy, NHNN sẽ phải cân cân đối giữa rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn và mục tiêu tăng trưởng dài hạn.

Về mặt đầu tư, chúng tôi cho rằng kinh tế vĩ mô vững chắc, chính sách hỗ trợ tích cực, các nút thắt pháp lý được tháo gỡ, môi trường lãi suất thuận lợi kết hợp với yếu tố tăng trưởng lợi nhuận hoạt động kinh doanh sẽ là nền tảng vững chắc một chu kỳ tăng trưởng toàn diện của TTCK trong năm tới.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận của các DN niêm yết đạt 18% - 19% giai đoạn 2025 - 26 đóng góp bởi sự ổn định của ngành ngân hàng, bán lẻ, cũng như từ phục hồi từ đáy của ngành bất động sản, xây dựng.

Bên cạnh đó, Việt Nam đang tiến gần hơn đến cơ hội được tham gia vào nhóm các TTCK mới nổi. Tổng hợp các yếu tố cơ hội và rủi ro, **chúng tôi dự báo VN-Index sẽ đạt mức 1,400 – 1,420 trong năm 2025**, dựa trên dự báo tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường 18% và P/E trong khoảng 12.5 - 13x.

Chúng tôi xác định 8 chủ đề đầu tư hấp dẫn cho năm 2025, bao gồm: (1) BĐS khởi động chu kỳ phát triển mới (2) Cơ hội từ tăng cường giải ngân đầu tư công, (3) Câu chuyện riêng ngành ngân hàng, (4) Hiệu ứng kích thích kinh tế từ Trung Quốc, (5) Thiếu hụt nguồn cung điện, (6) Trump 2.0 (7) Sự xuất hiện các ngành công nghiệp mới, (8) Nâng hạng TTCK.

Rủi ro bao gồm: Chính sách điều hành khó dự đoán của thời kỳ Trump 2.0 có thể làm chậm lại quá trình cắt giảm lãi suất của FED, áp lực tỷ giá trong bối cảnh đồng VND yếu, Thị trường bất động sản nhà ở có thể phục hồi chậm hơn dự kiến.

Trong **“Báo cáo chiến lược 2025 - Vietnam Dynamics 2025”**, chúng tôi cũng lần đầu viết sâu về các ngành công nghiệp mới như: bán dẫn, công nghệ 5G và trung tâm dữ liệu, cũng như một số cơ hội đầu tư tiềm năng.

Cuối cùng, chúng tôi kính chúc quý khách hàng một năm mới sức khỏe và gặt hái thành công!

Trân trọng

Trần Thị Khánh Hiền

Giám đốc Khối Nghiên cứu

& Khối Nghiên cứu CTCK MB (MBS)

MỤC LỤC

Vĩ mô Việt Nam – Diễn biến 2024: Việt Nam phục hồi ấn tượng trong bối cảnh thế giới ổn định	4
Vĩ mô Việt Nam – Triển vọng 2025: Chúng tôi cho rằng sẽ có 6 chủ đề chính định hình triển vọng kinh tế Việt Nam 2025	13
Thị trường Chứng khoán: Xuất phát điểm thuận lợi	27

TRIỂN VỌNG NGÀNH

1. Ngân hàng: Phục hồi bền vững nhưng không đồng đều	40
2. BDS Dân cư: Khởi đầu của một chu kỳ mới	57
3. Thép: Vững vàng tâm thép	80
4. BDS Khu công nghiệp: Thuận nước đẩy thuyền	92
5. Điện: Kỹ nguyên “xanh hóa” ngành điện	104
6. Dầu khí: Lửa thử vàng	124
7. Bán lẻ: Cần thêm thời gian hồi phục	147
8. Các ngành công nghiệp mới: Trung tâm dữ liệu, Bán dẫn, 5G	166



1

VĨ MÔ VIỆT NAM | Diễn biến 2024

Việt Nam phục hồi ấn tượng trong bối cảnh thế giới ổn định

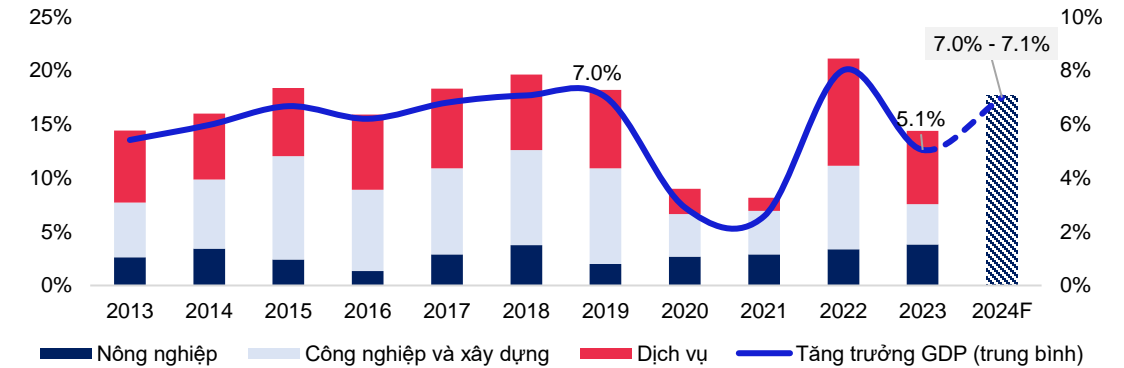
[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam năm 2024 đạt 7.0% - 7.1% nhờ vào hoạt động sản xuất sôi động

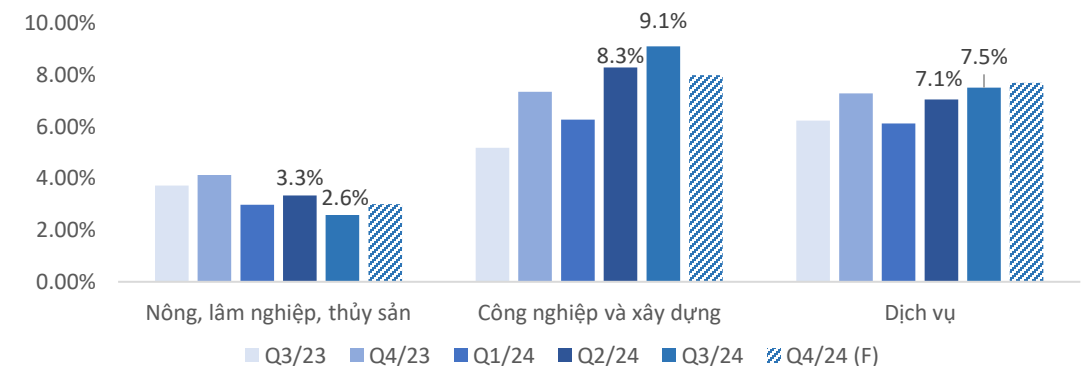
- Kể từ đầu năm, nền kinh tế Việt Nam đã duy trì xu hướng cải thiện qua các quý liên tiếp (Q1: +5.87%; Q2: +6.93%; Q3: +7.4%). Lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, GDP ước tăng 6.82%. Theo đó, Việt Nam được kỳ vọng sẽ trở thành nền kinh tế tăng trưởng nhanh nhất trong khu vực ASEAN trong năm 2024.
- Trong 9 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng kinh tế đạt 6.82%. Trong đó, ngành công nghiệp và xây dựng tăng trưởng vượt trội ở mức 8.2%, đóng góp 46.2% vào tổng mức tăng GDP. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp và xây dựng trong 9T2024 chủ yếu được thúc đẩy bởi sản xuất (+8.3% svck), sản xuất điện (+11.1% svck) và xây dựng (+7.5% svck). Mặt khác, ngành khai khoáng giảm 7% svck.
- Ngành dịch vụ có kết quả tích cực hơn trong Q3/24 với mức tăng 7.5% (cao hơn mức 7.1% trong Q2/24). Lũy kế 9T2024, ngành dịch vụ tăng 6.95%, cao hơn so với mức 6.3% ghi nhận trong cùng kỳ năm ngoái, đóng góp 48.4% vào GDP. Tuy nhiên, mức tăng này vẫn thấp hơn so với trung bình ~7% giai đoạn trước Covid-19.
- Do chịu ảnh hưởng của thiên tai, ngành nông, lâm nghiệp và thủy sản chỉ tăng 2.6% trong Q3/24, lũy kế 9T2024, tăng 3.2% và đóng góp 5.4% vào GDP.
- Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã đặt ra mục tiêu tăng trưởng đạt 7.6% - 8% trong Q4, nhằm đạt được hoặc thậm chí vượt qua mục tiêu tăng trưởng cả năm của Chính phủ là 7%. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP cả năm 2024 sẽ đạt 7.0% - 7.1%, trên cơ sở tăng trưởng sản xuất công nghiệp chậm lại trong Q4 (trên nền cao của năm trước), song khu vực dịch vụ sẽ phục hồi và trở thành đầu kéo trong quý cuối năm.

Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng năm (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

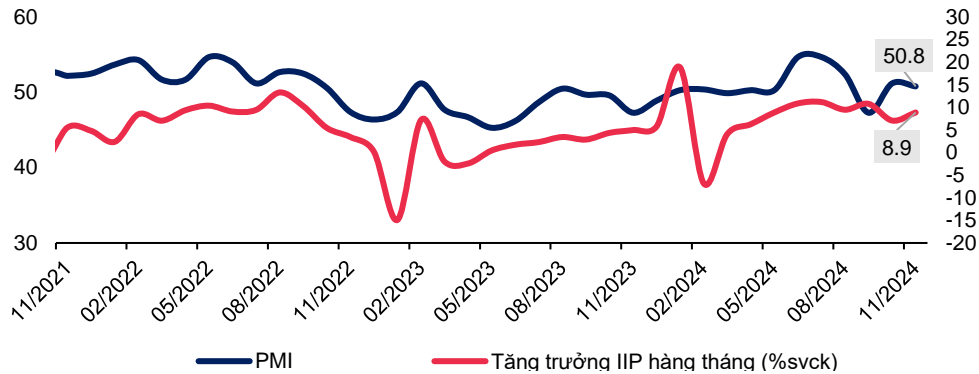
Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Ngành sản xuất là động lực chính cho sự tăng trưởng mạnh mẽ của nền kinh tế

Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

- Ngành sản xuất duy trì tốc độ tăng trưởng khá ổn định trong năm nay, thậm chí đạt mức cao nhất trong hai năm trở lại đây lên mức 54.7 điểm vào tháng 6 và tháng 7. Tuy nhiên, cơn bão Yagi đi qua hồi tháng 9 đã gây ra những gián đoạn đáng kể khiến tốc độ tăng của chỉ số PMI chậm lại. Trong tháng 11, chỉ số PMI đạt mức 50.8 điểm, cho thấy mức cải thiện khiêm tốn của hoạt động sản xuất.
- Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) của Việt Nam tăng 8.4% trong 11T2024, cao hơn nhiều so với mức 1% của cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, ngành sản xuất tăng 9.7% svck, được thúc đẩy bởi: sản phẩm từ cao su & plastic (+25.6% svck); đồ nội thất (+24.7%); xe có động cơ (+18.3% svck), dệt may (+12.1% svck), thiết bị điện (+11.3% svck). Ở chiều ngược lại, ngành khai khoáng giảm 7.3% svck do giá bán thấp (dầu & than).

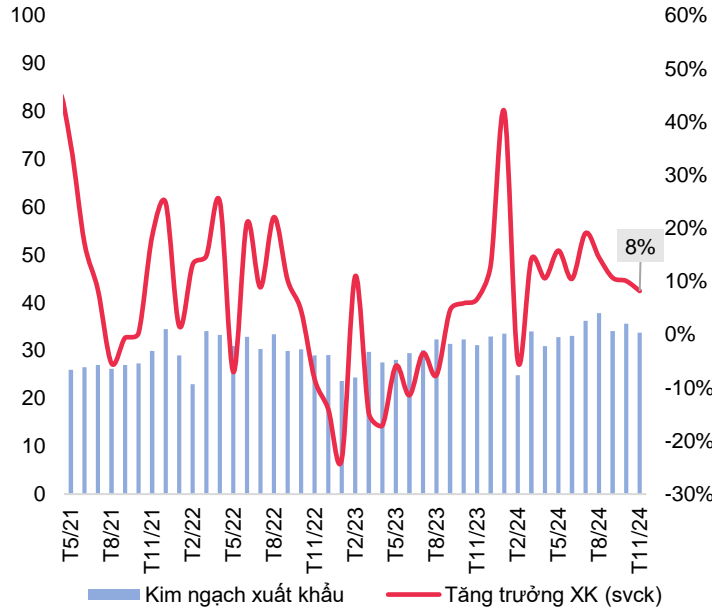
Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)

Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	11T24
Toàn ngành công nghiệp	18.3	-6.8	4.1	6.3	8.9	10.9	11.2	9.5	10.84	7	8.9	8.4
Khai khoáng	7.3	-15.4	-7.8	-6.8	-9.4	-7.7	-7	-1.5	-5.9	-10	-9.8	-7.3
Công nghiệp chế biến	19.3	-6.5	4.6	7	10.6	12.6	13.3	11	13.1	8.8	11.2	9.7
Chế biến thực phẩm	17.2	-4.7	5.1	7.3	6.1	10.4	13.4	9.8	11.65	9.4	10.9	7.7
+Thủy sản	13.1	4.1	2.4	8.8	8.8	11.4	21.4	23	19.66	12.4	15.5	9.7
+Chế biến sữa	19.8	0	4	7.6	4.6	13.5	7.6	5	5.12	2.9	9.4	4.0
+Chế biến thức ăn chăn nuôi	14.8	7.7	4.5	4.4	4.2	12.4	11.7	5.9	10.06	6.4	5.1	5.1
Chế biến đồ uống	3.7	-19.7	-1	10.4	4.4	1.7	2.4	4	2.25	3.2	4.5	0.8
Dệt may	46.2	-5.6	8.8	11	7.9	11.4	10.7	15	11.24	8.2	10.7	12.1
Sản phẩm từ da	34.7	-10.4	3.4	8.8	9.6	15.4	17	17	17.61	12.6	18.5	12.6
Gỗ và sản phẩm gỗ	26.8	-16.7	0	19.2	23	14.8	4.2	3.8	-0.66	10.9	13.3	9.7
Giấy và các sản phẩm từ giấy	38.7	-6.6	-1.2	7.8	6.2	12.2	2.9	8.7	16.94	7.8	11.5	9.7
Than cốc, sản phẩm dầu mỏ	24.6	20.9	8.9	-32.2	8.6	13	18	32	147.04	18.9	-4.4	14.5
Sản phẩm hoá chất	38.7	15.1	3.4	9.4	6.2	9.7	9	23	19.86	7.8	2.5	13.4
Phân bón	14.8	20.2	21.5	24.9	2.2	3.9	-0.3	9.5	12.02	8.7	2.3	11.1
Sản phẩm từ cao su và plastic	33.2	0.4	29.1	29.7	24.1	34.1	26.2	31	24.85	13	14.0	25.6
Thuốc	26.1	-0.1	-2.5	-7.1	-2.7	12.3	17.1	16	15.4	5.9	-0.8	8.2
Kim loại	39.4	-3.9	10.9	1.8	6.8	11.9	12.5	18	12.3	10.6	6.2	10.0
Máy tính và sản phẩm điện tử	5.6	-7.3	4.8	10.2	17.4	20.3	15.3	1.5	6.8	4.1	12.0	8.7
Thiết bị điện	43.3	2.2	25	24.3	19.4	-6.5	-11	-5.9	-3	15.4	13.2	11.3
Máy móc và thiết bị	52.5	-18.6	10.3	-0.3	12.6	4	11.4	-2.5	3.3	9.8	13.1	4.7
Xe có động cơ	24	-16	0.1	9.6	7.3	-2.2	25.6	30	25.7	24.8	36.2	18.3
Sản xuất phân phối điện	21.6	-3.7	9.5	11.3	11.4	13.7	9.9	8.9	6.4	6	5.5	10.2
Xử lý nước	5.7	-1.1	9.4	6.6	7.4	8	12.1	13	15.2	6.9	6.7	9.6

• Nguồn: TCTK, MBS Research

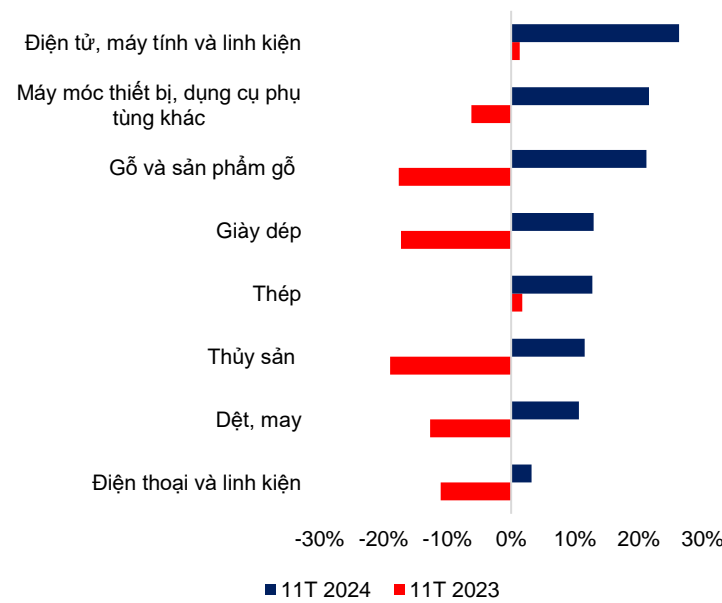
Xuất khẩu tăng trưởng 14.4% trong 11 tháng đầu năm nhờ thị trường Mỹ và EU, trong khi thị trường Trung Quốc vẫn phục hồi chậm do nhu cầu tiêu dùng yếu

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (Tỷ USD)



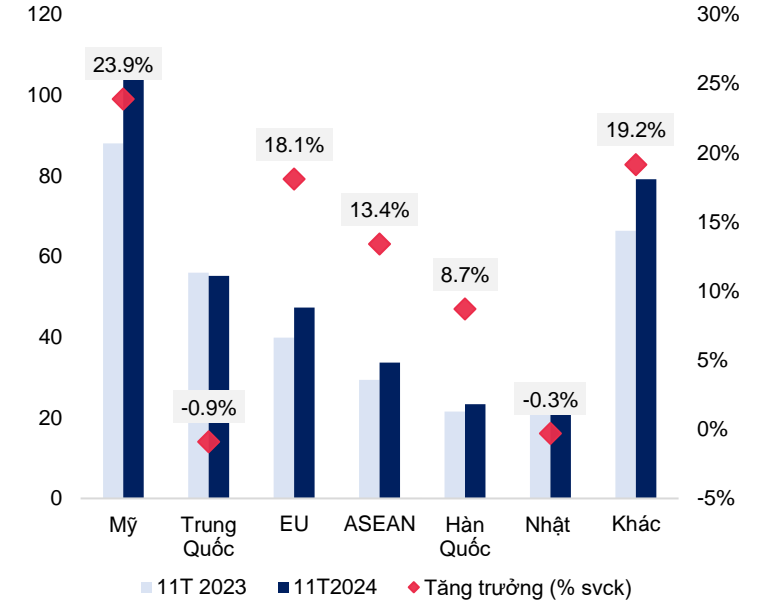
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Tăng trưởng của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực (% svck)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Thị trường xuất khẩu của Việt Nam (Tỷ USD)

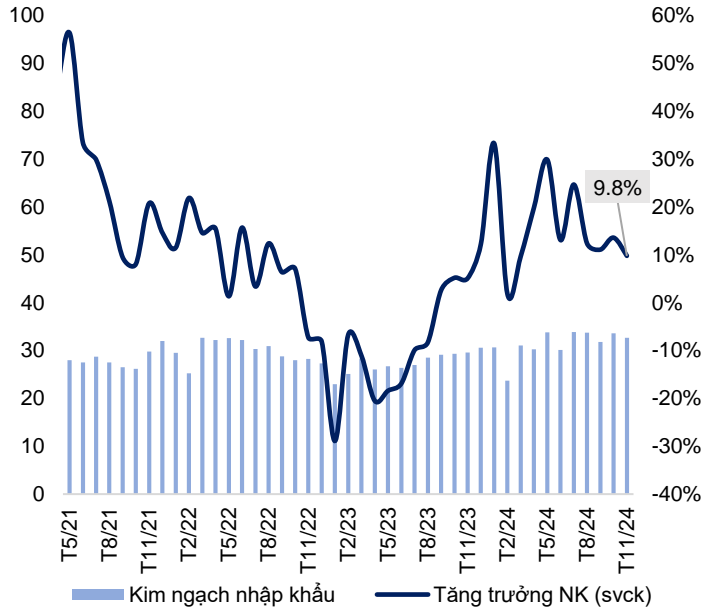


• Nguồn: TCTK, MBS Research

- Trong 11T24, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 369.9 tỷ USD (+14.4% svck), một bước nhảy vọt từ mức giảm 6% trong 11T23. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực có mức tăng trưởng mạnh như: hàng điện tử (+26.3% svck), máy móc (+21.6% svck), gỗ và sản phẩm gỗ (+21.2% svck), dệt may (+10.6% svck) và điện thoại (+3.2% svck). Đáng chú ý, xuất khẩu thép tăng 12.7% svck với giá trị đạt 8.5 tỷ USD. Xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước tăng 20% svck, chiếm 28% tổng kim ngạch, trong khi xuất khẩu của khu vực FDI tăng 12.4%, chiếm 72%.
- Về thị trường xuất khẩu: Xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng trưởng mạnh mẽ với mức tăng 24% svck với kim ngạch xuất khẩu đạt 108.9 tỷ USD. Xuất khẩu sang EU cũng có diễn biến tương tự khi tăng 18.1% svck, trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc giảm 0.9% svck. Xuất khẩu sang ASEAN cũng tăng tốc, đạt 33.7 tỷ USD, phản ánh mức tăng trưởng 13.4% svck.

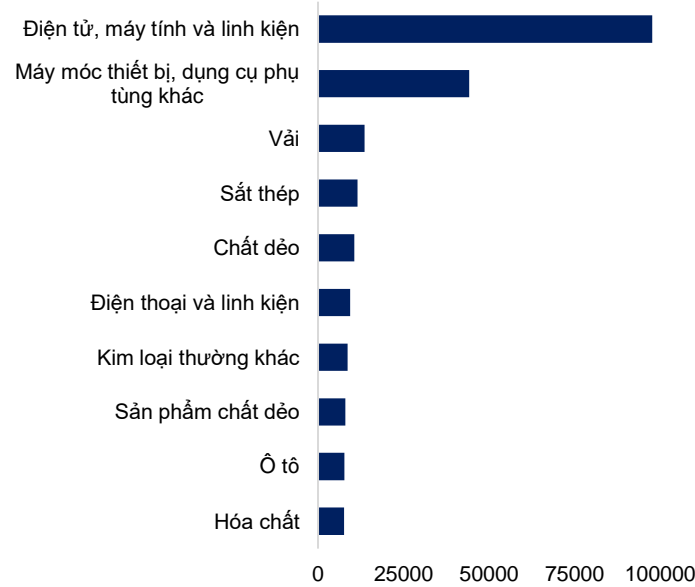
Nhập khẩu tăng trưởng 16.4% trong 11 tháng đầu năm trong bối cảnh các doanh nghiệp tăng cường nhập khẩu nguyên vật liệu để mở rộng sản xuất khi nhu cầu từ các đối tác xuất khẩu lớn dần phục hồi

Nhập khẩu đã tăng mạnh kể từ tháng 3 để phục vụ cho chu kỳ mở rộng sản xuất mới



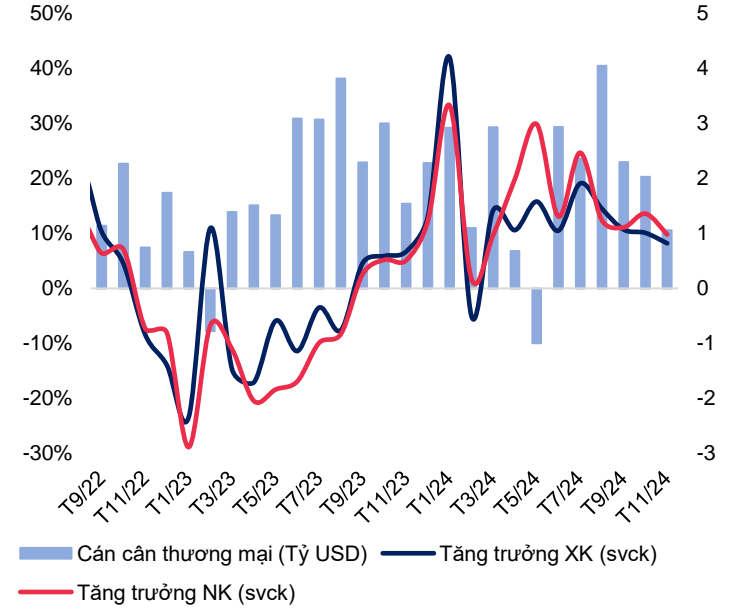
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Các mặt hàng nhập khẩu có giá trị lớn nhất trong 11T24



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Việt Nam đạt thặng dư thương mại 24.3 tỷ USD trong 11T24



• Nguồn: TCTK, MBS Research

- Trong 11T24, nhập khẩu tăng mạnh 16.4% svck, cho thấy một tín hiệu tích cực cho chu kỳ mở rộng sản xuất mới. Theo đó, Việt Nam đã đạt thặng dư thương mại 24.3 tỷ USD trong 11T24, thấp hơn một chút so với mức 25.8 tỷ USD trong 11T23. Các mặt hàng nhập khẩu với kim ngạch lớn bao gồm: thiết bị điện tử (97.7 tỷ USD, +22.4% svck), máy móc (44.2 tỷ USD, +17.3% svck), vải (13.6 tỷ USD, +14.3% svck), sắt thép (11.5 tỷ USD, +20.3% svck) và chất dẻo (10.6 tỷ USD, +18.4% svck). Trong đó, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam (chiếm 37.7% tổng kim ngạch nhập khẩu), tiếp theo là Hàn Quốc (14.8%), Nhật Bản (5.7%) và Hoa Kỳ (3.9%).
- Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng 15% trong năm 2024, thặng dư cán cân thương mại ở mức 31 tỷ USD. Các rủi ro chính cho tới cuối năm xoay quanh việc xung đột địa chính trị có thể lan rộng gây đứt gãy chuỗi cung ứng và đẩy giá cả hàng hóa, chi phí vận chuyển tăng cao.

Đầu tư: Vốn đầu tư công và tư nhân dần tăng tốc vào cuối năm

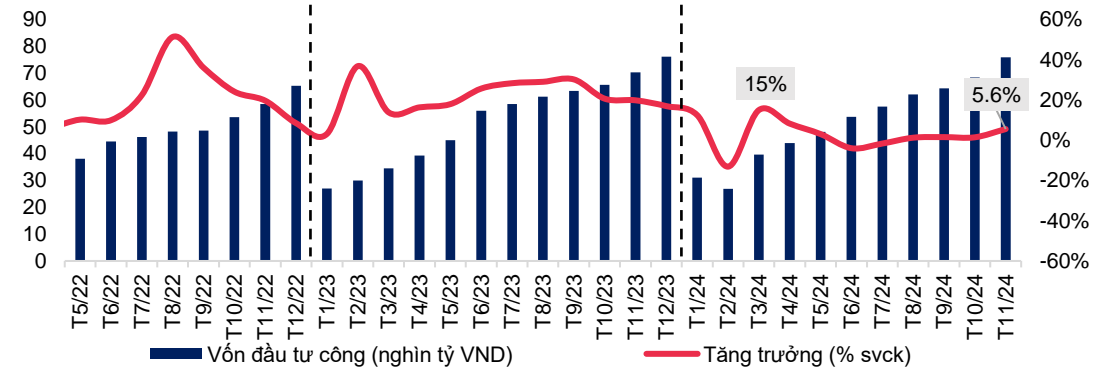
Đầu tư công:

- Năm 2024 là năm quan trọng trong việc tạo nền tảng hoàn thành các mục tiêu của kế hoạch 5 năm 2021-2025. Do đó, ngay từ đầu năm Chính phủ đã chỉ đạo sát sao các địa phương trong việc đẩy nhanh tiến độ giải ngân, đặc biệt với những công trình, dự án trọng điểm quốc gia như: dự án đường dây 500kV mạch 3, sân bay Long Thành, cao tốc Bắc – Nam.
- Mặc dù có phần trì trệ trong những tháng đầu năm do những vướng mắc về quy trình rườm rà, thủ tục phức tạp mất nhiều thời gian, khó khăn trong công tác đền bù, giải phóng mặt bằng và chi phí vật liệu tăng, nhưng tiến độ giải ngân vốn đầu tư công đã tăng tốc trong những tháng cuối năm khi riêng tháng 11 đã giải ngân được gần 76 nghìn tỷ đồng. Theo đó, giúp nâng tổng lượng vốn giải ngân từ đầu năm đến hết tháng 11 đạt khoảng 572 nghìn tỷ đồng, tăng 2.4% svck, và hoàn thành 73.5% kế hoạch năm. Tuy vậy, việc hoàn thành mục tiêu giải ngân 95% tổng số vốn vẫn còn là một thách thức khi thời gian còn lại của năm không còn nhiều.

Đầu tư tư nhân:

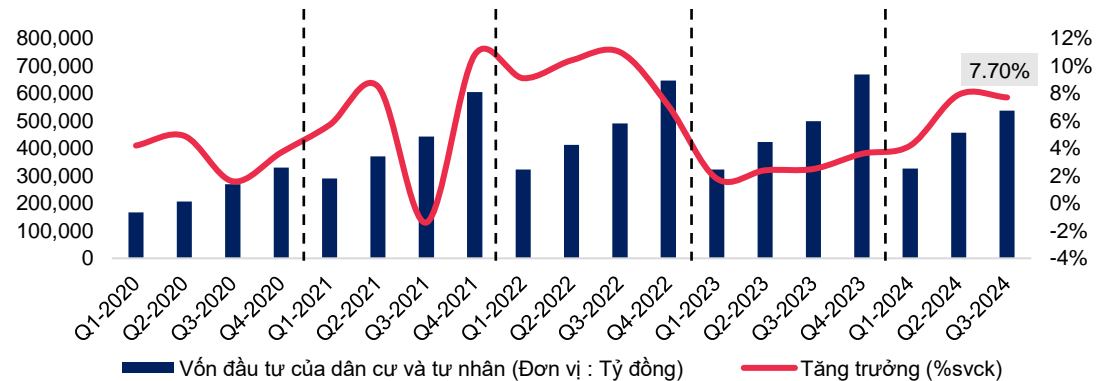
- Vốn đầu tư của tư nhân đã suy giảm từ Q1/23 nhưng dần phục hồi từ Q2/24, và đạt mức tăng 7.7% svck trong Q3/24. Tăng trưởng 9T24 đạt 7.1% svck, cho thấy niềm tin của các doanh nghiệp trong nước đang trở nên mạnh mẽ hơn nhờ vào lãi suất cho vay thấp và nhu cầu thế giới gia tăng.

Vốn thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước tăng 2.4% svck trong 11T24, đạt 73.5% kế hoạch năm



Nguồn: TCTK, MBS Research

Vốn đầu tư tư nhân cho thấy dấu hiệu phục hồi khi tăng 7.7% svck trong Q3/24 và 7.1% svck trong 9T24

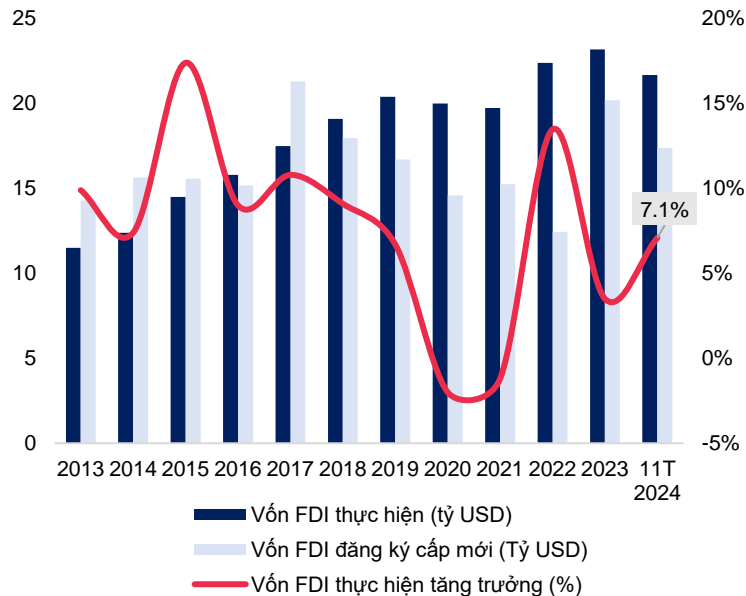


Nguồn: TCTK, MBS Research

Đầu tư: Dòng vốn FDI mạnh mẽ giúp củng cố vị thế quan trọng của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu

- Tính đến tháng 11, tổng vốn FDI thực hiện đạt 21.68 tỷ USD(+7.1% svck), đánh dấu mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây.
- Vốn FDI đăng ký mới đạt gần 17.4 tỷ USD (+0.7% svck), cho thấy Việt Nam là điểm đến hàng đầu cho các nhà sản xuất đang dịch chuyển khỏi Trung Quốc, nhờ vị trí chiến lược trong chuỗi cung ứng và độ mở trong cả kinh tế và chính trị. Về địa bàn đầu tư, Quảng Ninh là địa phương dẫn đầu cả nước trong việc thu hút FDI, tiếp theo là Bắc Ninh (+79% svck) và Bà Rịa - Vũng Tàu (+98.3% svck). Nguồn vốn FDI đăng ký mới hàng đầu trong 11T24 đến từ Singapore, Hàn Quốc và Trung Quốc.
- Các nhà đầu tư nước ngoài đã đầu tư vào 18 ngành trong tổng số 21 ngành kinh tế quốc dân. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo dẫn đầu với tổng vốn đầu tư gần 20.2 tỷ USD, chiếm gần 64.4% tổng vốn đầu tư đăng ký, giảm 8.7% svck.

FDI thực hiện tăng mạnh trong 11T24 với mức tăng 7.1% svck



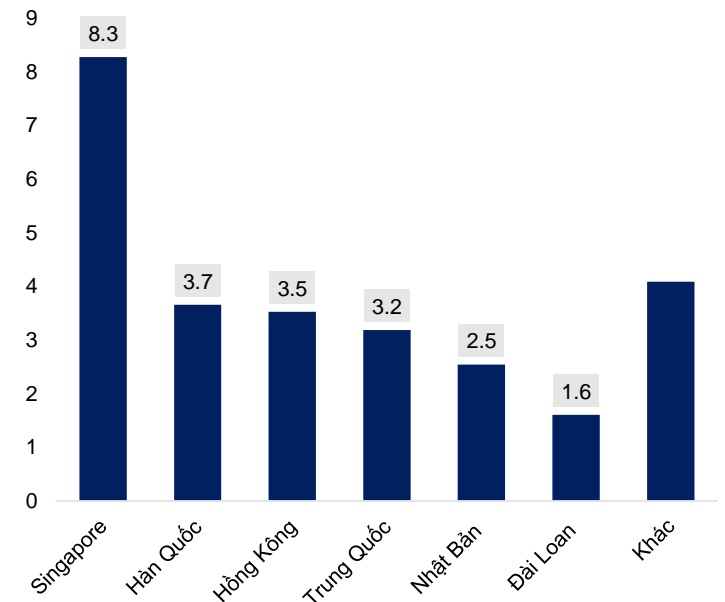
Nguồn: TCTK, MBS Research

Các dự án FDI đăng ký mới đáng chú ý

Dự án	Quốc gia	Lĩnh vực HĐ	Vốn (tr. USD)	KCN	Tỉnh
1 Nhà máy Bio-BDO	Hàn Quốc	Sản phẩm sợi sinh học	730.0	KCN Phú Mỹ II	Bà Rịa Vũng Tàu
2 Nhà máy FoxConn Quảng Ninh	Đài Loan	Sản phẩm giải trí thông minh	263.7	KCN Sông Khoai	Quảng Ninh
3 Nhà máy FoxConn Quảng Ninh	Đài Loan	Thiết bị hệ thống thông minh	278.2	KCN Bắc Tiền Phong	Quảng Ninh
4 Trina Solar Cell	Trung Quốc	Pin năng lượng mặt trời	454.0	KCN Yên Bình Phở yên	
5 Nhà máy Everwin Precision	Hồng Kông	Vỏ, linh kiện, khuôn mẫu cho ô tô	400.0	KCN VSIP 1	Nghệ An
6 Dự án Gokin Solar Hải Hà	Hồng Kông	Tấm và thanh silic tinh thể quang điện	275.0	KCN Texhong Hải Hà	Quảng Ninh
7 Nhà máy Electronic Tripod	Đài Loan	Mạch và bảng mạch điện tử	250.0	KCN Châu Đức	Bà Rịa Vũng Tàu
8 Nhà máy Pandora Production	Đan Mạch	Trang sức phụ kiện	150.0	KCN VSIP 3	Bình Dương
9 Nhà máy Sunny Automotive Quang học Vina	Hồng Kông	Linh kiện điện tử	150.0	KCN WHA Zone 1	Nghệ An
10 Nhà máy Radiant Opto-Electronics	Đài Loan	Linh kiện điện tử	120.0	KCN VSIP	Nghệ An

Nguồn: Bộ KH&ĐT, MBS Research

FDI theo quốc gia (tỷ USD)

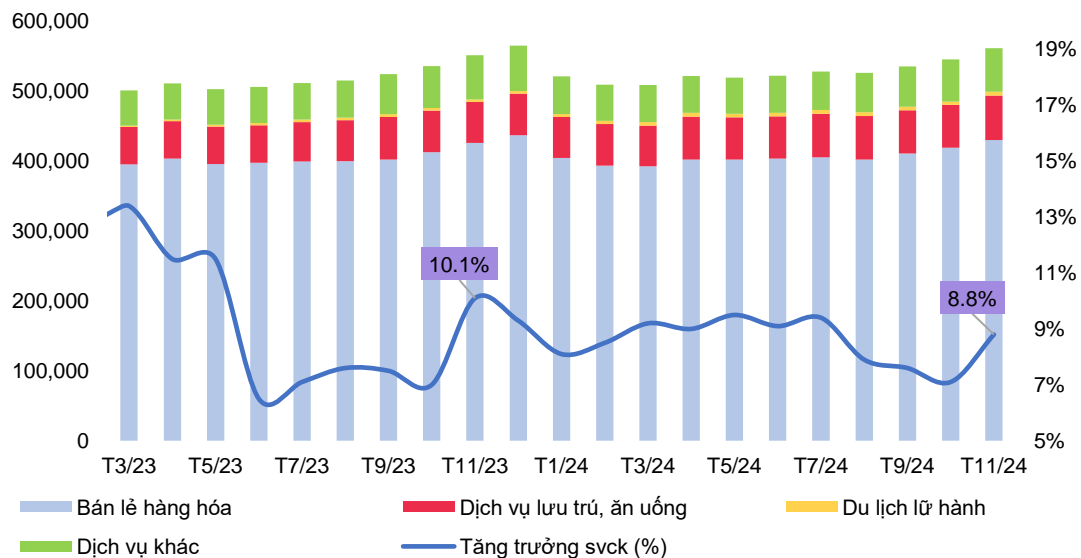


Nguồn: TCTK, MBS Research

Tiêu dùng nội địa đi ngang kể từ đầu năm 2024

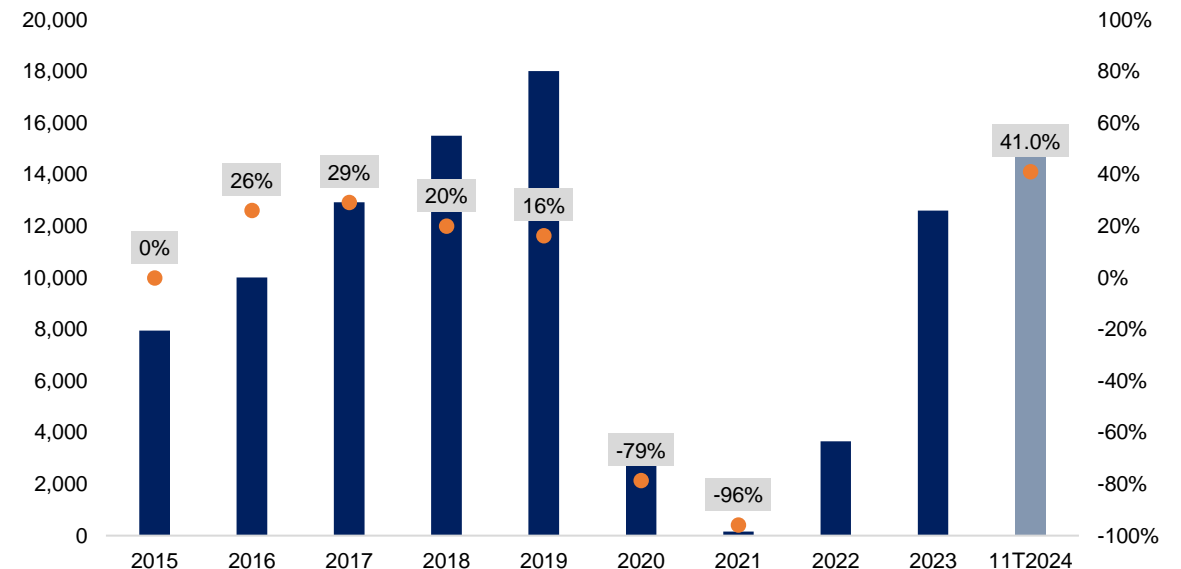
- Trong 11T2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa tăng 8.8% svck và chỉ tăng 5.8% svck (loại trừ yếu tố giá tăng), thấp hơn nhiều so với mức tăng trung bình 8% trong 5 năm trở lại đây (loại trừ năm 2021 – thời điểm giãn cách xã hội). Trong đó, du lịch vẫn là điểm sáng khi Việt Nam thu hút hơn 15.8 triệu du khách quốc tế, tăng 41% svck và giảm 2.8% so với cùng kỳ năm 2019 - năm chưa xảy ra đại dịch Covid-19.
- Năm vừa qua, Chính phủ đã thực hiện một số chính sách về thuế và cắt giảm chi phí nhằm kích cầu tiêu dùng như: giảm thuế VAT xuống 8% đối với một số mặt hàng đến giữa năm 2025; giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước trong 3 tháng; tăng lương cơ sở 30%. Tuy nhiên, tiêu dùng nội địa vẫn chưa cho thấy sự cải thiện rõ rệt trong năm 2024 do người tiêu dùng vẫn còn khá thận trọng trong việc chi tiêu trong thời kỳ kinh tế chịu nhiều biến động và rủi ro lạm phát vẫn hiện hữu.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Nghìn tỷ đồng)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Tổng lượng khách du lịch tới Việt Nam (Nghìn lượt người)

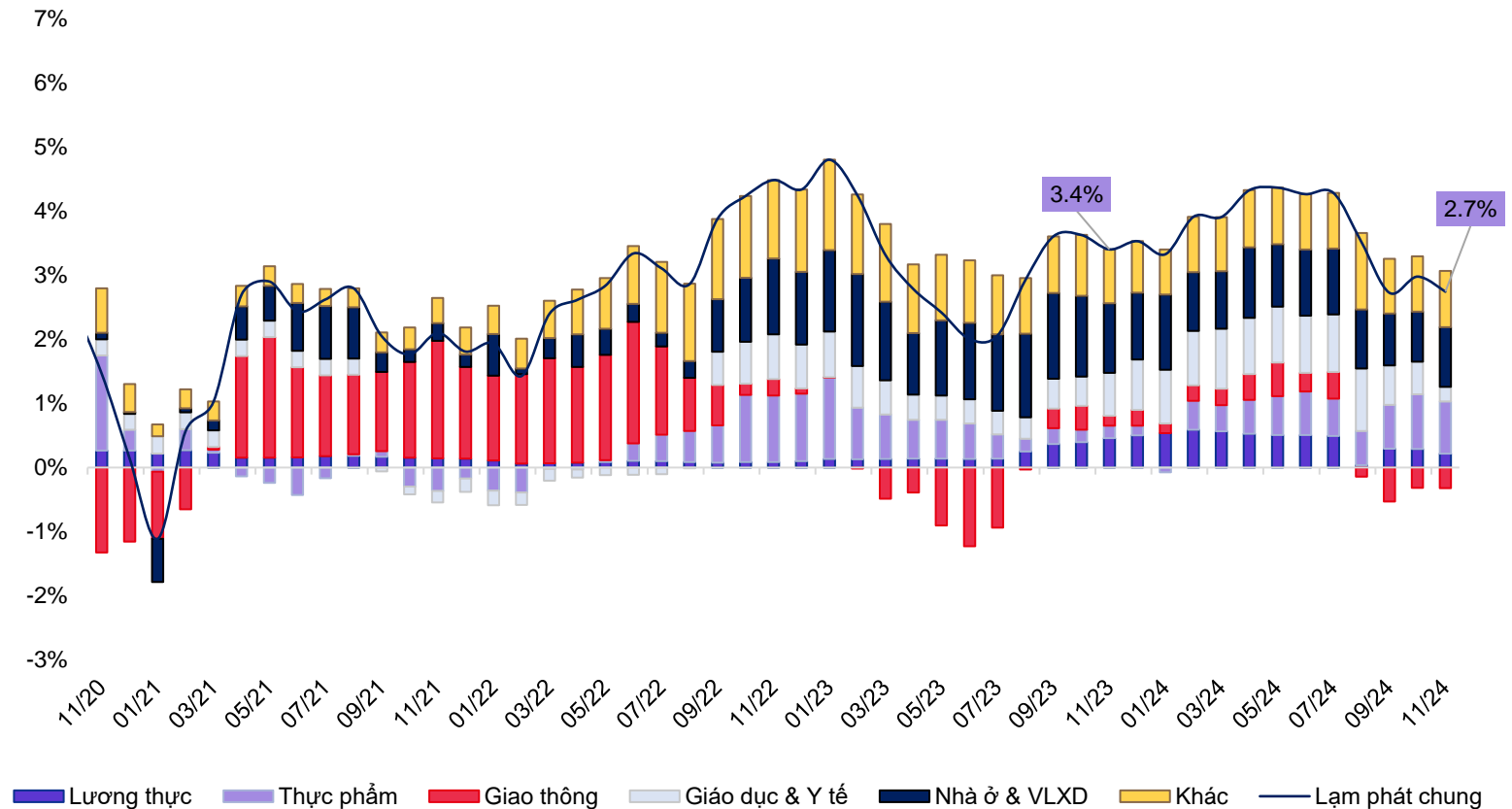


• Nguồn: TCTK, MBS Research

Áp lực lạm phát vơi dần trong những tháng cuối năm

- Khởi đầu năm ở mức 3.4%, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) đã duy trì xu hướng tăng và thậm chí đạt mức cao nhất trong một năm tại 4.4% trong tháng 5. Tuy vậy, lạm phát đã hạ nhiệt đáng kể và giảm về mức 2.77% trong tháng 11. Trong 11 tháng đầu năm 2024, CPI tăng 3.7% svck, trong khi CPI lõi tăng 2.7% svck.
- CPI bình quân 11 tháng chịu tác động đáng kể của chỉ số giá nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng (+5.2% svck), do chi phí vật liệu đầu vào, chi phí thuê nhà tăng cao cùng với giá điện sinh hoạt tăng (+7.7% svck) sau khi EVN điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân kể từ cuối năm ngoái. Thêm vào đó, nhóm thực phẩm và dịch vụ ăn uống cũng tăng 4.05% svck do nhóm lương thực tăng mạnh 13% svck. Bên cạnh đó, chỉ số nhóm giáo dục cũng tăng 5.98% svck do một số địa phương thực hiện việc tăng học phí đã góp phần làm CPI bình quân chung tăng.
- Chúng tôi dự báo CPI trong năm 2024 sẽ đạt 3.9%, cao hơn mức 3.3% của năm 2023. Chúng tôi tin rằng việc lạm phát được kiểm soát tốt sẽ tạo điều kiện cho Chính phủ có thêm dư địa để tăng giá điện thêm một lần nữa trong Q1/25.

Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



• Nguồn: TCTK, MBS Research



VĨ MÔ VIỆT NAM | Triển vọng 2025

Chúng tôi cho rằng sẽ có 6 chủ đề chính định hình triển vọng kinh tế Việt Nam 2025

[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

Triển vọng tăng trưởng tích cực với đà giảm lạm phát ổn định, song vẫn nhiều rủi ro hiện hữu

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu dự kiến ổn định ở mức 2.6% trong năm nay, trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị chưa hạ nhiệt, các bất ổn về thay đổi chính sách gia tăng và sự phục hồi không đồng đều giữa các quốc gia. Do đó, dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu sẽ tăng khoảng 2.7% vào năm 2025-26, được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng khiêm tốn của thương mại và đầu tư.
- Lạm phát toàn cầu dự kiến sẽ giảm nhẹ về mức 3.5% trong năm 2024. Cuộc chiến toàn cầu chống lại lạm phát phần lớn đã được kiểm soát, với lạm phát đang tiến gần tới mục tiêu của các ngân hàng trung ương (NHTW) tại các nền kinh tế lớn như Mỹ, Anh và khu vực EU.
- Với áp lực lạm phát giảm bớt, chính sách tiền tệ toàn cầu đã được nới lỏng và chuyển trọng tâm sang thúc đẩy tăng trưởng kinh tế kể từ nửa cuối năm 2024. Nhiều NHTW ở các nền kinh tế lớn đã bước vào chu kỳ cắt giảm lãi suất như: ECB và Fed đều đã giảm lãi suất tổng cộng 75 điểm cơ bản, trong khi Anh cũng đã hạ lãi suất 50 điểm cơ bản.
- Giá cả hàng hóa dự kiến sẽ giảm 3% trong năm 2024 và giảm thêm 5% vào năm 2025. Giá dầu dự kiến sẽ giảm do nhu cầu toàn cầu phục hồi chậm, đặc biệt là ở Trung Quốc. Tuy nhiên, rủi ro vẫn còn do các biện pháp kích thích tiêu dùng của Trung Quốc và mức tăng trưởng vượt kỳ vọng của Mỹ có thể đẩy giá hàng hóa lên cao hơn.
- Rủi ro vẫn tồn tại nhưng phần nào bớt trầm trọng hơn. Căng thẳng địa chính trị leo thang có thể dẫn đến giá cả hàng hóa biến động. Trong bối cảnh sự bất ổn của chính sách thương mại gia tăng, sự phân mảnh thêm trong thương mại có nguy cơ gây thêm gián đoạn cho mạng lưới thương mại.

Dự báo tăng trưởng GDP (%) của các nền kinh tế tiêu biểu

	2021	2022	2023	2024f	2025f	2026f
Thế giới	6.3	3.0	2.6	2.6	2.7	2.7
Các nước phát triển	5.5	2.6	1.5	1.5	1.7	1.8
Hoa Kỳ	5.8	1.9	2.5	2.5	1.8	1.8
Khu vực EU	5.9	3.4	0.5	0.7	1.4	1.3
Nhật Bản	2.6	1.0	1.9	0.7	1.0	0.9
Các nước đang phát triển	7.3	3.7	4.2	4.0	4.0	3.9
Trung Quốc	8.4	3.0	5.2	4.8	4.1	4.0
Indonesia	3.7	5.3	5.0	5.0	5.1	5.1
Thái Lan	1.6	2.5	1.9	2.4	2.8	2.9
Nga	5.9	-1.2	3.6	2.9	1.4	1.1
Brazil	4.8	3.0	2.9	2.0	2.2	2.0
Ấn Độ	9.7	7.0	8.2	6.6	6.7	6.8
Nam Phi	4.7	1.9	0.6	1.2	1.3	1.5
Tăng trưởng thương mại toàn cầu	11.2	5.6	0.1	2.5	3.4	3.4
Dự báo các chỉ số hàng hóa cơ bản của WorldBank						
Chỉ số hàng hóa cơ bản	100.9	142.5	108.0	104.3	99.0	97.3
Chỉ số năng lượng	95.4	152.6	106.9	100.8	94.5	92.5
Giá dầu (US\$/bbl)	70.4	99.8	82.6	80.0	73.0	72.0
Chỉ số phi năng lượng	112.1	122.1	110.2	111.6	108.2	106.9

• Nguồn: World Bank, MBS Research

Thế giới bước vào chu kỳ nới lỏng chính sách tiền tệ

Dự báo lãi suất của các nền kinh tế lớn (%)

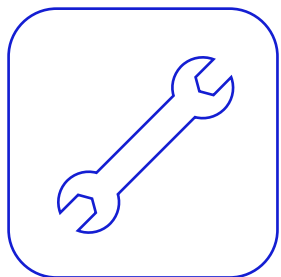
Quốc gia	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
US	5.5	5.5	5.0 ↓	4.5 ↓	4 ↓	3.5 ↓	3.0 ↓	3.0 →
Eurozone	4.0	3.75 ↓	3.5 ↓	3.0 ↓	3.0 ↓	3.0 →	3.0 →	3.0 →
Japan	0.1 ↑	0.1	0.25 ↑	0.25 →	0.5 ↑	0.5 →	0.75 ↑	0.75 →
China (*)	3.45	3.45 →	3.35 ↓	3.1 ↓	3.15 ↓	3.05 ↓	3.05 →	3.05 →
South Korea	3.5	3.5	3.5 →	3.25 ↓	3.0 ↓	2.75 ↓	2.5 ↓	2.5 →
India	6.5	6.5	6.5 →	6.5 ↓	6.0 ↓	5.75 ↓	5.75 →	5.75 →
Malaysia	3.0	3.0	3.0 →	3.0 →	3.0 →	3.0 →	3.0 →	3.0 →
Singapore (**)	3.62	3.7 ↑	3.25 ↓	3.08 ↓	2.78 ↓	2.48 ↓	2.28 ↓	2.28 →
Thailand	2.5	2.5	2.5 →	2.25 ↓	2.5 →	2.5 →	2.5 →	2.5 →
Indonesia	6.0	6.25 ↑	6.0 ↓	6.0 →	5.5 ↓	5.0 ↓	5.0 →	5.0 →
Vietnam	4.5	4.5	4.5 →	4.5 →	4.5 →	4.5 →	4.5 →	4.5 →
Philippines	6.5	6.5	6.25 ↓	6.0 ↓	5.75 ↓	5.25 ↓	5.0 ↓	5.0 →

• Note: (*) Lãi suất cho vay cơ bản 1 năm của Trung Quốc. (**) Lãi suất 3 tháng SORA của Singapore. (***) Lãi suất tái cấp vốn của Việt Nam.

• Nguồn: DSB, Bloomberg, MBS Research.

- Hiện không còn lí do nào cho việc trì hoãn nới lỏng tiền tệ trong thời gian tới, đặc biệt trong bối cảnh giá dầu đang trên đà giảm và có khả năng sẽ tiếp tục giúp lạm phát hạ nhiệt thêm nữa.
- Các dấu hiệu về việc tăng trưởng chững lại và thị trường lao động suy yếu đã thúc đẩy Fed chuyển sang chính sách nới lỏng tiền tệ. FED dự kiến sẽ cắt giảm lãi suất 3 - 4 lần vào năm 2024 và đưa lãi suất xuống mức 3.0% vào cuối năm 2025.
- Trung Quốc đã mạnh tay cắt giảm lãi suất chính sách 3 lần vào năm 2024 để hỗ trợ tăng trưởng và dự kiến sẽ đưa lãi suất xuống mức 3.1% vào cuối năm.
- Các ngân hàng trung ương ở khu vực ASEAN đã áp dụng chính sách nới lỏng tiền tệ kể từ cuối năm 2023 sẽ có nhiều dự địa hơn để cắt giảm thêm. Tuy nhiên, dưới áp lực tỷ giá gia tăng, Malaysia, Thái Lan và Việt Nam được dự báo sẽ duy trì lãi suất ổn định cho đến năm 2025.

Chúng tôi cho rằng sẽ có 6 chủ đề chính định hình triển vọng kinh tế Việt Nam 2025



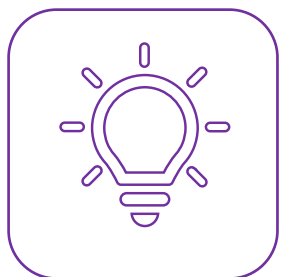
Sản xuất

Sản xuất tăng tốc trong bối cảnh thương mại toàn cầu sôi động và đầu tư nội địa phục hồi



Đầu tư công

Đầu tư công tăng tốc trong năm 2025



Lạm phát được kiểm soát

Lạm phát dự kiến tăng nhẹ, cho phép NHNN duy trì chính sách tiền tệ linh hoạt nới lỏng

6 chủ đề kinh tế chính cho năm 2025

Trump 2.0

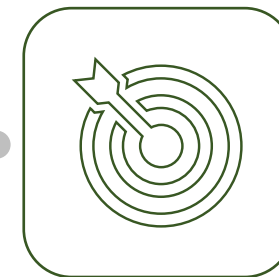
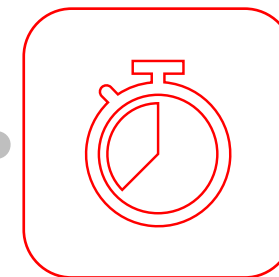
Chính sách dưới nhiệm kỳ 2 của Trump và tác động tiềm tàng đến nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam

Ảnh hưởng của kinh tế Trung Quốc

Hiệu ứng từ các biện pháp kích thích kinh tế của Trung Quốc và ảnh hưởng đối với một số ngành kinh tế

Chính sách tiền tệ của Việt Nam

Mục tiêu cân bằng giữa rủi ro ngắn hạn về tỷ giá và tăng trưởng kinh tế dài hạn



1. Sản xuất tăng tốc trong bối cảnh thương mại toàn cầu sôi động và đầu tư nội địa phục hồi

Thương mại toàn cầu sôi động sẽ hỗ trợ cho xuất khẩu

- Chúng tôi dự báo xuất khẩu Việt Nam sẽ tăng 9% - 10% trong năm 2025, dẫn đến thặng dư thương mại 27 tỷ USD, dựa trên các yếu tố sau: (1) Ngân hàng thế giới dự báo thương mại hàng hoá và dịch vụ toàn cầu sẽ tăng 3.4% trong năm 2025, cao hơn mức 2.5% trong năm 2024 (2) Việt Nam có thể tận dụng việc tham gia vào các hiệp định khu vực như CPTPP và RCEP để thúc đẩy các nỗ lực cải cách trong nước.
- Tuy nhiên vẫn còn những rủi ro từ nhu cầu về linh kiện điện tử yếu trong ngắn hạn, khả năng tăng thuế quan của Mỹ, và lãi suất theo đó có thể phải neo ở mức cao dưới áp lực của đồng USD mạnh hơn.
- Rủi ro đối với thương mại của Việt Nam bao gồm: căng thẳng và xung đột địa chính trị kéo dài, thay đổi trong những chính sách của Mỹ bao gồm việc áp dụng thuế quan rộng hơn có thể làm gián đoạn chuỗi giá trị toàn cầu và ảnh hưởng tới các đối tác thương mại chính.

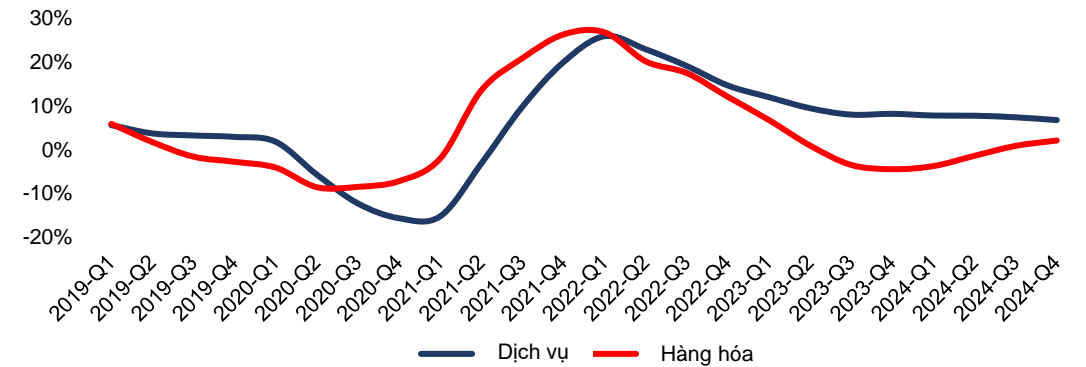
Việt Nam có vị thế thuận lợi để vươn lên trong chuỗi cung ứng, chuyển hướng sang các ngành sản xuất và dịch vụ có giá trị cao hơn.

- Ngành sản xuất hiện chiếm khoảng 63% tổng vốn FDI đã cho thấy sức hút của Việt Nam và đánh dấu một bước chuyển mình từ một nước được gắn với hình ảnh của một trung tâm sản xuất chi phí thấp. Trong 11T24, tổng FDI đăng ký mới đạt 24.8 tỷ USD, với các ngành có giá trị cao như điện tử, linh kiện ô tô, bán dẫn và công nghệ xanh dẫn đầu xu hướng.
- Vào tháng 8/24, Thủ tướng đã ký quyết định thành lập uỷ ban chỉ đạo quốc gia về phát triển ngành bán dẫn, mở ra hướng đi cho tương lai của ngành này tại Việt Nam.

Đầu tư nội địa phục hồi

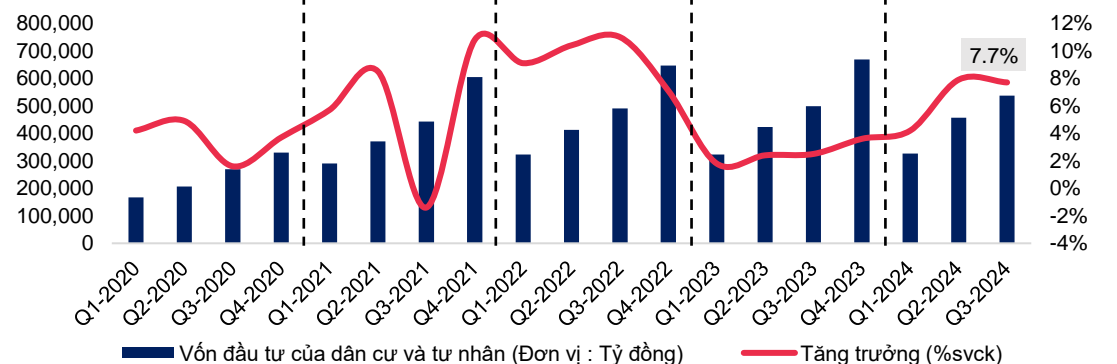
- Đầu tư tư nhân giảm trong Q1/23 nhưng đã bắt đầu phục hồi từ Q2/24, với mức tăng 7.7% svck, mức cao nhất trong 2 năm, cho thấy sự gia tăng niềm tin từ các doanh nghiệp nội địa, được hỗ trợ bởi lãi suất thấp và nhu cầu thế giới gia tăng.

Thương mại hàng hoá và dịch vụ toàn cầu ghi nhận tăng trưởng ổn định trong năm 2024



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research, UNCTADstat

Vốn đầu tư tư nhân cho thấy dấu hiệu phục hồi khi tăng 7.7% svck trong Q3/24 và 7.1% svck trong 9T24

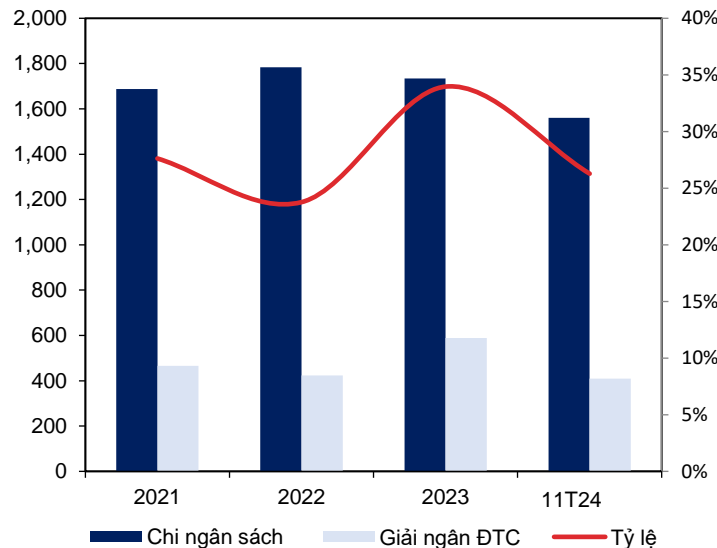


• Nguồn: GSO, MBS Research

2. Tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025

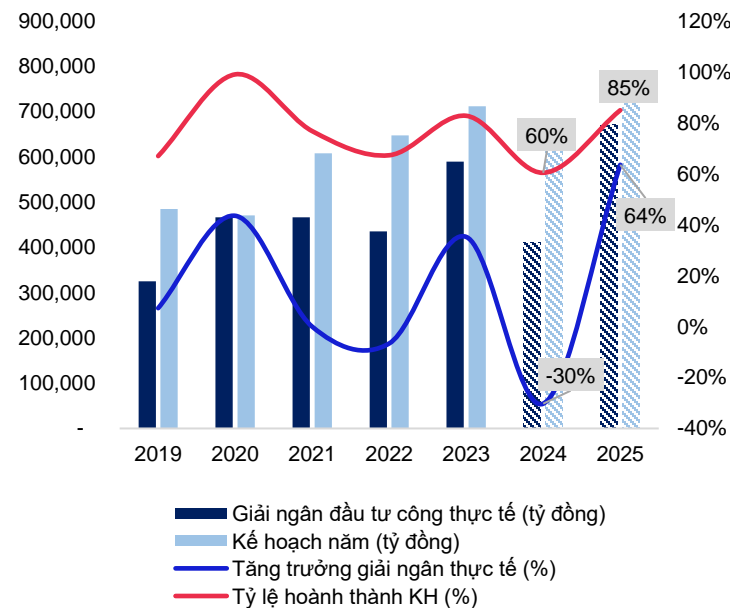
- Chúng tôi kỳ vọng giải ngân vốn đầu tư công năm 2025 dự kiến sẽ đạt khoảng 85% - 90% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao, tương ứng với mức tăng trưởng 24% - 31% so với năm 2024.
- Vì 2025 là năm cuối cùng của kế hoạch đầu tư trung hạn 2021-2025, Chính phủ đã đưa ra một kế hoạch đầy tham vọng với mức dự kiến chi đầu tư phát triển năm 2025 là 790.7 nghìn tỷ đồng (~30.8 tỷ USD), tăng đáng kể so với phân bổ của năm trước. Chúng tôi tin rằng kế hoạch này, mặc dù có thể đạt được, nhưng vẫn phụ thuộc vào việc giải quyết các nút thắt chính như hợp lý hóa quy trình phân bổ vốn, tinh chỉnh cơ chế chính sách, đẩy nhanh việc mua đất và đảm bảo nguồn cung vật liệu xây dựng ổn định.
- Theo tính toán của Bộ KH&ĐT, khi giải ngân đầu tư công tăng thêm 1% thì tăng trưởng GDP sẽ tăng thêm 0.058%. Cùng với đó, mỗi khi đầu tư công giải ngân được 1 USD thì ước tính sẽ kéo theo 1.61 USD vốn đầu tư của khu vực ngoài nhà nước.

Chi ngân sách quốc gia và giải ngân vốn đầu tư công



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Tỷ lệ hoàn thành giải ngân vốn đầu tư giai đoạn 2019-2024 và kế hoạch năm 2025



• Nguồn: MPI, MBS Research

Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025-2026

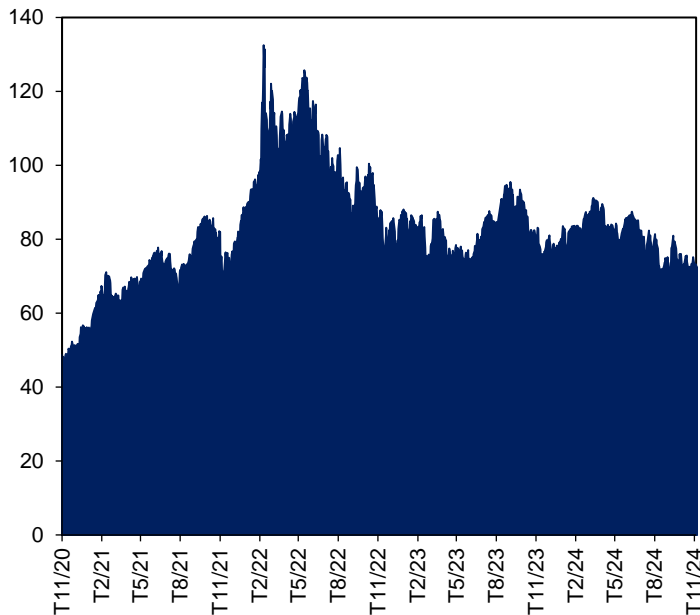
STT	Dự án	Độ dài (km)	Tổng vốn đầu tư (Tỷ VNĐ)	Thời gian thi công						
				2024	2025	2026	2027	2028	Sau 2028	
1	Cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 2)	729	146,990							
2	Đường Vành đai 4 (HN)	36	85,813							
3	Sân bay Long Thành (giai đoạn 1)	2668	109,000							
4	Đường Vành đai 3 (HCM)	76	75,400							
5	Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	1,541	1,713,548							

• Nguồn: WSA, MBS Research

3. Dự kiến lạm phát sẽ tăng nhẹ

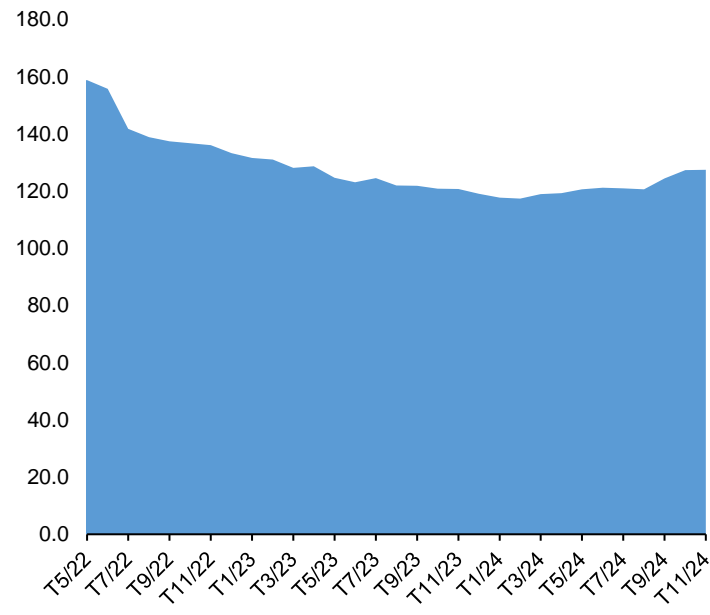
- Tác động của đồng USD mạnh hơn và đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công có thể được cân bằng bởi giá hàng hóa giảm so với cùng kỳ năm trước. Giá dầu toàn cầu được dự báo ở mức thấp do cung-cầu yếu trong năm 2025. Chúng tôi dự báo giá dầu trung bình trong năm 2025 sẽ đạt 70 USD/thùng, thấp hơn mức 77-82 USD/thùng của năm 2024. Bên cạnh đó, giá gạo cũng đã giảm mạnh trong tháng 10, sau khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng phi basmati vào cuối tháng 9. Với việc Ấn Độ tái gia nhập thị trường, giá gạo xuất khẩu từ Thái Lan, Việt Nam và Pakistan đã giảm đáng kể nhằm tăng tính cạnh tranh, đã giúp giảm bớt áp lực giá lương thực tích tụ trong những tháng gần đây.
- Chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2025 sẽ tăng 4.0% svck (so với dự báo CPI trung bình năm 2024 là 3.9% svck). Theo đó, lạm phát trong năm 2025 được kỳ vọng vẫn được kiểm soát tốt dưới mức mục tiêu của Chính phủ là 4.5% svck.

Giá dầu thô Brent (USD/thùng)



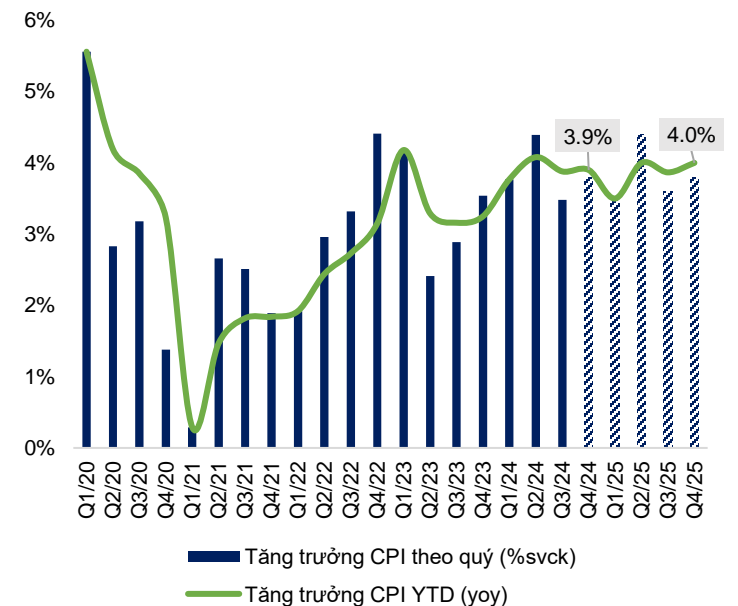
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chỉ số giá lương thực FAO



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tăng trưởng CPI qua các quý & dự báo của MBS Research



• Nguồn: TCTK, MBS Research

4. Trump 2.0 và tác động tiềm tàng đến kinh tế vĩ mô Việt Nam

Chính sách	Đánh giá	▲ Tác động tích cực	▬ Trung lập	▼ Tác động tiêu cực
Thuế quan Áp thuế 60% đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc và 10% – 20% đối với hàng nhập khẩu từ tất cả các quốc gia khác	<ul style="list-style-type: none"> Việt Nam có khả năng rơi vào nhóm các quốc gia chịu mức thuế 10-20% của Trump 2.0, khi đứng thứ ba trong số các quốc gia có thâm hụt thương mại lớn nhất với Mỹ. Việc tăng thuế (nếu xảy ra) có thể sẽ được áp dụng cho 6 sản phẩm xuất khẩu chính. Tuy nhiên, cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung sẽ đẩy nhanh quá trình dịch chuyển sản xuất của các tập đoàn lớn ra khỏi Trung Quốc. 	<ul style="list-style-type: none"> Logistics BDS KCN 	<ul style="list-style-type: none"> Thủy sản Sản phẩm điện tử Máy móc 	<ul style="list-style-type: none"> Gỗ & Sản phẩm từ gỗ Dệt may và giày dép Sản phẩm nhựa
Điều tra thương mại	Việt Nam hiện nằm trong top 4 quốc gia có thặng dư thương mại lớn với Mỹ. Kết hợp với sự gia tăng đáng kể của vốn FDI từ Trung Quốc và lượng hàng Việt Nam nhập khẩu từ Trung Quốc tăng gấp đôi trong những năm gần đây, đã dẫn đến những lo ngại về các cuộc điều tra thương mại đối với sản phẩm có nguồn gốc từ Trung Quốc nhưng được sản xuất tại nước thứ ba.			<ul style="list-style-type: none"> Thép Giấy Thủy sản
Chính sách năng lượng Trump chấp thuận giấy phép xuất khẩu cho các dự án LNG và tăng cường khoan ngoài khơi bờ biển của Mỹ và trên các vùng đất liền bang	<ul style="list-style-type: none"> Điều này có thể dẫn tới giá dầu giảm. Việt Nam có thể tăng nhập khẩu từ Mỹ để giúp giảm thặng dư thương mại. Các mặt hàng nhập khẩu tiềm năng bao gồm máy bay, khí hóa lỏng (LNG), vũ khí và dịch vụ. Trong nhiệm kỳ đầu tiên của Trump, Việt Nam và Hoa Kỳ đã tham gia vào các cuộc thảo luận sâu rộng về nhập khẩu năng lượng, đặc biệt là LNG. 	<ul style="list-style-type: none"> Dầu và khí hạ nguồn Các nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG Vận tải & kho bãi 		<ul style="list-style-type: none"> O&G thượng nguồn (khoan và thăm dò)
Tỷ giá	Những chính sách được Trump đề xuất có thể khiến giá trị của đồng USD gia tăng và gây áp lực lên tỷ giá USD/VND	<ul style="list-style-type: none"> Các ngành xuất khẩu 		<ul style="list-style-type: none"> Tỷ giá USD/VND Lạm phát
Chính sách tiền tệ Trump và chính sách bỏ câu của Fed	Trump muốn nền kinh tế được hỗ trợ bởi lãi suất thấp, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, các đề xuất về chính sách tài khóa của ông sẽ cản trở việc Fed cắt giảm lãi suất. Nhưng điều này có thể dẫn đến lãi suất chính sách thấp hơn và tỷ lệ lạm phát cao hơn trên toàn thế giới, bao gồm cả Việt Nam.	<ul style="list-style-type: none"> Ngân hàng Dịch vụ tài chính 		<ul style="list-style-type: none"> Lạm phát

5. Triển vọng phục hồi bất bình của Trung Quốc và tác động đối với Việt Nam

- Dự báo tăng trưởng GDP của Trung Quốc trong năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức 4.8% và 4.5%. GDP tăng 4.8% trong Q3/24, nhờ xuất khẩu và hoạt động công nghiệp mạnh mẽ. Tăng trưởng xuất khẩu và các chính sách kích thích đã thúc đẩy hoạt động công nghiệp, đặc biệt là sản xuất các mặt hàng cao cấp.
- Tuy nhiên, nhu cầu tiêu dùng nội địa vẫn còn yếu và thị trường bất động sản đóng băng đã kìm hãm tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế nước này. Về phía cầu, tiêu dùng vẫn yếu, trong khi xuất khẩu rủng và đầu tư vào sản xuất và cơ sở hạ tầng cao cấp đã hỗ trợ phần nào cho tăng trưởng kinh tế.
- Từ cuối tháng 9, Chính phủ đã công bố một loạt biện pháp hỗ trợ bao gồm phát hành trái phiếu đặc biệt và tăng trần nợ để hỗ trợ các chính quyền địa phương. Để hỗ trợ thị trường bất động sản, ngân hàng trung ương đã giảm lãi suất chuẩn, lãi suất thế chấp và tỷ lệ trả trước, nhằm tăng thanh khoản và khuyến khích các hoạt động mua nhà. Tuy nhiên, việc tăng cường hỗ trợ tài khóa có thể bị hạn chế do nợ công tăng và thu nhập yếu, trong khi việc nới lỏng tiền tệ liên tục phải đối mặt với những thách thức do nhu cầu tín dụng giảm. Thêm vào đó, căng thẳng thương mại, đặc biệt là với Mỹ cũng là một rủi ro lớn đối với tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc.
- Với việc Trung Quốc là đối tác thương mại lớn nhất và là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai của Việt Nam, việc nhu cầu nội địa của Trung Quốc có khả năng hồi phục nhờ gói kích thích mới sẽ có thể mang lại lợi ích cho các nhà xuất khẩu của Việt Nam.

Chính sách

Gói kích thích kinh tế

Đồng thời cắt giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc của ngân hàng, hạ lãi suất chính sách, tăng cường hỗ trợ tài khóa để giải quyết nợ của chính quyền địa phương và thúc đẩy phục hồi nhu cầu trong nước.

Tỷ giá

Chính sách tiền tệ nới lỏng có thể gia tăng áp lực giảm giá lên đồng Nhân dân tệ khi lượng tiền trong hệ thống tăng cao và chênh lệch lãi suất có khả năng được nới rộng hơn so với các nền kinh tế lớn khác.

Cuộc chiến công nghệ Mỹ - Trung Quốc

Cuộc chiến công nghệ giữa Mỹ và Trung Quốc đang làm xáo trộn chuỗi giá trị bán dẫn/điện tử toàn cầu

▲ Tác động tích cực

▼ Tác động tiêu cực

- Hoá chất
- Phân bón
- Thép
- Cao su
- Hàng không
- Du lịch

- Chi phí đầu vào thấp hơn

- Áp lực mất giá lên VND

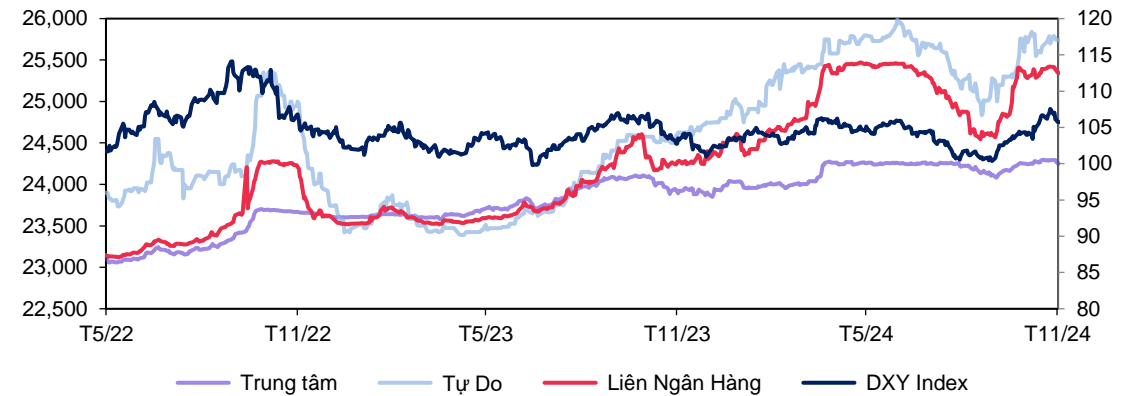
- Logistics
- BĐS KCN

6. Cân bằng chính sách tiền tệ giữa rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn và tăng trưởng dài hạn

Chúng tôi nhận thấy rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn

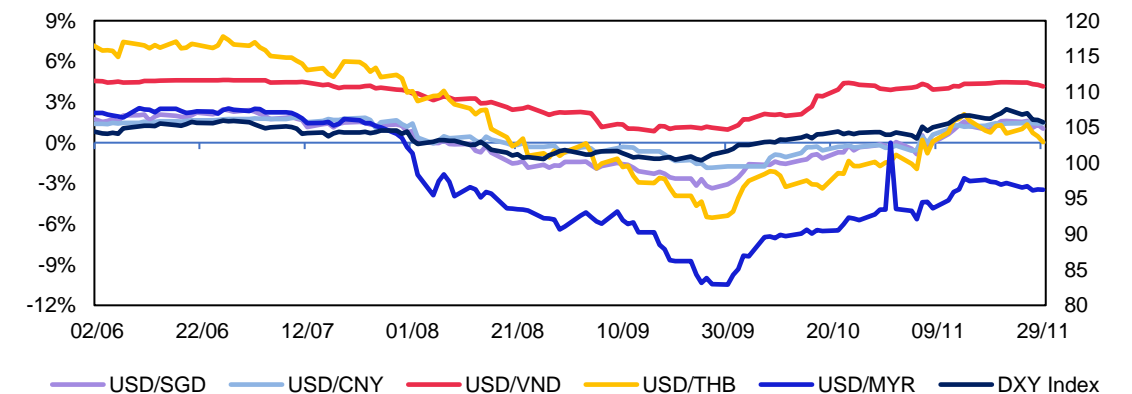
- Tỷ giá hối đoái đã trở thành tâm điểm kể từ tháng 3 năm 2024. Áp lực tỷ giá có lúc chạm đến đỉnh điểm vào tháng 5 khi chạm mức 25,470 VND/USD, đánh dấu mức mất giá khoảng 4.6% so với đầu năm, khi đối mặt với sức ép từ việc Fed duy trì lãi suất ở mức cao nhất trong vòng 23 năm đã giúp thúc đẩy đà tăng giá của USD. Ngoài ra, hoạt động sản xuất tăng cao đã thúc đẩy nhu cầu tăng vọt về USD để thuận tiện cho nhập khẩu nguyên liệu. Hơn nữa, khoảng cách lãi suất khuyến khích các hoạt động đầu cơ như tích trữ ngoại tệ để tận dụng khoảng cách này.
- Sau khi vật lộn với áp lực mất giá, VND đã dần phục hồi đáng kể từ giữa tháng 9, sau khi Fed cắt giảm lãi suất mạnh tay 50 điểm cơ bản — đánh dấu lần giảm đầu tiên trong 4 năm. Tuy vậy, điều này diễn ra không lâu khi tỷ giá lại một lần nữa tăng nóng trở lại trong Q4. Về yếu tố nội tại, nhu cầu ngoại tệ tăng cao đến từ việc các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu nhằm gia tăng sản xuất cho mùa cuối năm. Bên cạnh đó, nhu cầu mua USD của KBNN cũng tăng cao trong giai đoạn này do phải chi trả các nghĩa vụ nợ.
- Cho đến tháng 11, áp lực tỷ giá vẫn căng thẳng do sự phục hồi mạnh mẽ của đồng USD sau chiến thắng của tân tổng thống Trump. Kể từ đầu năm, đồng VND đã mất giá khoảng 4.1% so với đồng USD, đẩy tỷ giá USD/VND lên mức 25,346 VND/USD vào cuối tháng 11.

Đồng VND đã mất giá khoảng 4.1% so với USD tính từ đầu năm



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực so với USD



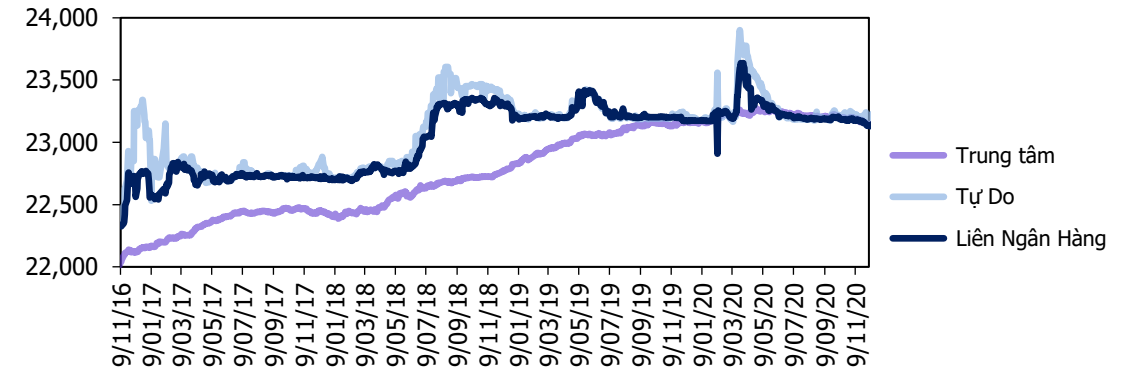
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

6. Cân bằng chính sách tiền tệ giữa rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn và tăng trưởng dài hạn

Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND sẽ dao động trong khoảng 25,100 – 25,500 vào năm 2025

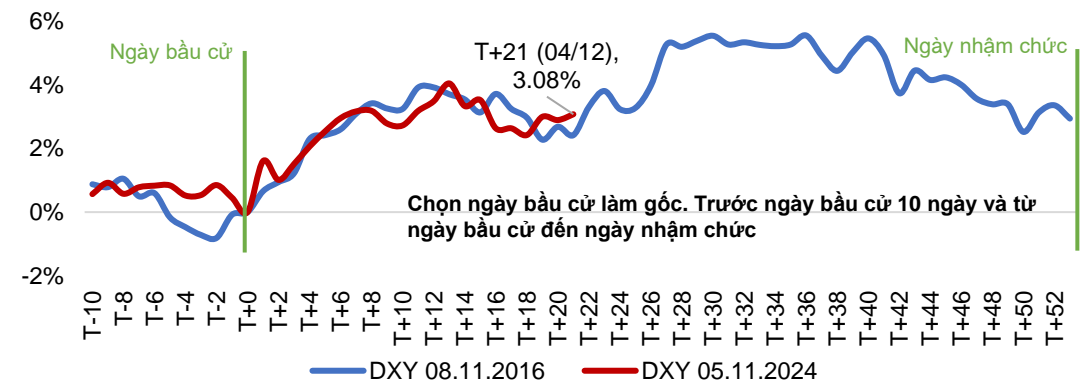
- Các kế hoạch nới lỏng tài khóa của chính quyền mới, kết hợp với các chính sách nhập cư chặt chẽ hơn, cùng với lãi suất cao của Mỹ so với các nền kinh tế khác và chủ nghĩa bảo hộ tương đối cao của Mỹ, dự kiến sẽ hỗ trợ cho việc gia tăng giá trị của đồng USD trong năm 2025. Một kịch bản tương tự đã xảy ra trong nhiệm kỳ đầu tiên của ông Donald Trump, khi USD mạnh lên đáng kể sau chiến thắng trong cuộc bầu cử năm 2016 của ông. Đồng USD đã tăng gần 5% từ thời điểm ông giành chiến thắng vào tháng 11 năm 2016 cho đến khi ông nhậm chức vào tháng 1 năm 2017. Khả năng tăng giá của USD từ các chính sách mà Trump đề xuất có thể sẽ gây thêm áp lực lên tỷ giá USD/VND. Trong kịch bản lạm phát của Mỹ vẫn ở mức khoảng 3% sau khi Trump nhậm chức và tăng thuế quan, Fed có thể giảm tốc độ cắt giảm lãi suất của mình, sẽ khiến chỉ số DXY neo ở mức cao hiện tại là 106.
- Theo IMF, thặng dư cán cân thanh toán của Việt Nam năm 2024 ước đạt 3.0% GDP, giảm so với mức 5.8% GDP của năm 2023 và dự kiến sẽ tiếp tục thu hẹp trong năm 2025. Trong khi đó, bộ đệm để ứng phó với áp lực tỷ giá là dự trữ ngoại hối, đã hao hụt đáng kể vào năm 2024. Do đó, sự cạn kiệt này khiến tỷ giá dễ bị biến động hơn trước những biến động của đồng USD.
- Về mặt tích cực, thặng dư thương mại mạnh mẽ của Việt Nam và lượng vốn FDI thực hiện tăng 7.1% svck sẽ là những yếu tố hỗ trợ cho VND.

Tỷ giá USD/VND trong nhiệm kỳ đầu của Trump



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Xu hướng của chỉ số DXY trong năm 2016 và 2024 cho thấy sự tương đồng đáng kể



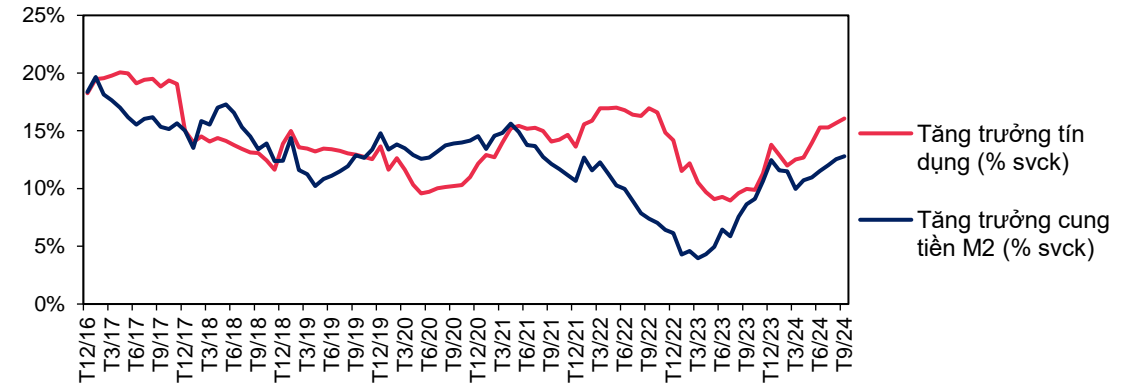
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

6. Cân bằng chính sách tiền tệ giữa rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn và tăng trưởng dài hạn

Lãi suất tiền gửi chạm đáy vào tháng 3 và đang trên đà phục hồi

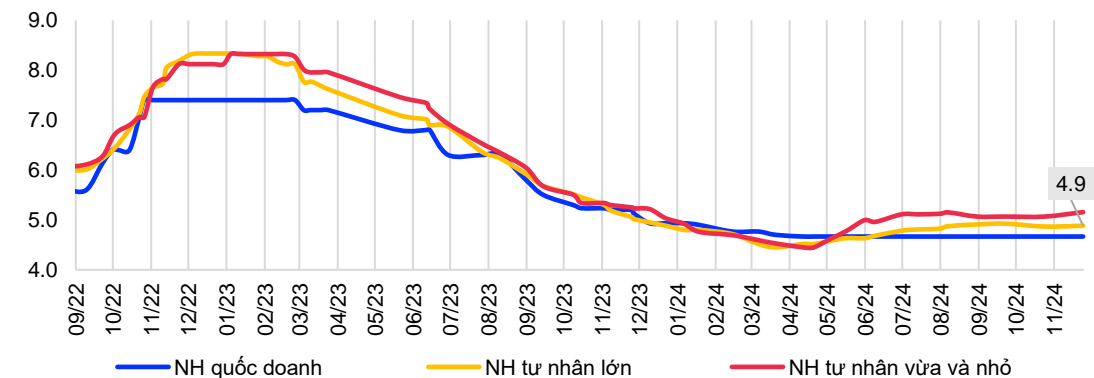
- Lãi suất huy động có xu hướng tăng trở lại kể từ tháng 4 do mức lãi suất thấp trước đó đã khiến người dân dần rút tiền gửi khỏi hệ thống ngân hàng. Xu hướng tăng trở nên rõ rệt hơn kể từ tháng 6, khi tăng trưởng tín dụng tăng vọt từ mức 3.4% của tháng 5 lên mức 6.1% vào cuối tháng 6. Việc tăng trưởng tín dụng tăng nhanh gấp 2-3 lần so với tốc độ tăng của huy động vốn đã thúc đẩy các ngân hàng tăng lãi suất huy động, thậm chí lãi suất ở một vài ngân hàng đã vượt mốc 6%/năm.
- Sau khoảng hai tháng chững lại, lãi suất huy động đã tăng trở lại trong tháng 11 trong bối cảnh nhu cầu tín dụng thường có xu hướng tăng tốc vào những tháng cuối năm. Theo số liệu từ NHNN, tăng trưởng tín dụng tính đến cuối tháng 11 đã tăng 11.9% so với cuối năm 2023 và tiếp tục tăng lên 12.5% vào ngày 7/12, cho thấy sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ năm 2023 khi tín dụng chỉ tăng 9%. Do đó, việc đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% trong năm nay là khả quan và dự kiến sẽ tiếp tục gây áp lực lên việc tăng lên lãi suất huy động cho đến cuối năm.
- Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 11, lãi suất 12 tháng trung bình của nhóm NHTM đạt mức 5% (cao hơn 14 điểm cơ bản so với đầu năm). Trong khi đó, lãi suất của các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn giữ nguyên ở mức 4.7%, thấp hơn 26 điểm cơ bản so với đầu năm.

Tăng trưởng tín dụng và cung tiền M2



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

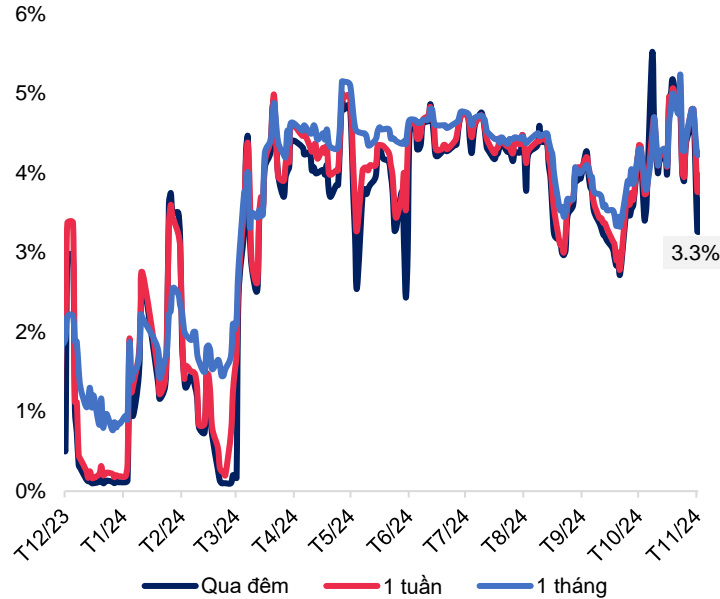
Lãi suất tiền gửi ngân hàng thương mại (%)



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

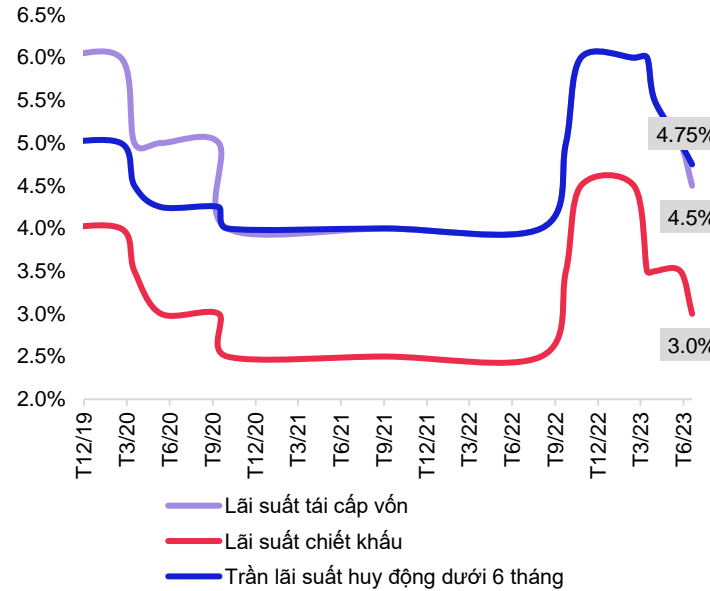
6. Cân bằng chính sách tiền tệ giữa rủi ro tỷ giá trong ngắn hạn và tăng trưởng dài hạn

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng các kỳ hạn chính (Đơn vị: %)



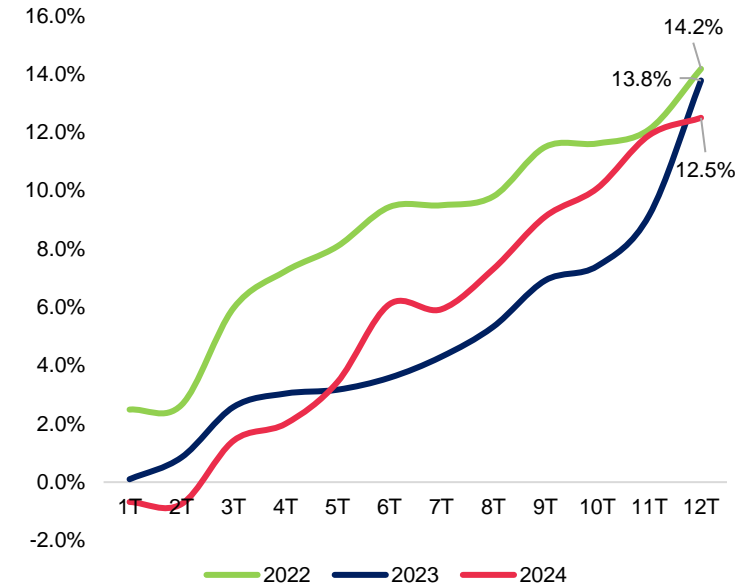
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Lãi suất chính sách



• Nguồn: NHNN, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng đã cải thiện kể từ tháng 6



• Nguồn: NHNN, MBS Research

- Dự địa cho chính sách tiền tệ của Việt Nam sẽ bị hạn chế hơn so với dự kiến dưới áp lực của đồng USD mạnh lên và rủi ro về việc Mỹ tiếp tục thực hiện các cuộc điều tra về thao túng tiền tệ. Trong kịch bản đó, NHNN có thể sẽ cần áp dụng một lập trường chính sách tiền tệ thận trọng hơn để kiểm soát sự ổn định của tỷ giá, đồng nghĩa với việc dự địa cho việc nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ có thể bị hạn chế.
- **Chúng tôi không kỳ vọng sẽ có bất kỳ đợt cắt giảm lãi suất chính sách nào trong năm 2025 và kỳ vọng lãi suất đầu vào sẽ duy trì ở mức 5.0% - 5.2%. Mặt khác,** chúng tôi cho rằng khả năng tăng lãi suất trong bối cảnh nới lỏng kinh tế toàn cầu là không cao. Theo đó, NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế để giữ lãi suất ở mức thấp, qua đó thúc đẩy tăng trưởng tín dụng.

Chúng tôi dự báo nền kinh tế sẽ tăng trưởng 7.1% trong năm 2025 nhờ đẩy mạnh vốn đầu tư công và hoạt động sản xuất sôi động

Tóm tắt dự báo các chỉ tiêu kinh tế trọng yếu

Các chỉ tiêu kinh tế	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
1. GDP, dân số và thu nhập									
GDP Danh Nghĩa (tỷ USD)	193.2	281.3	310.1	334.3	346.6	366.1	430	500-516	503-520
Tăng trưởng GDP (%)	6.81	7.08	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	7.0 - 7.1	7.1
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	21.1	13.8	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	15.0	9.0 - 10.0
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	20.8	11.5	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	16.0	10.0
GDP/đầu người (USD)	2.086	2.992	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,869	4,900
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)									
Nợ chính phủ	51.7	49.9	49.2	51.5	39.1	34.7	34	37	35
Nợ công	58.3	55	55.9	43.1	38	37.4	37	39	37
Nợ nước ngoài	48.9	46	47.1	47.9	38.4	36.1	37.2	38	34
3. Các chỉ số tài chính									
Tỷ giá USD/VND	22,690	23,180	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,000	25,100 - 25,500
Lạm phát (%)	3.5	3.5	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	3.9	4.0
Tăng trưởng tín dụng (%)	17,1	17.1	18.7	18.2	13.9	12.1	13.7	14	15
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	6.9	7	7.2	6.8	5.8	8.5	5.9	5.1-5.2	5.0-5.2
Cân cán thương mại (tỷ USD)	2.7	7.2	9.9	19.1	4	11.2	28	31	27
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	213	244	263	281	336	371	355.5	409	445
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	211	237	253	262	332	360	327.5	380	418
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	49	55	78	94	109	86	95	92	94

• Nguồn: TCTK, MBS Research



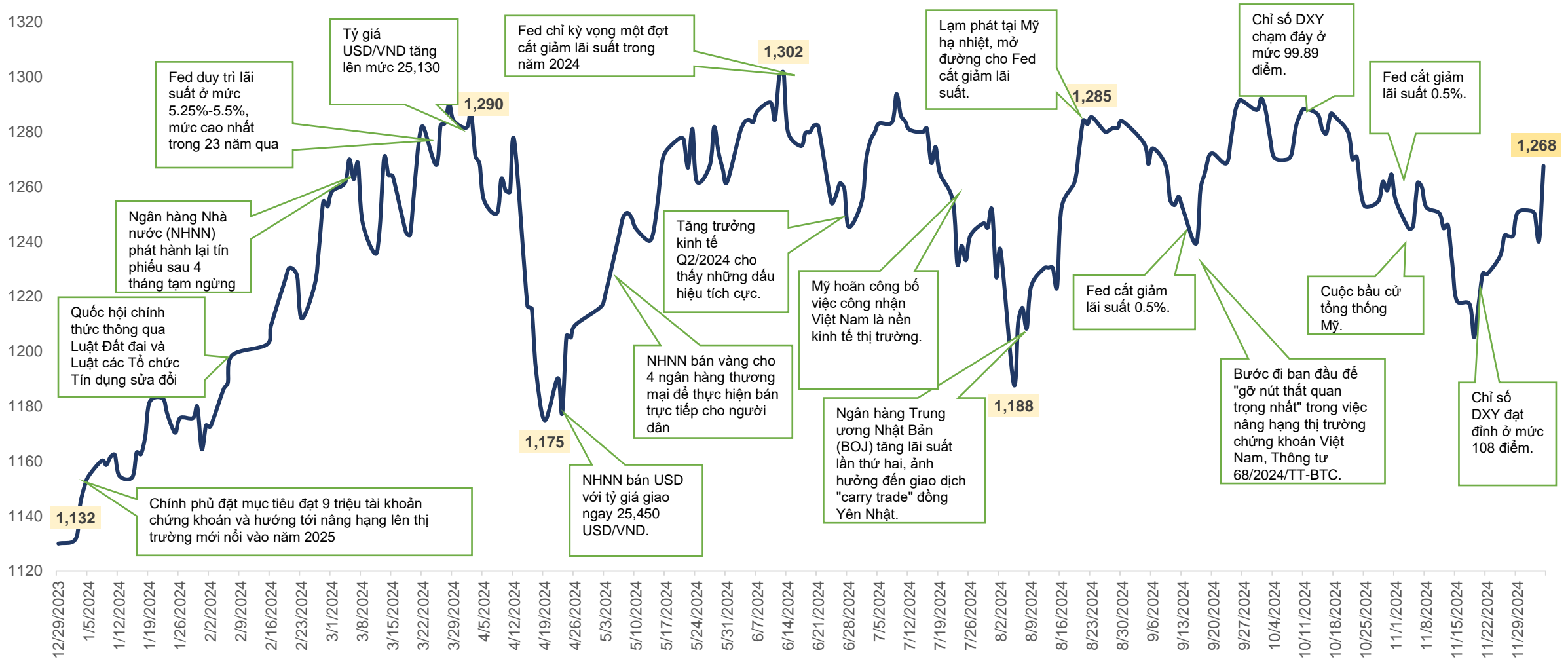
3

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN | Triển vọng 2025 Xuất phát điểm thuận lợi

[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

VN-Index đã nhiều lần không vượt qua được vùng kháng cự 1,300 điểm, hiện ở mức 1,268 điểm (tăng 12.5% so với đầu năm).

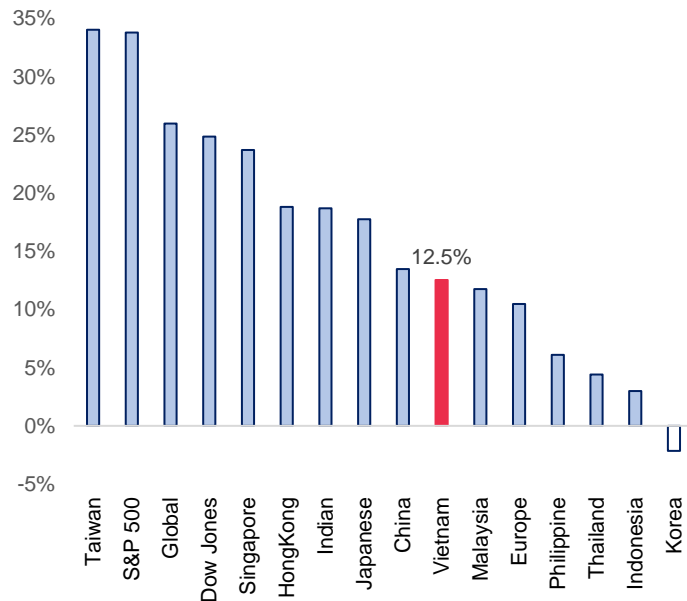


• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024.

Cổ phiếu vốn hóa lớn dẫn dắt cuộc chơi

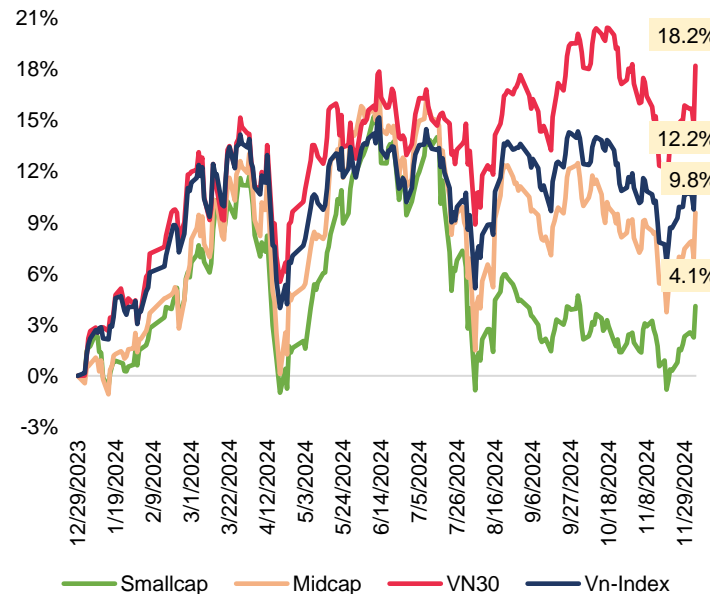
- TTCK Việt Nam có khởi đầu thuận lợi trong nửa đầu 2024, nhưng sau đó các lo ngại về tỷ giá và hoạt động bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài đã kéo chỉ số chững lại trong nửa cuối năm 2024. Do đó, mức tăng trưởng của VN-Index thấp hơn đà tăng của thị trường chứng khoán toàn cầu nhưng vẫn cao hơn khu vực ASEAN.
- Mid-cap và small-cap tăng lần lượt là 9.8% và 4.1% kể từ đầu năm, thấp hơn so với VN-Index. Dòng tiền đổ vào các cổ phiếu blue-chip đẩy chỉ số VN30 tăng 18.2%.
- Thanh khoản thị trường tăng tốc trong nửa đầu năm 2024, theo đà tăng của chỉ số, nhưng sau đó giảm xuống còn khoảng 15.000 tỷ đồng mỗi phiên giao dịch trong giai đoạn tháng 10 – tháng 12. Tính cho cả năm, giá trị giao dịch trung bình hàng ngày trên HOSE đạt 21,500 tỷ đồng (tăng khoảng 23% svck năm trước).

Hiệu suất kể từ đầu năm của VN-Index thấp hơn đà tăng của TTCK toàn cầu nhưng vẫn cao hơn khu vực ASEAN



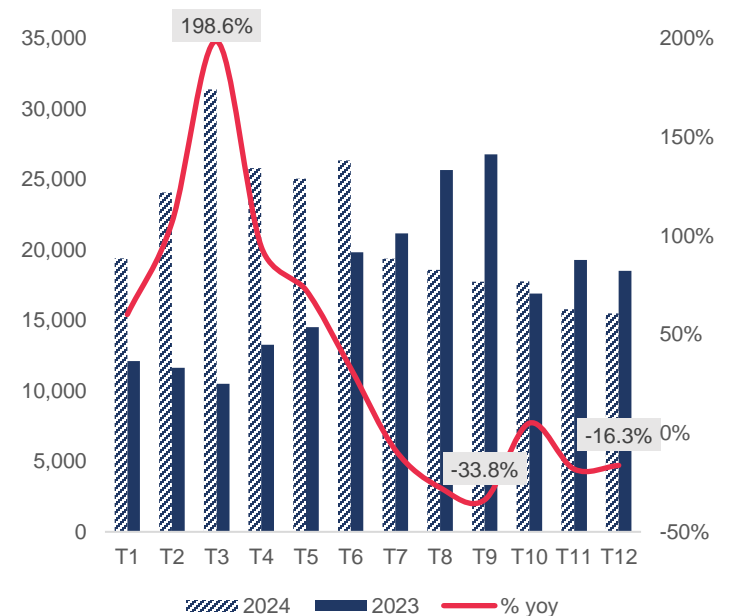
• Nguồn: Investing, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Hiệu suất của các chỉ số dựa trên vốn hóa thị trường (%)



• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

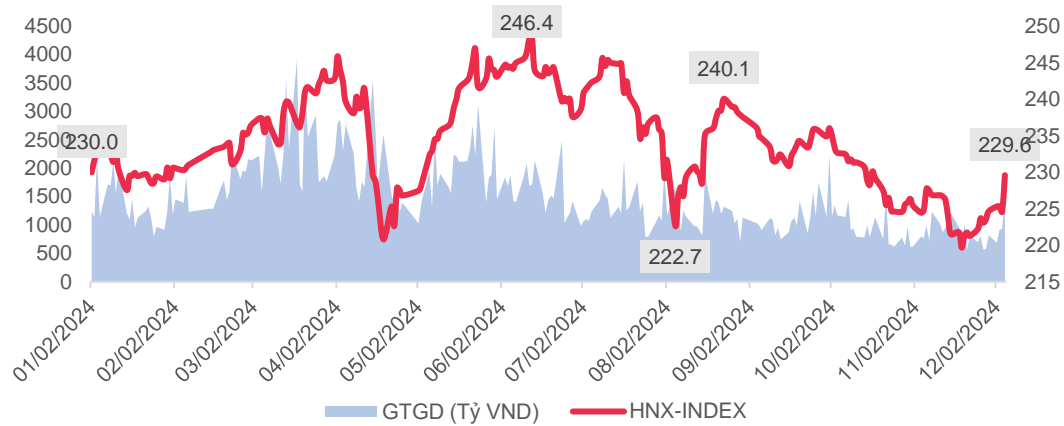
Thanh khoản thị trường theo tháng (Tỷ VND)



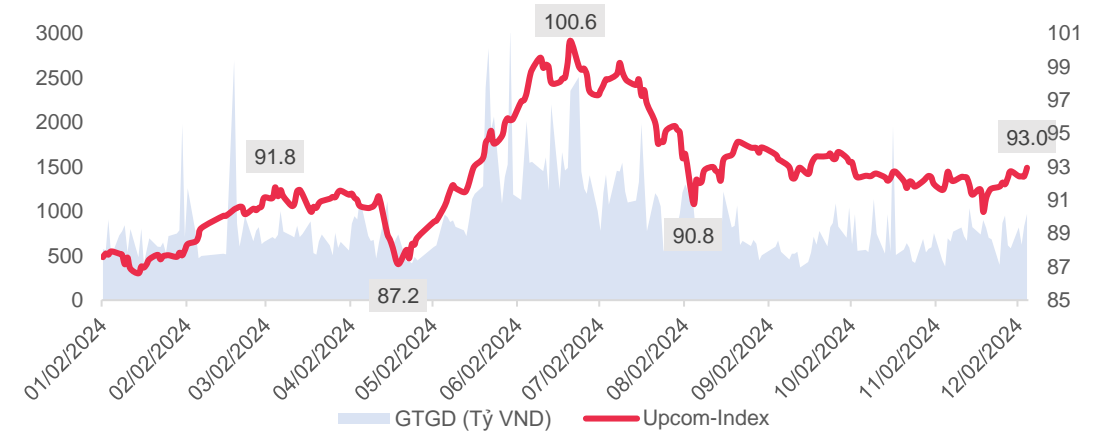
• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Diễn biến thị trường HNX và UPCOM năm 2024

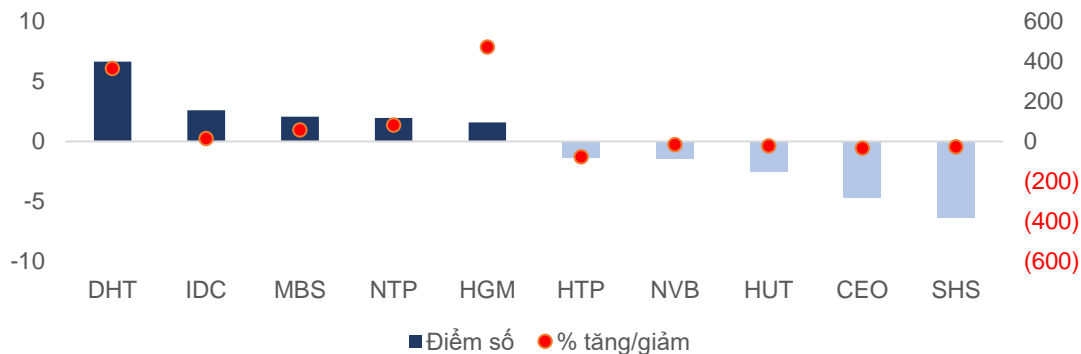
Chỉ số HNX giảm 0.62% từ đầu năm đến nay



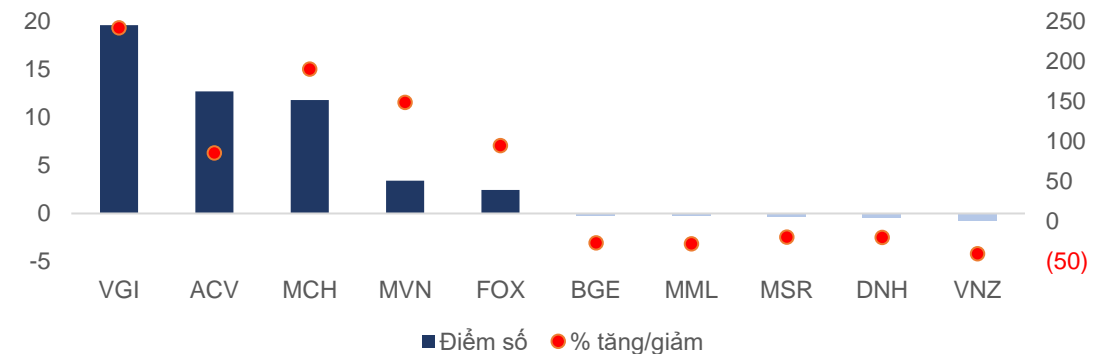
Trong khi đó, chỉ số UPCOM tăng 6.78% so với đầu năm.



Các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào hiệu suất của HNX



Các cổ phiếu đóng góp lớn nhất vào hiệu suất của UPCOM

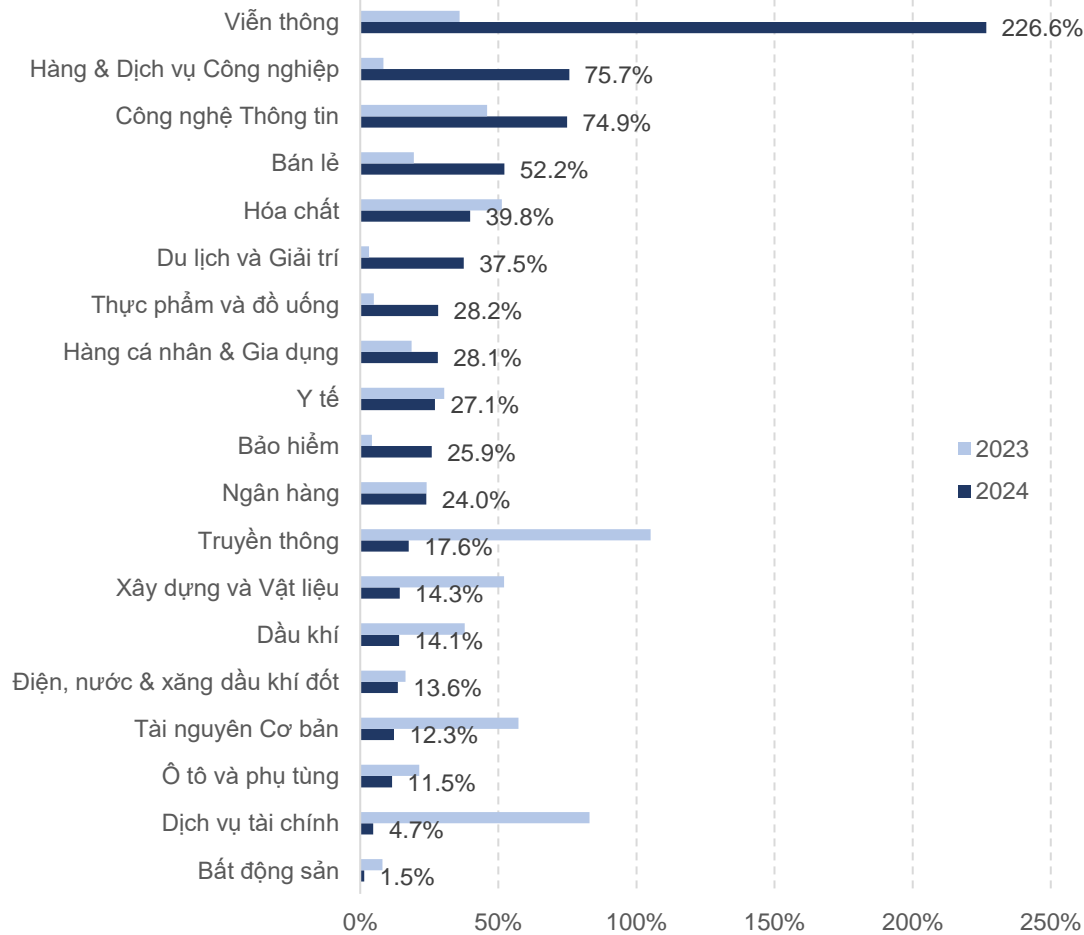


• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Viễn thông, Hàng hóa công nghiệp và Công nghệ là các ngành có diễn biến tốt nhất trong năm 2024.

Đà tăng giá của các ngành (% từ đầu năm đến nay).



• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

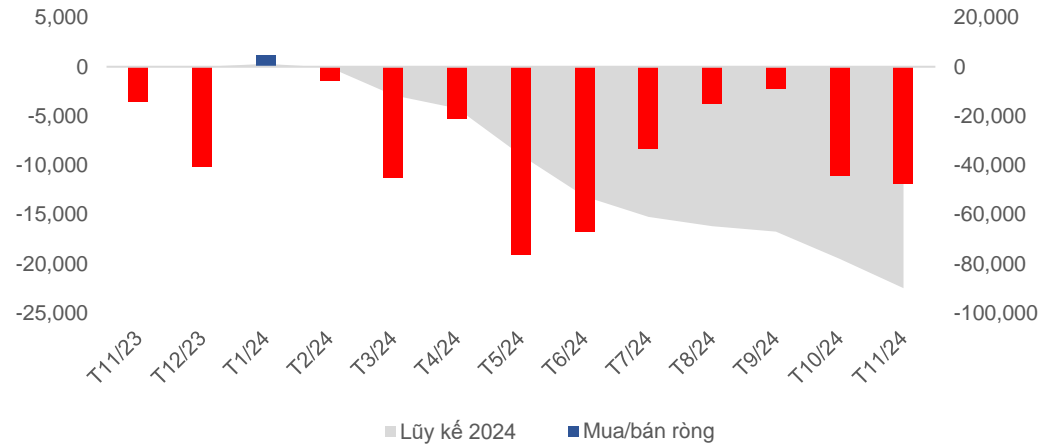
Diễn biến dòng tiền theo ngành: tăng trưởng dòng tiền dương ở nhiều ngành, ngoại trừ Bất động sản, Xây dựng và Vật liệu.

	2024	2023	2022	2021
Dầu khí	4.4%	-34.3%	-5.9%	314.8%
Hóa chất	46.2%	-42.4%	8.3%	279.3%
Tài nguyên Cơ bản	0.7%	-17.5%	-38.9%	292.8%
Xây dựng và Vật liệu	-17.6%	-14.7%	-12.2%	215.2%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	30.5%	-18.5%	-6.9%	250.6%
Ô tô và phụ tùng	59.7%	-59.3%	-53.3%	130.6%
Thực phẩm và đồ uống	34.5%	-19.3%	-10.5%	115.3%
Hàng cá nhân & Gia dụng	82.2%	-42.2%	-6.2%	186.2%
Y tế	22.5%	-34.9%	-40.5%	165.4%
Bán lẻ	76.3%	-15.3%	19.7%	166.1%
Truyền thông	14.1%	-31.8%	17.1%	160.2%
Du lịch và Giải trí	37.4%	-16.4%	-13.5%	73.9%
Viễn thông	441.6%	-22.6%	-19.3%	77.4%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	30.9%	-44.2%	-3.8%	179.6%
Bảo hiểm	42.4%	-63.6%	-10.0%	162.3%
Bất động sản	-1.5%	-10.8%	-22.7%	288.8%
Dịch vụ tài chính	4.7%	31.8%	-27.5%	654.3%
Ngân hàng	44.4%	-4.9%	-42.4%	278.8%
Công nghệ Thông tin	207.4%	-17.2%	-18.4%	170.3%

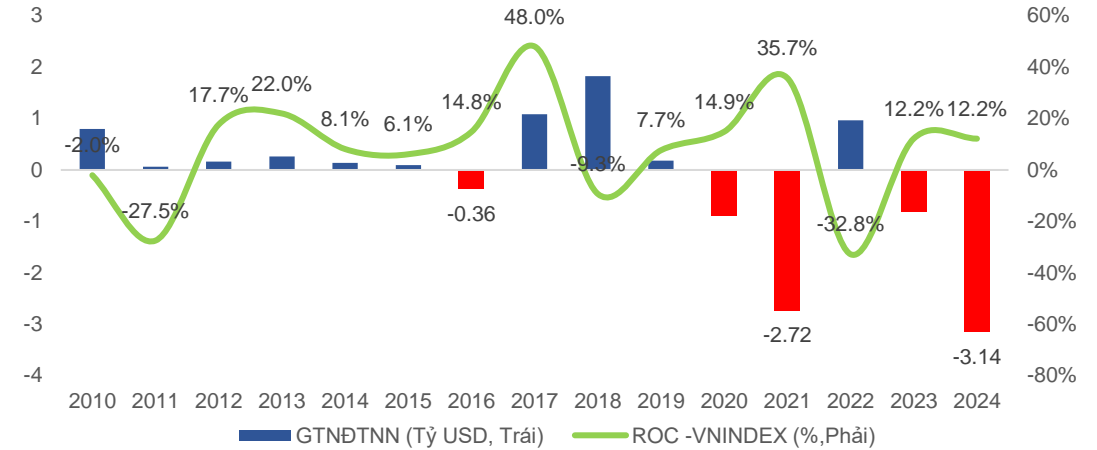
• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Nhà đầu tư nước ngoài ghi nhận mức bán ròng kỷ lục hơn 3.3 tỷ USD trên toàn thị trường.

Giá trị mua/(bán) ròng hàng tháng của nhà đầu tư nước ngoài (tỷ VND)



Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên HOSE (2010-2024)



Việt Nam nằm trong số các thị trường mới nổi ghi nhận dòng vốn đầu tư nước ngoài rút ròng kể từ đầu năm 2024

Country	Date	MTD	QTD	YTD	12M
Asia					
China	31MAR2024	4,960	-3,356	-3,356	-119,040
India	27JUN2024	2,925	-1,195	163	11,868
Indonesia	28JUN2024	-92	-2,113	-427	-1,870
Japan	21JUN2024	-2,238	27,479	37,884	21,443
Malaysia	28JUN2024	-13	14	-173	243
Philippines	28JUN2024	-104	-690	-527	-923
S. Korea	28JUN2024	3,821	4,939	17,128	19,294
Sri Lanka	28JUN2024	-3	-4	-29	-19
Taiwan	28JUN2024	1,773	-347	4,382	-280
Thailand	28JUN2024	-950	-1,298	-3,231	-5,631
Vietnam	28JUN2024	-564	-1,276	-1,677	-2,452

Dòng vốn vào/ra ròng của các quỹ ETF tại Việt Nam.

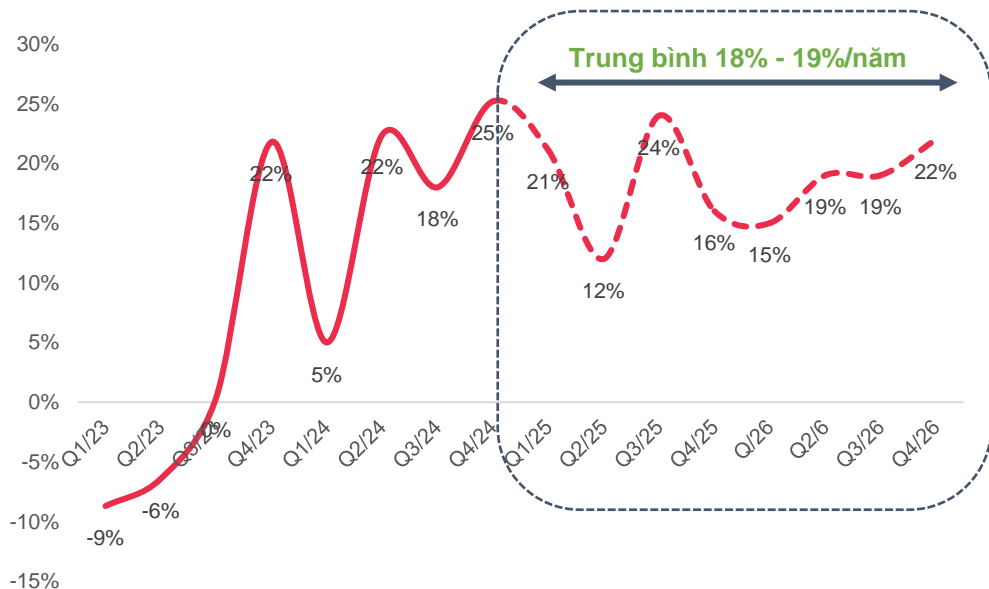
Name	Ticker	YTD Return	1 Yr Return	1M Flow (M USD)	3M Flow (M USD)	YTD Flow (M USD)	1Y Flow (M USD)
KIM Growth VN30 ETF	FUEKIV30 VN	16.70%	22.00%	1.34	8.2	40.85	42.24
DCVFMVN Mid Cap ETF	FUEDCMIDVN	6.40%	10.70%	0	1.01	5.2	5.86
MAFM VN30 ETF	FUEMAV30 VN	17.10%	22.00%	2.29	2.23	1.06	1.01
SSIAM VN30 ETF	FUESSV30 VN	16.70%	20.70%	0	0.33	0.08	0.08
MAFM VNDIAMOND ETF	FUEMAVND VN	25.30%	31.00%	-3.22	-3.16	-1.22	-1.4
KIM Growth VNFINSELECT ETF	FUEKIVFS VN	18.60%	22.80%	0.05	0.05	-1.67	-1.67
CGS Fullgoal Vietnam 30 Sector Cap ETF	VND SP	-8.60%	-5.50%	0.03	0.15	-2.17	-2.07
Premia Vietnam ETF	9804 HK	-7.40%	-5.30%	-0.72	0.07	-10.31	-10.31
VanEck Vietnam ETF	VNM US	10.10%	-8.00%	-23.5	-33.33	-45.89	-51.31
KIM KINDEX Vietnam VN30 ETF Synth	245710 KS	20.00%	23.40%	-36.85	-36.85	-63.76	-37.47
Xtrackers FTSE Vietnam Swap UCITS ETF	XFVT GR	-5.50%	-4.50%	-8.43	-19.45	-68.37	-71.63
DCVFMVN30 ETF Fund	E1VFN30 VN	17.80%	21.90%	-11.85	-19.11	-83.36	-83.52
SSIAM VNFIN LEAD ETF	FUESSVFL VN	13.80%	17.70%	0.64	-6.02	-84.12	-103.39
Fubon FTSE Vietnam ETF	00885 TT	-1.10%	0.10%	-1.09	-36.33	-215.02	-196.14
DCVFMVN Diamond ETF	FUEVFNVD VN	22.70%	30.60%	-7.88	16.56	-346.75	-394.49

• Nguồn: MBS Research, Bloomberg. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường ước tính đạt 18% - 19% giai đoạn 2025 - 26 là nền tảng vững chắc cho đà tăng của chỉ số

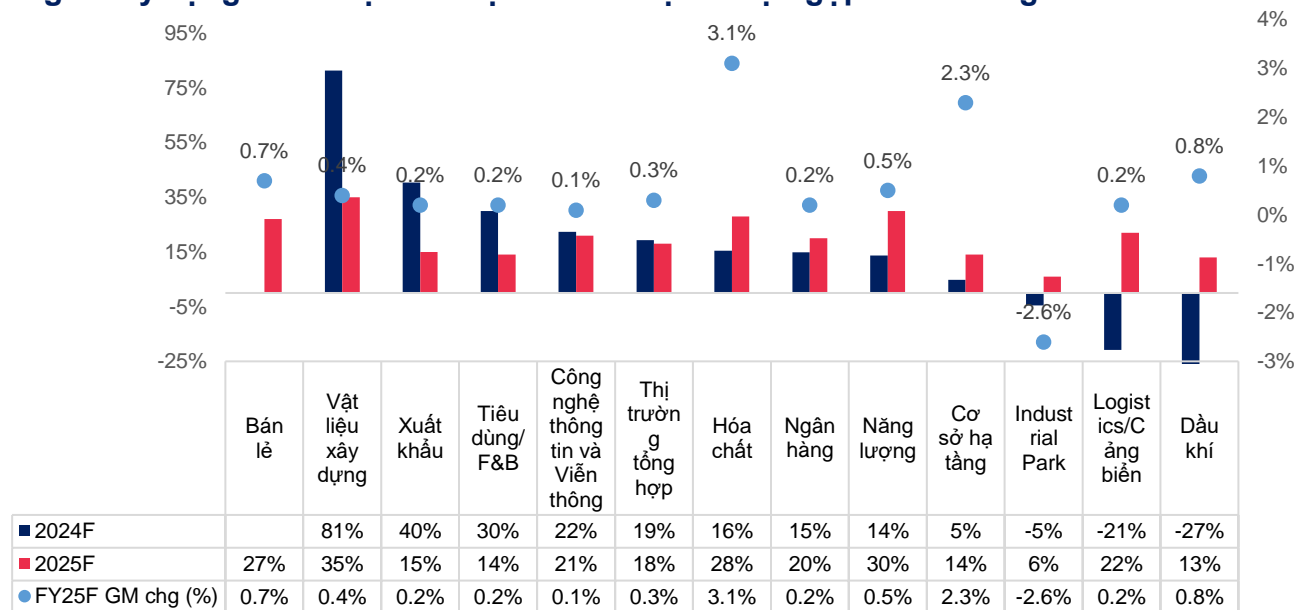
- Năm 2024, chúng tôi dự báo lợi nhuận của các DN niêm yết toàn thị trường tăng 18% so với cùng kỳ từ nền thấp của năm 2023. Động lực chính cho sự cải thiện lợi nhuận toàn thị trường đến từ các nhóm ngành như ngân hàng (+15% svck), bán lẻ (+230% svck), vật liệu xây dựng (+81%) và xuất khẩu (+40% svck).
- Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng nền tảng vĩ mô vững chắc, thể chế cải cách và chính sách tiền tệ thuận lợi sẽ lan tỏa đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Lợi nhuận thị trường năm 2025 - 2026 dự báo tăng trưởng lần lượt 18% và 19% svck, trong đó các ngành ngân hàng (+20% / +24%); vật liệu xây dựng (+35% / 31%); bất động sản nhà ở (+14% / 6%); bán lẻ (27% / 26%) và bất động sản công nghiệp (6% / +17%).
- Trong khi lợi nhuận năm 2024 chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu so với nền thấp của năm 2023, chúng tôi tin rằng việc cải thiện biên lợi nhuận gộp sẽ là yếu tố then chốt cho tăng trưởng năm 2025. Giữa bối cảnh lãi suất giảm, chi phí đầu vào thấp (giá dầu Brent, hàng hóa,...), và mức tăng lương vừa phải, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của nhiều ngành sẽ có sự cải thiện đáng kể.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận thị trường sẽ phục hồi mạnh mẽ vào nửa cuối năm 2024 (% svck)



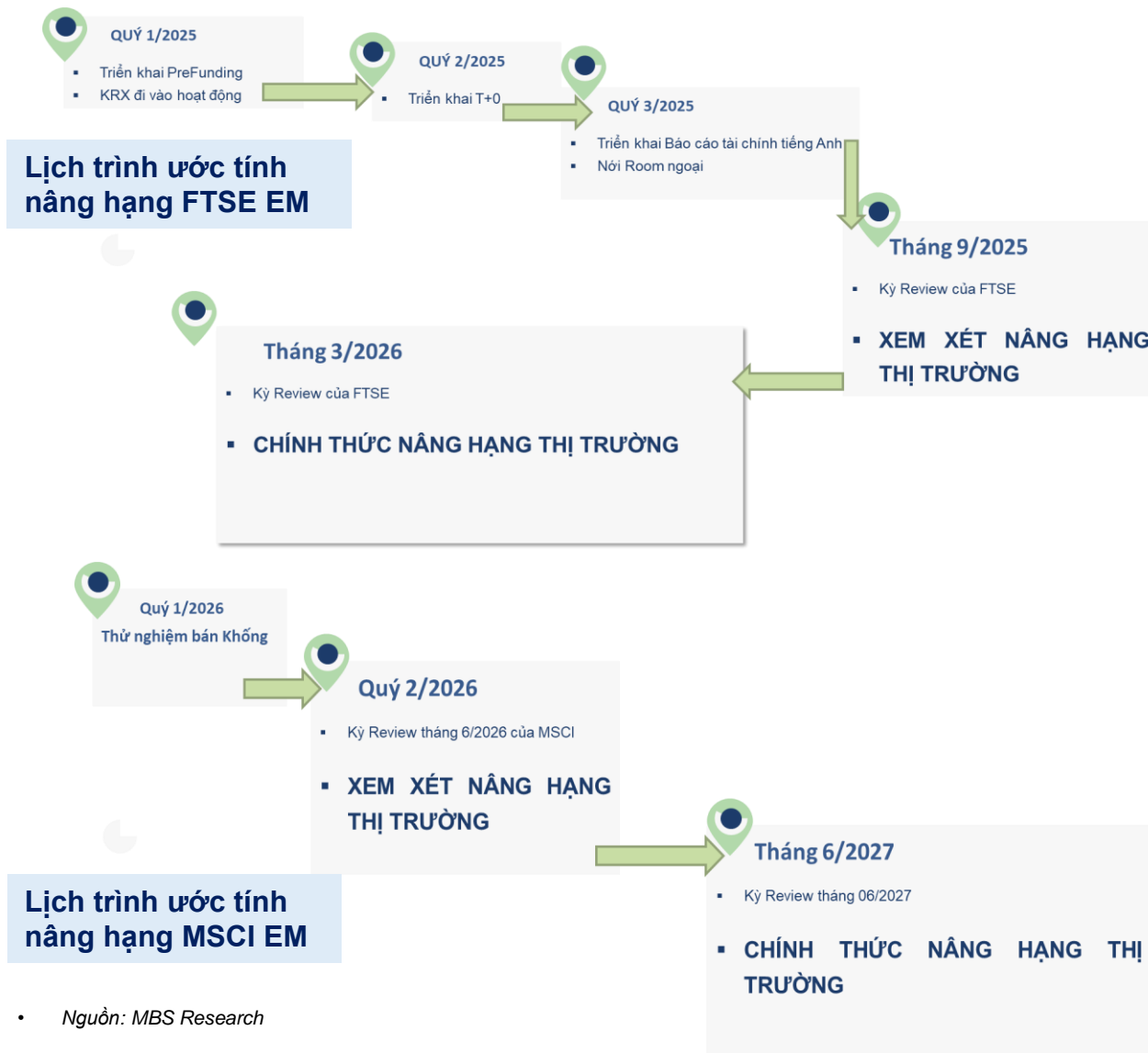
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng sẽ có sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp ở nhiều ngành

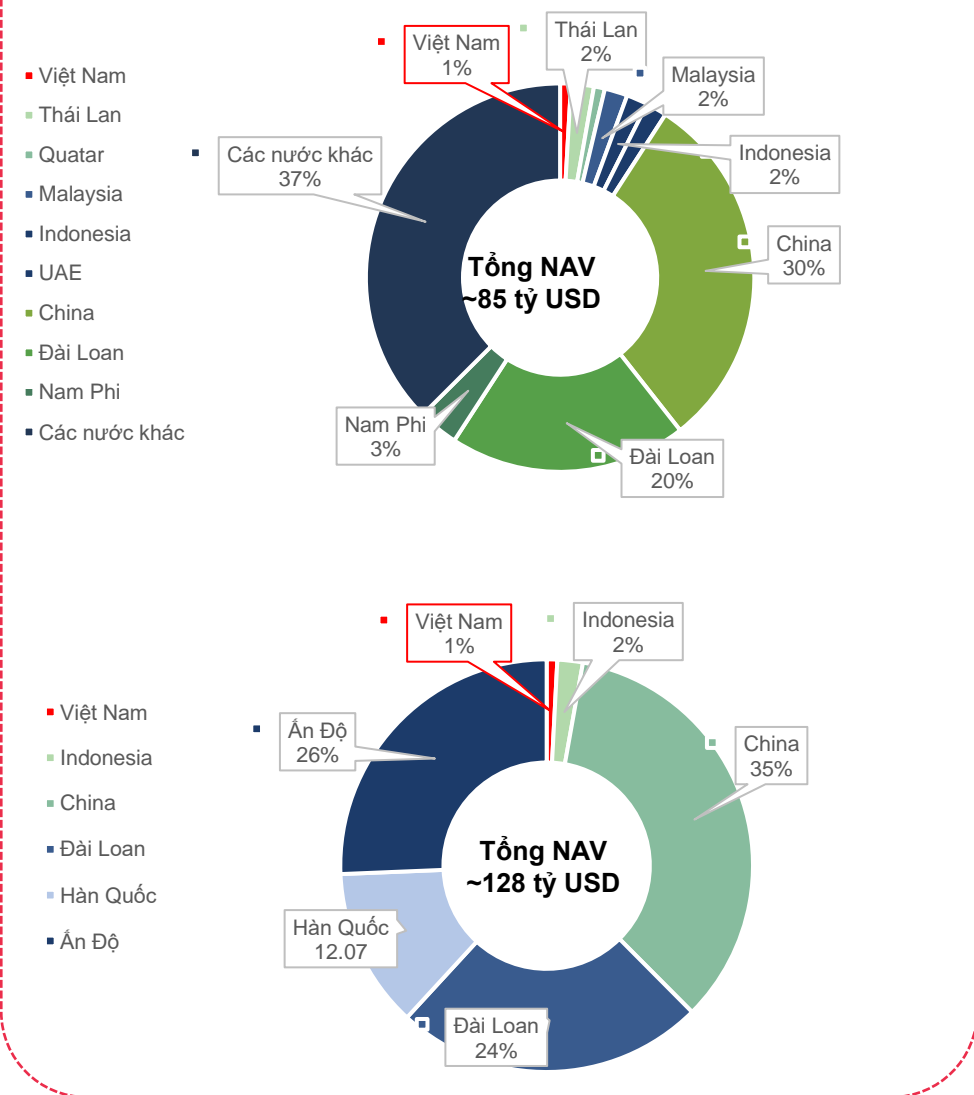


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiến gần hơn đến cơ hội trở thành Thị trường chứng khoán mới nổi (EM)



Ước tính tỷ trọng phân bổ của các quỹ đầu tư theo chỉ số FTSE EM và MSCI EM vào Việt Nam nếu như được nâng hạng



Hiệu suất P/B của VNIndex, VN30, VNX50 và VNMIID

Nhận diện các yếu tố hỗ trợ và rủi ro đầu tư đối TTCK trong năm 2025



Yếu tố hỗ trợ:

- Năm 2025 sẽ đánh dấu sự chuyển mình của nền kinh tế với mục tiêu phát triển đột phá 7 – 8% trong thập kỷ tới.
- Lợi nhuận thị trường năm 2025 - 2026 dự báo sẽ tăng trưởng lần lượt 18% và 19% svck, hỗ trợ cho đà tăng của chỉ số.
- Việt Nam đang tiến gần hơn đến cơ hội được tham gia vào nhóm các TTCK mới nổi
- Kỳ vọng chu kỳ nới lỏng của Mỹ sẽ kích hoạt dòng vốn đầu tư nước ngoài quay trở lại các TTCK mới nổi, trong đó có Việt Nam



Rủi ro đầu tư:

- Chính sách điều hành khó dự đoán của thời kỳ Trump 2.0 có thể tác động đến triển vọng kinh tế thế giới và Việt Nam, có thể làm chậm lại quá trình cắt giảm lãi suất của FED.
- Áp lực tỷ giá trong bối cảnh đồng VND yếu.
- Thị trường bất động sản nhà ở có thể phục hồi chậm hơn dự kiến, tạo gánh nặng lên tài sản đảm bảo của hệ thống ngân hàng.

Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 1,400 – 1,420 trong năm 2025

- Tính đến ngày 5 tháng 12, VN-Index đang giao dịch ở mức P/E TTM là 13.5, thấp hơn mức trung bình 3 năm (13.8x) và giảm 20% so với đỉnh 3 năm (16.7x vào Q4/21).
- Trong kịch bản cơ sở, với mức tăng trưởng 18% lợi nhuận của các DN niêm yết, và định giá 12.5 – 13 lần P/E chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 1,400 – 1,420 trong năm 2025.

Phân tích kỹ thuật VN-Index

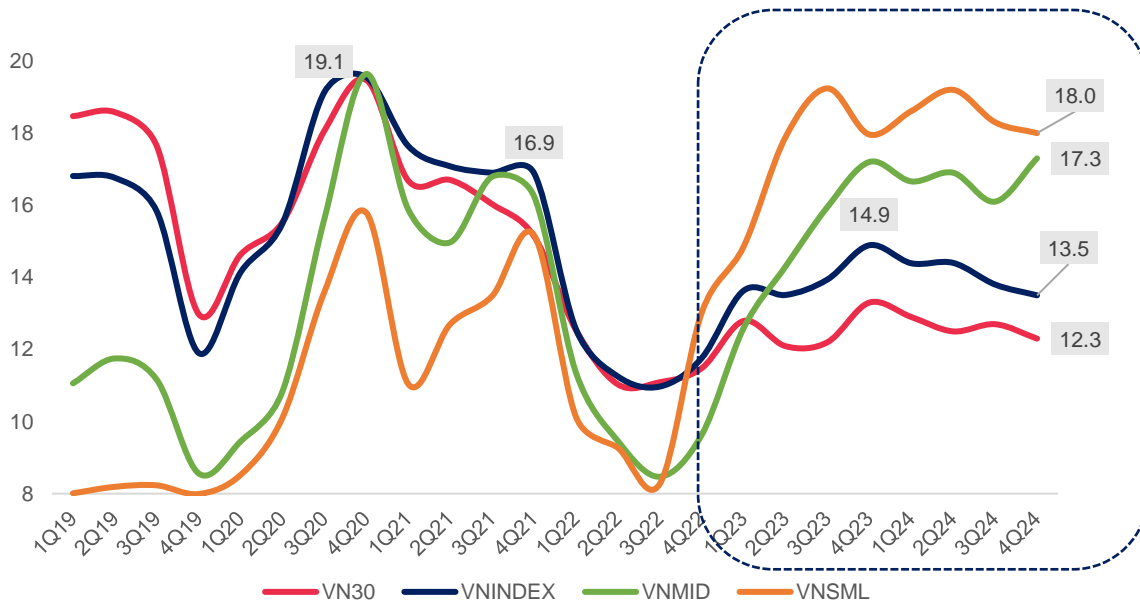


• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi kỳ vọng VN-Index sẽ đạt 1,400 – 1,420 vào cuối năm

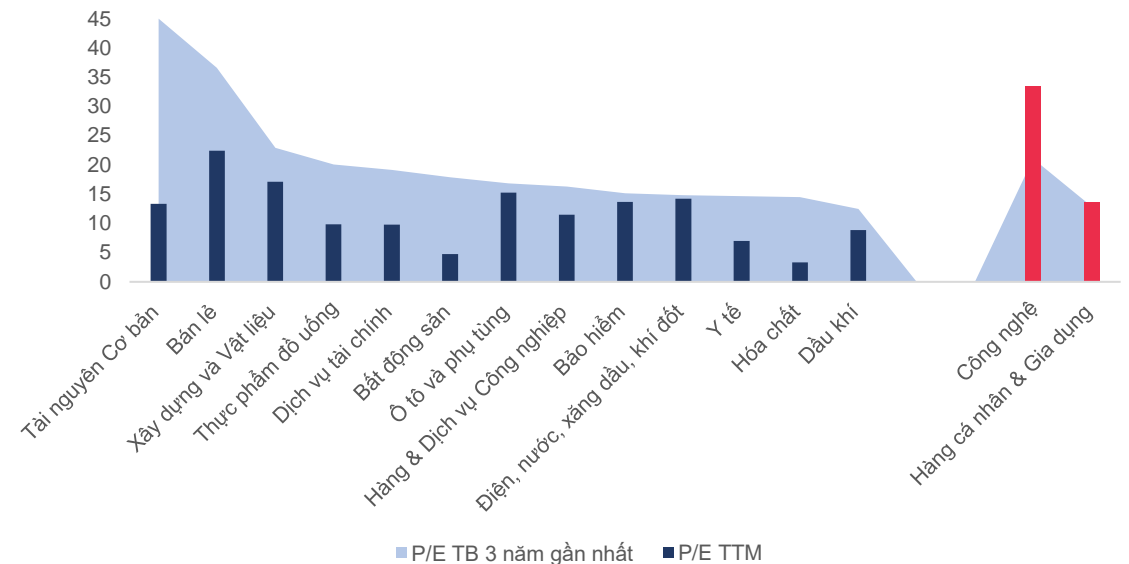
- Sự phục hồi gần đây của các cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ đã đưa định giá của VNMID lên mức 17.3x P/E 12 tháng, cao hơn khoảng 17% so với VN-Index. Thậm chí, các cổ phiếu vốn hóa vừa hiện tại được giao dịch với mức P/B tương đương với các cổ phiếu vốn hóa lớn. Trong khi đó, định giá của các cổ phiếu vốn hóa lớn (đại diện bởi VN30 và VNX50) thấp hơn khoảng 11% so với mức trung bình của thị trường. Chúng tôi tin rằng định giá cổ phiếu vốn hóa lớn vẫn hấp dẫn hơn khi xét về tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận kinh doanh giai đoạn 2025-2026 so với các nhóm cổ phiếu khác.
- Xét theo nhóm ngành, nhiều nhóm ngành đang có định giá P/E thấp hơn so với trung bình 3 năm gần nhất, mở ra nhiều cơ hội đầu tư tích lũy các cổ phiếu của các doanh nghiệp đầu ngành.

Diễn biến P/E của các chỉ số VNIndex, VN30, VNX50 và VNMID



• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Hầu hết các ngành đều đang giao dịch ở mức PE thấp hơn P/E trung bình 3 năm gần nhất



• Nguồn: FiinPro, MBS Research. Dữ liệu tính đến ngày 5 tháng 12 năm 2024

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi nhận định 8 chủ đề đầu tư hấp dẫn cho năm 2025

	Các chủ đề đầu tư	Ngành tiêu điểm	Cổ phiếu tiêu điểm
1	<p>Bất động sản nhà ở khởi động chu kỳ phát triển mới</p> <ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi tin rằng một chu kỳ mới đang bắt đầu dựa trên 3 yếu chính: lãi suất thấp – cải thiện cơ sở hạ tầng – thay đổi khung pháp lý. Ngành bất động sản nhà ở hiện đang giao dịch với mức định giá tương đối thấp so với triển vọng phục hồi tích cực. 	<ul style="list-style-type: none"> Bất động sản nhà ở Thép Xây dựng 	HPG, DXG, KDH, VHM, VCG
2	<p>Tăng tốc giải ngân Đầu tư công</p> <ul style="list-style-type: none"> Năm 2025 đánh dấu năm cuối cùng thực hiện kế hoạch đầu tư trung hạn 2021-2025, Chính phủ đã đề ra mục tiêu đầu tư đầy tham vọng là 790.7 nghìn tỷ VND (30,8 tỷ USD). Với dự báo giải ngân đầu tư sẽ đạt khoảng 85% kế hoạch, giá trị sẽ tăng 24 – 31% so với năm 2024. Ngoài nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng, thép, đá, sẽ là những nhóm ngành được hưởng lợi. 	<ul style="list-style-type: none"> Thép Xây dựng hạ tầng 	CTR, VCG, HPG
3	<p>Những câu chuyện riêng của ngành ngân hàng</p> <ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi tin rằng chính sách tiền tệ nới lỏng toàn cầu và tăng trưởng cầu tiêu dùng nội địa (bao gồm cả sản xuất khối doanh nghiệp trong nước) sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho ngành ngân hàng đẩy mạnh tín dụng và tăng chất lượng tài sản 	<ul style="list-style-type: none"> Ngân hàng 	VIB, CTG, TPB
4	<p>Hiệu ứng từ các gói kích thích kinh tế của Trung Quốc</p> <ul style="list-style-type: none"> Tác động tích cực đến một số hàng hóa cơ bản đại diện cho sự phục hồi kinh tế của Trung Quốc như cao su, hóa chất, đồng, nickel 	<ul style="list-style-type: none"> Hóa chất Năng lượng 	DGC, GVR
5	<p>Tiêu thụ điện năng tăng lên</p> <ul style="list-style-type: none"> Vào năm 2025, nền kinh tế quốc gia dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ. Theo đó, Bộ Công Thương đã đặt ra một kịch bản cơ sở cho tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức cao 11-12%, vượt qua cả kịch bản cao trong PDP8, dự báo 9.8%. Từ năm 2025-2030, tăng trưởng nhu cầu dự kiến duy trì tỷ lệ tăng trưởng hàng năm kép (CAGR) cao khoảng 9.1%. 	<ul style="list-style-type: none"> Năng lượng Nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng 	POW, PC1, PVS, REE, HDG
6	<p>Trump 2.0</p> <ul style="list-style-type: none"> Chính sách Trump 2.0 vẫn chưa chắc chắn và có thể sẽ ảnh hưởng đến các ngành xuất khẩu của Việt Nam, nhưng bất động sản công nghiệp có khả năng là ngành hưởng lợi lớn nhất dù có nhiều thách thức. 	<ul style="list-style-type: none"> Bất động sản công nghiệp 	BCM, GVR, KBC
7	<p>Sự xuất hiện của các ngành công nghiệp mới</p> <ul style="list-style-type: none"> Việt Nam có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội từ các ngành công nghiệp mới, ví dụ: trung tâm dữ liệu, công nghệ 5G và chất bán dẫn. Ngoài nhóm ngành công nghệ được hưởng lợi trực tiếp, nhu cầu tiêu thụ điện và nhu cầu thuê BĐS KCN sẽ tăng mạnh. 	<ul style="list-style-type: none"> Khu công nghiệp Điện năng Công nghệ 	FPT, DGC, CTR, POW, PC1, BCM, KBC
8	<p>Câu chuyện nâng hạng của TTCK Việt Nam đang dần trở thành hiện thực</p> <ul style="list-style-type: none"> Các cổ phiếu vốn hóa lớn và có sẵn room cho nhà đầu tư nước ngoài và các công ty chứng khoán sẽ là các nhóm được hưởng lợi 	<ul style="list-style-type: none"> Cổ phiếu blue-chip còn dư room nước ngoài Ngành chứng khoán 	MWG, VHM, HPG, DGC, VRE

Chiến lược đầu tư: Danh mục cổ phiếu tiêu điểm cho năm 2025 của MBS RESEARCH

	Cổ phiếu	Giá mục tiêu (VNĐ)	FY25F P/E	FY25F PB	Nhận định
1	CTG	44,600	6.7	1.1	Trong năm 2025, LNST 2025 được kỳ vọng sẽ tăng 26.2% svck, chất lượng tài sản cải thiện đáng kể khi NPL giảm xuống dưới mức 1.2%, -13 đcb svck, LLR đạt 136.0%, top 3 toàn ngành. Với mức định giá hiện tại, P/B của CTG đang hấp dẫn hơn so với các ngân hàng có cùng quy mô.
2	KDH	43,000	33.4	2.6	Trong giai đoạn 2025 – 2026, do thiếu hụt nguồn cung nhà thấp tầng tại TP.Hồ Chí Minh, chúng tôi dự báo Emeria và Clarita sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao (trên 65%), doanh số bán trước ước tăng 336% svck trong năm 2025, LN ròng dự kiến tăng 12.1%.
3	DXG	23,700	41.1	0.9	Động lực của DXG tới từ dự án trọng điểm Gem Riverside (3,000 căn hộ). Trong bối cảnh nguồn cung căn hộ tại khu trung tâm thành phố khan hiếm, Gem Riverside có thể đạt tỷ lệ hấp thụ cao 80%, giá bán có thể đạt hơn 90 triệu đồng/m ² (mức giá tương đương so với các dự án khác tại TP Thủ Đức). Nhờ vào sự đóng góp của Gem Riverside, lợi nhuận ròng năm 2026 có thể đạt 481 tỷ VND (+57.7% svck).
4	BCM	82,500	34.8	2.6	Dự án KCN Cây Trường đang dần hoàn thiện pháp lý để đưa vào vận hành trong 2-3 năm tới. VSIP sẽ đóng góp phần lớn doanh thu bất động sản KCN của BCM, nhờ đưa vào khai thác KCN VSIP III Bình Dương, VSIP Bắc Ninh II, và Becamex VSIP Bình Định,... Lợi nhuận ròng dự kiến tăng 29%/33% svck trong giai đoạn 2025-26.
5	HPG	33,500	13.5	1.6	HPG là công ty hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong các phân khúc thép xây dựng (rebar) và thép cán nóng (HRC). Giai đoạn tăng trưởng dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2025 với tín hiệu tích cực của ngành xây dựng và giải ngân đầu tư công. Về khối lượng thép cán nóng, chúng tôi dự báo nhờ vào thuế chống bán phá giá (AD) và dự án Khu phức hợp Dung Quất 2, khối lượng sản xuất có thể tăng 40% svck.
6	MWG	80,500	16.9	2.8	MWG đã ghi nhận lợi nhuận ròng tích cực trong quý 2 và Q3/2024 và đã thành công mở rộng vào thị trường miền Trung vào Q4/2024. Mô hình minimart tinh gọn của công ty dự kiến sẽ thu hút được nhiều lượng giao dịch từ các cửa hàng bán lẻ truyền thống, từ đó giúp doanh thu của BHX tăng trưởng 21%/16% trong 2025-26.
7	POW	14,900	20.3	0.8	Dự kiến tỷ lệ huy động sản lượng các nhà máy sẽ tiếp tục cải thiện, là điểm tựa cho tăng trưởng kép LN ròng 2024-26 đạt 25% đến từ 1) Nhu cầu phụ tải tiếp tục tăng cao trong các năm tới, gây áp lực lên nhu cầu huy động các nhà máy; 2) Tình hình tài chính của EVN được cải thiện sẽ tạo ra môi trường huy động bớt khó khăn hơn so với giai đoạn nền thấp 2023-24, đặc biệt đối với các nguồn điện giá cao như điện khí.
8	PVS	47,300	11.8	1.2	Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn FY25-26F sẽ tăng lần lượt 38.2% và 12.2%, nhờ vào tiến độ được đẩy nhanh của dự án Lô B và lượng công việc mới từ các hợp đồng EPCI trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi.
9	FPT	170,400	22.3	4.8	Chúng tôi tin rằng việc hợp tác với NVIDIA, nhà sản xuất chip hàng đầu thế giới, sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dài hạn cho FPT trong giai đoạn 2025-2030 khi AI tạo ra trở thành xu hướng mới trong lĩnh vực công nghệ thông tin. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của FPT trong giai đoạn 2024/25/26 sẽ tăng trưởng 22.5%/21.1%/21.4% svck.
10	CTR	153,100	23.1	5.6	Xu hướng đẩy nhanh phủ sóng và thương mại hóa mạng 5G từ nay đến 2030 của Việt Nam sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN của CTR giai đoạn tới. Hiện tại, hầu hết thị trường TowerCo trong khu vực đã qua giai đoạn phát triển, do đó, dự định giá cho những thị trường non trẻ, mới bắt đầu giai đoạn đầu tư như Việt Nam sẽ cao hơn những thị trường bão hòa.



1

TRIỂN VỌNG NGÀNH | Ngân hàng

Phục hồi bền vững nhưng không đồng đều

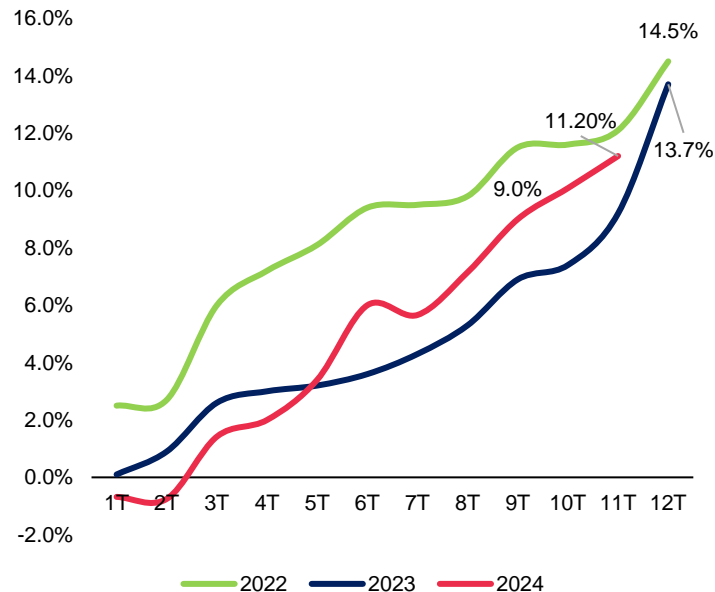
[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

Tăng trưởng tín dụng: kỳ vọng đạt 15% trong 2024

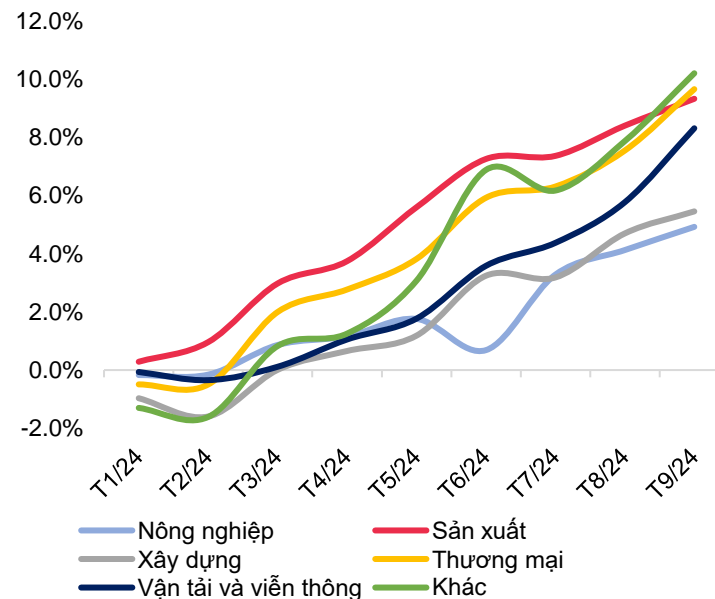
- Tín dụng toàn hệ thống sau Q1/24 tăng trưởng chậm chạp đã tăng tốc kể từ tháng 5, được thúc đẩy bởi cả sản xuất và thương mại. Đến cuối quý 3 năm 2024, nhu cầu tín dụng của các ngành sản xuất và thương mại tăng lần lượt 9.3% và 9.7% so với đầu năm. Trong khi đó, tăng trưởng cho vay xây dựng đạt 5.4%, thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng dư nợ tín dụng của các ngân hàng niêm yết tăng 11.2% vào cuối Q3/2024, trong đó, ba ngân hàng quốc doanh (SOE) (VCB, CTG, BID) đạt mức tăng trưởng trung bình 9.6%. LPB, HDB, TCB và ACB là những ngân hàng ghi nhận mức tăng trưởng tín dụng cao hơn 13% so với đầu năm.
- Tính đến 7/12, tín dụng toàn hệ thống tăng trưởng 12.5% so với đầu năm, nhanh hơn so với cùng kỳ năm ngoái và tiến gần mục tiêu 14-15% của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cho cả năm. Chúng tôi tin rằng mức tăng trưởng 14%-15% là khả thi sau tốc độ giải ngân đầu tư công mạnh mẽ và nhu cầu tín dụng cao hơn của quý 4.

Tăng trưởng tín dụng ngành tăng tốc từ tháng 6 lên 12.5% (so với 2023)



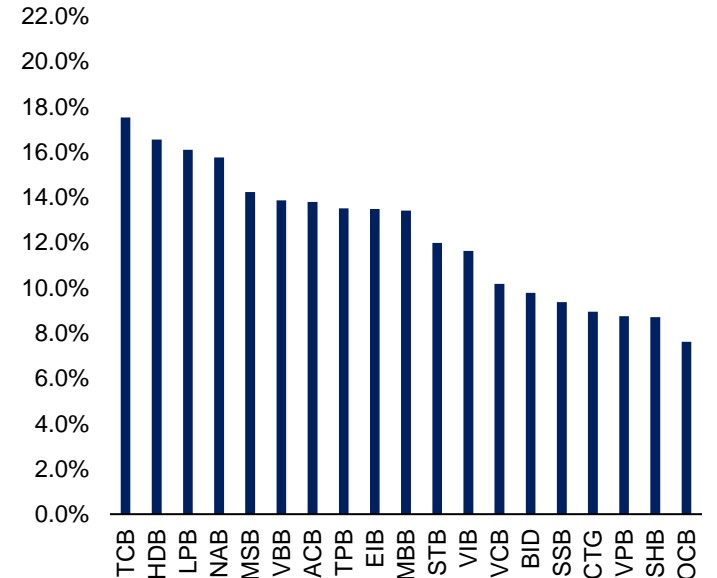
• Nguồn: SBV, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng theo ngành (% so với 2023)



• Nguồn: SBV, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng tính đến cuối Q3/24 (% so với 2023)

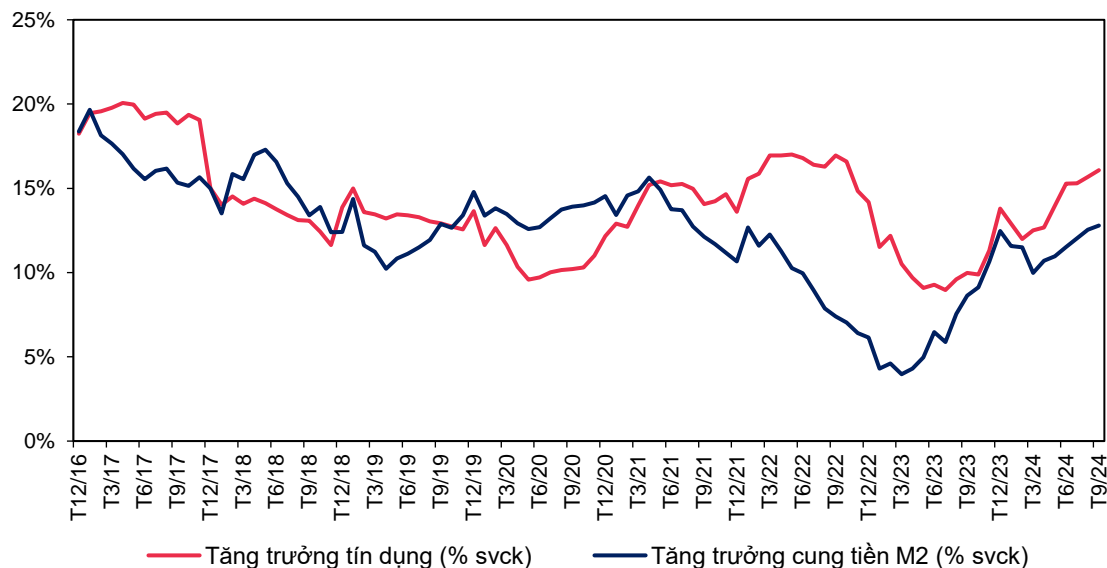


• Nguồn: NHTM, MBS Research

Tăng trưởng huy động: chậm hơn đáng kể so với tăng trưởng tín dụng

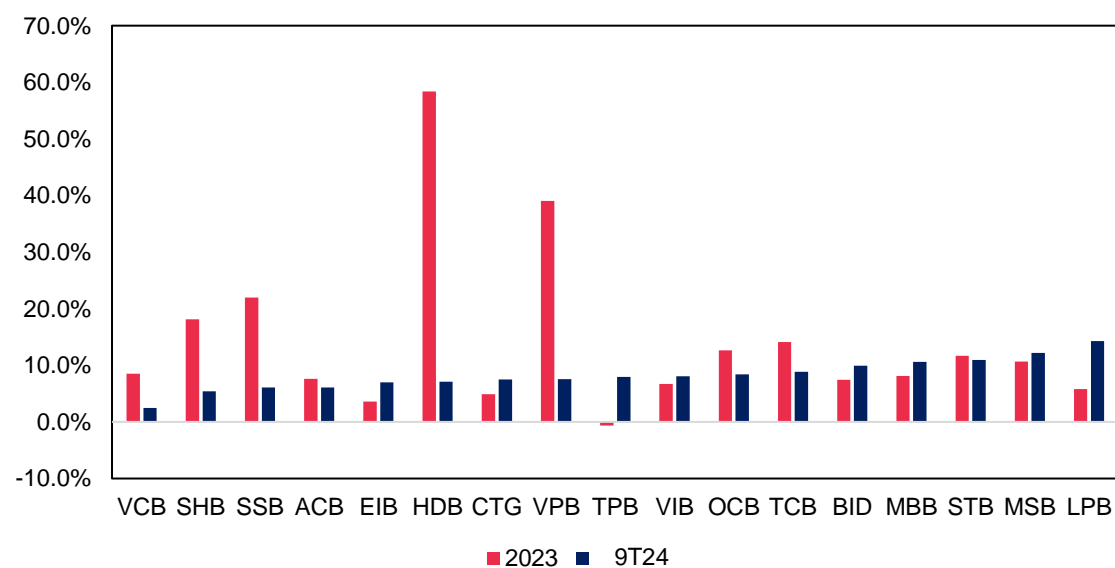
- Tính đến hết T9/2024, tổng cung tiền (M2) đạt 16,949 nghìn tỷ đồng, tăng 5.94% so với đầu năm. Tiền gửi cá nhân tăng mạnh hơn ở mức 6.5%, cao hơn tiền gửi doanh nghiệp (+3.4% so với đầu năm). Đáng chú ý, M2 trong T9/2024 ghi nhận mức tăng trưởng 1.75% so với tháng trước, được thúc đẩy bởi chính sách tiền tệ linh hoạt của NHNN và việc các ngân hàng vừa và nhỏ tăng lãi suất huy động kể từ tháng 4 năm 2024 để cải thiện tăng trưởng tiền gửi. Tổng số dư tiền gửi của các ngân hàng niêm yết tăng 7.4% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, LPB, MSB và STB dẫn đầu tăng trưởng huy động trong số các ngân hàng, đạt mức ấn tượng lần lượt là 14.3%/12.2%/11.0%.
- Theo NHNN, tổng lượng tiền gửi tính đến 7/12 đạt khoảng 14,800 nghìn tỷ đồng, (+7.36% so với đầu năm), chậm hơn đáng kể so với mức tăng trưởng tín dụng là 12.5%. Chúng tôi kỳ vọng lãi suất tiền gửi sẽ tăng thêm 20 điểm cơ bản vào cuối năm, dao động trong khoảng 5.1%-5.2% do tăng trưởng tín dụng đang tăng nhanh gần gấp đôi so với huy động vốn.

Tăng trưởng M2 và tín dụng của hệ thống ngân hàng (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: NHTM, MBS Research

Tăng trưởng tiền gửi của các ngân hàng tính đến cuối Q3/2024 (sv 2023)



Nguồn: NHTM, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 15 – 16% trong 2025 từ mức 15% trong 2024

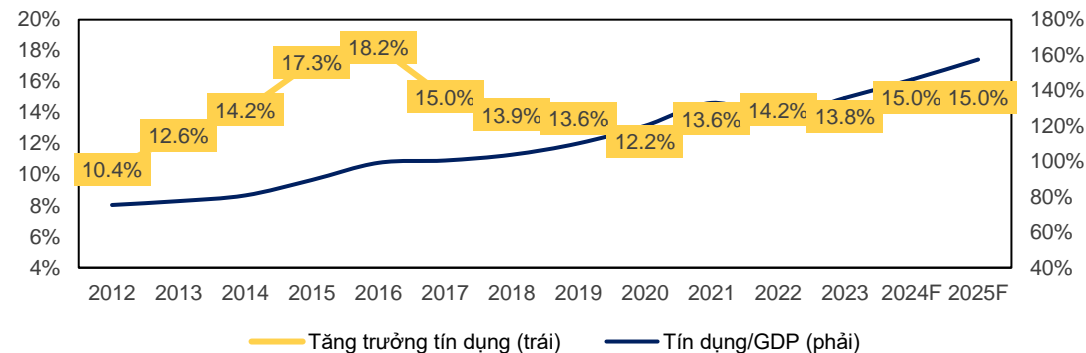
Hoạt động tín dụng có thể được thúc đẩy bởi một số yếu tố sau:

- Sự phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế Việt Nam vào năm 2025: Sự phục hồi này sẽ được thúc đẩy bởi sự phục hồi của hoạt động sản xuất và thương mại, nhờ nhu cầu trong và ngoài nước tăng lên. Điều này dựa trên việc SBV (Ngân hàng Nhà nước Việt Nam) duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng vào năm 2025.
- Tỷ lệ giải ngân đầu tư công cao: Thúc đẩy đầu tư công mạnh mẽ hơn trong năm 2025 dự kiến sẽ tạo việc làm và hỗ trợ nhu cầu tín dụng, phù hợp với mục tiêu phục hồi kinh tế và triển khai các dự án cơ sở hạ tầng lớn của Việt Nam trong giai đoạn 2021-2025.

Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng có các điều kiện sau sẽ có mức tăng trưởng tín dụng cao hơn vào năm 2025:

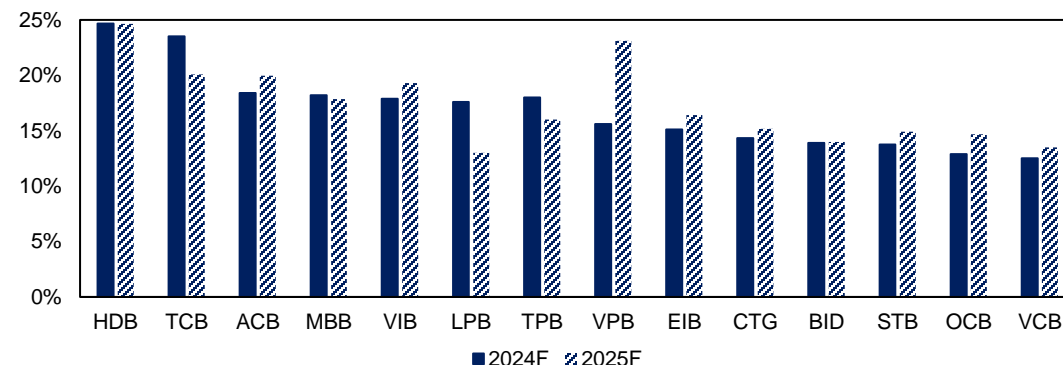
- Sử dụng hiệu quả và tối đa hạn mức tín dụng trong năm 2024: Các ngân hàng đã sử dụng hết hạn mức tín dụng cao trong năm 2024 sẽ có lợi thế cạnh tranh trong việc đảm bảo hạn mức tín dụng tương đương cho năm tài chính 2025.
- Tăng trưởng chi phí dự phòng và cải thiện chất lượng tài sản: Tăng cường chi phí trích lập dự phòng trong năm 2024, cùng với chất lượng tài sản cải thiện sẽ giảm bớt áp lực gia tăng của NPL (nợ xấu) trong năm 2025 khi tăng trưởng tín dụng bán lẻ phục hồi.
- Sự phục hồi mạnh mẽ của biên lãi thuần (NIM) trong năm 2024: Sự phục hồi mạnh mẽ của NIM trong năm 2024 sẽ cho phép các ngân hàng có thêm dư địa giảm lãi suất cho vay, mang lại lợi thế quan trọng trong việc mở rộng tín dụng vào năm 2025.

Chúng tôi kỳ vọng tín dụng hệ thống sẽ tăng trưởng 15% - 16% vào năm 2025



• Nguồn: SBV, GSO, MBS Research

Dự báo tăng trưởng tín dụng năm tài chính 2025 của các ngân hàng chúng tôi theo dõi

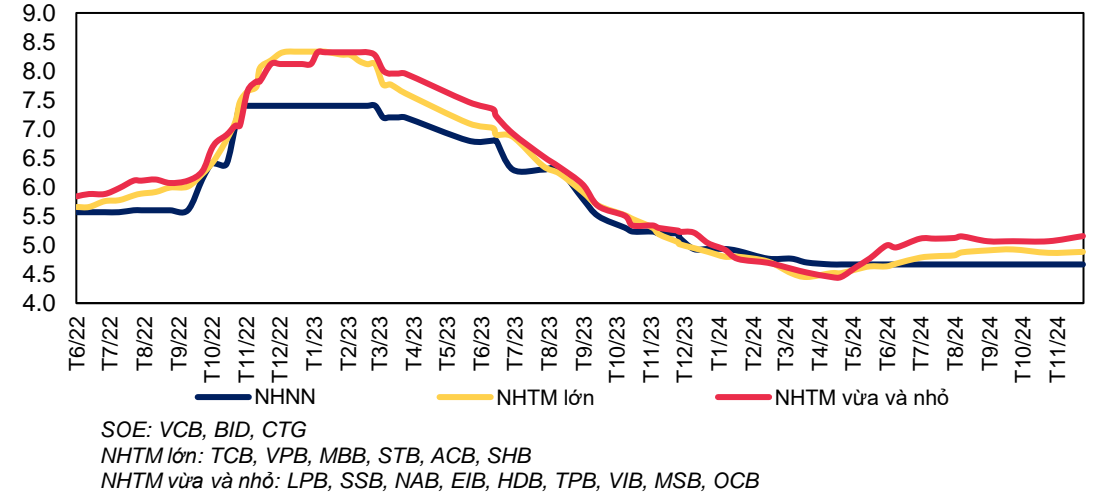


• Nguồn: NHTM, MBS Research

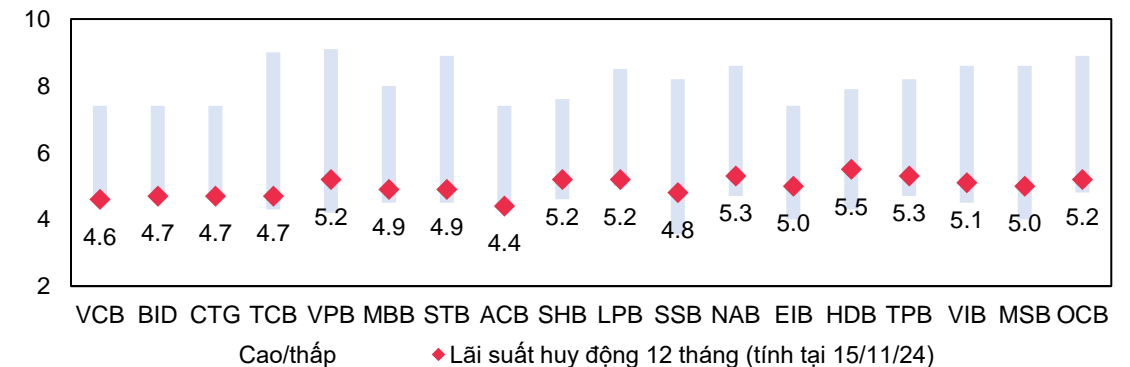
Lãi suất: Chúng tôi kỳ vọng lãi suất cho vay sẽ tiếp tục giảm, nhưng lãi suất tiền gửi tăng nhẹ

- Lãi suất tiền gửi bắt đầu tăng trở lại vào tháng 4 do việc rút dần tiền gửi của công chúng khỏi hệ thống ngân hàng khiến huy động khó khăn. Xu hướng tăng trở nên rõ rệt hơn từ tháng 6, khi tăng trưởng tín dụng tăng tốc từ 3.4% vào cuối tháng 5 lên 6.1% vào cuối tháng 6. Tăng trưởng tín dụng vượt xa tăng trưởng huy động từ 2-3 lần đã thúc đẩy cuộc cạnh tranh tăng lãi suất tiền gửi, với một số ngân hàng vượt quá 6%/năm tại một số thời điểm.
- Tính đến cuối tháng 11, lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng thương mại ở mức 5%, tăng 14 điểm cơ bản so với đầu năm. Trong khi đó, lãi suất tại các ngân hàng thương mại nhà nước vẫn ở mức 4.7%, thấp hơn 26 điểm cơ bản so với đầu năm
- Lãi suất huy động duy trì ở mức thấp và nhu cầu tín dụng bán lẻ yếu trong 6T24 đã khuyến khích các ngân hàng giảm lãi suất cho vay trong Q3/24. Hơn nữa, Thông tư 06/2023/TT-NHNN yêu cầu các ngân hàng thương mại phải công bố lãi suất cho vay mới, thúc đẩy tính minh bạch. Chính sách này đã làm tăng cường cạnh tranh giữa các ngân hàng, góp phần làm giảm đáng kể lãi suất cho vay vào Q3/24. Ngoài ra, tác động của cơn bão Yagi đã thúc đẩy các ngân hàng liên tục hạ lãi suất và tung ra các gói vay ưu đãi để hỗ trợ doanh nghiệp và cá nhân trong Q3/24.

Mặc dù lãi suất huy động của một số ngân hàng vừa và nhỏ đã bắt đầu tăng nhẹ từ T4 nhưng vẫn ở mức thấp



Biến động lãi suất tiền gửi trong 12 tháng tại các ngân hàng

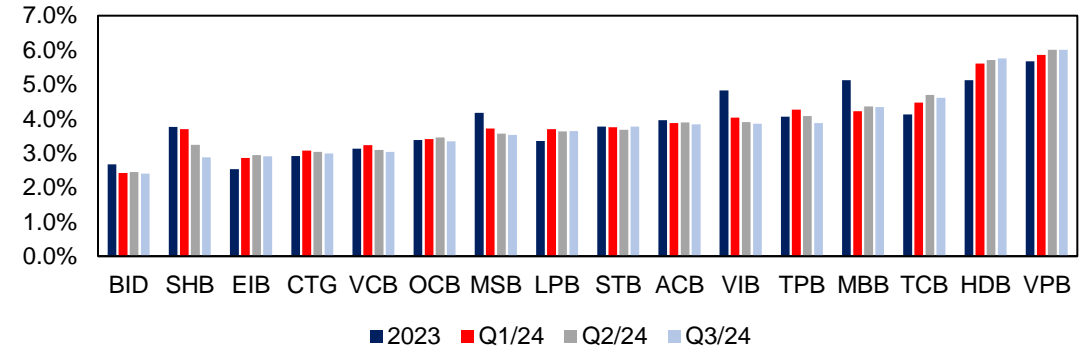


• Nguồn: NHTM, MBS Research

Cải thiện NIM sẽ gặp thách thức bởi việc hạ lãi suất cho vay trong năm 2025

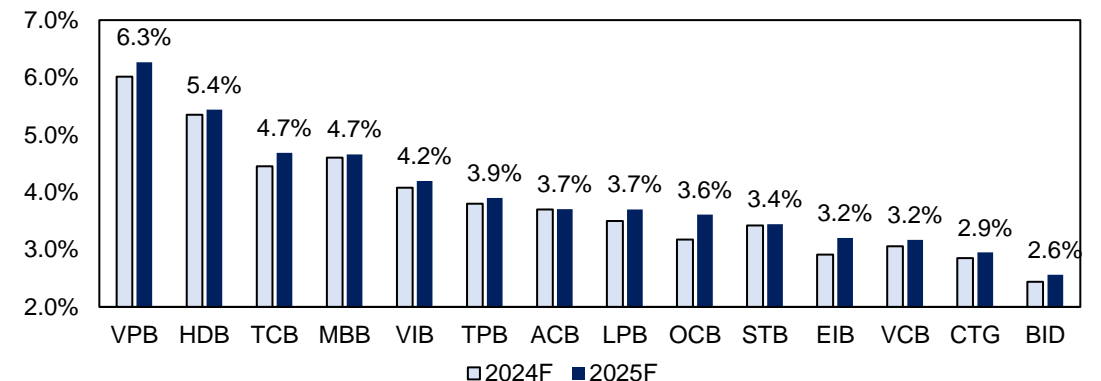
- Trong Q3/24, NIM của các ngân hàng niêm yết giảm 4 đcb theo quý và giảm 15 đcb so với năm 2023, đạt 3.37%. Nhìn chung, hầu hết các ngân hàng đều ghi nhận mức giảm NIM trong 9T24, trong đó MBB và VIB có mức giảm lớn nhất lần lượt là 119 và 113 đcb so với năm 2023.
- Chúng tôi dự báo các ngân hàng sẽ tiếp tục hạ lãi suất cho vay trong 6-9 tháng tới để hỗ trợ khách hàng vì nhu cầu tín dụng vẫn chưa phục hồi hoàn toàn. Việc phục hồi chậm của các khoản vay mua nhà, do nguồn cung bất động sản bị hạn chế, chủ yếu đã làm chậm lại hoạt động vay bán lẻ vào năm 2024 và xu hướng này có thể kéo dài trong sáu tháng tới, làm giảm thêm lợi suất tài sản của các ngân hàng vào năm 2025.
- Lãi suất huy động năm 2025 khó có thể duy trì ở mức thấp như năm 2024 do thanh khoản hạn chế do áp lực lớn từ tỷ giá hối đoái tăng cao. Hơn nữa, lãi suất liên ngân hàng có dấu hiệu tăng trong những tháng gần đây do biến động toàn cầu. Do đó, chi phí vốn (COF) của các ngân hàng năm 2025 dự báo sẽ tăng nhẹ so với năm 2024.
- Nhìn chung, chúng tôi tin rằng NIM của các ngân hàng khó có thể tăng đáng kể vào năm 2025. Tuy nhiên, các ngân hàng có thể chứng kiến sự gia tăng đáng kể về NIM do hai yếu tố: (i) mức nền thấp do NIM giảm đáng kể vào năm 2024 và (ii) tập trung vào việc giải quyết nợ xấu vào năm 2024, dẫn đến tăng trưởng LN vững chắc trong dài hạn.

Ngoại trừ STB, LPB, HDB, hầu hết các ngân hàng trong phạm vi theo dõi của chúng tôi đều chứng kiến NIM giảm theo quý



• Nguồn: NHTM, MBS Research

Dự phóng NIM 2025 của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi

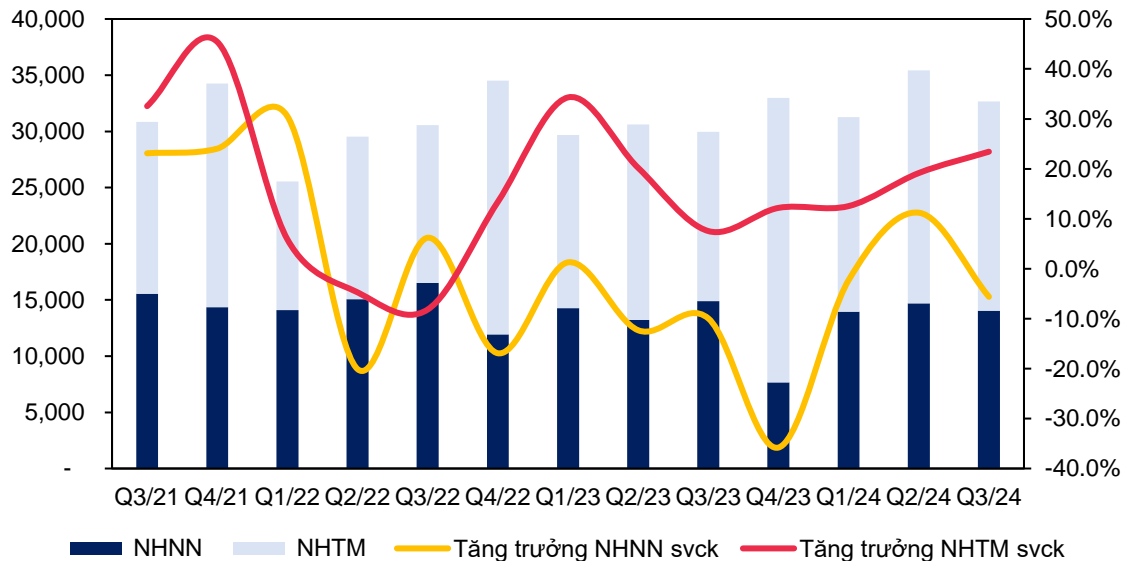


• Nguồn: NHTM, MBS Research

Tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng niêm yết chậm lại trong Q3/2024

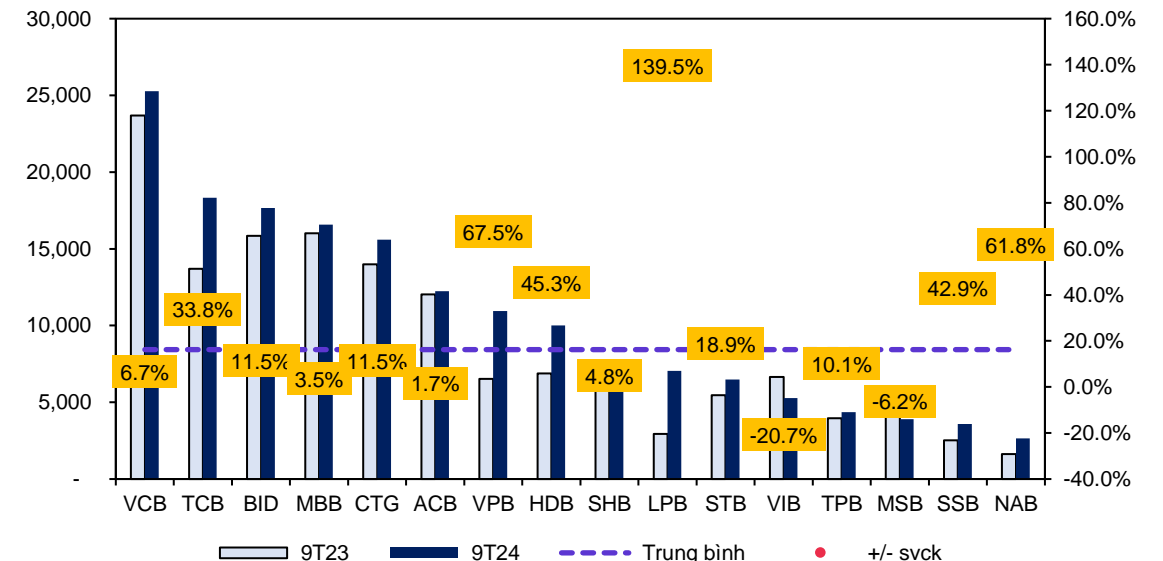
- Chi phí dự phòng của các ngân hàng niêm yết tăng 5,4% svck trong Q1/2024 và tăng tốc lên 15.7% svck trong Q2/2024 nhưng giảm xuống còn 9.7% trong Q3/2024. Trong 9T24, chi phí dự phòng tăng 10.1% svck, mức cao nhất trong 3 năm qua. Có sự khác biệt đáng kể về chi phí dự phòng giữa các ngân hàng tư nhân và SOE. Tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập lãi thuần (NII) đã hỗ trợ cho các ngân hàng tư nhân linh hoạt hơn để tăng cường bộ đệm dự phòng, dẫn đến chi phí dự phòng tăng 23.4% so với cùng kỳ trong Q3/2024. Trong khi đó, nhóm ngân hàng SOE đã chủ động giảm chi phí dự phòng trong Q3/24 (-5.6% svck) để đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận.
- Theo đó, LN ròng của các ngân hàng SOE và ngân hàng tư nhân lần lượt tăng 19.4% svck và 16.7% svck. Nhìn chung, LN của các ngân hàng niêm yết trong Q3/2024 và 9T2024 tăng lên 16.2% svck và 17.6% svck. Trong quý cuối cùng của năm 2024, với NPL được kiểm soát và LLR phần nào được cải thiện, các ngân hàng niêm yết không còn động lực để tăng cường trích lập dự phòng, khiến chi phí trích lập dự phòng của ngành dự kiến tăng khoảng 10% trong 2024.

Chi phí dự phòng Q3/24 tăng 9% svck, dẫn đầu là các NHTM tư nhân (+23,4% svck)



• Nguồn: NHTM, MBS Research

Lợi nhuận Q3/24 của các NHNY tăng 17,6% svck, thấp hơn mức tăng trưởng Q2/24 là 21,6% svck

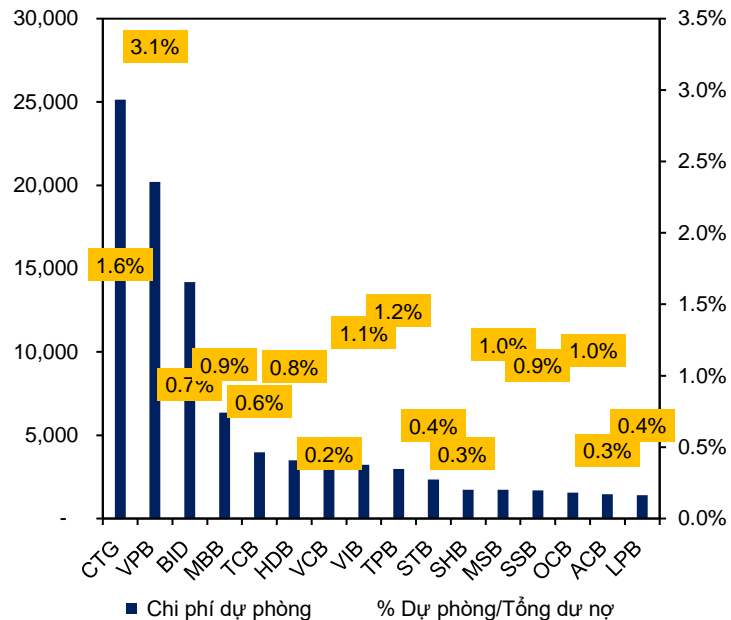


• Nguồn: NHTM, MBS Research

Chi phí dự phòng của các ngân hàng sẽ tăng 20,1% svck vào năm 2025

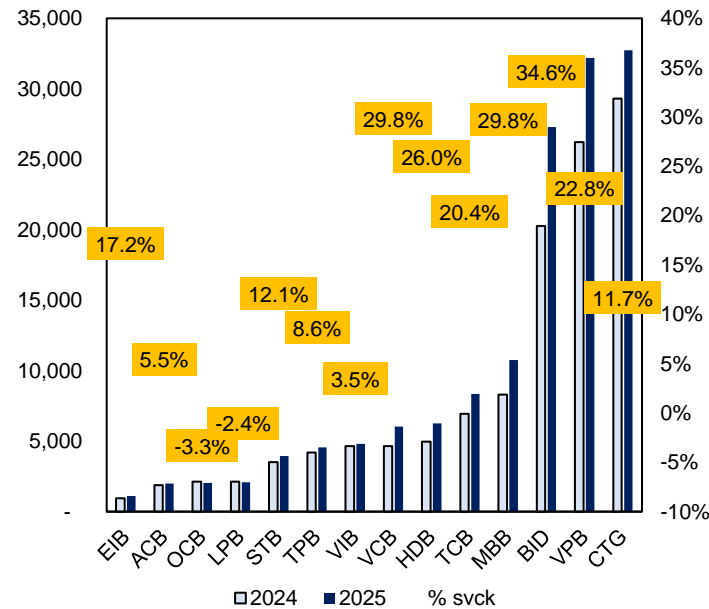
- Trong năm 2025, chúng tôi lo ngại rằng tăng trưởng tín dụng sẽ có sự đóng góp đáng kể hơn đến từ mảng bán lẻ, dẫn đến tỷ lệ nợ xấu (NPL) cao hơn so với tín dụng doanh nghiệp. Do đó, các ngân hàng có xu hướng tăng cường trích lập dự phòng nhiều hơn so với năm trước nhằm giữ tỷ lệ nợ xấu thấp hơn năm 2024.
- Tỷ lệ LLR (tỷ lệ dự phòng bao nợ xấu) của các ngân hàng niêm yết đã cho thấy xu hướng giảm kể từ năm 2022 và thậm chí còn thấp hơn so với mức trước Covid-19. Tại cuối Q3/24, tỷ lệ này ở mức 83.0%, giảm đáng kể so với mức đỉnh 141,5% vào cuối năm 2021 (cuối năm 2019: 85.4%). Do đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng có thể đẩy mạnh trích lập dự phòng trong năm 2025 để cải thiện tỷ lệ LLR, đặc biệt khi Thông tư 02 có khả năng không được gia hạn, dẫn đến nguy cơ tỷ lệ nợ xấu (NPL) tăng đột biến tại các ngân hàng có chất lượng tài sản thấp.

Chi phí dự phòng/Tổng dư nợ trong 9T24



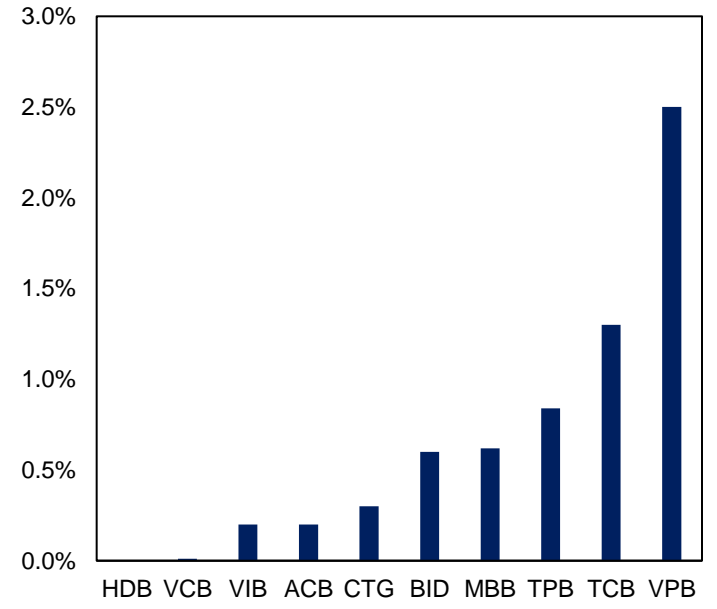
• Nguồn: NHTM, MBS Research

Dự phóng chi phí dự phòng trong năm 2024/25



• Nguồn: NHTM, MBS Research

Tỷ lệ nợ tái cơ cấu theo TT02/ Dư nợ tín dụng của 1 số ngân hàng niêm yết

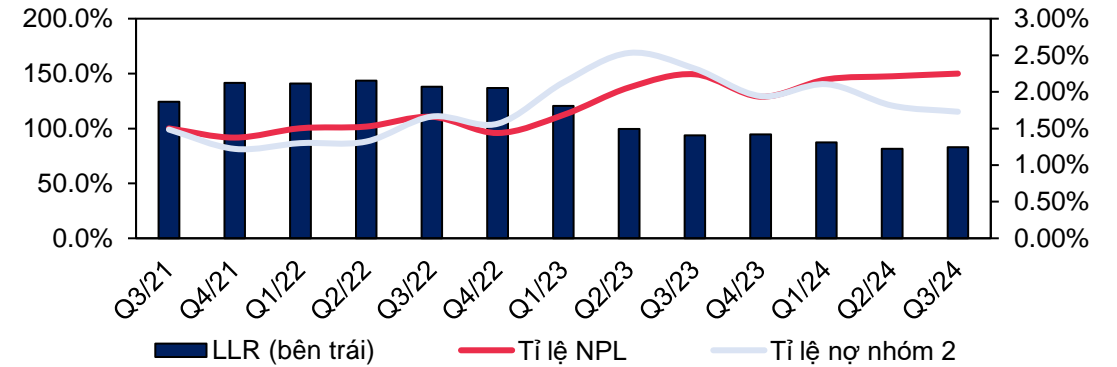


• Nguồn: NHTM, MBS Research

Giảm áp lực nợ xấu nhờ tăng trưởng tín dụng cao hơn và đẩy nhanh thu hồi nợ xấu vào năm 2025

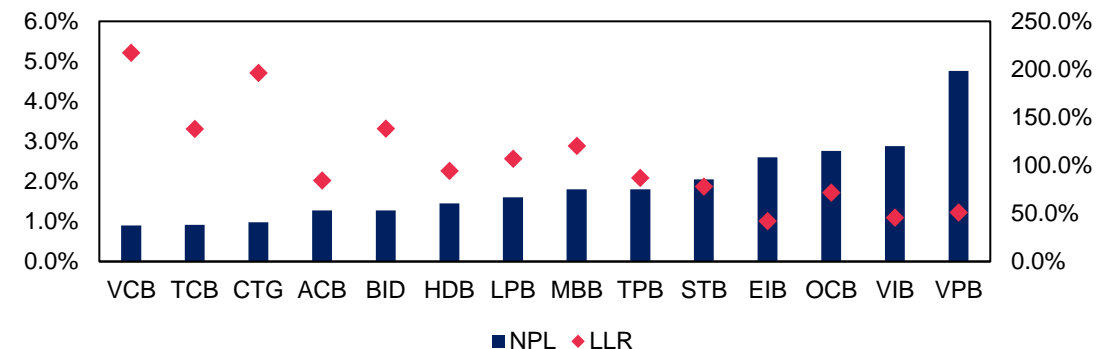
- Chất lượng tài sản của các ngân hàng niêm yết đã giảm nhẹ so với quý trước. Tỷ lệ NPL tăng trong quý thứ ba liên tiếp, đạt 2.25% trong Q3/2024, tăng 32 đcb so với cuối năm 2023. Xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục chủ yếu là do sự phục hồi chậm chạp của các ngành xây dựng, nông nghiệp, dầu khí và doanh nghiệp vừa và nhỏ, cùng với tác động của cơn bão YAGI, đã gây ra thách thức cho cả doanh nghiệp và cá nhân trong nỗ lực phục hồi sản xuất và kinh doanh.
- Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của các ngân hàng niêm yết là 83.5% vào cuối quý 3 năm 2024, tăng 1.5 đcb theo quý nhưng giảm 13.2% so với cuối 2023. Mặc dù quý 3 năm 2024 cho thấy sự phục hồi nhẹ, nhưng bộ đệm dự phòng của các ngân hàng niêm yết vẫn còn yếu, tương đương với mức trong thời điểm Covid-19.
- Tỷ lệ nợ Nhóm 2 giảm cùng với LLR, nhưng tỷ lệ NPL tiếp tục tăng, cho thấy áp lực đáng kể từ việc NPL tăng trong quý cuối năm 2024. Nhu cầu tín dụng yếu trong 10 tháng đầu năm 2024 đã góp phần đáng kể vào xu hướng này. Do đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ NPL vào cuối năm 2024 sẽ không thấp hơn cuối quý 3 năm 2024.
- Vào năm 2025, tỷ lệ nợ Nhóm 2 giảm dự kiến sẽ tạo cơ sở vững chắc để giảm áp lực từ NPL gia tăng. Ngoài ra, dự kiến tăng trưởng tín dụng nhanh hơn sẽ giúp giảm tỷ lệ NPL. Các ngân hàng tăng đáng kể trích lập dự phòng và thu hồi nợ xấu vào năm 2024 dự kiến sẽ tăng cường hoạt động cho vay vào năm 2025, bất chấp NPL tăng vọt.

Tỷ lệ nợ nhóm 2 và NPL tính đến cuối Q3/24



• Nguồn: NHTM, MBS Research

Dự phóng tỷ lệ NPL và LLR năm 2025 của các ngân hàng theo dõi

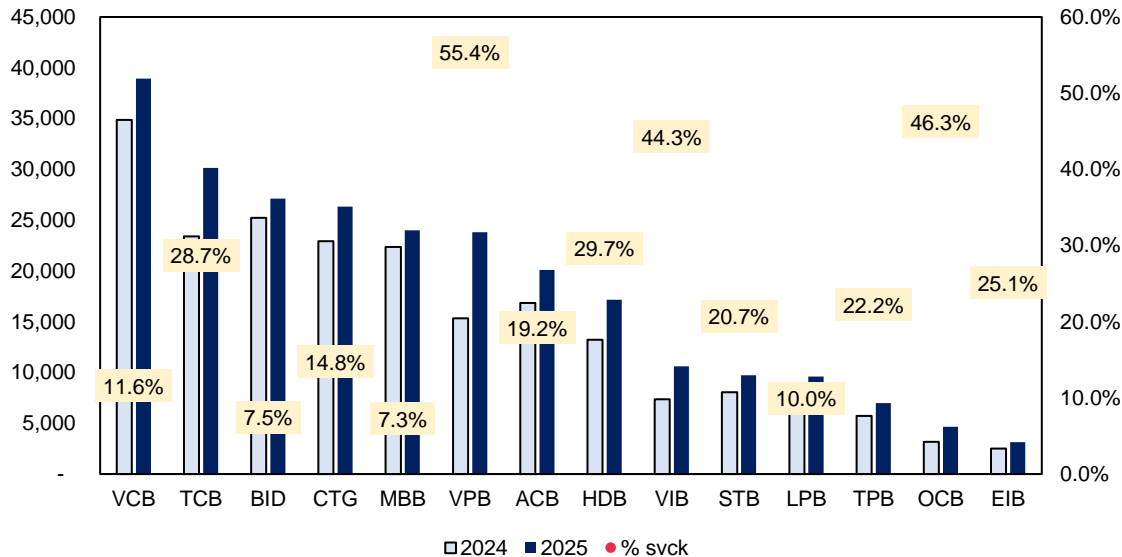


• Nguồn: NHTM, MBS Research

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LN ròng của các ngân hàng theo dõi sẽ đạt khoảng 15% vào năm 2024 và tăng lên 20% vào năm 2025

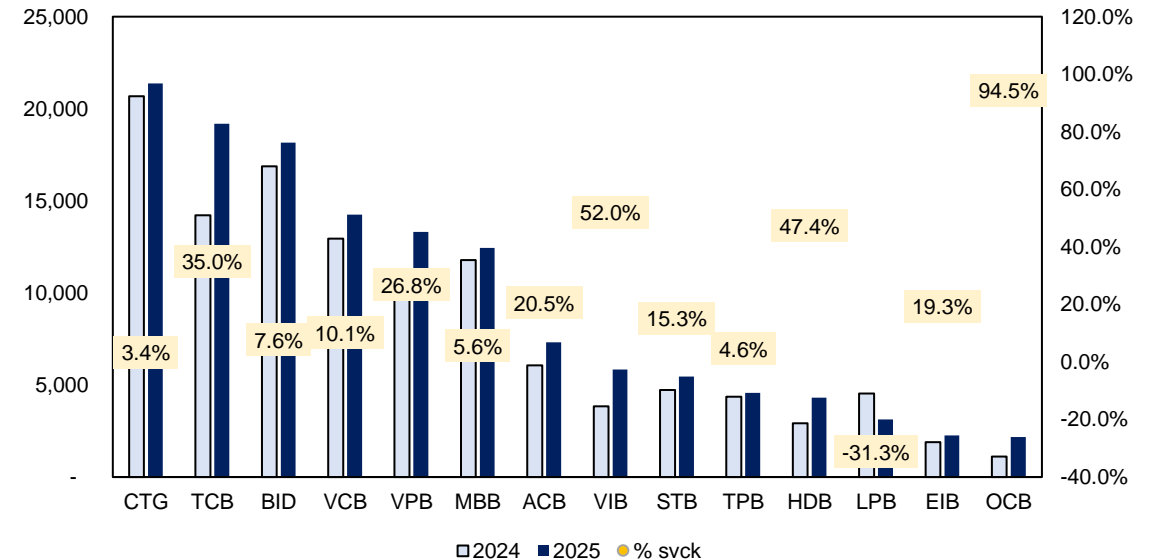
- Với kỳ vọng NIM sẽ không tăng trong Q4/24 do lãi suất cho vay giảm và COF cao hơn kết hợp với sự phục hồi yếu của Noll, chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng trong quý cuối cùng của năm 2024 sẽ không vượt quá 16%. Do đó, ước tính LNST các ngân hàng theo dõi của chúng tôi vẫn ở mức khoảng 15-16%, tương tự như dự báo trước đó.
- Năm 2025, chúng tôi cho rằng sự phục hồi của Noll sẽ là điểm khác biệt chính thúc đẩy tăng trưởng LN tăng tốc trong khi NII vẫn duy trì mức tăng trưởng tương đương 2024. Sự tăng trưởng của thu nhập ngoài lãi (Noll) sẽ được thúc đẩy bởi sự phục hồi mạnh mẽ hơn của NFI (thu nhập từ phí dịch vụ) sau khi tăng trưởng tín dụng bán lẻ cao hơn và tiếp tục tăng cường các nỗ lực thu hồi nợ. Một số ngân hàng như HDB, VIB, TCB và OCB vốn bị ảnh hưởng nặng hơn về tăng trưởng Noll do thu nhập từ phí và bán lẻ thấp vào năm 2024, dự kiến sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ hơn về tăng trưởng Noll vào năm 2025. Nhìn chung, chúng tôi dự kiến tăng trưởng thu nhập của các ngân hàng trong phạm vi theo dõi sẽ đạt 20.2% svck vào năm 2025.

Ước tính tăng trưởng tổng thu nhập hoạt động của các ngân hàng theo dõi trong năm 2025 (Đơn vị: tỷ đồng)



• Nguồn: NHTM, MBS Research

Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng theo dõi 2025



• Nguồn: NHTM, MBS Research

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025 của các ngân hàng trong danh sách theo dõi

	<u>ACB</u>		<u>BID</u>		<u>CTG</u>		<u>EIB</u>		<u>HDB</u>		<u>LPB</u>		<u>VPB</u>	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng TN hoạt động	34,233	40,436	76,125	90,507	79,645	95,737	7,879	9,699	32,773	42,219	19,039	20,533	60,204	75,288
% svck	4.5%	18.1%	4.2%	18.9%	12.9%	20.2%	20.2%	23.1%	24.1%	28.8%	21.8%	7.8%	21.0%	25.1%
Thu nhập lãi thuần	28,167	33,126	59,252	72,346	58,975	69,923	5,987	7,441	29,848	37,909	14,496	17,410	49,714	61,983
Thu nhập ngoài lãi	6,067	7,310	16,873	18,161	20,670	25,814	1,892	2,258	2,925	4,310	4,543	3,123	10,490	13,305
Chi phí trích lập DPRR	1,881	1,984	20,275	27,294	29,311	32,738	954	1,118	4,967	6,257	2,125	2,074	26,221	32,193
% svck	4.3%	5.5%	-0.1%	34.6%	16.7%	11.7%	37.4%	17.3%	16.4%	26.0%	-24.8%	-2.4%	4.9%	22.8%
LN ròng	16,834	20,075	25,229	27,112	22,934	26,327	2,504	3,133	13,232	17,158	8,735	9,607	15,320	19,318
% svck	4.9%	19.2%	10.6%	13.8%	14.4%	26.2%	15.6%	25.1%	28.0%	29.7%	56.8%	10.0%	80.4%	26.1%
Tăng trưởng tín dụng	18.4%	20.0%	13.9%	14.0%	14.3%	15.2%	15.1%	16.4%	24.7%	24.6%	17.6%	11.4%	15.6%	23.1%
Tăng trưởng huy động	16.8%	17.0%	14.0%	12.2%	15.3%	16.8%	16.10%	16.90%	16.2%	19.5%	22.6%	12.1%	16.1%	26.1%
NIM	3.7%	3.7%	2.4%	2.6%	2.9%	3.0%	2.91%	3.20%	5.4%	5.4%	3.5%	3.7%	6.0%	6.3%
CIR	33.0%	33.0%	33.4%	31.7%	27.0%	28.0%	48.0%	47.9%	34.0%	34.0%	34.1%	34.5%	24.5%	25.0%
NPL	1.4%	1.3%	1.40%	1.28%	1.3%	1.1%	2.70%	2.60%	1.87%	1.45%	1.7%	1.6%	4.8%	4.7%
LLR	74.8%	84.6%	136.8%	138.6%	136.0%	168.1%	41%	42%	67.9%	94.6%	89.0%	107.0%	51.3%	48.7%
ROE	21.5%	21.2%	16.20%	15.60%	16.7%	18.2%	10.6%	11.8%	26.8%	27.3%	21.6%	18.9%	11.1%	12.9%
ROA	2.2%	2.2%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	2.0%	2.2%	2.0%	1.8%	1.8%	1.9%

Dự phóng kết quả kinh doanh 2025 của các ngân hàng trong danh sách theo dõi

	<u>OCB</u>		<u>STB</u>		<u>TCB</u>		<u>TPB</u>		<u>VCB</u>		<u>VIB</u>	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng TN hoạt động	9,180	11,180	28,305	31,577	51,992	67,059	17,759	20,337	70,902	80,051	21,160	27,378
% svck	2.7%	21.8%	8.1%	11.6%	29.8%	29.0%	9.4%	14.7%	7.0%	13.0%	-4.5%	29.4%
Thu nhập lãi thuần	8,063	9,007	23,965	26,376	37,777	47,875	13,392	15,808	57,960	65,801	17,320	21,540
Thu nhập ngoài lãi	1,117	2,173	4,340	5,200	14,215	19,184	4,368	4,570	12,942	14,249	3,840	5,838
Chi phí trích lập DPRR	2,120	2,049	3,516	3,942	6,935	8,350	4,292	4,638	4,641	6,478	4,647	4,808
% svck	30.3%	-3.3%	-4.7%	12.1%	76.9%	20.4%	8.8%	8.1%	2.0%	40.0%	-4.1%	3.5%
LN ròng	2,711	3,996	8,458	9,420	23,414	30,138	5,714	6,983	34,662	38,923	7,119	10,833
% svck	-17.9%	47.4%	9.6%	11.4%	28.7%	28.7%	28.0%	22.2%	4.9%	11.6%	-16.9%	52.2%
Tăng trưởng tín dụng	12.9%	14.7%	13.7%	14.9%	23.5%	20.1%	18.0%	16.0%	12.5%	13.5%	21.5%	19.3%
Tăng trưởng huy động	10.6%	12.2%	9.4%	11.4%	22.9%	18.2%	13.0%	15.0%	11.6%	10.2%	18.7%	14.9%
NIM	3.3%	3.3%	3.7%	3.7%	4.5%	4.7%	3.8%	3.9%	3.06%	3.12%	3.9%	4.2%
CIR	40.0%	37.0%	50.0%	50.0%	30.0%	31.0%	35.9%	34.9%	31.4%	30.4%	36.0%	33.0%
NPL	3.0%	2.8%	2.4%	2.2%	1.20%	0.92%	2.0%	1.8%	1.0%	0.9%	3.0%	2.6%
LLR	62.2%	71.7%	70.4%	76.5%	101.3%	138.1%	77.4%	87.1%	205.2%	217.3%	49.9%	48.9%
ROE	9.1%	12.0%	17.0%	16.1%	16.8%	18.4%	14.8%	15.4%	17.0%	16.4%	17.9%	23.2%
ROA	1.1%	1.4%	1.2%	1.2%	2.5%	2.7%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%	2.1%

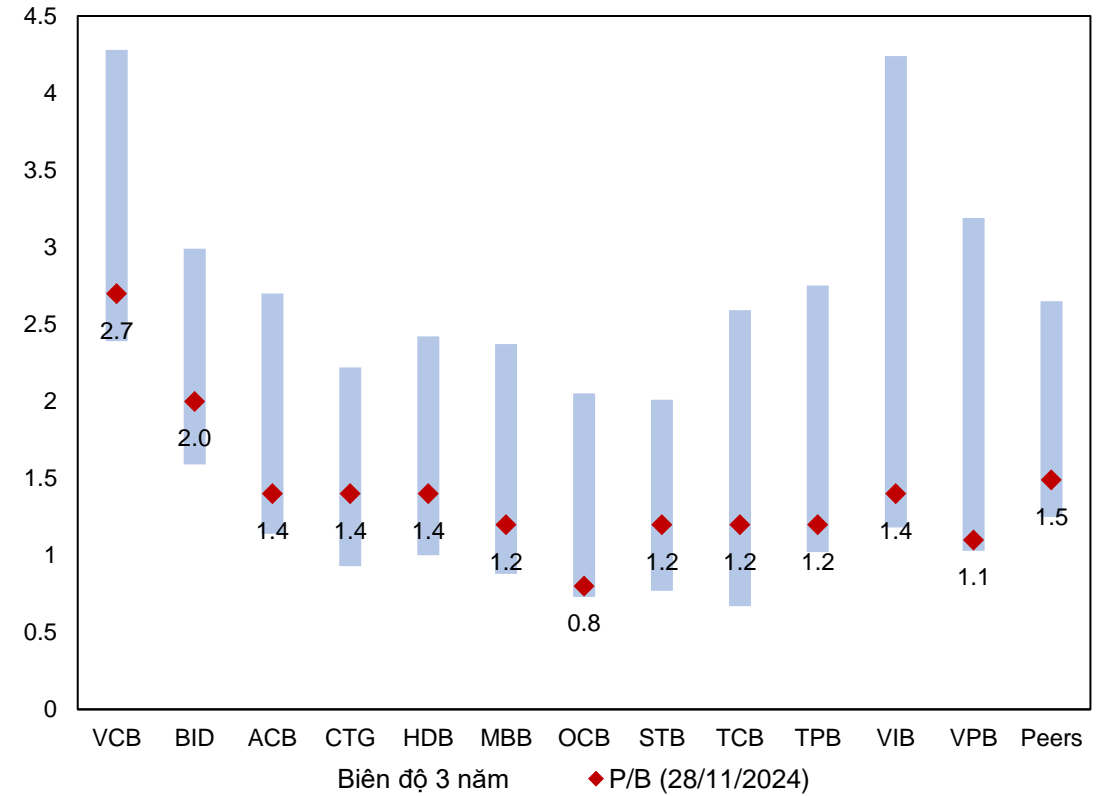
Chiến lược đầu tư: Chúng tôi tin rằng định giá hiện tại của các ngân hàng vẫn hấp dẫn để đầu tư

P/B hiện tại của ngành ngân hàng đang giảm xuống dưới mức trung bình 3 năm và đạt đỉnh vào năm 2021



• Nguồn: FiinPro, MBS Research

Ngoại trừ VCB và BID, hầu hết các ngân hàng đều giao dịch dưới mức P/B của ngành



• Nguồn: FiinPro, MBS Research

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích CTG, VIB và TPB

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
VIB	KHẢ QUAN	24,500	<p>Chúng tôi điều chỉnh dự báo TTTD của VIB cho cả năm 2024 lên mức 21.5%, sử dụng hết room tín dụng được cấp (đã được nói từ 16% lên hơn 21% kể từ tháng 11/2024). Tuy nhiên, NIM trong năm 2024 sẽ giảm xuống mức 3.9% (-86 đcb svck). Chi phí trích lập ước tính giảm 4.1% svck do nền so sánh cao của năm ngoái. Tổng quan, LNST của VIB trong năm 2024 được dự báo giảm 17.6% svck trong năm 2024.</p> <p>Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LNST của VIB sẽ tăng 54.5% svck nhờ nền thấp của năm 2024. Bên cạnh đó, sự phục hồi của cả thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi nhờ tăng trưởng cho vay bán lẻ cùng với chi phí trích lập dự phòng đi ngang cũng giúp LNST tăng trưởng khả quan. NIM được kỳ vọng sẽ tăng 20 điểm cơ bản lên mức trên 4%, trong khi đó thu nhập ngoài lãi phục hồi nhờ khoản thu từ phí gia tăng. NPL được kỳ vọng sẽ giảm về dưới 3% cuối năm 2025.</p> <p>P/B mục tiêu được điều chỉnh lên mức 1.2x nhờ triển vọng tăng trưởng LN khả quan và chất lượng tài sản cải thiện cho năm 2025.</p>
CTG	KHẢ QUAN	44,600	<p>LNST trong năm 2024 được dự báo sẽ tăng 14.5% svck. TTTD sẽ đạt 14.3% trong khi NIM cả năm sẽ giảm nhẹ xuống mức 2.9% (2023: 3.0%). Trong năm 2025, LNST được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh lên mức 26.2% svck nhờ thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi tăng trưởng lần lượt 24.9% và 18.5% svck. Chi phí trích lập tăng 11.7% svck (2024 dự báo tăng 16.7% svck). NPL được kỳ vọng sẽ giảm xuống dưới mức 1.2% (-13 đcb svck). LLR được dự báo đạt 136.0%, top 3 toàn ngành.</p> <p>P/B mục tiêu được điều chỉnh lên mức 1.4x nhờ triển vọng khả quan trong năm 2025. Mức P/B này nhỉnh hơn so với P/B hiện tại nhưng thấp hơn nhiều so với BID (2.0x) và VCB (2.7x), chủ yếu do chi phí tín dụng cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng khoảng cách này sẽ thu hẹp trong dài hạn.</p>
TPB	KHẢ QUAN	19,600	<p>Chúng tôi thích TPB vì 1) vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực ngân hàng số, cho phép ngân hàng khai thác khách hàng trẻ và nâng cao khả năng cho vay của ngân hàng, 2) tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt 18%/16% svck trong năm 2024/2025, hỗ trợ tăng trưởng LN ròng 3) NIM sẽ tăng 13 đcb svck lên 3.95% trong năm 2025, nhờ chênh lệch lãi suất ròng cao hơn do khả năng chuyển chi phí lãi vay trong bối cảnh thị trường bất động sản và cho vay bán lẻ phục hồi và 4) lợi nhuận ròng trong năm 2025/2026 dự kiến tăng 22%/20% svck</p> <p>TPB đang được giao dịch ở 1.1x BVPS 2025, thấp hơn 22% so với mức trung bình P/B 3 năm là 1.4x và thấp hơn 15% so với các công ty cùng ngành trong 2024. Chúng tôi tin rằng TPB vẫn là lựa chọn hợp lý với đà tăng trưởng thu nhập trên 20%/năm trong FY24-26F và chất lượng tài sản dần được cải thiện.</p>
TCB	KHẢ QUAN	29,900	<p>TTTD cả năm 2024 được kỳ vọng đạt 23.5%. NIM được dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ lên mức 4.5% (+43 đcb). Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi được điều chỉnh giảm xuống mức 14.9% svck (dự báo gần nhất: +24.9% svck) do khoản chi phí một lần trị giá 1.8 nghìn tỷ sau khi kết thúc hợp tác với Manulife được ghi nhận vào quý cuối năm. NPL và LLR được kỳ vọng đạt lần lượt 1.2% và 101.3%. Do đó, LNST của TCB trong năm 2024 được kỳ vọng tăng 28.7% svck.</p> <p>Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng như năm 2024 nhờ thu nhập ngoài lãi sẽ tăng trưởng cao hơn trong khi thu nhập lãi thuần có mức tăng trưởng thấp hơn năm trước dưới áp lực khó gia tăng NIM. Bên cạnh đó, chi phí trích lập được dự báo sẽ giảm nhẹ nhờ NPL kiểm soát dưới 1%.</p> <p>P/B mục tiêu được điều chỉnh tăng lên mức 1.3x nhờ nội tại mạnh mẽ vượt qua được giai đoạn khó khăn trong 2 năm gần đây.</p>

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích CTG, VIB và TPB

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
HDB	KHẢ QUAN	33,050	<p>Thu nhập hoạt động trong năm 2024 được kỳ vọng tăng 24.1% svck dẫn dắt chủ yếu bởi tăng trưởng thu nhập lãi thuần 34.5% svck trong khi thu nhập ngoài lãi giảm 30.8% svck. TTTD sẽ đạt 24.7% trong năm 2024 đi cùng với NIM đạt 5.4% (+32 đcb svck). Chi phí trích lập tăng 16.4% svck và LNST kỳ vọng sẽ tăng 28.0% trong năm 2024. NPL tại cuối 2024 được kỳ vọng sẽ dưới 2%. Trong năm 2025, LNST được kỳ vọng sẽ tăng tốc lên mức 29.7% svck chủ yếu nhờ thu nhập ngoài lãi được dự báo tăng 47.4% trong khi thu nhập lãi thuần giảm tốc nhẹ. NIM được duy trì ở mức 5.4% cùng chi phí tín dụng ở mức 1.1%, tương đương năm 2024.</p> <p>P/B mục tiêu được duy trì ở mức 1.4x, cao hơn so với các ngân hàng tương đương như MBB, ACB, TCB,...phản ánh khả năng duy trì ROE vượt trội, luôn trên 20% kể từ năm 2020.</p>
VCB	KHẢ QUAN	115,000	<p>Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng năm 2025 sẽ tăng 13% svck, được hỗ trợ bởi sự phục hồi kinh tế và nhu cầu tín dụng cá nhân dự kiến phục hồi trong nửa cuối 2025. Ngoài ra, chúng tôi dự kiến tín dụng tiêu dùng sẽ cải thiện vào năm 2025 so với mức cơ sở thấp hơn của năm 2024. NIM sẽ tăng 11 đcb svck lên 3.2% trong năm 2025F, được thúc đẩy bởi chênh lệch lãi suất rộng cao hơn nhờ tín dụng bán lẻ phục hồi trong 2025. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ tăng 4.9%/11.6% trong giai đoạn 2024-25</p> <p>VCB đang được giao dịch ở mức 2.1x tại BVPS 2025, thấp hơn 27% so với mức trung bình P/B 1 năm là 2.9x. Chúng tôi tin rằng VCB vẫn là lựa chọn đáng tin cậy với mức tăng trưởng lợi nhuận ròng 11% so với cùng kỳ năm trước trong 2025 và chất lượng tài sản hàng đầu với mức đệm dự phòng lớn nhất trong các ngành ngân hàng.</p>
VPB	KHẢ QUAN	22,150	<p>LNST trong năm 2024 được kỳ vọng tăng 80.4% svck nhờ nền thấp của năm ngoái và sự phục hồi mạnh của thu nhập lãi thuần với NIM tăng đáng kể. Nợ xấu được dự báo sẽ xuống dưới mức 5% tại cuối năm 2024.</p> <p>Trong năm 2025, tăng trưởng LNST được dự báo giảm tốc xuống còn 26.1% svck với giả định NIM sẽ không có được mức tăng trưởng cao do nền cao của 2024 và trích lập dự phòng vẫn được duy trì tương tự năm trước. TTTD cao trong năm 2025 sẽ có đóng góp lớn hơn từ mảng cho vay bán lẻ, nhưng đồng thời cũng tạo áp lực NPL gia tăng lớn hơn. FECredit được kỳ vọng sẽ có LN dương trong năm 2025.</p> <p>P/B mục tiêu vẫn được duy trì ở mức 1.1x do NPL vẫn cao hơn nhiều so với trung bình ngành, nhưng đây là mức tương đối hấp dẫn trong dài hạn với kỳ vọng LNST có mức tăng trưởng trung bình 20%/năm trong 5 năm tiếp theo.</p>
ACB	TRUNG LẬP	27,100	<p>TTTD cả năm 2024 được điều chỉnh lên mức 18.4% (dự báo gần nhất: 16.0%). NIM được dự báo giảm xuống mức 3.7%, thấp hơn mức 3.8% của 9T2024. Thu nhập ngoài lãi dự báo giảm 22.1% svck. Chi phí trích lập tăng nhẹ 4.3% svck trong khi CIR duy trì ở mức 33.0%, tương đương 2023. Điều này giúp LNST cả năm 2024 đạt 16.8 nghìn tỷ (+4.9% svck), hoàn thành 95% kế hoạch cả năm.</p> <p>Trong năm 2025, chúng tôi ước tính tăng trưởng LNST được đẩy mạnh lên mức 19.7% chủ yếu nhờ thu nhập lãi thuần tăng 17.6% cùng với chi phí trích lập đi ngang.</p> <p>P/B mục tiêu duy trì ở mức 1.3x phản ánh mức tăng trưởng LN thấp trong năm 2024 cùng với chất lượng tài sản suy giảm.</p>

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích CTG, VIB và TPB

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
STB	TRUNG LẬP	33,400	<p>LNST 2024 được dự báo tăng 9.6% svck, hoàn thành 100% kế hoạch cả năm. Thu nhập lãi thuần và thu nhập ngoài lãi dự báo tăng lần lượt 8.6% và 5.8% svck. NIM giảm nhẹ xuống 3.7%, giảm 10 đcb svck đi cùng với TTTD đạt 13.7%.</p> <p>Trong năm 2025, LNST được dự báo tăng 11.4% svck nhờ thu nhập ngoài lãi tăng tốc lên mức 19.8% svck. NIM duy trì ở mức 3.7% và TTTD được đẩy mạnh lên 15%. Chi phí trích lập dự phòng được dự báo tăng 11.2% svck với CIR duy trì ở mức 50%, khá cao so với ngành. NPL dự kiến đạt 2.2% tại cuối 2025 (2024: 2.5%).</p> <p>P/B mục tiêu đạt 1.1x, tương đương với P/B hiện tại, khá hấp dẫn trong dài hạn, đặc biệt là vẫn còn câu chuyện tái cơ cấu thành công.</p>
BID	TRUNG LẬP	51,800	<p>Chúng tôi dự phóng NIM sẽ phục hồi trong năm tài chính 2025/ 2026, đạt 2.56%/ 2.64% (+15 đcb/ +8 đcb svck) vì AY sẽ cải thiện 40 đcb/ 28 đcb svck nhờ mức lãi suất cao hơn và nhu cầu cho vay bán lẻ tăng, mang lại lợi suất cho vay cao hơn. Trong khi chúng tôi dự báo COF sẽ tăng chậm hơn, ở mức 29 đcb/ 17 đcb svck trong năm 2025/26 do môi trường lãi suất cơ sở thấp trong năm 2024.</p> <p>Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ cải thiện vào năm 2025 nhờ 1) nền kinh tế ấm lên và hoạt động sản xuất kinh doanh phục hồi và BID sẽ cố gắng củng cố bảng cân đối kế toán của mình thông qua việc xóa nợ và trích lập dự phòng vào năm 2025. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ NPL của BID sẽ đạt 1.3% vào năm 2025 (+9 đcb svck).</p>
EIB	TRUNG LẬP	20,600	<p>Chúng tôi dự báo NIM trong năm 2025 sẽ tiếp tục cải thiện, đạt 3.2% (+29 đcb svck).</p> <p>Chúng tôi dự báo tỷ lệ LLR của EIB sẽ tăng 147 đcb/ 100 đcb lên 42.1%/43.1% trong 2025/26, nhờ (1) nỗ lực trích lập dự phòng và (2) tỷ lệ NPL dự báo giảm 17 bps/ 9bps so với cùng kỳ xuống còn 2.6%/2.5% trong năm 2025/26. Nhìn chung, chúng tôi dự báo NP của EIB sẽ tăng 19.9%/24.9%/19.8% svck.</p> <p>EIB được giao dịch ở mức 1.3x P/B 2025 thấp hơn 7.1% so với P/B trung bình 1 năm và tương đương so với các công ty cùng ngành. Chúng tôi tin rằng triển vọng tăng trưởng của EIB đã được phản ánh vào giá.</p>
OCB	TRUNG LẬP	12,600	<p>LNST cả năm 2024 được kỳ vọng giảm 17.8% svck do KQKD rất kém khả quan trong 9T2024 cùng với chất lượng tài sản suy giảm mạnh. Chi phí trích lập dự phòng cả năm 2024 dự kiến tăng 30.3% svck trong khi CIR duy trì ở mức cao 40%.</p> <p>Đối với 2025, chúng tôi ước tính LNST tăng 47.4% svck nhờ nền so sánh thấp của năm 2024, ngoài ra thu nhập ngoài lãi cũng được dự báo sẽ tăng mạnh. Chi phí trích lập chỉ nhích nhẹ 3.3% với kỳ vọng NPL tại cuối 2025 giảm xuống dưới 3%.</p> <p>P/B mục tiêu được điều chỉnh xuống 0.9x, tương đương với P/B hiện tại phản ánh KQKD kém khả quan trong năm 2024 cùng với những thách thức về mặt tăng trưởng LN và cải thiện chất lượng tài sản trong 2025.</p>

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích CTG, VIB và TPB

Ngân hàng	Vốn hóa Tỷ đồng	Khuyến nghị	P/E		P/B		Tăng trưởng LN		ROE		ROA	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
ACB	112,336	Trung lập	6.7x	5.6x	1.3x	1.1x	4.9%	19.2%	21.5%	21.2%	2.2%	2.2%
BID	264,500	Trung lập	11.2x	9.8x	1.8x	1.5x	10.6%	13.8%	16.2%	15.6%	0.9%	0.9%
CTG	195,199	Khả quan	8.4x	6.7x	1.3x	1.1x	14.4%	26.2%	16.7%	18.2%	1.1%	1.2%
EIB	36,696	Trung lập	12.9x	10.3x	1.4x	1.2x	15.9%	25.1%	10.6%	11.8%	1.2%	1.3%
HDB	82,833	Khả quan	5.7x	4.4x	1.4x	1.0x	28.0%	29.7%	26.8%	27.3%	2.0%	2.2%
LPB	84,785	N/a	9.7x	8.9x	2.0x	1.6x	56.8%	10.0%	21.6%	18.9%	2.1%	2.0%
OCB	26,877	Trung lập	8.9x	5.1x	0.7x	0.6x	-17.9%	47.4%	10.5%	13.7%	1.3%	1.7%
STB	64,097	Trung lập	7.4x	6.6x	1.2x	1.0x	9.6%	11.4%	17.0%	16.1%	1.2%	1.2%
TCB	172,029	Khả quan	7.2x	5.6x	1.1x	0.9x	28.7%	28.7%	16.8%	18.4%	2.5%	2.7%
TPB	42,932	Khả quan	7.5x	6.1x	1.2x	1.0x	28.0%	22.2%	15.3%	15.8%	1.5%	1.5%
VCB	520,344	Khả quan	15.1x	13.5x	2.6x	2.2x	4.9%	11.6%	17.1%	16.1%	1.7%	1.7%
VIB	57,348	Khả quan	6.8x	4.4x	1.2x	0.9x	-16.9%	54.5%	17.9%	23.2%	1.6%	2.1%
VPB	151,935	Khả quan	10.6x	8.3x	1.1x	1.0x	80.4%	26.1%	11.1%	12.9%	1.8%	1.9%
Trung bình (không bao gồm NHNN)			8.3x	6.5x	1.2x	1.0x	19.0%	23.0%	16.9%	17.9%	1.7%	1.9%
Trung bình			9.1x	7.3x	1.4x	1.2x	15.4%	20.2%	16.9%	17.6%	1.6%	1.7%



2

TRIỂN VỌNG NGÀNH Bất động sản Dân cư

Khởi đầu của một chu kỳ mới

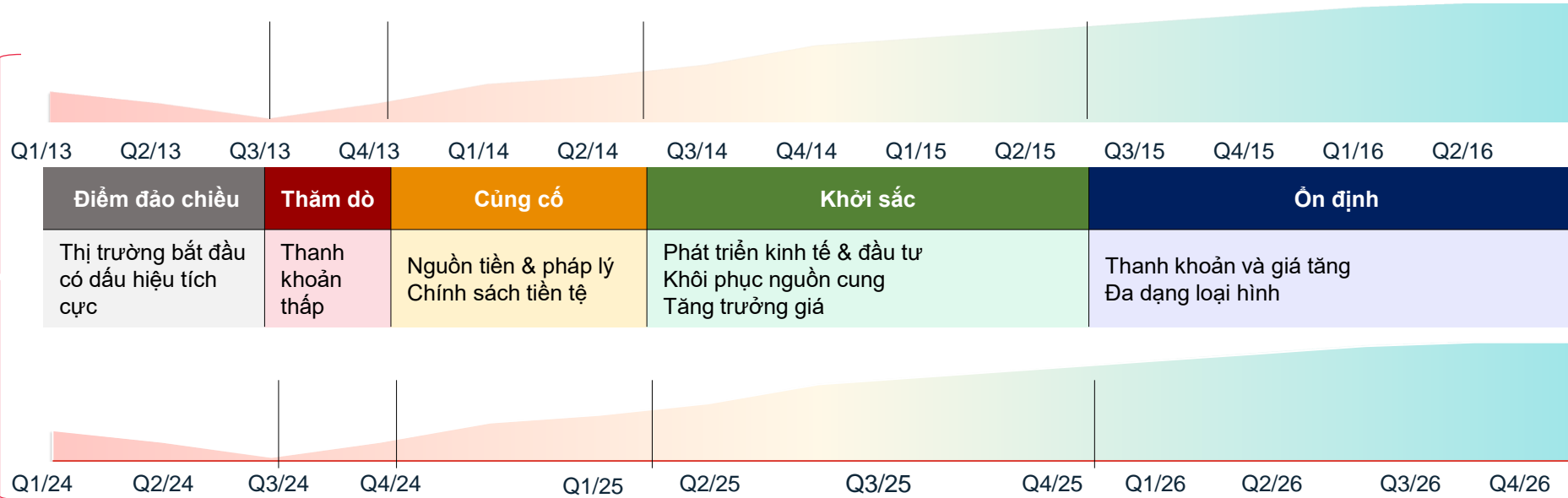
[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

Chúng tôi dự kiến chu kỳ mới bắt đầu dựa trên 3 động lực chính: lãi suất thấp – hạ tầng nâng cấp – pháp lý hoàn thiện

Chu kỳ BĐS Dân cư 2013

Lãi suất	Hạ tầng	Khung pháp lý BĐS
<ul style="list-style-type: none"> Sau các đợt tăng lãi suất liên tục, SBV có động thái hạ trần LS huy động lần đầu từ đầu 2012. 	<ul style="list-style-type: none"> Năm 2013 khánh thành tuyến cao tốc Ninh Bình – Cầu Giẽ. Năm 2015, cao tốc Hà Nội – Hải Phòng và một phần tuyến cao tốc Long Thành – Dầu Giây được xây dựng và đưa vào hoạt động. 	<ul style="list-style-type: none"> 1 năm đầu tiên có chính sách tích cực với thị trường BĐS, quan trọng nhất là các Luật BĐS Năm 2013, gói hỗ trợ 30,000 tỷ VND cho vay hỗ trợ nhà ở được tung ra với lãi suất 6% Luật đất đai sửa đổi thông qua năm 2013.



CHU KỲ BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ

Chu kỳ BĐS Dân cư 2024

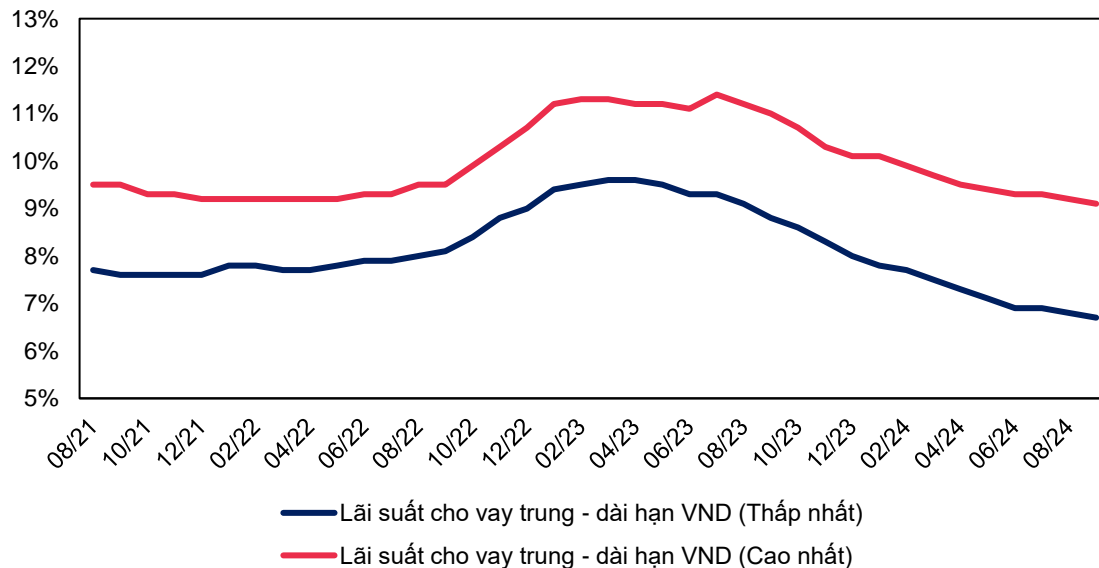
Lãi suất	Hạ tầng	Khung pháp lý BĐS
<ul style="list-style-type: none"> Lãi suất điều hành giảm liên tiếp từ đầu 2023, lãi suất cho vay hiện ở mức 9 – 11% 	<ul style="list-style-type: none"> Hà Nội: Vành đai 3.5 và Vành đai 4 dự kiến hoàn thành trong 2025-2027. TP. Hồ Chí Minh: sân bay Long Thành được coi là dự án đầy triển vọng nhất. 	<ul style="list-style-type: none"> Ba bộ luật quan trọng đã được ban hành vào đầu năm 2024 và dự kiến sẽ được triển khai sớm, bắt đầu từ giữa năm 2024.

• Nguồn: Batdongsan.com.vn, MBS Research

Bối cảnh vĩ mô khả quan: Lãi suất ở ngưỡng hấp dẫn

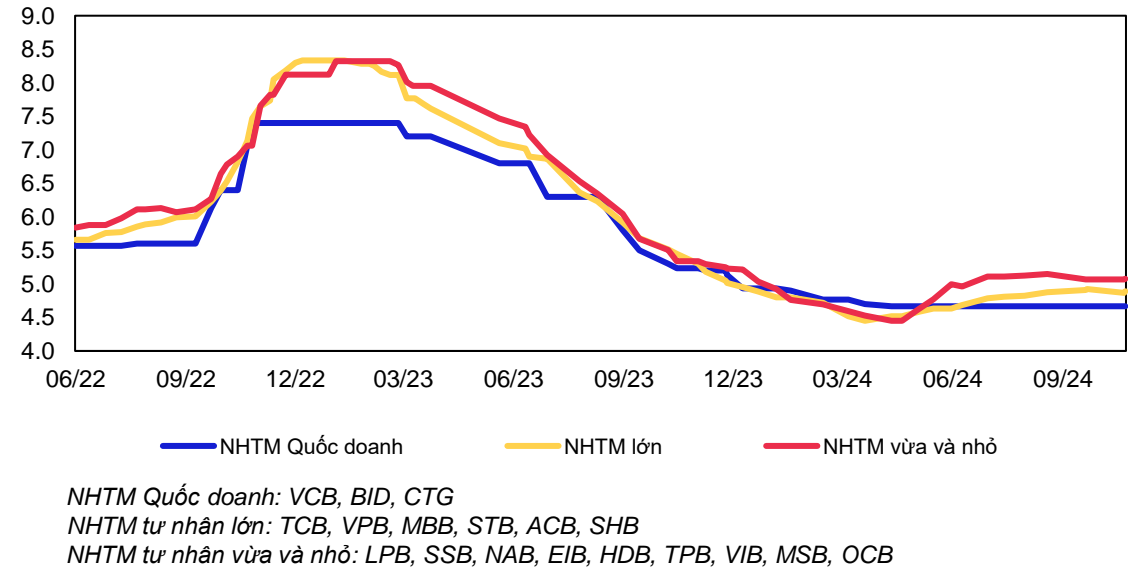
- Từ đầu năm 2023, NHNN đã giảm lãi suất điều hành 4 lần, đưa lãi suất tái cấp vốn hiện tại xuống mức 4.5% (thấp hơn cả giai đoạn Covid năm 2020). Như vậy, lãi suất cho vay trung và dài hạn hiện dao động quanh mức 6.7% - 9.1% (giảm từ 9.3% - 11.4% vào giữa năm 2023).
- Tỷ giá hối đoái tăng đã tạo áp lực thanh khoản trong hệ thống. Lãi suất tiền gửi đang có dấu hiệu tăng dần để thu hút thanh khoản (tăng từ 0.1% - 0.7%/năm trong nửa đầu T11/2024), điều này có thể gây áp lực nhẹ lên lãi suất cho vay trong thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ngay cả khi lãi suất tăng trong ngắn hạn, điều này sẽ không gây ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đến thị trường bất động sản dân cư. Việc lãi suất cho vay tăng vừa phải có thể khuyến khích dòng vốn chảy vào bất động sản dân cư, do kỳ vọng rằng lãi suất đã chạm đáy và tâm lý nhà đầu tư muốn tận dụng chi phí vay vốn tương đối thuận lợi để đầu tư.

Lãi suất cho vay trung và dài hạn dự kiến vẫn thấp (Đơn vị: %/năm)



• Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Lãi suất tiền gửi 12 tháng của các nhóm ngân hàng (Đơn vị: %/năm)

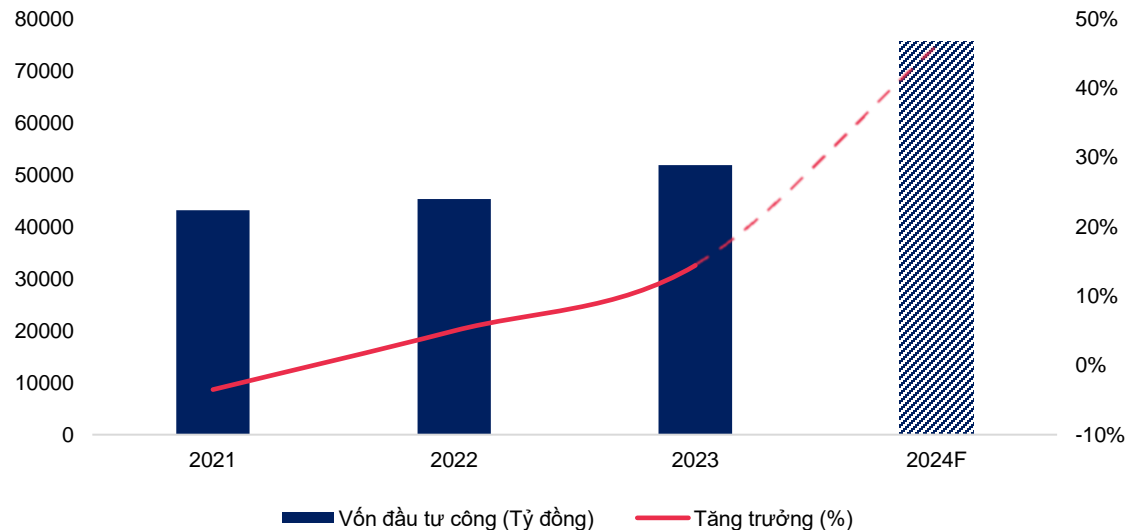


• Nguồn: Các ngân hàng, MBS Research

Bối cảnh vĩ mô khả quan: Cơ sở hạ tầng đóng vai trò quan trọng, đặc biệt đối với khu vực ngoại ô

- MBS Research cho rằng các khu vực đô thị ngoại ô sẽ được hưởng lợi từ sự đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng. Trong giai đoạn 2021-2025, tổng mức đầu tư công của Hà Nội dự kiến sẽ đạt 340,153 tỷ đồng, tăng 36% so với giai đoạn 2016-2020. Đầu tư công năm nay chủ yếu đến từ các dự án giao thông trọng điểm như Vành đai 4 và Vành đai 3.5, nhằm kết nối khu vực trung tâm với khu vực phía Đông, phía Tây Hà Nội và các tỉnh lân cận. Chúng tôi tin rằng sự phát triển cơ sở hạ tầng sẽ giúp nâng cao lợi thế của các khu đô thị ngoại ô quy mô lớn so với khu vực trung tâm, thông qua việc giảm thời gian di chuyển giữa các khu vực khác nhau.
- Vào năm 2024, TP. Hồ Chí Minh sẽ ưu tiên triển khai 59 dự án giao thông với tổng ngân sách lên tới 231 nghìn tỷ đồng, tương đương 9.4 tỷ USD. Việc đầu tư mạnh mẽ vào cơ sở hạ tầng giao thông sẽ giúp giảm áp lực cho các khu vực nội thành. Các dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành (Đồng Nai) và Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu sẽ tạo ra triển vọng đầy hứa hẹn cho các dự án bất động sản dân cư tại các tỉnh phía Nam như Vũng Tàu, Đồng Nai, Bình Dương và Bình Phước.

Giải ngân vốn đầu tư công tại Hà Nội



• Nguồn: GSO, MBS Research

Các dự án đầu tư hạ tầng lớn tại phía Nam

Dự án	Tổng vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Ngày khởi công	Ngày dự kiến hoàn thành
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài (Tây Ninh)	20,100	05/25	12/27
Cao tốc TP.HCM - Chơn Thành (Bình Phước)	1,940	2023	2027
Cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây	2,350	09/23	2025
Cao tốc TP.HCM - Trung Lương mở rộng	1,037	2023	2025
Mở rộng Quốc lộ 13 (nút giao Bình Phước - Cầu Bình Triệu)	13,851	2025	2027

• Nguồn: UBND TP.Hồ Chí Minh, Sở Giao thông Vận tải TP.Hồ Chí Minh, MBS Research

Bối cảnh vĩ mô khả quan: Việc thay đổi khung pháp lý dẫn đến sự đánh đổi giữa việc giải quyết các nút thắt trên thị trường (định giá đất, đấu giá đất) và chi phí dự kiến tăng trong toàn bộ quá trình phát triển bất động sản.

CHUẨN BỊ

<p>Điều kiện tham gia đấu giá</p>	<p>Các quy định cụ thể về các trường hợp giao đất thông qua đấu giá/không đấu giá sẽ đẩy nhanh tiến độ pháp lý cho các doanh nghiệp bất động sản. <i>(Điều 124-126 Luật Đất đai 2024)</i></p> <p>Vào T11/2024, Nghị quyết 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, cho phép đất nông nghiệp và đất phi nông nghiệp chuyển đổi để thực hiện các dự án nhà ở thương mại.</p>
<p>Định giá đất</p>	<p>Bỏ khung giá đất cũ, bổ sung các phương pháp định giá đất để đảm bảo giá luôn sát với giá thị trường. <i>(Điều 102, 158, 159 Luật Đất đai 2024)</i></p>
<p>Yêu cầu tài chính với chủ đầu tư</p>	<ul style="list-style-type: none"> Đảm bảo tỷ lệ dự nợ tín dụng, dự nợ trái phiếu Dự án <20ha: vốn chủ sở hữu ≥20% tổng vốn Dự án ≥20ha: vốn chủ ở hữu ≥15% tổng vốn Đảm khả năng huy động vốn để thực hiện dự án <p><i>(Điều 9 Luật Kinh doanh BĐS 2023)</i></p>

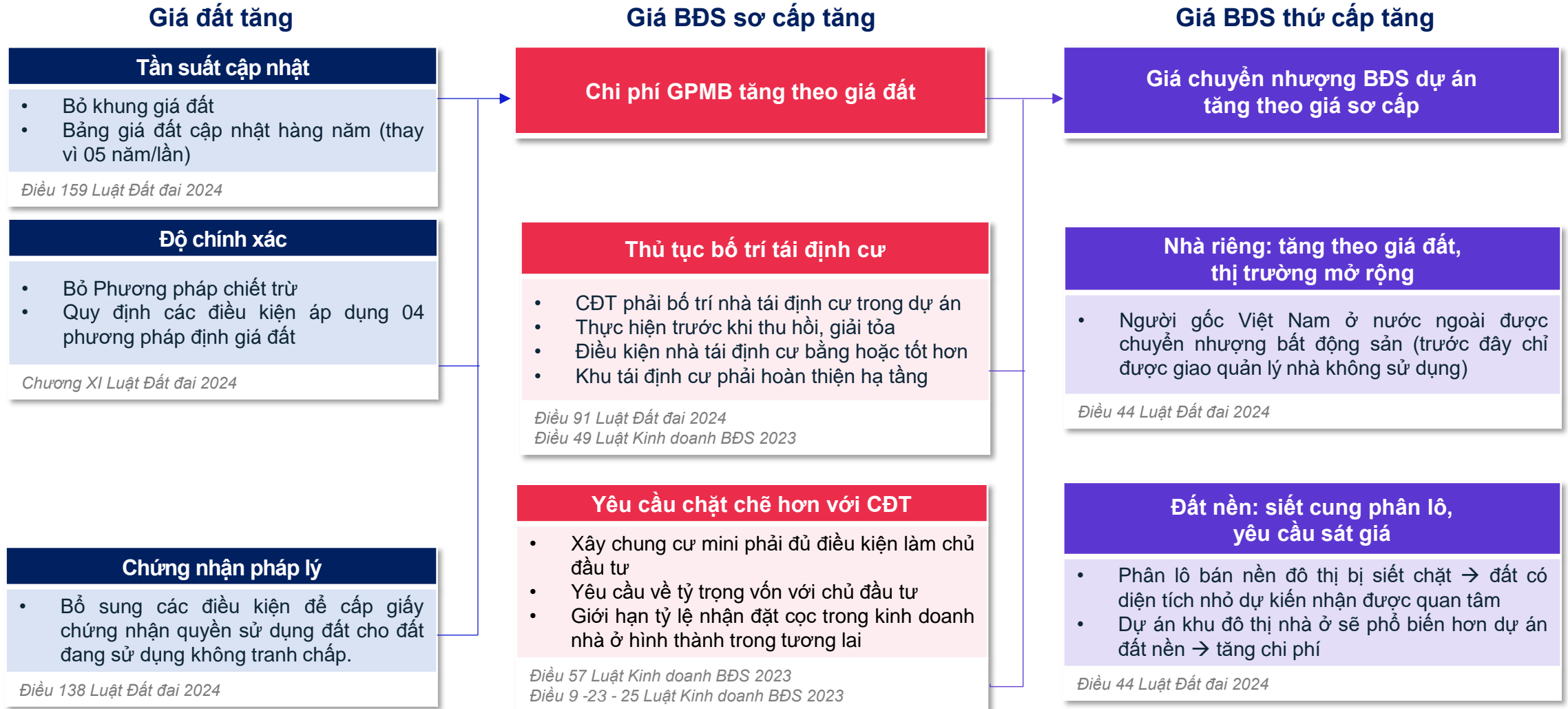
PHÁT TRIỂN

<p>Thông tin dự án</p>	<p>Trước khi mở bán, chủ đầu tư phải công bố thông tin một cách đầy đủ, trung thực và chính xác. <i>(Điều 6 Luật Kinh doanh BĐS 2023)</i></p>
<p>Tiến độ dự án</p>	<p>Áp dụng các khoản thuế bổ sung đối với các dự án không sử dụng đất hiệu quả hoặc chậm tiến độ triển khai. <i>(Điều 153 Luật Đất đai 2024)</i></p>

MỞ BÁN

<p>Quy định thu cọc</p>	<p>Tiền đặt cọc không được vượt quá 5% giá bán. <i>(Điều 23 Luật Kinh doanh BĐS 2023)</i></p>
<p>Tiến độ thanh toán</p>	<ul style="list-style-type: none"> Lần đầu thanh toán ≤30%, bao gồm cả tiền đặt cọc (hiện nay: không quá 30%) Với thuê mua, tổng thanh toán những lần tiếp theo ≤50% (hiện nay: ≤70%) <p><i>(Điều 25 Luật Kinh doanh BĐS 2023)</i></p>
<p>Hợp đồng</p>	<p>Không được ủy quyền bên khác ký hợp đồng mua bán, chuyển nhượng, cho thuê mua. <i>(Điều 17 Luật Kinh doanh BĐS 2023)</i></p>

Giá tăng cao ở mọi phân khúc: Chi phí đất tăng cùng hàng loạt quy định mới tạo áp lực tăng giá lên cả thị trường sơ cấp, thứ cấp.

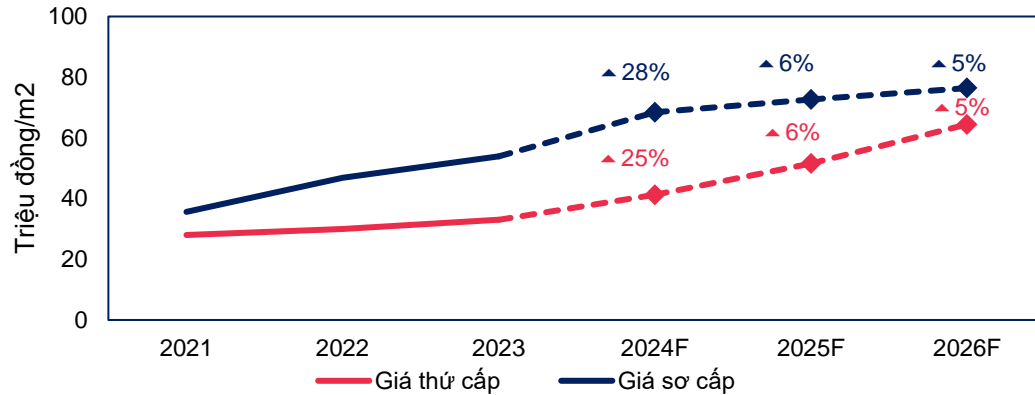


• Nguồn: Batdongsan.com.vn, MBS Research

Giá tăng cao ở mọi phân khúc: Giá BĐS sơ cấp và thứ cấp dự kiến tăng trưởng một con số trong 2025-26

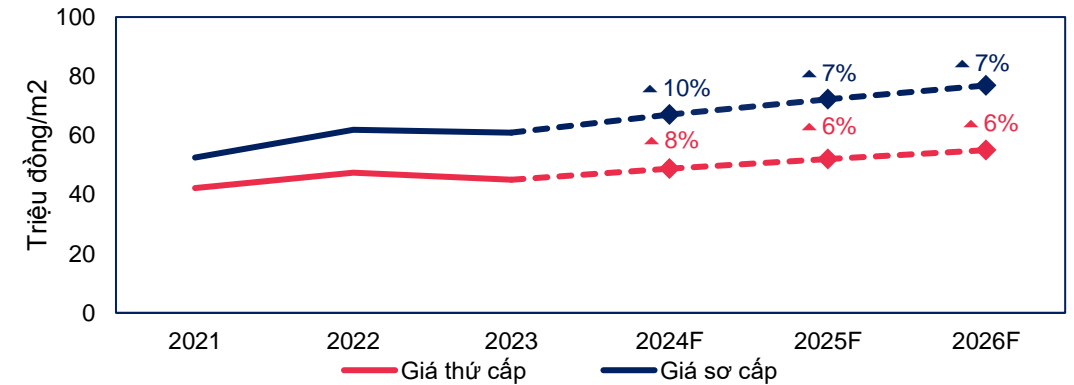
- Giá bán sơ cấp bình quân tại Hà Nội và TP.Hồ Chí Minh dự kiến sẽ tăng trưởng hai con số trong năm 2024, do tình trạng khan hiếm nguồn cung và nhu cầu luôn duy trì ở mức cao. Sau đó, giá dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ hơn ở mức một con số trong giai đoạn 2025-2026 khi việc thiếu hụt nguồn cung dần phần nào được giải quyết trong những năm tới.

Giá căn hộ bình quân tại Hà Nội



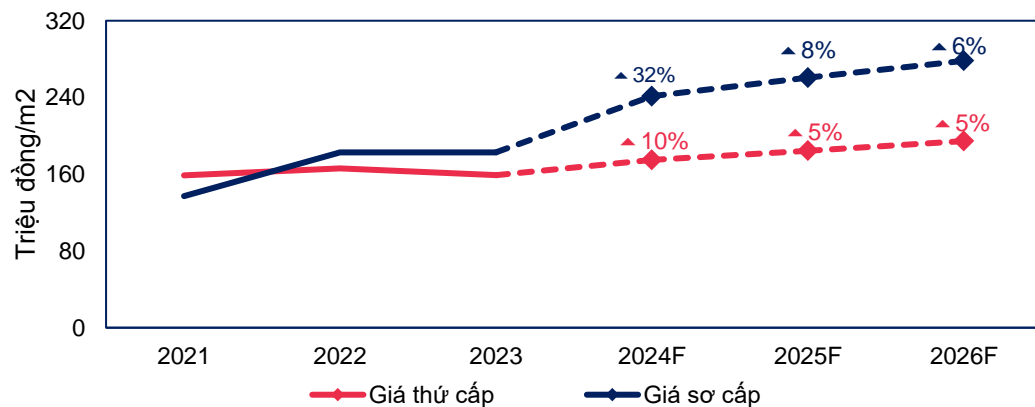
• Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá căn hộ bình quân tại TP.Hồ Chí Minh



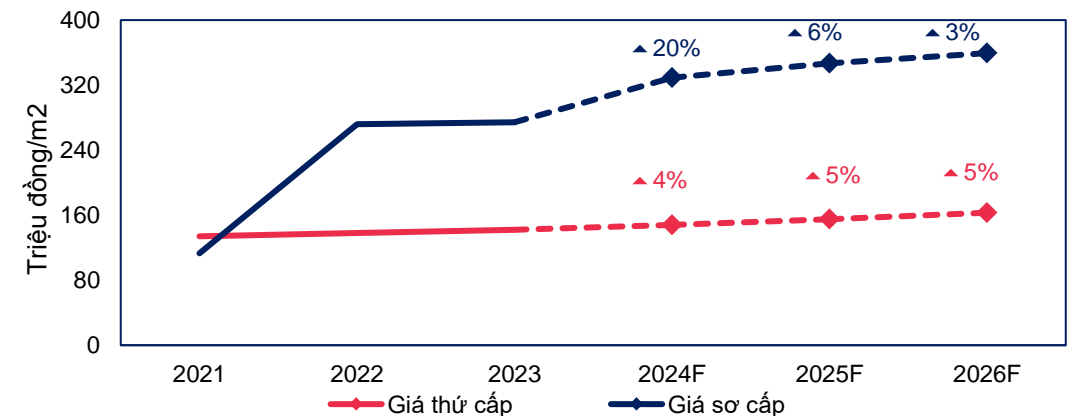
• Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá thấp tầng bình quân tại Hà Nội



• Nguồn: CBRE, MBS Research

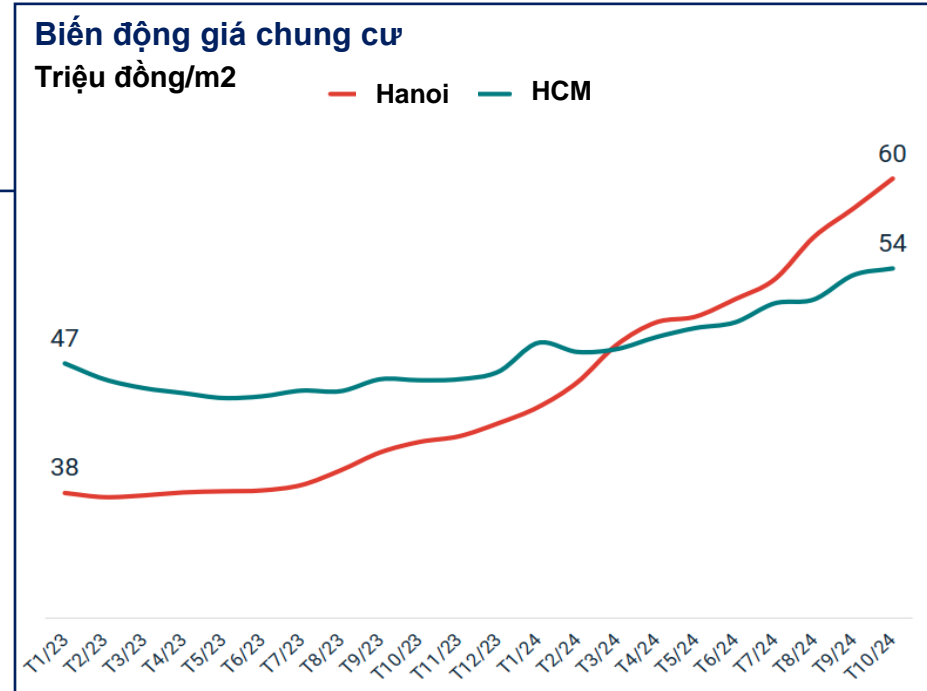
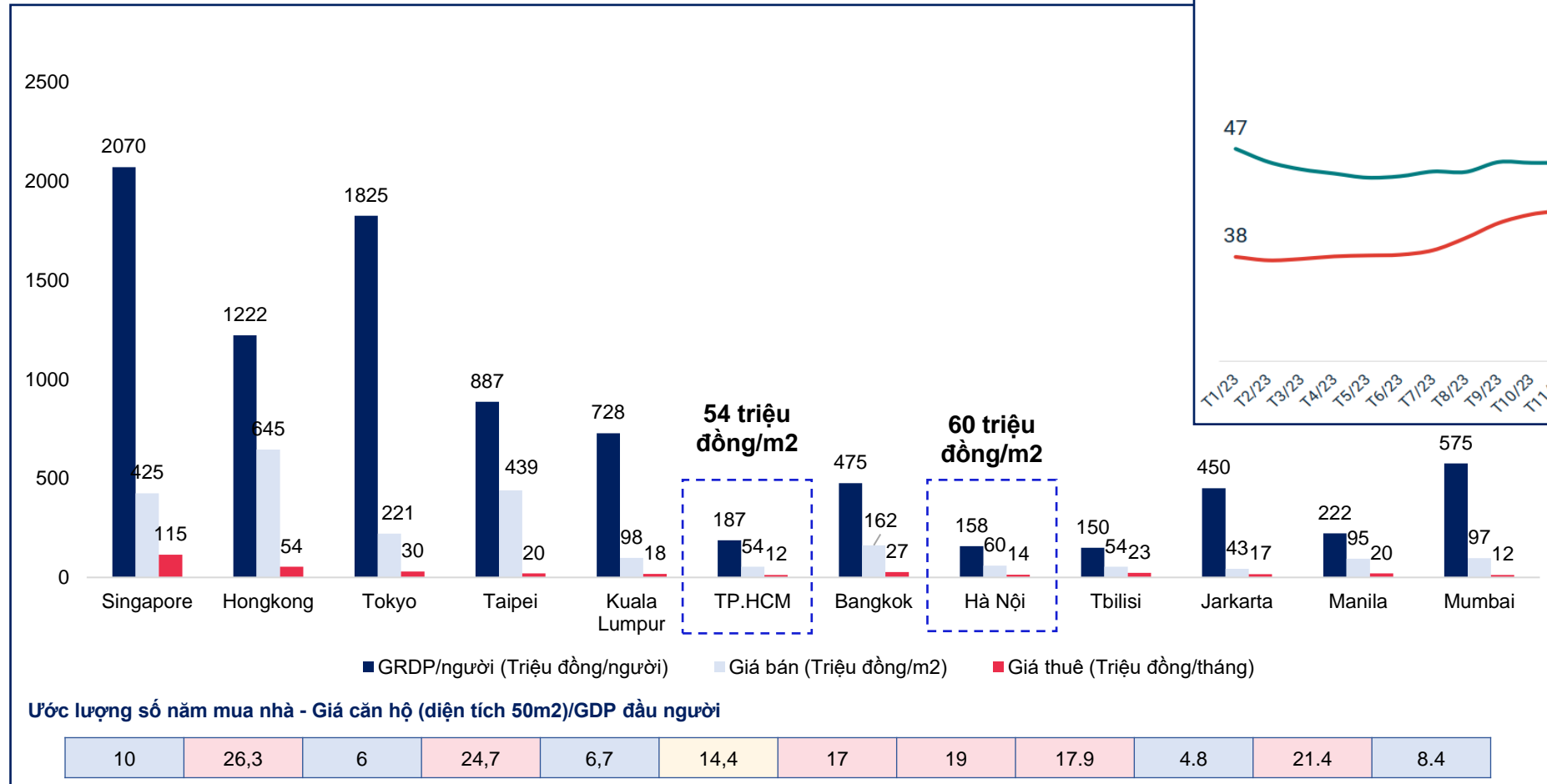
Giá thấp tầng bình quân tại TP.Hồ Chí Minh



• Nguồn: CBRE, MBS Research

Dòng vốn đầu tư BĐS quay trở lại phía Nam: Giá bán - thuê chung cư TP.Hồ Chí Minh hiện thấp hơn Hà Nội, đồng thời ở mức trung bình so với thế giới

- **Giá bán – thuê chung cư tương quan với các yếu tố của nền kinh tế tại các thành phố lớn**



Ước lượng số năm mua nhà - Giá căn hộ (diện tích 50m²)/GDP đầu người

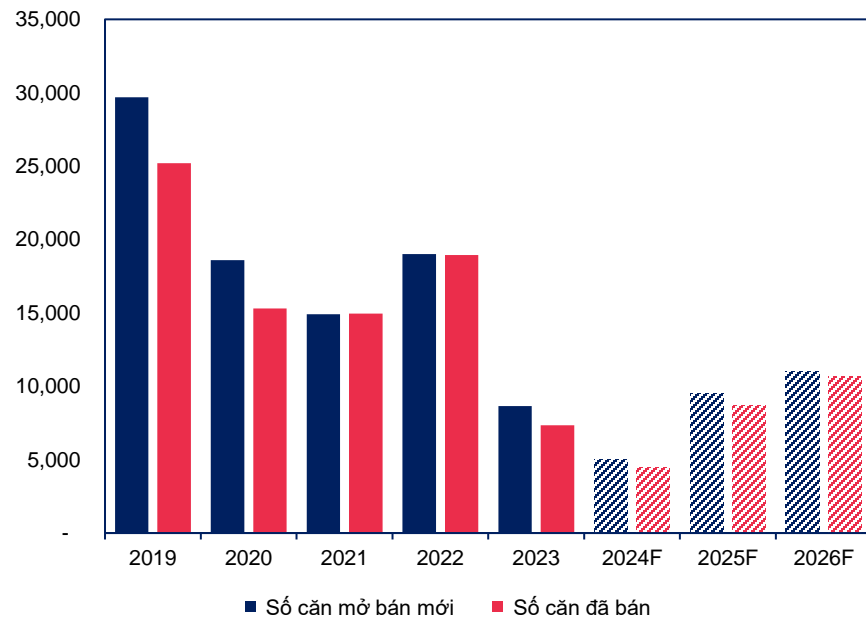
10	26,3	6	24,7	6,7	14,4	17	19	17,9	4,8	21,4	8,4
----	------	---	------	-----	------	----	----	------	-----	------	-----

• Nguồn: Worldbank, Worldometer, Batdongsan.com.vn, Global Property Guide, MBS Research

Dòng vốn đầu tư BĐS quay trở lại phía Nam: Nguồn cung căn hộ dự kiến đến từ khu vực phía Đông và phía Tây do quỹ đất tại trung tâm thành phố ngày càng khan hiếm.

- Theo CBRE, nguồn cung tại TP. Hồ Chí Minh năm 2025 dự kiến đạt 9.500 căn hộ mở bán mới (+90% svck). Các dự án mới tại TP. Hồ Chí Minh sẽ chủ yếu tập trung vào phân khúc cao cấp, với sự ra mắt của các dự án như Lotte Eco Smart City, The Global City, Vinhomes Grand Park và East Valley.
- Do quỹ đất tại trung tâm thành phố ngày càng khan hiếm, nguồn cung mới có xu hướng tập trung tại các khu vực phía Đông và phía Nam, đặc biệt là tại TP. Thủ Đức, cũng như các khu vực ngoại ô và các tỉnh lân cận, phù hợp với các kế hoạch phát triển hạ tầng. Đây sẽ là những khu vực tiếp tục chiếm lĩnh thị trường trong tương lai.

Nguồn cung căn hộ tại TP. Hồ Chí Minh



• Nguồn: CBRE, batdongsan.com.vn, MBS Research

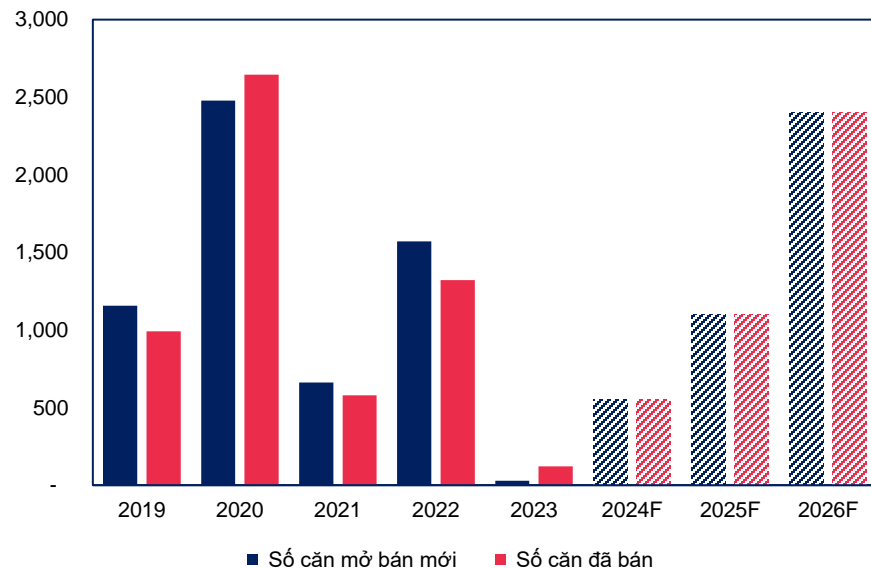
Các dự án chung cư mở bán tại TP. Hồ Chí Minh và phía Nam năm 2025

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Quy mô	Phân khúc	Giá bán dự kiến
Lotte Eco Smart City	Thủ Đức	Lotte Group	1,200 căn hộ	Cao cấp	> 250 triệu đồng
Vinhomes Grand Park	Thủ Đức	Vinhomes	733 căn hộ	Cao cấp	70-90 triệu đồng
The Global City	Thủ Đức	Masterise Homes	~9,400 căn hộ	Cao cấp	
East Valley	Thủ Đức	Refico	3,200 căn hộ	Cao cấp	95 – 135 triệu đồng
Eaton Park GĐ2	Thủ Đức	Gamuda Land	400 căn hộ	Cao cấp	150 triệu đồng
Mizuki Park	Bình Chánh	Nam Long	450 căn hộ	Trung cấp	55 triệu đồng
Elysian	Quận 9	Gamuda Land	700 căn hộ	Trung cấp	65 – 70 triệu đồng
Gem Riverside (DXH Riverside)	Thủ Đức	Đất Xanh	6.7ha với 3,175 căn hộ	Cao cấp	90 triệu đồng
The Emerald 68	Bình Dương	Lê Phong	~700 căn hộ	Cao cấp	

Dòng vốn đầu tư BĐS quay trở lại phía Nam: Nguồn cung thấp tầng dự kiến tập trung ở phía Đông và phía Bắc TP.HCM

- Với mục tiêu giảm áp lực cho khu vực nội thành, TP.Hồ Chí Minh hướng đến tiếp tục đô thị hóa tại các khu vực có mật độ dân số thấp hơn, như TP. Thủ Đức và huyện Nhà Bè. Nguồn cung nhà ở thấp tầng trong giai đoạn 2024-2025 sẽ chủ yếu tập trung tại TP. Thủ Đức, nhờ hưởng lợi từ sự phát triển nhanh chóng của các dự án hạ tầng như mở rộng cao tốc TP.Hồ Chí Minh - Long Thành - Dầu Giây, Sân bay Long Thành, cầu Thủ Thiêm 4 và Vành đai 3. Các dự án bất động sản tại các đô thị vệ tinh như Đồng Nai và Bình Dương cũng sẽ hưởng lợi, với nguồn cung lớn hơn.
- Trong năm 2025, nguồn cung nhà ở thấp tầng mới ở TP.Hồ Chí Minh dự kiến đạt 1,100 căn (+100% svck), chủ yếu là các dự án mới triển khai, được phát triển bởi các chủ đầu tư uy tín, với tình trạng pháp lý tốt. Các dự án nhà ở thấp tầng mới chủ yếu tập trung ở phân khúc cao cấp.

Nguồn cung nhà ở thấp tầng tại TP.Hồ Chí Minh



Nguồn cung nhà ở thấp tầng tại TP.Hồ Chí Minh và phía Nam năm 2025

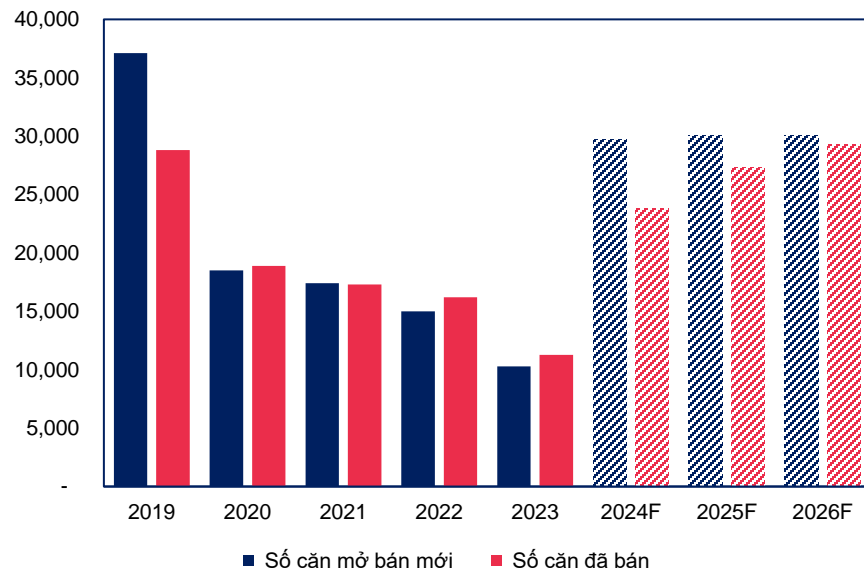
Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Quy mô	Phân khúc	Giá bán dự kiến
The Global City	Thủ Đức	Masterise Homes	600 nhà phố, 300 biệt thự	Cao cấp	~ 330 triệu đồng
Foresta (Emeria & Clarita)	Thủ Đức	Khang Điền & Keppel Land	200 sản phẩm	Cao cấp	220 – 250 triệu đồng
Solina	Bình Chánh	Khang Điền	200 sản phẩm	Cao cấp	180 triệu đồng
LA Home Long An	Long An	Prodezi Long An	100 ha với 3,750 sản phẩm	Trung cấp	
Izumi City (GD tiếp)	Đồng Nai	Nam Long	180 sản phẩm	Trung cấp	75 triệu đồng

• Nguồn: CBRE, batdongsan.com.vn, MBS Research

Thị trường phía Bắc vẫn duy trì sức nóng: Nguồn cung căn hộ chủ yếu đến từ khu vực phía Đông và phía Tây Hà Nội khi đất tại trung tâm thành phố dần khan hiếm

- Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mở bán mới tại Hà Nội dự kiến đạt 30,100 căn vào năm 2025, tăng nhẹ so với năm 2024 và đạt mức cao kỷ lục trong vòng 5 năm qua. Nguồn cung được kỳ vọng sẽ tập trung vào phân khúc cao cấp, chủ yếu được phát triển bởi các chủ đầu tư lớn như Masterise Homes, MIK Group và Mitsubishi & Vinhomes. Dữ liệu từ OMRE cho thấy tỷ trọng nguồn cung mới theo khu vực tại TP.Hà Nội sẽ chủ yếu tập trung ở khu vực phía Đông (chiếm 48% tổng nguồn cung), tiếp theo là khu vực phía Tây với 29% và khu vực phía Bắc với 19%.

Nguồn cung căn hộ tại TP.Hà Nội



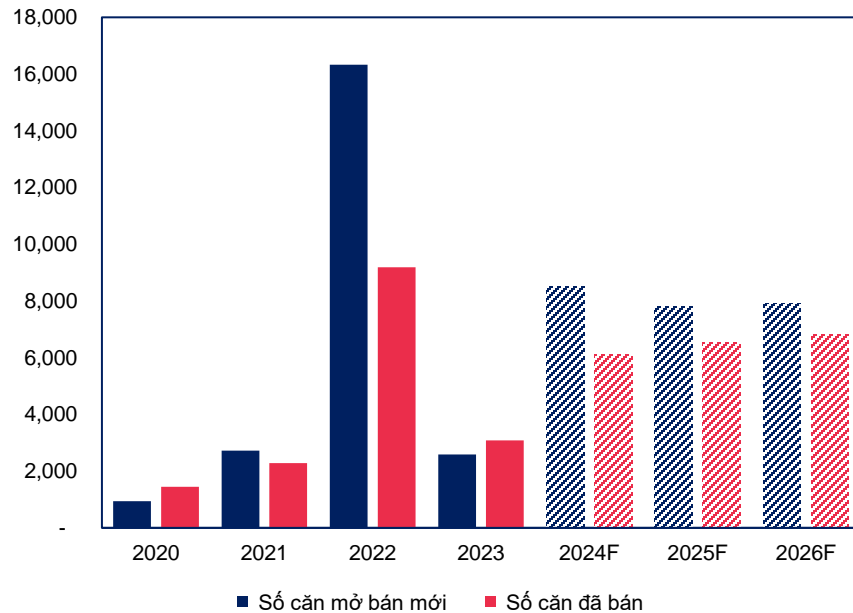
Các dự án chung cư mở bán tại Hà Nội và phía Bắc năm 2024 - 2026

Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Quy mô	Phân khúc	Giá bán dự kiến
Masteri Grand Avenue	Đông Anh	Masterise Homes	1,460 căn hộ	Cao cấp	100-120 triệu đồng
The Matrix One (Giai đoạn 2)	Nam Từ Liêm	MIK Group	2 tòa chung cư	Cao cấp	120-140 triệu đồng
Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng	Vinhomes	4 tòa chung cư	Cao cấp	
Nobel Crystal River	Tây Hồ	Sunshine Group	900 căn hộ	Cao cấp	
Nobel Crystal Long Biên	Long Biên	Sunshine Group	4 tòa chung cư	Cao cấp	
The Metropolitan	Gia Lâm	Mitsubishi	~1,000 căn hộ	Cao cấp	
The Senique	Gia Lâm	Capital Land	2,150 căn hộ	Cao cấp	80 triệu đồng
Masteri Lakeside	Gia Lâm	Masterise Homes	2,500 căn hộ	Cao cấp	80 triệu đồng

Thị trường phía Bắc vẫn duy trì sức nóng: Nguồn cung căn hộ chủ yếu đến từ khu vực phía Đông và phía Tây Hà Nội khi đất tại trung tâm thành phố dần khan hiếm

- Tương tự như phân khúc căn hộ, nguồn cung nhà ở thấp tầng dự kiến tập trung ở các khu vực ngoại ô thay vì các khu vực trung tâm như trước đây. Nguồn cung chủ yếu đến từ các khu đô thị quy mô lớn ở vùng ngoại ô như Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Vũ Yên.
- Nguồn cung nhà ở thấp tầng mở bán mới trong năm 2025 dự kiến đạt 7,800 căn (-8.2% svck), với chủ yếu là các dự án phân khúc cao cấp. Nguồn cung mới chủ yếu đến từ các dự án của Vinhomes và Sunshine Group tại khu vực phía Tây và phía Đông Hà Nội.

Nguồn cung nhà ở thấp tầng tại Hà Nội



Các dự án thấp tầng tại Hà Nội và khu vực phía Bắc năm 2025

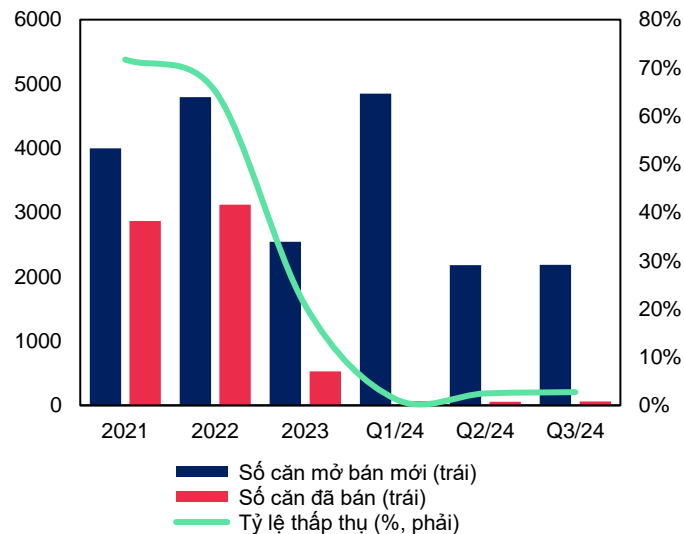
Dự án	Vị trí	Chủ đầu tư	Quy mô	Phân khúc	Giá bán dự kiến
Vinhomes Wonder Park	Đan Phượng	Vinhomes	2,356 sản phẩm	Cao cấp	
Nobel Place Long Biên	Long Biên	Sunshine Group	172 sản phẩm	Cao cấp	
Nobel Capital	Tây Hồ, Bắc Từ Liêm	Sunshine Group	~100 sản phẩm	Cao cấp	500 triệu đồng
Vinhomes Ocean Park 3	Hưng Yên	Vinhomes	3,500 nhà phố và biệt thự	Cao cấp	100 triệu đồng
Vinhomes Vũ Yên	Hải Phòng	Vinhomes	2,900 nhà phố và biệt thự	Cao cấp	120 triệu đồng
Vinhomes Hạ Long Xanh	Quảng Ninh	Vinhomes	4,100ha	Cao cấp	

• Nguồn: CBRE, batdongsan.com.vn, MBS Research

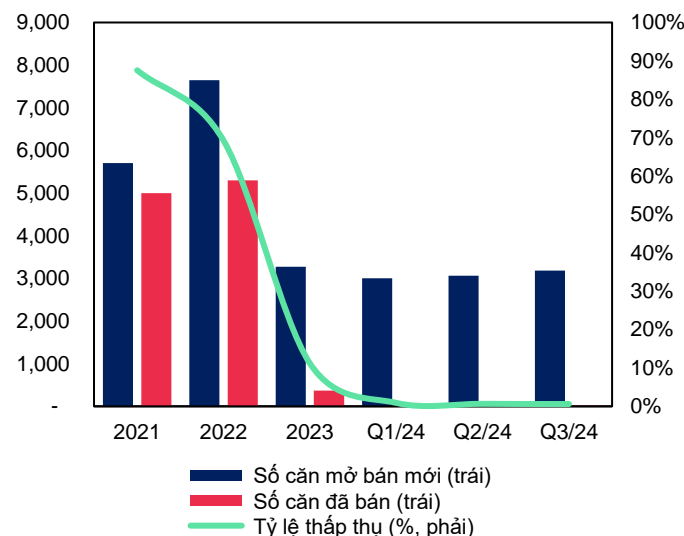
Phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng dự kiến tiếp tục âm ảm

- Một số lượng lớn các dự án đã phải tạm dừng triển khai do các vấn đề pháp lý, dẫn đến sự gia tăng đáng kể lượng hàng tồn kho chưa bán, trong khi nguồn cung mới liên tục giảm sút. Nhu cầu đối với phân khúc bất động sản nghỉ dưỡng đang ở mức thấp nhất trong một thập kỷ, với tỷ lệ hấp thụ chỉ đạt 3.3% đối với biệt thự/liền kề nghỉ dưỡng và 0.9% đối với shophouse nghỉ dưỡng. Giá bán sơ cấp vẫn giữ nguyên, khi các nhà phát triển liên tục triển khai các cam kết chia sẻ lợi nhuận/doanh thu, trợ giá lãi suất và hoãn nợ, tuy nhiên thanh khoản vẫn chưa có sự cải thiện đáng kể.
- Đối với thị trường condotel, nguồn cung chủ yếu đến từ tồn kho các dự án cũ (chiếm hơn 98%), chủ yếu do các vấn đề pháp lý kéo dài. Theo DKRA, nhu cầu thị trường tổng thể đã ghi nhận mức thấp nhất trong 5 năm qua, với tỷ lệ hấp thụ chỉ đạt 1.3%, tương đương giảm 35% svck về doanh số bán hàng. Chúng tôi tin rằng phân khúc này sẽ tiếp tục suy yếu trong một khoảng thời gian dài, do sự phát triển quá mức trong những năm gần đây, cùng với việc nhiều dự án không thể tiếp tục mang lại lợi nhuận, hoạt động kém hiệu quả, và lòng tin của nhà đầu tư không còn như trước đây.

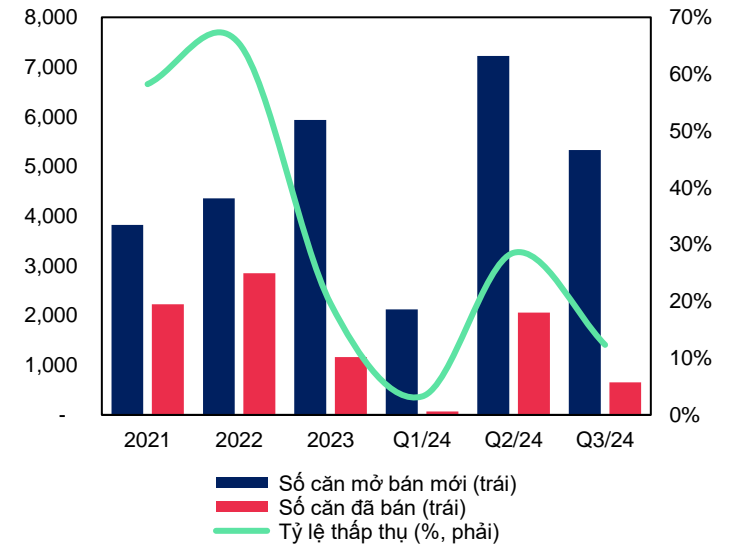
Nguồn cung biệt thự/ liền kề nghỉ dưỡng, nhu cầu và tỷ lệ hấp thụ



Nguồn cung shophouse nghỉ dưỡng, nhu cầu và tỷ lệ hấp thụ



Nguồn cung condotel, nhu cầu và tỷ lệ hấp thụ

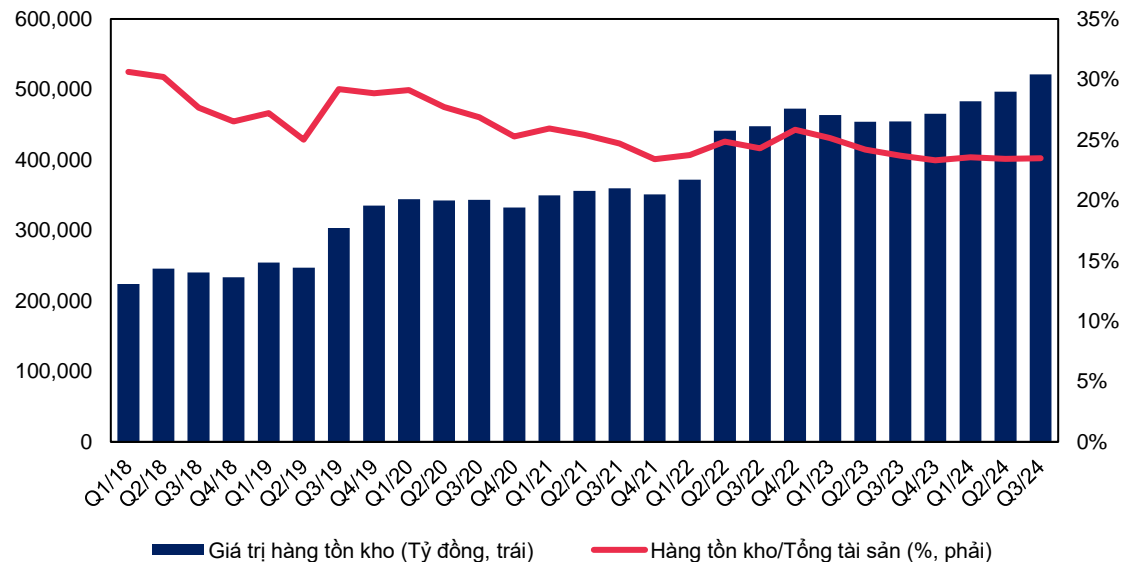


• Nguồn: DRKA, MBS Research

Bức tranh các doanh nghiệp BĐS dân cư hiện nay: Nguồn cung đã phục hồi, mặc dù vẫn còn khiêm tốn.

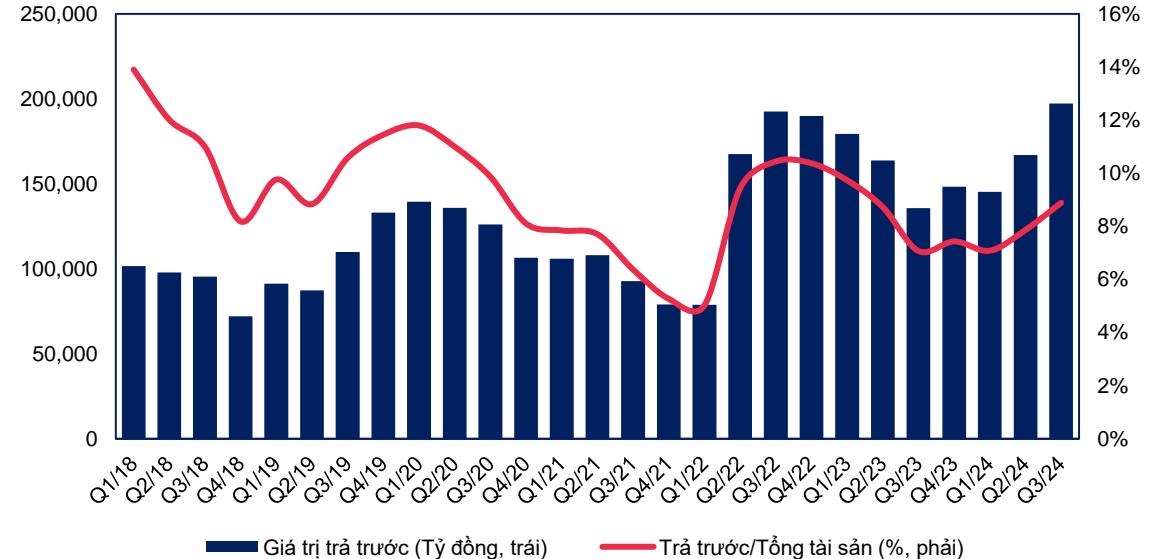
- Sự gia tăng giá trị hàng tồn kho một cách ổn định, sau mức thấp điểm trong Q2/2023, cho thấy sự phục hồi trong việc triển khai các dự án bất động sản dân cư. Sự phục hồi này chủ yếu được thúc đẩy bởi các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện tại và những dự án có tình trạng pháp lý rõ ràng. Tỷ lệ tồn kho trên tổng tài sản đã giảm nhẹ kể từ mức cao điểm trong Q4/2022, ổn định ở mức 23% sau khi tăng nhẹ trong Q1/2024.
- Hơn nữa, giá trị trả trước của người mua đã tăng đáng kể trong những quý gần đây. Vào Q3/2024, giá trị trả trước đạt 197,348 tỷ đồng (+45.4% svck), ghi nhận mức cao nhất từ trước đến nay, cho thấy sự phục hồi rõ rệt trong hiệu quả bán hàng. Nhìn chung, tổng nguồn cung tăng, nhiều dự án mới mở bán đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ cao, phản ánh nhu cầu thực bền vững, đặc biệt là đối với các sản phẩm phân khúc trung cấp. Ngoài ra, các chính sách như giảm lãi suất/phí và tăng cường chiết khấu thanh toán đã góp phần hỗ trợ thanh khoản thị trường trong thời gian gần đây.

Mặc dù giá trị hàng tồn kho gia tăng, tỷ lệ tồn kho/tổng tài sản vẫn ở mức 23% vào cuối Q3/2024, giảm trở lại mức thấp như trong Q4/2021.



• Nguồn: FiinPro, MBS Research

Tỷ lệ trả trước của người mua/tổng tài sản đã ghi nhận sự tăng trưởng kể từ Q1/2024, đạt 9% vào cuối Q3/2024.

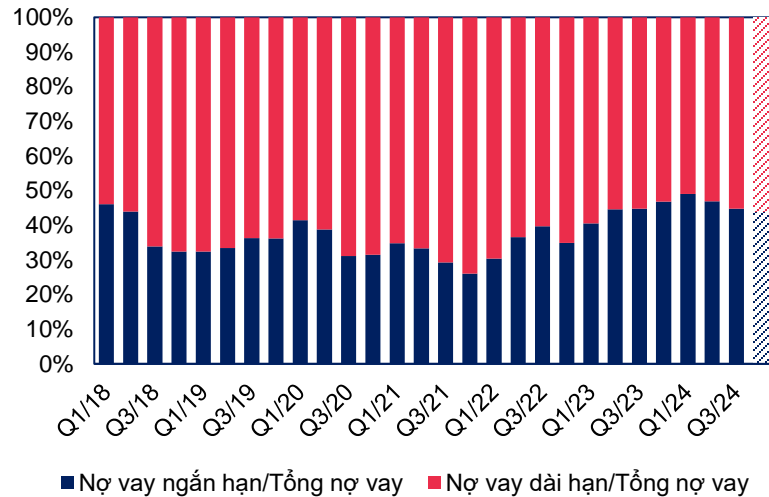


• Nguồn: FiinPro, MBS Research

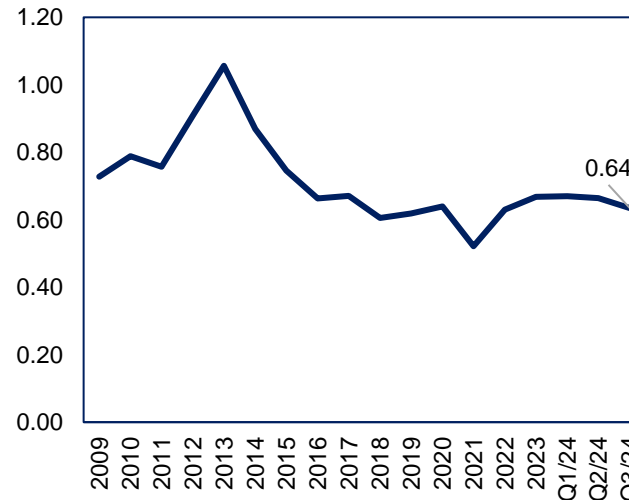
Bức tranh các doanh nghiệp BĐS dân cư hiện nay: Đòn bẩy tài chính ở mức trung bình, huy động vốn từ khách hàng có thể cải thiện

- Tổng giá trị vay của các doanh nghiệp bất động sản đã ghi nhận sự tăng trưởng ổn định trong các quý gần đây, với giảm nhẹ trong Q3/2024, đạt 475,731 tỷ đồng (+4.8% so với đầu năm, -1.8% so với quý trước). Tỷ lệ vay dài hạn trên tổng vay đã đạt mức thấp nhất là 51% vào Q1/2024, nhưng đã phục hồi lên 55% vào Q3/2024, phản ánh nỗ lực huy động vốn vay nhằm chuẩn bị cho các dự án bất động sản sắp tới.
- Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu trong Q3/2024 vẫn ổn định ở mức trung bình 8 năm qua, cho thấy sự cân bằng nguồn vốn giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu. Trong khi đó, tỷ lệ nợ/tổng vốn đã đạt mức cao kỷ lục là 66%, cũng cho thấy việc nhận trả trước từ phía từ người mua ngày càng tăng.

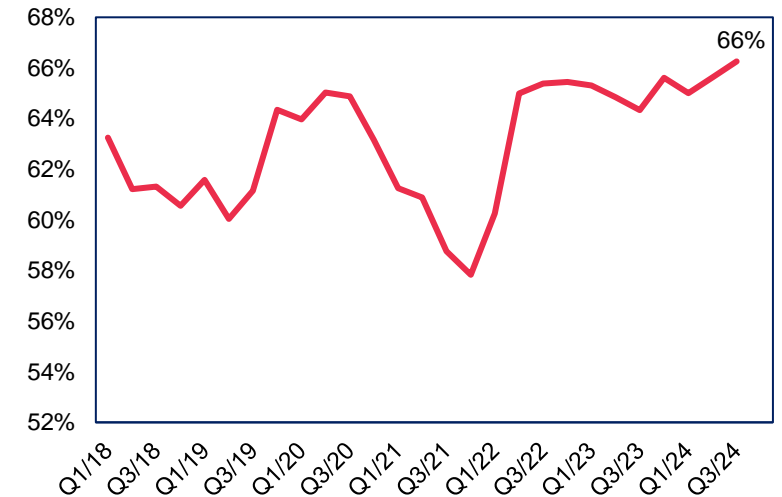
Nợ vay ngắn hạn/Tổng nợ vay & Nợ vay dài hạn/Tổng nợ vay



Tổng nợ vay/VCSH



Tổng nợ phải trả/Tổng nguồn vốn tăng trưởng do đóng góp từ trả trước của người mua



• Nguồn: FiinPro, MBS Research

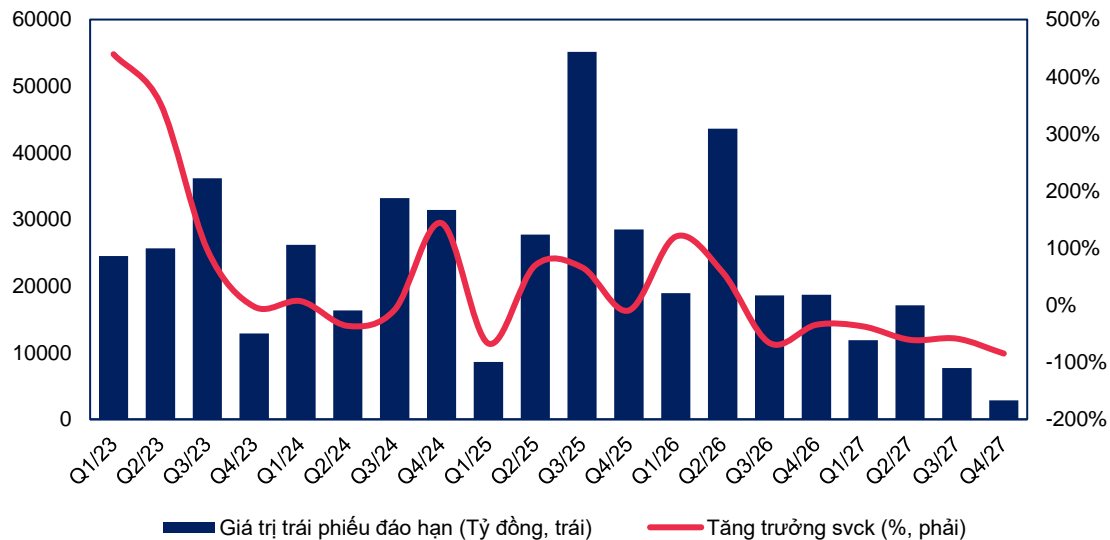
• Nguồn: FiinPro, MBS Research

• Nguồn: FiinPro, MBS Research

Bức tranh các doanh nghiệp BĐS dân cư hiện nay: Rủi ro trái phiếu doanh nghiệp bất động sản không còn là mối lo ngại lớn

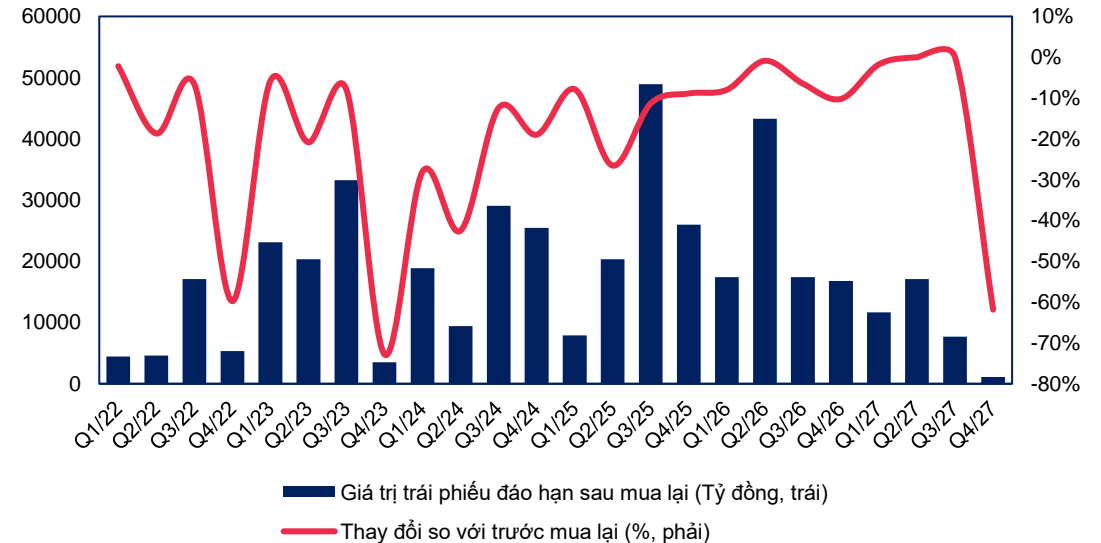
- Tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp bất động sản đáo hạn trong giai đoạn 2025-2026 sau khi mua lại là 103,177/ 94,875 tỷ đồng, giảm 14%/ 5% so với trước khi mua lại, điều này giúp giảm bớt gánh nặng cho doanh nghiệp, từ đó rủi ro liên quan đến trái phiếu doanh nghiệp bất động sản không còn là mối lo ngại lớn.
- Rủi ro vỡ nợ ít có khả năng xảy ra khi thị trường bất động sản sôi động dần trở lại hơn. Nếu gặp khó khăn về dòng tiền, các doanh nghiệp bất động sản chỉ cần giảm giá sản phẩm một chút để bán hàng và có thể tránh được rủi ro vỡ nợ. Số tiền khách hàng trả trước đang tăng lên, điều này cũng sẽ cải thiện sức khỏe tài chính của các doanh nghiệp.

Các doanh nghiệp bất động sản đã mua lại trái phiếu trị giá 18,402 tỷ đồng trong 9T/2024,...



• Nguồn: HNX, MBS Research

... giúp giảm giá trị đáo hạn của trái phiếu lưu hành vào năm 2025 và 2026 lần lượt 14% và 5%.



• Nguồn: HNX, MBS Research

Các hoạt động liên quan đến tái cấu trúc vốn và M&A trong lĩnh vực bất động sản dân cư dự báo sẽ sôi động vào năm 2025.

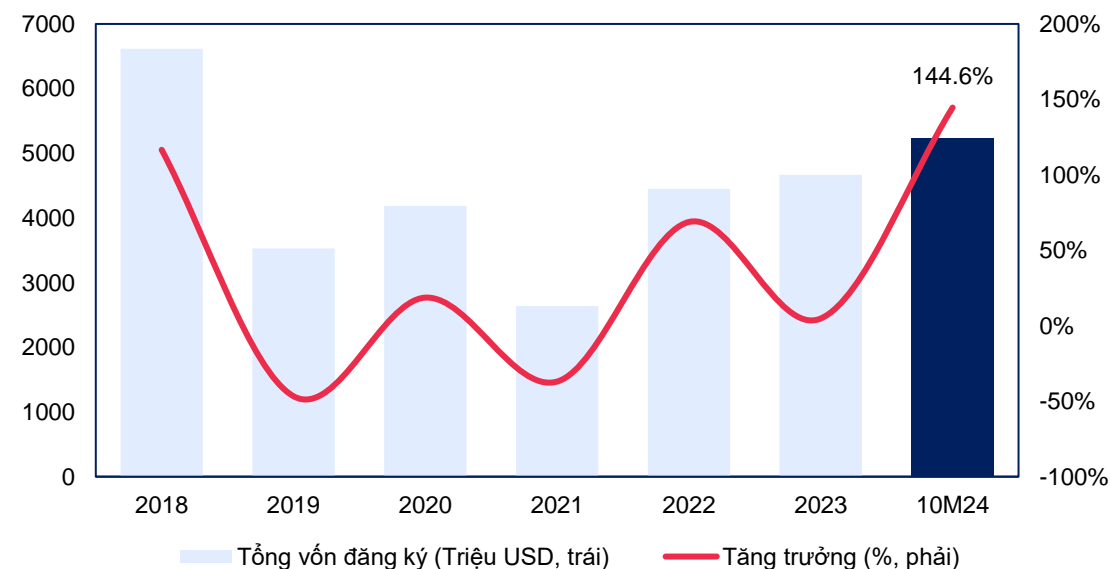
- Chúng tôi cho rằng việc huy động vốn thông qua phát hành sẽ là một trong những điểm nhấn đối với các doanh nghiệp bất động sản dân cư vào năm 2025, khi họ hướng đến việc tái cấu trúc nợ, hoàn thành các nghĩa vụ tài chính liên quan đến đất đai với Nhà nước và đối mặt với chi phí phát triển dự án ngày càng tăng.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động M&A đối với các dự án bất động sản dân cư cũng sẽ là một xu hướng quan trọng trong năm 2025 vì 1) Sức khỏe tài chính của nhiều doanh nghiệp bất động sản dân cư vẫn còn yếu, và họ khó có thể tiếp cận với nguồn vốn, trong khi chi phí phát triển dự án sẽ tiếp tục tăng như đã phân tích ở trên 2) Biến động lãi suất đã giảm đáng kể, sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho bên mua trong việc sắp xếp nguồn vốn để thực hiện các giao dịch trong tương lai 3) Các mục tiêu của các giao dịch M&A sẽ tiếp tục tập trung vào các dự án có pháp lý rõ ràng, chất lượng cao và tiềm năng phát triển lớn.

Các thương vụ hợp tác nổi bật trong ngành BĐS dân cư năm 2024

Dự án	Chủ đầu tư	Đối tác	Tổng giá trị
The One World	Kim Oanh Real Estate Corp	Sumitomo Forestry, Kumaga Gumi, NTT	1 tỷ USD
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Thương mại SDI	Vingroup	Nhóm các công ty có trụ ở tại Việt Nam	982 triệu USD
Khu đô thị nhà ở phức hợp Tân Thành Bình Dương (18.9ha)	Becamex IDC	Sycamore (CapitaLand)	553 triệu USD
Khu nhà ở Tâm Lực (3.7 ha, TP.Thủ Đức)	CTCP BĐS Tâm Lực	Gamuda Land	315.8 triệu USD
Paragon Đại Phước (45.5ha)	Nam Long	Nishi Nippon Railroad	26 triệu USD

• Nguồn: MBS Research

Dòng vốn FDI vào bất động sản đã tăng trưởng mạnh mẽ trong 10T24 (+144,6% svck)



• Nguồn: Bộ Kế hoạch & Đầu tư, MBS Research

Các hoạt động liên quan đến tái cấu trúc vốn và M&A trong lĩnh vực bất động sản dân cư dự báo sẽ sôi động vào năm 2025.

Các doanh nghiệp đã tăng vốn trong năm 2024 và dự kiến phát hành năm 2025

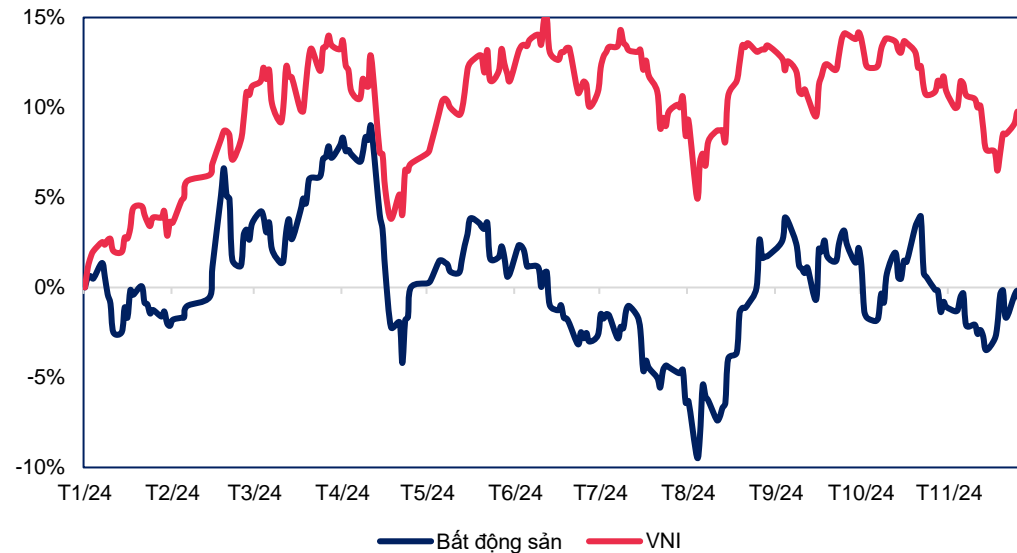
Doanh nghiệp	Phương thức phát hành	Vốn điều lệ tăng thêm	Lịch trình dự kiến
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	Công ty dự kiến phát hành 1.17 tỷ cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu thông qua phát hành quyền mua.	Vốn điều lệ của công ty có thể tăng từ 19,501 tỷ đồng lên hơn 31,200 tỷ đồng.	2025
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)	Công ty đã phát hành 110.09 triệu cổ phiếu thông qua phương thức phát hành riêng lẻ cho 19 cổ đông chiến lược với mức giá 27,250 VND/cổ phiếu, huy động hơn 3,000 tỷ đồng, được thực hiện trong 8 tháng đầu năm 2024.	Vốn điều lệ của công ty tăng từ 7,993.1 tỷ đồng lên hơn 9,094 tỷ đồng.	
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG)	Công ty dự kiến phát hành quyền mua cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1.000:327.94, tương đương với 200 triệu cổ phiếu, với giá 15,000 VND/cổ phiếu. Ngoài ra, công ty có kế hoạch phát hành thêm tối đa 150 triệu cổ phiếu thông qua phương thức phát hành riêng lẻ cho các cổ đông chiến lược, với mức giá tối thiểu là 20,000 VND/cổ phiếu.	Vốn điều lệ của công ty có thể tăng từ 6,099 tỷ đồng lên hơn 9,599 tỷ đồng.	Việc phát hành quyền mua và phát hành riêng lẻ dự kiến diễn ra vào năm 2025.
CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	Công ty dự kiến phát hành quyền mua cổ phiếu với khối lượng 150 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá tối thiểu là 12,000 VND/cổ phiếu, theo tỷ lệ 24:5. Ngoài ra, công ty có kế hoạch phát hành thêm 93.4 triệu cổ phiếu thông qua phương thức phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược với mức giá tối thiểu là 18,600 VND/cổ phiếu.	DXG có thể huy động hơn 3,500 tỷ đồng, đồng thời tăng vốn điều lệ từ hơn 7,200 tỷ đồng lên gần 9,650 tỷ đồng.	Dự kiến thực hiện vào đầu năm 2025.
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (PDR)	Công ty đã phát hành quyền mua cổ phiếu với khối lượng 134.3 triệu cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu với mức giá 10,000 VND/cổ phiếu.	Vốn điều lệ của công ty đã tăng từ 7,388 tỷ đồng lên hơn 8,730 tỷ đồng.	

• Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi tin rằng thị trường có thể sớm định giá lại trong giai đoạn tới.

- Tính đến hiện tại, chỉ số nhóm ngành bất động sản dân cư đã tăng trưởng chậm hơn đáng kể so với VN-Index, với mức tăng lần lượt là 9.8% và -1.4% từ đầu năm đến nay. P/B hiện tại của nhóm bất động sản dân cư đang ở mức 1.08 lần, thấp hơn mức trung vị 5 năm là 1.50 lần.
- Chúng tôi cho rằng với định giá của nhóm ngành bất động sản dân cư hiện ở mức tương đối thấp và triển vọng ngành đang có những tín hiệu tích cực hơn, thị trường sẽ có khả năng tìm đến các ngành dẫn dắt với câu chuyện hấp dẫn và tỷ lệ rủi ro-lợi nhuận phù hợp trong thời gian tới. Chúng tôi không loại trừ khả năng nhóm cổ phiếu bất động sản dân cư sẽ được định giá lại để phản ánh mức định giá phù hợp hơn.

Chỉ số Bất động sản tăng trưởng chậm hơn so với VN-Index (từ đầu năm đến nay).



• Nguồn: FiinPro, MBS Research

Định giá Bất động sản dân cư đang thấp hơn trung vị 5 năm.



• Nguồn: FiinPro, MBS Research

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

Tỷ đồng	VHM			NLG			DXG			KDH		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu	85,593	93,193	99,584	5,813	5,798	5,272	3,745	4,460	6,384	3,544.7	5,334.5	5,941.2
Tăng trưởng (%)	-17.3%	8.9%	6.9%	82.6%	-0.2%	-9.6%	0.5%	19.1%	54.1%	69.3%	50.5%	11.4%
Lợi nhuận gộp	41,510	38,885	19,518	2,515	2,616	2,456	1,975	2,420	3,309	1,852.8	2,846.0	3,157.2
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.6%	44.5%	39.0%	43.4%	45.9%	46.9%	52.7%	54.3%	52.1%	52.3%	53.4%	53.1%
EBIT	30,641	35,831	31,081	912	1,074	1,002	562	712	804	1,368.8	2,195.3	2,371.5
Biên EBIT (%)	59.4%	63.4%	59.8%	19.1%	18.9%	18.2%	23.5%	24.6%	32.5%	38.6%	41.2%	39.9%
LNST	35,008	39,023	40,775	471	576	535	234	305	481	943.1	1,057.6	1,339.6
Tăng trưởng (%)	4.9%	11.5%	4.5%	-2.7%	22.3%	-7.1%	36.0%	30.3%	57.7%	31.5%	12.1%	26.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	8,786	9,794	10,234	1,178	1,240	1,181	228	387	540	933	951	1,095
BVPS (VND/cổ phiếu)	49,867	59,621	69,838	31,200	29,900	30,650	15,219	15,836	16,300	16,349	15,740	15,316
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (VND/cổ phiếu)	-2,651	-1,576	19	-1,130	-1,281	-1,265	-1,549	-573	-1,200	-2,253	1,381	-129
Nợ/VCSH	31.8%	26.1%	21.0%	40%	40%	40%	110%	110%	120%	41%	58%	49%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	18.5%	17.9%	15.8%	5.5%	6.0%	5.3%	2.3%	4.0%	7.2%	5.5%	5.5%	6.6%
ROAA (%)	7.4%	7.6%	7.5%	2.0%	2.1%	1.9%	0.9%	1.7%	3.2%	3.6%	3.7%	4.3%

• Nguồn: Các công ty, MBS Research

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưu tiên KDH, DXG và NLG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Luận điểm đầu tư
KDH	Khả quan	43,000	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án The Privia (1,000 căn hộ) đạt tỷ lệ hấp thụ vượt 85% trong đợt mở bán cuối cùng vào cuối năm 2023, đây sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận ròng năm 2024. Lợi nhuận ròng dự kiến đạt 943,1 tỷ đồng (+31,5% svck) khi toàn bộ dự án được kỳ vọng bàn giao trong Q4/2024 và năm 2025. Trong giai đoạn 2025 – 2026, do thiếu hụt các dự án nhà thấp tầng tại TP.Hồ Chí Minh, chúng tôi dự báo Emeria và Clarita sẽ có tỷ lệ hấp thụ cao (trên 65%). - Hơn nữa, doanh số bán trước được kỳ vọng sẽ tăng tốc 336% svck trong năm 2025 nhờ vào việc ra mắt Emeria và Clarita với hơn 230 căn nhà thấp tầng và lợi nhuận ròng dự kiến tăng 12,1%. - Công ty duy trì sức khỏe tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ ròng trên tổng tài sản ở mức 19,5%, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành khoảng 37,3%.
DXG	Khả quan	23,700	<ul style="list-style-type: none"> - Động lực của DXG tới từ dự án trọng điểm Gem Riverside (3,000 căn hộ). Chúng tôi kỳ vọng, trong bối cảnh nguồn cung căn hộ tại khu trung tâm thành phố khan hiếm, Gem Riverside có thể đạt tỷ lệ hấp thụ cao 80%. Hơn nữa, chúng tôi dự báo giá bán có thể đạt hơn 90 triệu đồng/m² (mức giá tương đương so với các dự án khác tại TP Thủ Đức). Nhờ vào sự đóng góp của Gem Riverside, lợi nhuận ròng năm 2026 có thể đạt 481 tỷ VND (+57.7% svck). - Doanh số bán trước dự báo sẽ tăng 203% lên 4,600 tỷ đồng với sự đóng góp của Gem Riverside. - Hiện tại, cổ phiếu này có tiềm năng tăng giá đáng kể (+36,8%) nhờ vào việc định giá lại dự án Gem Riverside.
NLG	Khả quan	45,000	<ul style="list-style-type: none"> - Chúng tôi dự báo NLG sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản nhờ vào phân khúc trung cấp. Trong năm 2024, doanh số bán trước dự kiến sẽ đạt khoảng 8,700 tỷ VND (+8% svck) nhờ vào việc ra mắt các giai đoạn tiếp theo của các dự án Southgate, Mizuki và Akari, bao gồm khoảng 600 căn hộ và 200 căn nhà thấp tầng. - Năm 2025, lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 13% svck lên 548 tỷ đồng, do bàn giao các sản phẩm đã bán từ dự án Mizuki và Southgate, tổng cộng khoảng 220 căn nhà phố và 300 căn hộ, do chúng tôi kỳ vọng phân khúc nhà thấp tầng sẽ có dấu hiệu tích cực vào nửa cuối năm 2025. - Công ty duy trì sức khỏe tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản ở mức 30%, thấp hơn mức trung bình ngành là 45%, và không gặp áp lực thanh toán trái phiếu.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưu tiên KDH, DXG và NLG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Luận điểm đầu tư
VHM	Khả quan	54,700	<p>VHM sở hữu quỹ đất lớn tại các thành phố lớn như Wonder Park (133 hecta), Royal Island (877 hecta), tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển bền vững của công ty. Ngoài ra, các dự án quy mô lớn khác như IUT (880 hecta), Green Paradise (2.870 hecta) và Apollo City (5.489 hecta) sẽ mang lại tiềm năng phát triển dài hạn.</p> <p>Doanh số chưa ghi nhận lớn tạo bước đệm vững chắc cho tăng trưởng trong giai đoạn 2024-2026. Chúng tôi dự báo, trong 2024-2026, lợi nhuận ròng sẽ tăng lần lượt 5%/11%/4% svck. Sau khi hoàn tất việc mua lại cổ phiếu, lợi ích của cổ đông được gia tăng thông qua việc tăng sở hữu và chia sẻ lợi nhuận.</p>

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưu tiên KDH, DXG và NLG

Doanh nghiệp	Mã CP	Giá thị trường		Vốn hóa (Triệu USD)	Khuyến nghị	<u>P/E (x)</u>		<u>P/B (x)</u>		<u>ROA (%)</u>		<u>ROE (%)</u>	
		VND/cp	VND/cp			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
CTCP Vinhomes	VHM VN	40,850	54,700	6,600	Khả quan	4.6	4.2	0.8	0.7	7.4	7.6	18.5	17.9
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	10,550	N/A	1,019	<i>Không khuyến nghị</i>	62.6	N/A	0.7	0.8	0.2	N/A	-3.8	-6.4
CTCP Đầu Tư và Kinh Doanh nhà Khang Điền	KDH VN	34,500	44,200	1,151	Khả quan	42.7	41.4	3.0	2.6	3.0	5.0	5.2	4.7
CTCP Dịch vụ Tài chính Đầu tư Hoàng Huy	TCH VN	15,700	N/A	515	<i>Không khuyến nghị</i>	17.6	N/A	1.5	N/A	5.2	N/A	8.6	N/A
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	38,100	45,000	616	Khả quan	32.0	30.4	1.2	1.3	2.0	2.1	5.5	6.0
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR VN	21,850	N/A	830	<i>Không khuyến nghị</i>	36.4	15.6	1.8	1.7	3.3	8.5	5.6	12.0
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	17,850	23,700	453	Khả quan	45.3	41.1	1.1	0.9	0.9	1.7	2.3	4.0
Trung bình						36.2	23.3	1.3	1.6	3.3	4.9	5.9	6.4

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research



3

TRIỂN VỌNG NGÀNH | Sản xuất Thép

Vững vàng tâm thép

[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

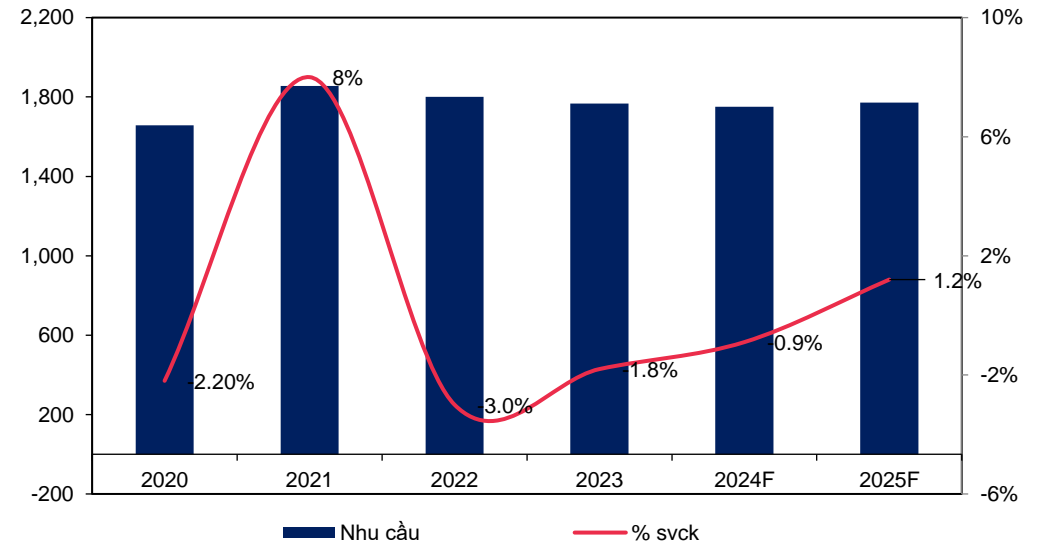
Nhu cầu thép thế giới dự kiến sẽ giảm 0.9% vào năm 2024 nhưng có thể phục hồi 1.2% svck năm 2025

- Theo Hiệp hội Thép Thế giới, nhu cầu thép toàn cầu dự kiến giảm 0.9% svck trong năm 2024 do nhu cầu yếu đi từ Trung Quốc đến từ khủng hoảng thị trường BĐS. Tiêu thụ thép tại Trung Quốc dự kiến giảm 3% xuống còn 883 tấn. Hơn nữa, một số quốc gia lớn như Hoa Kỳ, Nhật Bản và Hàn Quốc báo cáo tăng trưởng âm do khó khăn của ngành xây dựng. Ấn Độ vẫn là điểm sáng của thép toàn cầu khi tiêu thụ tăng 8% svck lên 138 tấn.
- Năm 2025, WSA duy trì quan điểm cuộc khủng hoảng bất động sản tại Trung Quốc tiếp tục tác động tiêu cực đến nhu cầu thép khi ghi nhận mức giảm 1% svck. Trong khi tiêu thụ tại các nước khác như Nhật Bản, Hàn Quốc và Hoa Kỳ có thể cải thiện được nhờ mức lãi suất thấp hơn. Ấn Độ và EU dự kiến tăng trưởng 8% và 4.1% svck nhờ các biện pháp kích thích xây dựng và sản xuất.

Các yếu tố chính định hình nhu cầu thép thế giới đến năm 2025

- Nhu cầu mạnh mẽ của Ấn Độ**
 ▲ Nhu cầu của Ấn Độ được dự báo sẽ tăng hơn 8% khi chính phủ có kế hoạch đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng vào năm 2025.
- Sự phục hồi của EU**
 ▲ Tiêu thụ thép của EU có thể phục hồi 4.1% nhờ vào những tín hiệu tích cực từ 2 ngành công nghiệp tiêu thụ thép lớn nhất: xây dựng và ô tô.
- Các dự án hạ tầng quy mô lớn của ASEAN**
 ▲ ASEAN được dự báo sẽ ghi nhận tăng trưởng nhu cầu thép khoảng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2025. Điểm nhấn của sự phục hồi đến từ Malaysia và Indonesia. Cụ thể, nhu cầu thép ở Malaysia và Indonesia được kỳ vọng sẽ tăng lần lượt 4.5% và 5% vào năm 2025 nhờ vào sự phục hồi của tăng trưởng kinh tế quốc gia và chi tiêu cho các dự án cơ sở hạ tầng.
- Sự sụt giảm nhu cầu thép của Trung Quốc**
 ▼ Dự kiến mức giảm trong nhu cầu tiêu thụ thép sẽ đạt 1.7%..

Dự báo nhu cầu thép thế giới (Đơn vị: Triệu tấn)



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

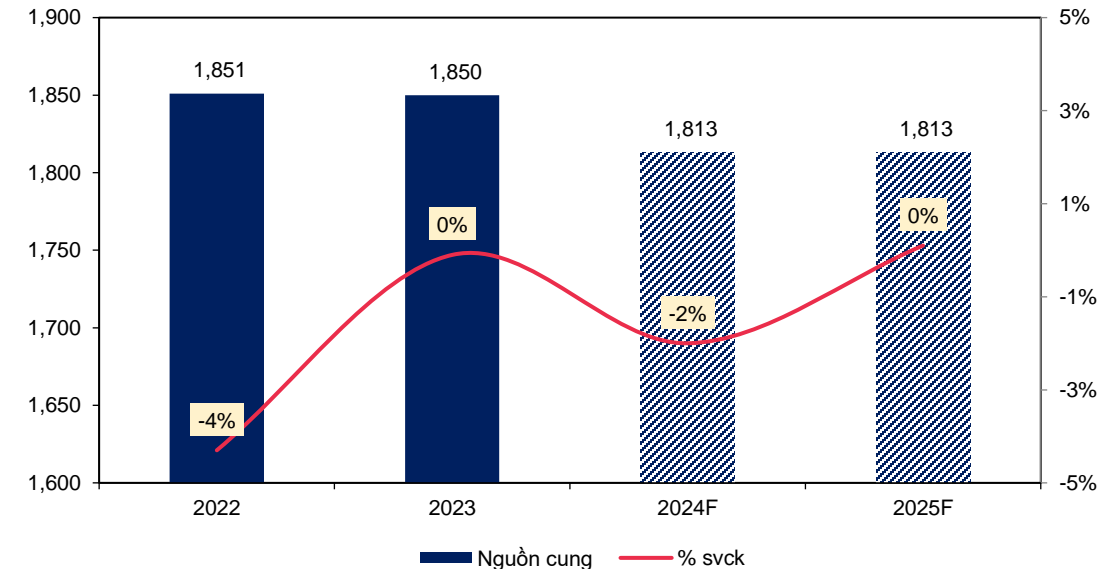
Nguồn cung thép thế giới suy giảm 2% svck vào năm 2024 và dự báo sẽ ổn định vào năm 2025

- Theo Hiệp hội Thép Thế giới (WSA), trong 10 tháng đầu năm 2024 (10M24), sản lượng thép toàn cầu giảm 1,6% svck năm trước do sự cắt giảm sản xuất tại Trung Quốc (-3%). Sự sụt giảm của Trung Quốc đã lấn át mức tăng trưởng của Ấn Độ (5,6%) và Thổ Nhĩ Kỳ (-12%). Công suất lò cao của Trung Quốc trong năm nay đạt trung bình 79% (giảm từ mức 83% năm 2023) nhằm giải quyết tình trạng dư cung và thua lỗ trong sản xuất. Bên cạnh đó, chính phủ Trung Quốc tập trung vào mục tiêu "Net Zero" vào năm 2050, khiến một số nhà sản xuất lớn phải giảm quy mô sản xuất.
- Trong năm 2025, báo cáo của Hiệp hội Thép Thế giới (WSA) dự kiến nguồn cung có thể giữ ổn định nhờ sản lượng của Ấn Độ được kỳ vọng tăng 7% svck và sự phục hồi của một số nước phát triển như Nhật Bản, Hàn Quốc và Mỹ với mức tăng 1%-2% nhờ tín hiệu tích cực từ việc hạ lãi suất. Ngược lại, Trung Quốc tiếp tục giảm sản lượng 1,5% theo kế hoạch của chính phủ vì các vấn đề môi trường.

Các yếu tố chính định hình nguồn cung thép thế giới đến năm 2025

- Kế hoạch cắt giảm sản xuất thép của Trung Quốc**
 Chính phủ Trung Quốc tập trung vào mục tiêu "Net Zero" vào năm 2050 và khuyến khích các tập đoàn thép đóng cửa các nhà máy lạc hậu. 15 nhà sản xuất thép dài lớn nhất tại Trung Quốc đang kêu gọi chính quyền thực hiện các biện pháp hạn chế sản lượng.
- Sự phục hồi của Nhật Bản, Hàn Quốc và Mỹ**
 Sản lượng của các quốc gia phát triển được dự báo sẽ phục hồi nhờ các ngành như xây dựng và ô tô có tín hiệu tích cực.
- Sự tăng trưởng của sản xuất thép Ấn Độ**
 Theo báo cáo của Hiệp hội Thép Ấn Độ (ISA), các nhà máy thép hướng đến việc tăng sản lượng nhờ giá nguyên liệu thấp và nhu cầu mạnh mẽ.
- Sự phục hồi nhẹ trong sản xuất thép của EU**
 Sản lượng thép của EU dự kiến sẽ tăng 2.3% svck nhờ giá điện giảm và nhu cầu cao hơn.

Nguồn cung giữ ổn định vào năm 2025 (Đơn vị: triệu tấn)

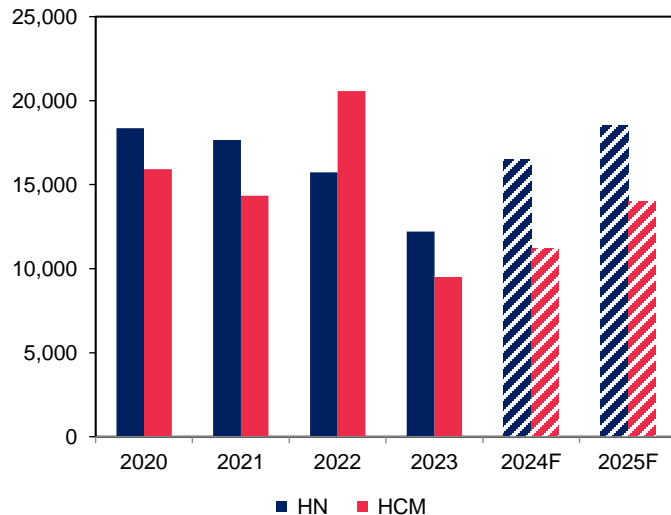


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Triển vọng thị trường thép Việt Nam: Sản lượng dự kiến tăng 21%/10% trong giai đoạn 2024-2025 nhờ vào sự tăng trưởng của nguồn cung nhà ở và đầu tư công.

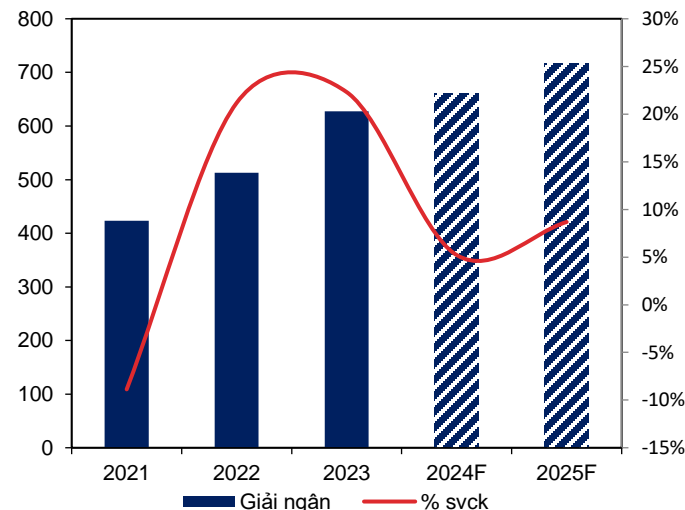
- Trong 10 tháng đầu năm 2024 (10M24), tổng sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 17 triệu tấn (+18% svck năm trước) nhờ vào sự tăng trưởng của thép xây dựng (rebar) và thép mạ kẽm nhúng nóng (HDG). Cụ thể, tiêu thụ thép xây dựng tăng 17% svck lên 8,3 triệu tấn, trong khi HDG tăng 30% svck lên 2.1 triệu tấn. Sự phục hồi của sản xuất chủ yếu nhờ vào nguồn cung nhà ở tăng mạnh (+40% svck tại Hà Nội và +45% svck tại TP.HCM). Bên cạnh đó, sản lượng HRC tăng 15% svck lên 3.4 triệu tấn bất chấp áp lực từ thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ.
- Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sự gia tăng nguồn cung nhà ở và đầu tư công sẽ là yếu tố chủ chốt thúc đẩy tăng trưởng sản lượng thép. Theo CBRE, cả phân khúc căn hộ chung cư và bất động sản đất nền đều có thể tăng trưởng từ năm 2025 nhờ các vướng mắc pháp lý được tháo gỡ bởi các luật mới như Luật Đất đai,... Về đầu tư công, một số dự án sẽ được đẩy nhanh tiến độ xây dựng như cao tốc Bắc - Nam và sân bay Long Thành. Tổng sản lượng trong năm 2024 và 2025 dự kiến đạt 19.8 triệu tấn (+21% svck) và 21.8 triệu tấn (+10% svck).

Nguồn cung nhà ở tại Hà Nội và TP.HCM (Đơn vị: Căn)



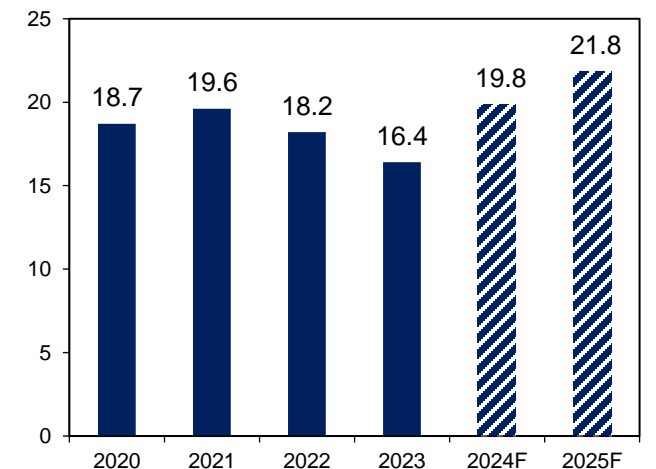
• Nguồn: CBRE

Giải ngân đầu tư công trong giai đoạn 2024-2025 (Đơn vị: Nghìn Tỷ)



• Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Sản lượng tiêu thụ nội địa (Đơn vị: triệu tấn)

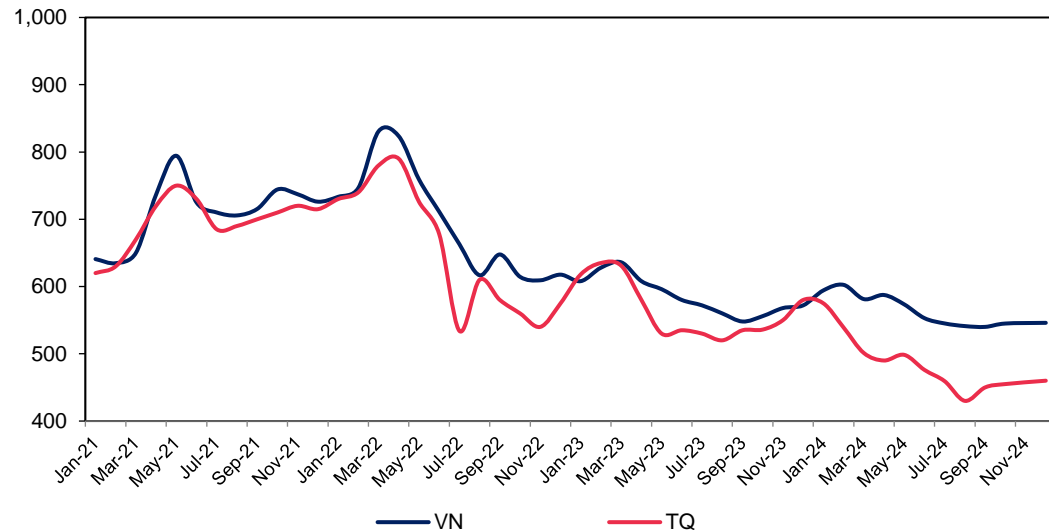


• Nguồn: VSA, MBS Research

Triển vọng giá thép: Giá thép xây dựng Việt Nam có thể tăng 7%/8% vào 2025/2026 nhờ vào áp lực từ Trung Quốc giảm

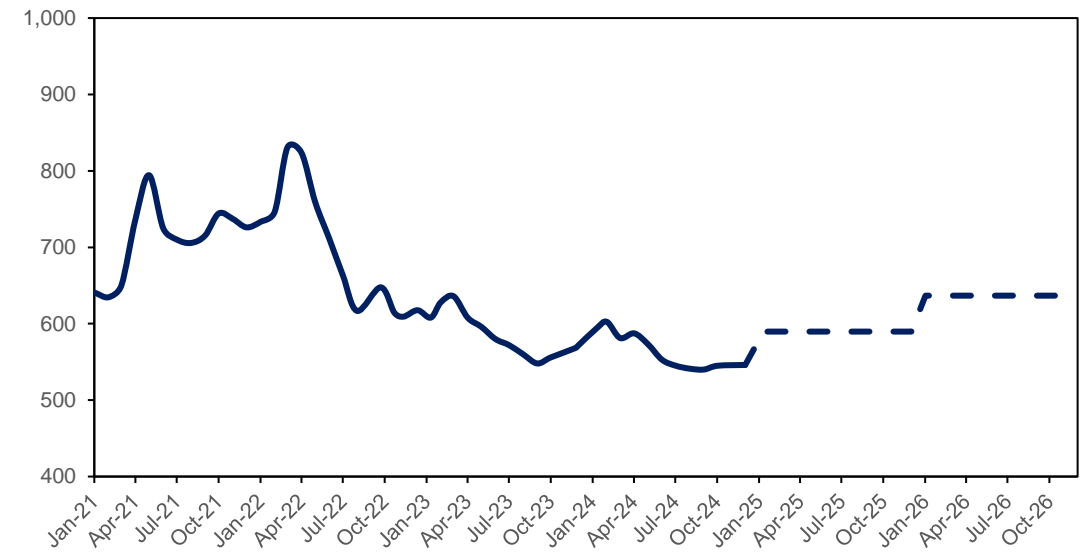
- Cung vượt cầu và nhu cầu thấp là những yếu tố chính dẫn đến sự suy giảm của thép Trung Quốc. Giá thép xây dựng và thép cuộn cán nóng (HRC) đã ghi nhận mức thấp nhất trong 5 năm qua, với mức giảm lần lượt là 24% và 21% tính đến nay. Về mặt cầu, sự suy thoái của thị trường bất động sản đã trở nên trầm trọng hơn dù có nhiều chính sách kích thích từ chính phủ. Vào tháng 10 năm 2024, giá nhà ở Trung Quốc giảm mạnh, đạt mức thấp nhất trong 9 năm qua với mức giảm 5% (cao hơn 4.5% so với tháng 9). Chúng tôi dự báo thị trường bất động sản sẽ tiếp tục gặp khó khăn cho đến hết năm 2024, và tiềm năng giá thép phụ thuộc vào nguồn cung khi các nhà máy thép tham gia vào việc cắt giảm sản xuất.
- Khác với Trung Quốc, tiềm năng của thép Việt Nam đã được chứng minh nhờ triển vọng sáng sủa của thị trường bất động sản. Sự tăng trưởng nguồn cung nhà ở và đầu tư công đã thúc đẩy sự phục hồi của thép xây dựng. Chúng tôi dự báo thép xây dựng Việt Nam sẽ có tăng trưởng tích cực từ Q4/2024 khi áp lực từ Trung Quốc giảm bớt. Do đó, theo ước tính của chúng tôi, giá thép xây dựng có thể đạt trung bình 551 USD/tấn (-2% svck), do áp lực mạnh mẽ từ thép Trung Quốc trong nửa đầu năm 2024. Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi kỳ vọng giá thép xây dựng có thể tăng 7% và 8% lên 590 USD và 637 USD/tấn.

Giá thép xây dựng Việt Nam đã bị ảnh hưởng tiêu cực bởi xu hướng giảm giá thép của Trung Quốc (Đơn vị: USD/tấn)



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự báo giá thép xây dựng Việt Nam trong giai đoạn 2024 – 2026 (Đơn vị: USD/tấn)

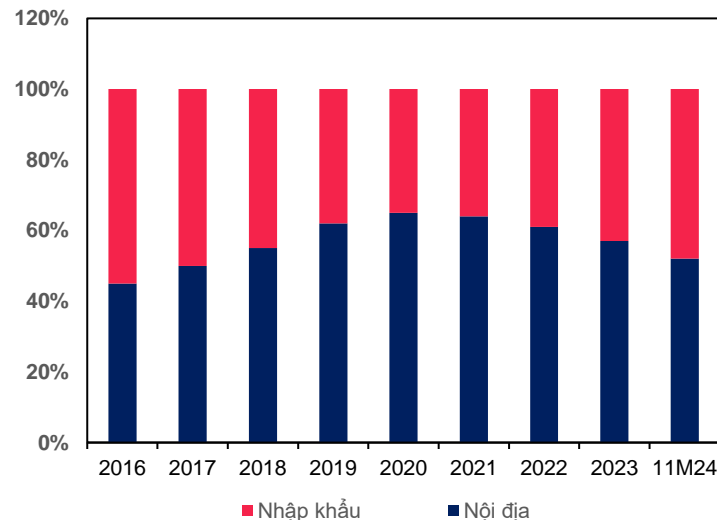


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Triển vọng thị trường thép Việt Nam: Các nhà sản xuất trong nước có thể gia tăng thị phần nhờ thuế chống bán phá giá (AD)

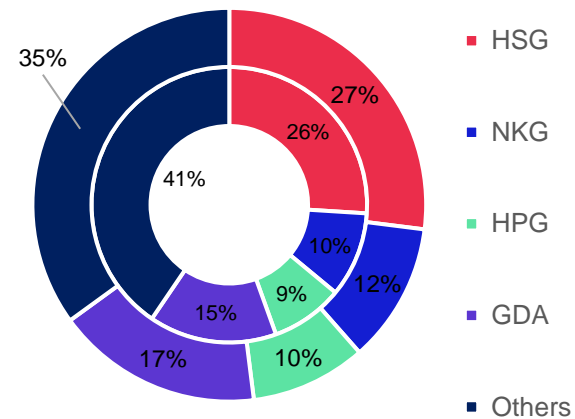
- Do sự áp đảo của thép cuộn cán nóng (HRC) và thép mạ kẽm nhúng nóng (HDG) nhập khẩu vào năm 2024, Bộ Công Thương (MOIT) đã tiến hành điều tra đối với các sản phẩm này, đặc biệt là từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ. Bộ Công Thương đã khởi xướng cuộc điều tra đối với thép HDG nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (AD19) và thép HRC từ Trung Quốc và Ấn Độ (AD20), và chúng tôi dự báo cả hai loại thuế chống bán phá giá (AD) này có thể sẽ được áp dụng vào năm 2025 để bảo vệ sản xuất trong nước. Trong trường hợp này, chênh lệch giữa thép HRC và HDG sản xuất trong nước và nhập khẩu có thể giảm xuống còn 45 USD/tấn và 60 USD/tấn (-20%/-24% so với năm 2024).
- Sự giảm chênh lệch này có thể có tác động tích cực đến các công ty trong nước, giúp họ cạnh tranh về giá với các sản phẩm nhập khẩu. Điều này đã được chứng minh khi thị phần của thép HDG trong nước tăng từ 45% lên 65% sau khi áp dụng thuế chống bán phá giá (AD) vào năm 2017. Vì vậy, vào năm 2025, thị phần của các nhà sản xuất trong nước có thể cải thiện nhờ đóng góp của thuế chống bán phá giá (AD). Chúng tôi dự báo thị phần của HPG trong phân khúc HRC có thể đạt 25% nhờ thuế chống bán phá giá (AD) áp dụng đối với thép Trung Quốc và Ấn Độ. Về HDG, các công ty chủ chốt như HSG và NKG có thể chiếm gần 40% sản lượng bán ra.

Thị phần của các nhà sản xuất trong nước cải thiện kể từ khi áp dụng thuế chống bán phá giá (AD)



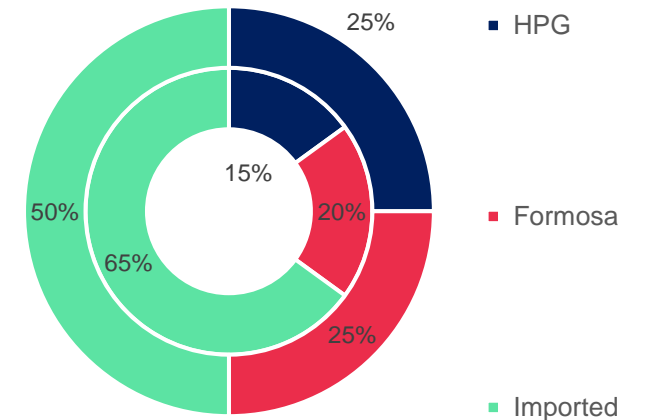
• Nguồn: VSA, MBS Research

Thị phần của phân khúc HDG trong 10M24 (vòng trong) và dự báo 2025 (vòng ngoài)



• Nguồn: VSA, MBS Research

Thị phần của phân khúc HRC trong 10M24 (vòng trong) và dự báo 2025 (vòng ngoài)

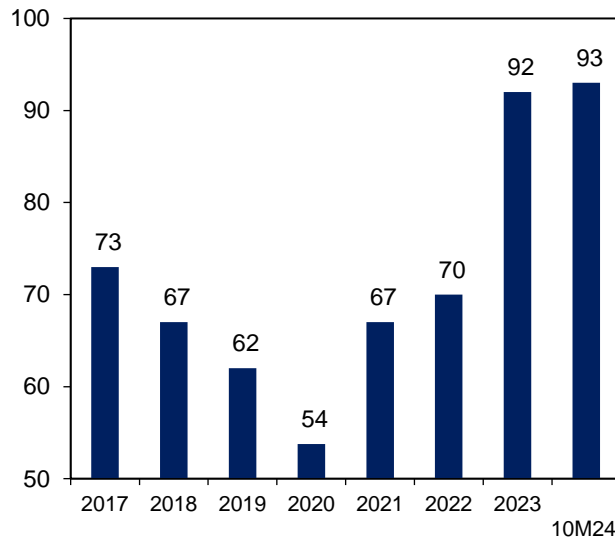


• Nguồn: VSA, MBS Research

Triển vọng giá thép: Giá thép HRC có thể phục hồi nhờ vào nhu cầu mạnh mẽ và thuế chống bán phá giá (AD)

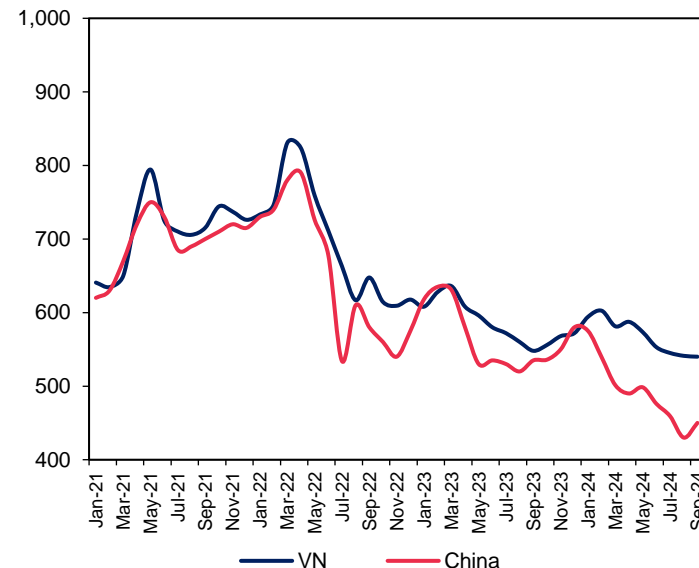
- Sản lượng xuất khẩu của Trung Quốc trong 10 tháng đầu năm 2024 tăng 23% svck năm trước, đạt 93 triệu tấn, vượt qua tổng sản lượng xuất khẩu của năm 2023 và là mức cao nhất kể từ năm 2016. Do đó, con số này có thể vượt 110 triệu tấn trong năm nay theo dự báo của Hiệp hội Thép Thế giới (WSA). Trong 10T24, thị trường thép HRC nội địa đã bị chi phối bởi thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc. Lượng nhập khẩu tăng mạnh, đạt 3.5 triệu tấn (+33% svck năm trước) vì Trung Quốc đã đẩy mạnh xuất khẩu để giải quyết tình trạng dư cung. Hơn nữa, các nhà sản xuất nước ngoài cho rằng giá của họ giảm khoảng 18%-20% so với thép trong nước, chiếm 65% tổng mức tiêu thụ, đây là lý do chính khiến thuế chống bán phá giá (AD) sẽ được áp dụng từ năm 2025 để bảo vệ sản xuất trong nước.
- Trong trường hợp áp dụng hợp thuế hiệu quả, áp lực giá có thể giảm, giúp chênh lệch giữa thép sản xuất trong nước và nhập khẩu có thể dao động từ 40 – 60 USD/tấn (-20% svck năm trước). Chúng tôi dự báo giá thép HRC trung bình đạt 556 USD/tấn (-7% svck năm trước). Trong giai đoạn 2025-2026, nhờ thuế chống bán phá giá (AD), áp lực giá sẽ giảm, và giá trung bình có thể đạt 590 USD/tấn và 634 USD/tấn (+6% và +8% svck năm trước).

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



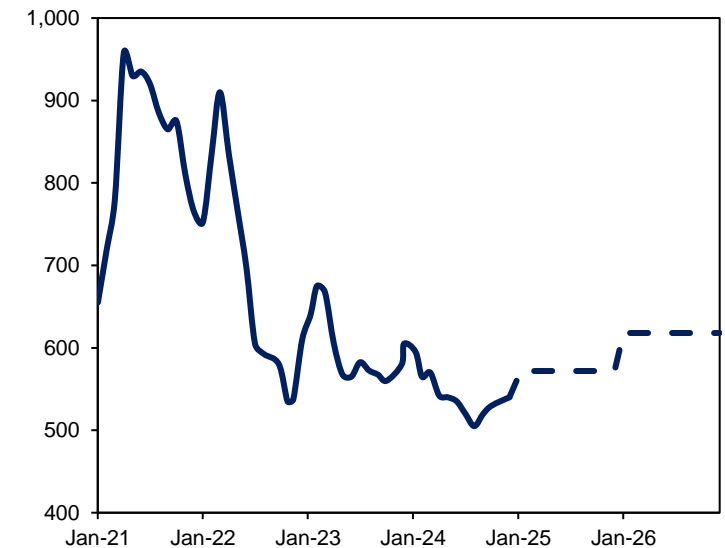
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá thép HRC của Trung Quốc và Việt Nam (Đơn vị: USD/tấn)



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự báo giá thép HRC của Việt Nam trong giai đoạn 2024 - 2026 (Đơn vị: USD/tấn)

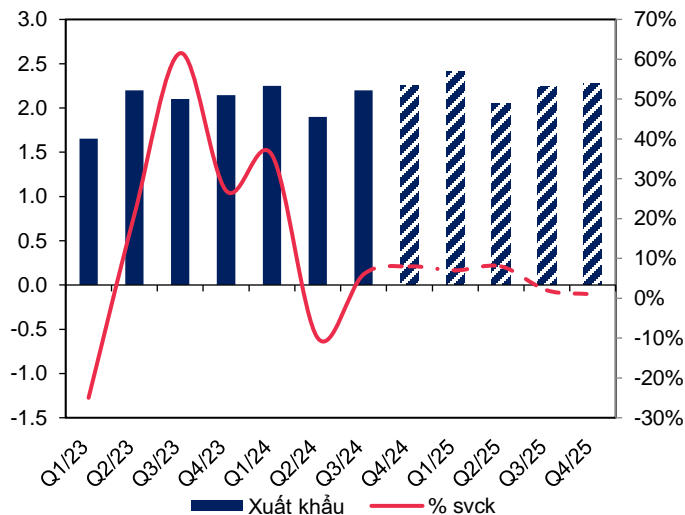


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Triển vọng thị trường thép Việt Nam: Sản lượng xuất khẩu có thể tăng nhẹ 8%/5% svck năm trước trong giai đoạn 2024/2025 nhờ vào sự phục hồi của nhu cầu.

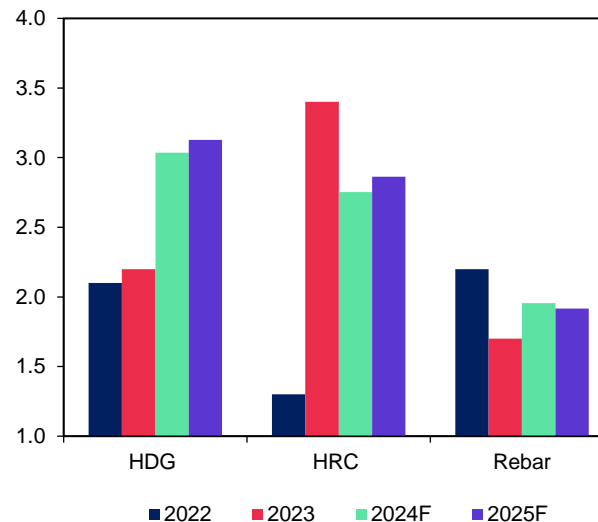
- Trong 10 tháng đầu năm 2024, sản lượng xuất khẩu đạt 7.1 triệu tấn (+6% svck năm trước) nhờ vào sự tăng trưởng của thép xây dựng (+20% svck) và thép mạ kẽm nhúng nóng (HDG: +44% svck), trong khi sản lượng HRC đạt 2.1 triệu tấn (-26% svck). Mặc dù sản lượng xuất khẩu tăng, nhưng giá xuất khẩu giảm 17% svck, xuống còn 650 USD/tấn do sự cạnh tranh gay gắt với sản phẩm xuất khẩu từ Trung Quốc. Hơn nữa, nhu cầu từ EU giảm nhẹ trong năm 2024 vì các ngành chủ chốt như Xây dựng (-3% svck) và Ô tô (-4,5% svck) đều báo cáo sự suy giảm lần lượt là -3% và -4.5% so với năm trước.
- Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu sẽ có tiềm năng tăng trưởng vừa phải trong năm 2025, nhưng điều này có thể bị hạn chế bởi thuế chống bán phá giá (AD) đối với sản phẩm HRC từ EU. Về nhu cầu, theo Hiệp hội Thép Châu Âu (Eurofer), ngành xây dựng và ô tô là những yếu tố chính đóng góp vào sự tăng trưởng. Cụ thể, các ngành này có thể báo cáo tăng trưởng 4% và 3% svck nhờ mức lãi suất thấp hỗ trợ nhu cầu. Do cả ảnh hưởng tích cực và tiêu cực đối với thị trường xuất khẩu, sản lượng có thể tăng trưởng 8%/5% trong giai đoạn 2024-2025. Đối với từng phân khúc, HDG dự báo sẽ tăng trưởng mạnh nhất trong 2024 (+35% svck) và đạt 3,2 triệu tấn.

Sản lượng xuất khẩu thép của Việt Nam (Đơn vị: triệu tấn)



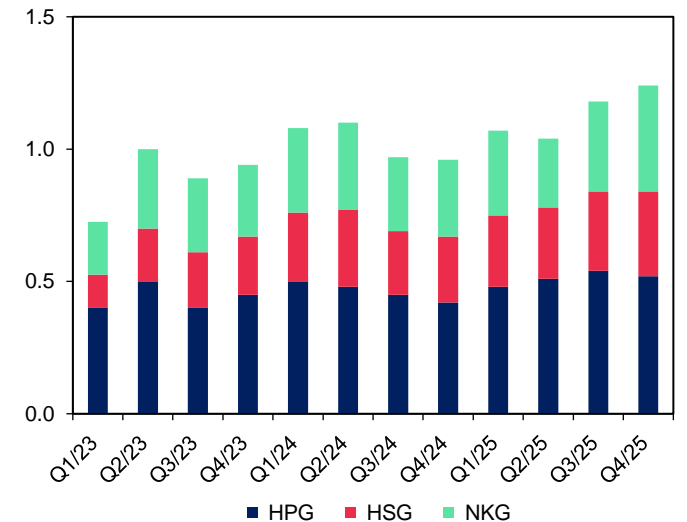
• Nguồn: VSA, MBS Research

Phân tích sản lượng xuất khẩu theo từng sản phẩm (Đơn vị: triệu tấn)



• Nguồn: WSA, MBS Research

Sản lượng xuất khẩu của các nhà sản xuất thép niêm yết (Đơn vị: triệu tấn)

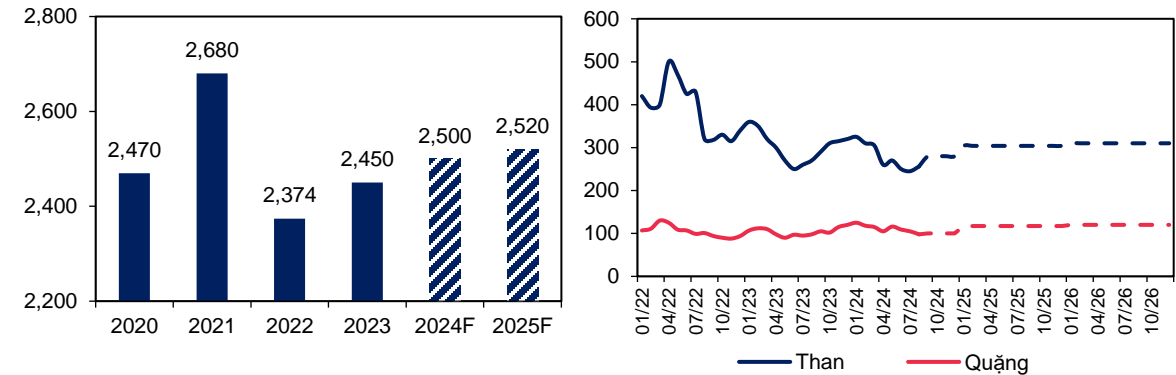


• Nguồn: VSA, MBS Research

Triển vọng thị trường thép Việt Nam: Giá nguyên liệu đầu vào giảm có thể thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép

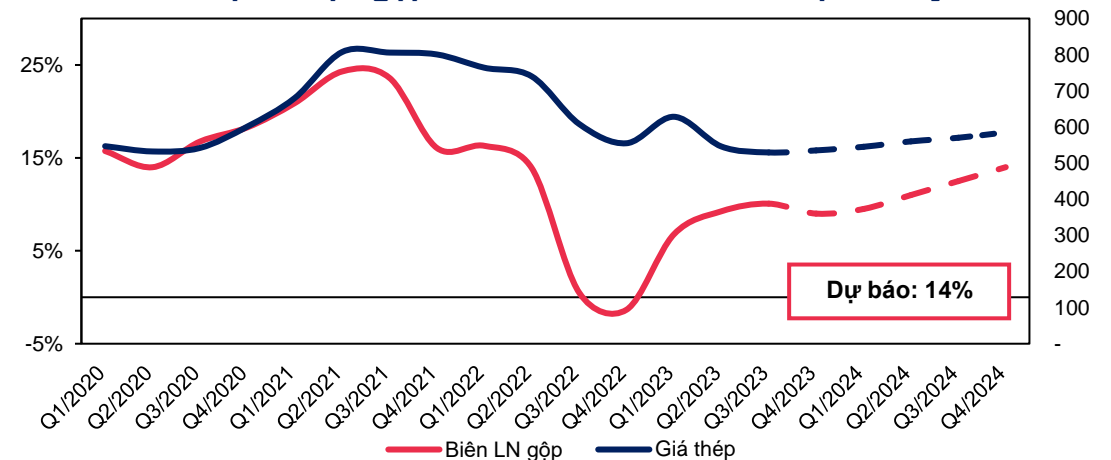
- Theo đánh giá của S&P Global, nguồn cung than và quặng toàn cầu dự báo sẽ duy trì ổn định trong bối cảnh các doanh nghiệp khai thác lớn tại Úc, Brazil và Ấn Độ tiếp tục tăng sản lượng. Hơn nữa, theo Hiệp hội Thép và Khai thác Trung Quốc, sản lượng than và quặng tiếp tục cải thiện để ổn định giá cả và hỗ trợ sự phục hồi của ngành thép. Do đó, chúng tôi đánh giá rằng giá nguyên liệu có thể giảm nhẹ trước khi tăng trở lại vào năm 2025 khi ngành thép toàn cầu phục hồi, tác động tích cực đến giá nguyên liệu.
- Sản lượng quặng sắt toàn cầu dự báo sẽ tăng nhẹ 2%, đạt 2.5 tỷ tấn. Nhờ nguồn cung ổn định và nhu cầu thép giảm tại Trung Quốc, giá quặng dự báo được kỳ vọng rằng sản lượng than cốc cũng được kỳ vọng tăng trưởng 4% trong năm 2024 khi điều kiện thời tiết ổn định tại Úc có tác động tích cực đến quá trình khai thác.
- Giá than dự báo sẽ hạ nhiệt xuống còn 300 USD/tấn (-7% svck năm trước) và 340 USD/tấn (+5% svck năm trước) trong 2024 và 2025. Vào năm 2026, chúng tôi dự báo giá quặng sẽ ổn định và giá than có thể tăng 3% svck lên 314 USD/tấn.
- Nhờ giá bán tăng mạnh hơn giá nguyên vật liệu, chúng tôi đánh giá biên lợi nhuận gộp của các DN trong ngành sẽ có sự cải thiện trong năm 2025. Chúng tôi dự báo biên LN gộp toàn ngành sẽ đạt mức 14% (tăng 1 điểm % svck).

Giá nguyên liệu đầu vào giảm nhờ vào sản lượng quặng và than ổn định



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Biên lợi nhuận gộp của các nhà sản xuất thép niêm yết



• Nguồn: Fiingroup, MBS Research

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

Đơn vị: Tỷ đồng	HPG			HSG			NKG		
	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VNĐ)	132,638	166,735	219,776	39,272	45,760	51,477	22,860	25,402	26,192
% Tăng trưởng	11.50%	25.71%	31.81%	24.08%	16.52%	12.49%	22.93%	11.12%	3.11%
LN gộp	18,402	26,038	33,737	4,253	5,141	6,080	1,867	1,821	2,022
Biên LN gộp (%)	13.87%	15.62%	15.35%	10.83%	11.23%	11.81%	8.17%	7.17%	7.72%
EBITDA	22,393	32,118	39,477	2,906	2,379	2,821	1,412	1,381	1,629
Biên EBITDA (%)	16.88%	19.26%	17.96%	7.40%	5.20%	5.48%	6.18%	5.44%	6.22%
Lợi nhuận ròng	11,864	18,035	23,577	510	869	1,324	606	657	836
% Tăng trưởng	73.57%	52.02%	30.73%	1600.0%	70.3%	52.4%	416.34%	8.30%	27.34%
EPS (VNĐ/CP)	1,943	2,820	3,686	828	1,376	1,949	5,053	5,091	5,230
BVPS (VNĐ/CP)	16,132	16,952	17,638	17,687	18,731	18,888	2,303	2,494	3,175
Tiền mặt ròng/CP	-12,477	-12,818	-13,094	-2,500	-2,350	-2,250	-2,541	-2,257	-2,346
D/E	71.60%	72.72%	71.96%	49.23%	46.74%	41.03%	86.91%	77.68%	74.82%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.80%	2.10%	2.10%	2.50%	3.50%	4.10%	4.00%	4.10%	2.60%
ROAE (%)	11.5%	17.0%	21.3%	4.68%	7.17%	9.85%	10.34%	10.46%	11.70%
ROAA (%)	6.1%	8.8%	11.0%	2.61%	4.09%	5.94%	4.58%	5.14%	4.76%

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích HPG, HSG và NKG

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)	Khuyến nghị	Nhận xét
HPG	33,500	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> - HPG là công ty hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi nhờ nhu cầu mạnh mẽ trong các phân khúc thép xây dựng (rebar) và thép cán nóng (HRC). Giai đoạn tăng trưởng dự kiến sẽ bắt đầu từ năm 2025 với sự đóng góp từ tín hiệu tích cực của ngành xây dựng. Sự gia tăng cung cấp nhà ở và đầu tư công sẽ mang lại tác động tích cực đến doanh số bán thép cuộn. Về khối lượng thép cán nóng, chúng tôi dự báo nhờ vào thuế chống bán phá giá (AD) và dự án Khu phức hợp Dung Quất 2, khối lượng có thể tăng 40% svck, đạt 4,4 triệu tấn. - Kết quả của việc giảm áp lực từ xuất khẩu của Trung Quốc và nhu cầu mạnh mẽ trong nước, giá thép cuộn và thép cán nóng sẽ phục hồi 7%/6% vào năm 2025. Nhờ vào sự tăng trưởng của giá cao hơn chi phí nguyên liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) dự báo sẽ cải thiện 1 điểm phần trăm lên 15.2%. Vì vậy, lợi nhuận ròng (NP) có thể đạt 17,995 tỷ VND (+39% svck). - HPG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 1.6 và 10.2 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 2.2 và 12.5).
HSG	24,800	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> - HSG là công ty hưởng lợi từ chu kỳ phục hồi nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường trong nước. Khối lượng bán hàng có thể tăng 6% svck, đạt 2.1 triệu tấn nhờ vào sự phát triển trong nước và thuế chống bán phá giá (AD). - Kết quả của việc giảm áp lực từ xuất khẩu của Trung Quốc và nhu cầu mạnh mẽ trong nước, giá thép mạ kẽm nhúng nóng (HDG) sẽ phục hồi 6% svck vào năm 2025 và đạt 984 USD/tấn. Nhờ vào sự tăng trưởng của giá cao hơn chi phí nguyên liệu, tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) dự báo sẽ cải thiện 0.4 điểm phần trăm lên 11.2%. Vì vậy, lợi nhuận ròng (NP) có thể đạt 869 tỷ VND (+70% svck). - HSG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 0.9 và 10.5 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 1.2 và 12.0).
NKG	24,500	Khả quan	<ul style="list-style-type: none"> - Mặc dù thị trường xuất khẩu có thể chỉ phục hồi nhẹ do áp lực từ thuế chống bán phá giá (AD), chúng tôi kỳ vọng thị trường trong nước sẽ là động lực chính cho sự tăng trưởng khối lượng bán hàng. Tổng khối lượng dự báo sẽ đạt 1.1 triệu tấn (+6% svck), nhờ vào sự tăng trưởng của sản xuất trong nước (+8% svck). - Do sự phục hồi nhu cầu từ EU, chúng tôi dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng 5% svck, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp (GPM) cải thiện lên 8.1%, và lợi nhuận ròng (NP) dự kiến sẽ đạt 656 tỷ VND (+18% svck). - NKG hiện đang được định giá thấp hơn so với mức trung bình của các chu kỳ trước: Chỉ số P/B và P/E hiện tại lần lượt đạt 0.8 và 9.5 (dưới mức trung bình của 2 chu kỳ trước là 1.1 và 11.0).

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích HPG, HSG và NKG

Công ty	Bloomberg	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa thị trường	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
		VND/cp	VND/cp			VND bn	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F
Hoa Phat Group	HPG VN	27,600	33,500	Khả quan	19,880	23.4	13.5	1.7	1.6	3.8%	6.6%	7.2%	12.5%
Hoa Sen Group	HSG VN	18,800	24,800	Khả quan	16,676	130.2	23.8	1.3	0.2	0.5%	3.4%	1.2%	4.5%
Nam Kim Group	NKG VN	19,500	24,600	Khả quan	250	50.1	25.1	1.2	1.1	0.9%	3.2%	3.11	7.3%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	32,800	N/A	KKN	185	29.3	27.5	1.9	1.7	2.4%	4.2%	4.1%	5.5%
Dong A Group	GDA VN	27,200	N/A	KKN	150	7.3	6.5	0.9	0.8	5.4%	6.2%	7.1%	8.5%
Trung bình						37.6	16.6	1.1	0.9	5.6%	6.4%	6.0%	8.7%

Nguồn: Bloomberg



4

TRIỂN VỌNG NGÀNH | BĐS Khu công nghiệp

Thuận nước đẩy thuyền

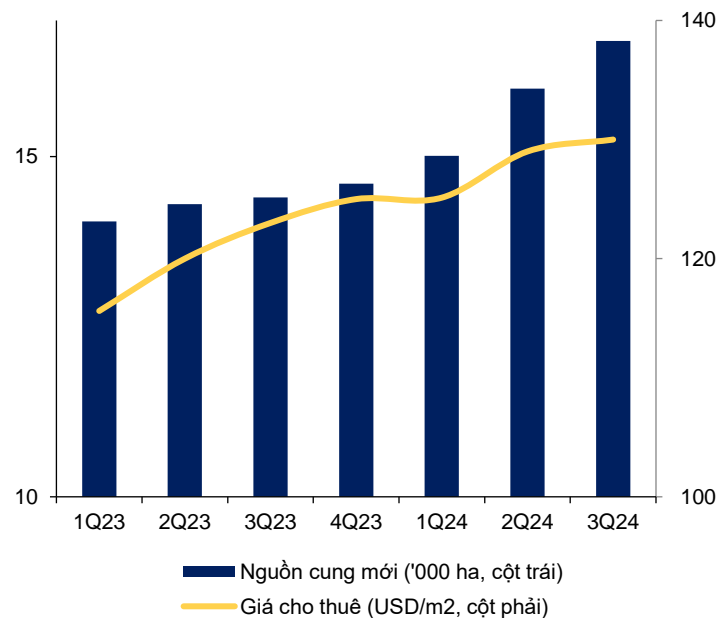
[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

Tổng quan 2024: Giá đất KCN phía Bắc tăng chậm

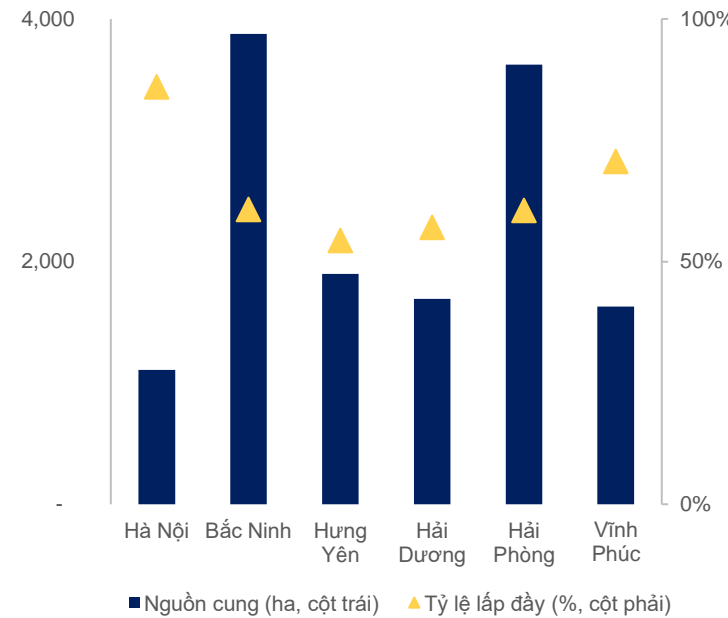
- Theo Cushman & Wakefield (CW), tính đến Q3/24, nguồn cung đất KCN tại thị trường phía Bắc đạt 16.7 nghìn ha, tăng 16.0% svck, chủ yếu từ các tỉnh Bắc Ninh, Hải Dương, Hải Phòng, Vĩnh Phúc, cung cấp khoảng 1,274 ha. Tỷ lệ lấp đầy đạt 68%, giá cho thuê sơ cấp trung bình tăng nhẹ 5.7% svck, đạt 130 USD/m². Nhu cầu thuê tăng cao, một số KCN tại Bắc Ninh và Hưng Yên thậm chí tăng giá thuê hơn 10% trong Q3/24. Nhờ có vị trí thuận lợi, cơ sở hạ tầng hoàn thiện và dòng vốn đầu tư tăng trưởng tốt, diện tích đất KCN cho thuê đạt khoảng 450 ha, dẫn đầu là các tỉnh Bắc Ninh, Quảng Ninh và Hải Dương.
- Tổng nguồn cung xây sẵn đạt 4.5 triệu m², chiếm 30% nguồn cung cả nước, với 61% từ nhà xưởng và 39% từ nhà kho. Bắc Ninh dẫn đầu với 40% nguồn cung, tiếp theo là Hải Phòng với 33% thị phần. Tỷ lệ lấp đầy chung đạt 80%. Giá thuê trung bình là 5 USD/m²/tháng, với giá thuê cao được ghi nhận ở Bắc Ninh và Hải Phòng.

Nguồn cung và giá thuê trung bình



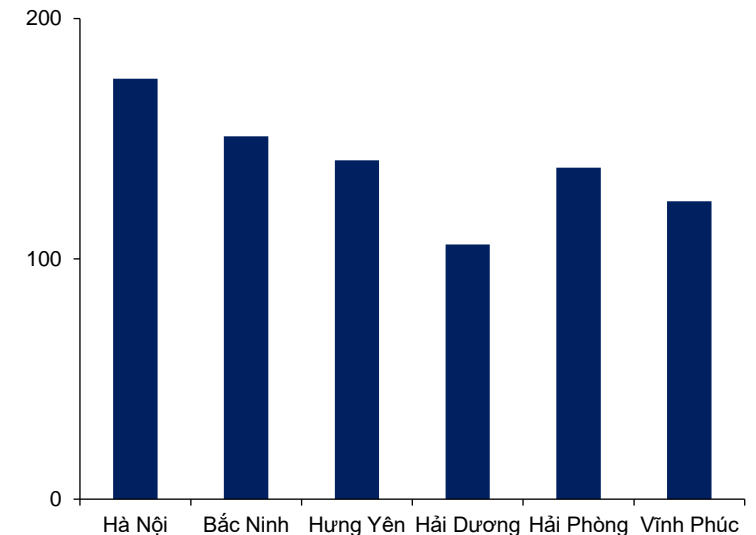
• Nguồn: CW, MBS Research

Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy



• Nguồn: CW, MBS Research

Giá thuê đất KCN

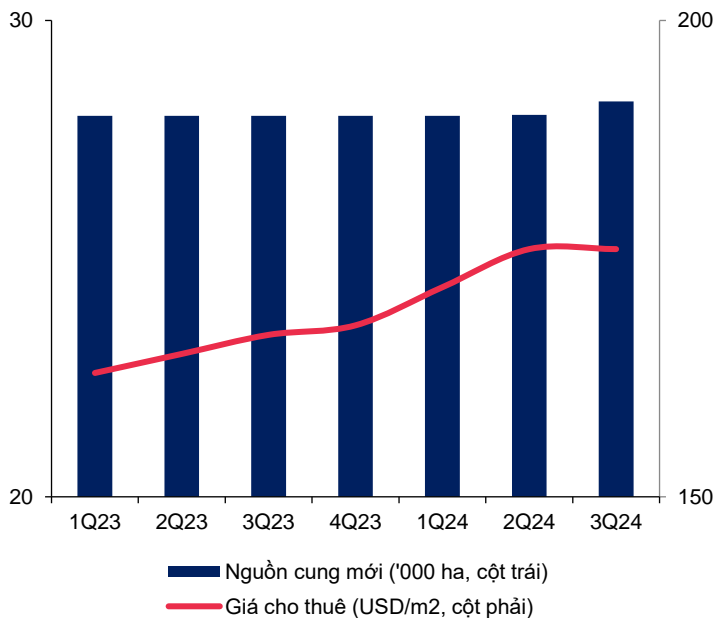


• Nguồn: CW, MBS Research

Tổng quan 2024: Nguồn cung mới hạn chế tại thị trường phía Nam

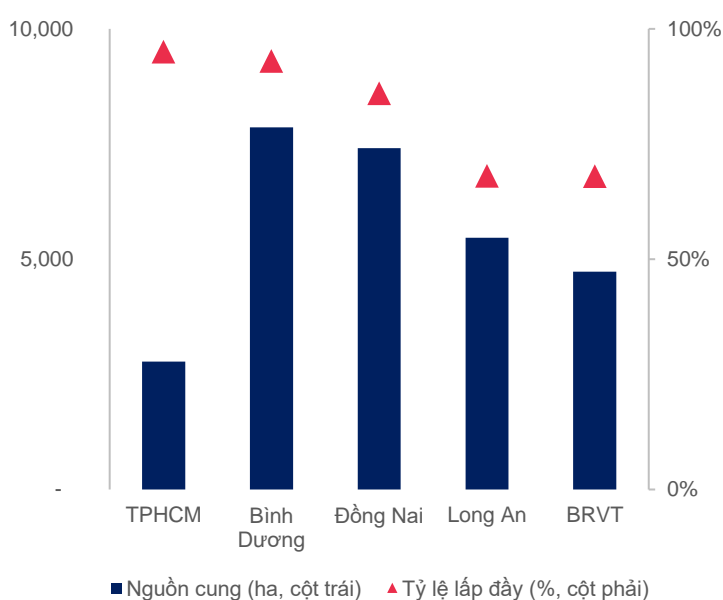
- Theo báo cáo của CW, tính đến Q3/24, nguồn cung đất KCN tại khu vực phía Nam tăng 1.6% svck, đạt 28,300 ha, tỷ lệ lấp đầy khoảng 82%. Giá cho thuê sơ cấp trung bình đạt 176 USD/m², không thay đổi so với quý trước, nhưng tăng 5.6% scvk. Long An và Bà Rịa - Vũng Tàu là hai tỉnh dẫn đầu về diện tích cho thuê. Khách thuê chủ yếu đến từ các ngành như Máy móc thiết bị, Nhựa và Dược phẩm.
- Nguồn cung xây sẵn đạt 10.6 triệu m², trong đó nhà xưởng chiếm 49% và nhà kho chiếm 51%. Khu vực này đạt tỷ lệ lấp đầy 80%, với giá thuê trung bình là 4.4 USD/m²/tháng. Điều này có được là bởi lĩnh vực sản xuất tăng trưởng mạnh mẽ, tiếp tục mở rộng nhờ các chính sách thuận lợi và đầu tư chiến lược. Ngoài ra, nhu cầu cao về không gian hậu cần, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng nhanh chóng của thương mại điện tử và mức tiêu thụ ngày càng tăng trong khu vực, càng hỗ trợ cho xu hướng tích cực này.

Nguồn cung và giá thuê trung bình



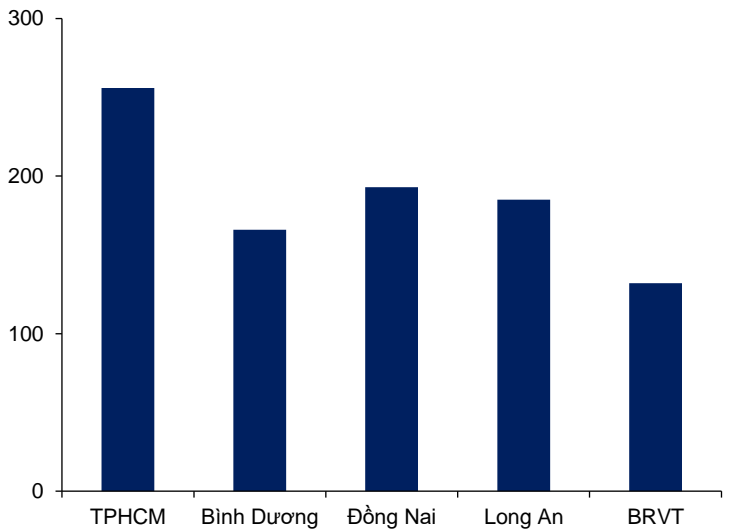
• Nguồn: CW, MBS Research

Nguồn cung và tỷ lệ lấp đầy



• Nguồn CW, MBS Research

Giá cho thuê đất

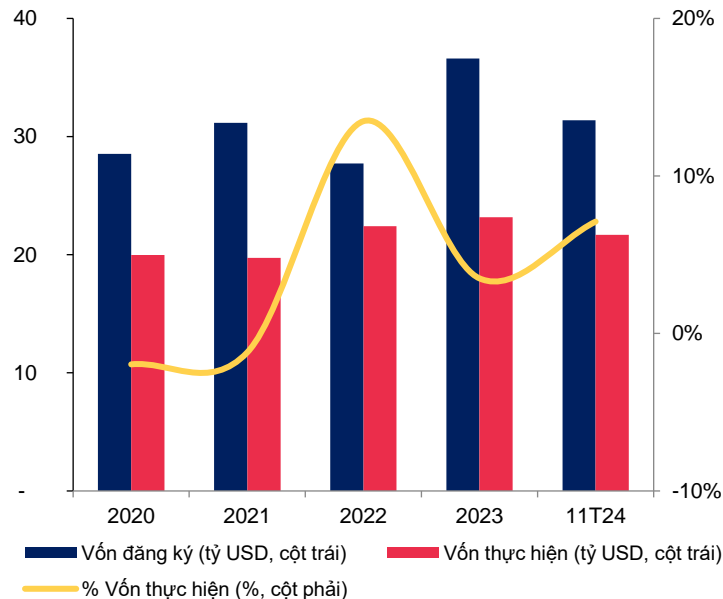


• Nguồn: CW, MBS Research

Triển vọng 2025: Tận dụng dòng vốn FDI chảy vào mạnh mẽ

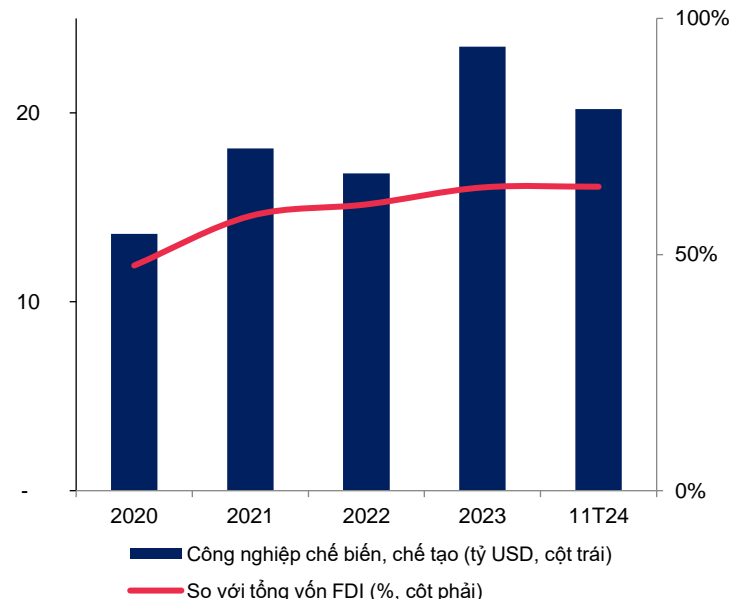
- Theo Bộ Kế hoạch & Đầu tư (KHĐT), trong 11T24, vốn FDI đăng ký và thực hiện lần lượt đạt 31.4 tỷ USD (+1% svck) và 21.7 tỷ USD (+7.1% svck). Đây là mức tăng trưởng tốt trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn khi nhiều quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ.
 - Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục dẫn đầu trong việc thu hút vốn FDI, chiếm 64% tổng vốn FDI vào Việt Nam, tiếp theo là kinh doanh bất động sản với 18%;
 - Bắc Ninh và Quảng Ninh là hai tỉnh dẫn đầu về thu hút vốn FDI, lần lượt đạt 5.0 tỷ USD (+210% svck) và 2.3 tỷ USD (-26% svck).
- Nhìn chung, dòng vốn FDI tiếp tục là điểm sáng trong năm 2024, tuy nhiên chúng tôi quan sát thấy dòng vốn chảy vào có dấu hiệu chậm lại khi các doanh nghiệp nước ngoài chờ đợi kết quả bầu cử tại Mỹ và các chính sách mới ở Việt Nam. Chúng tôi cho rằng thu hút vốn FDI tại Việt Nam khó đạt được mục tiêu 39-40 tỷ USD trong năm nay.

Dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam từ năm 2020



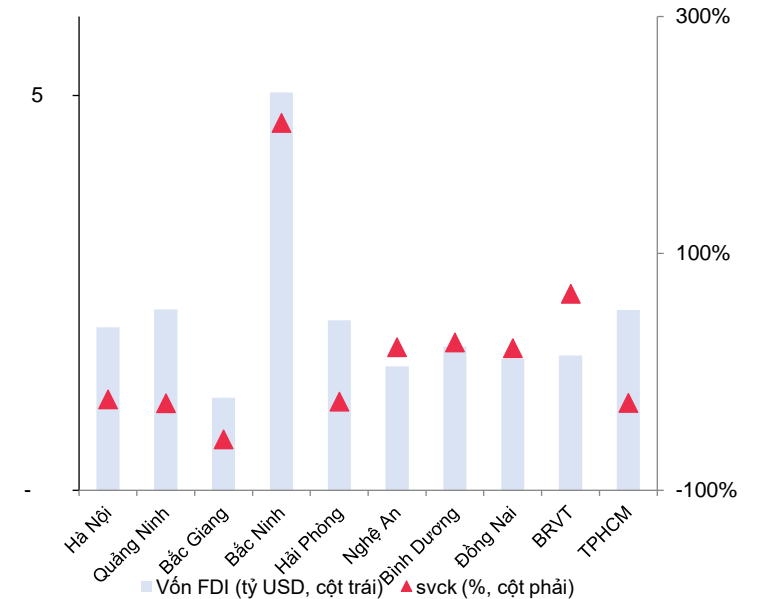
• Nguồn: Bộ KHĐT, MBS Research

Vốn đăng ký mới theo ngành



• Nguồn: Bộ KHĐT, MBS Research

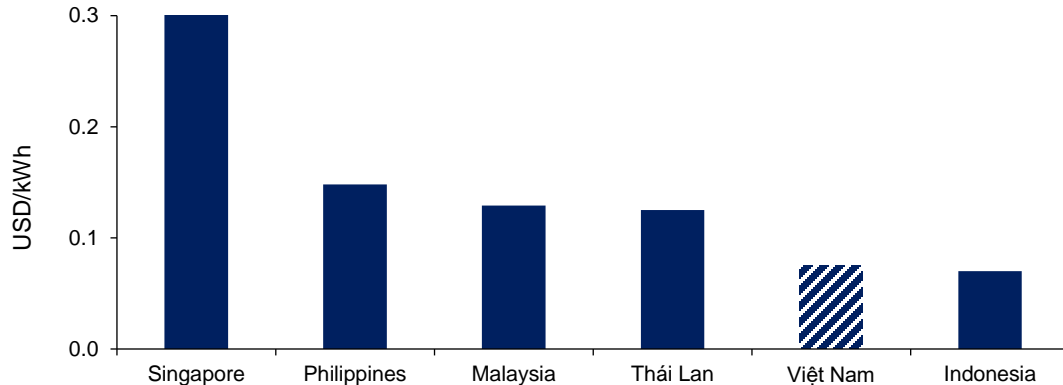
Vốn đăng ký mới theo tỉnh



• Nguồn: Bộ KHĐT, MBS Research

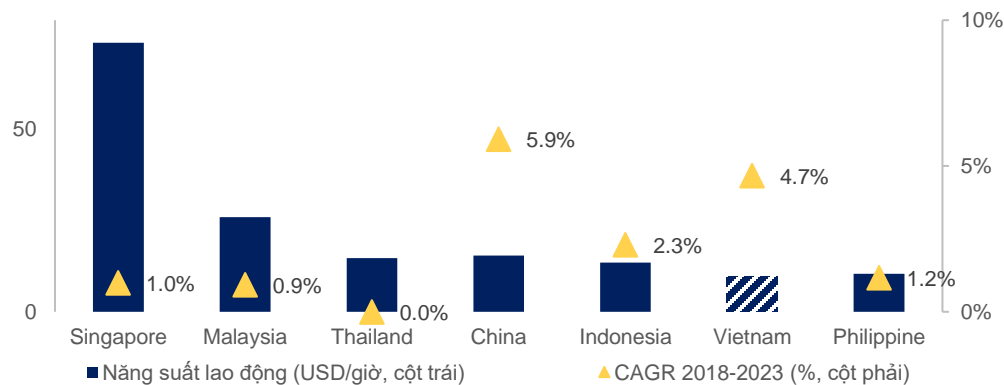
Triển vọng 2025: Việt Nam được đánh giá là điểm đến hàng đầu cho xu hướng dịch chuyển khỏi Trung Quốc nhờ vào vị trí chiến lược trong chuỗi cung ứng và sự cởi mở trong cả lĩnh vực kinh tế lẫn chính trị.

Giá bán điện cho đơn vị sản xuất kinh doanh



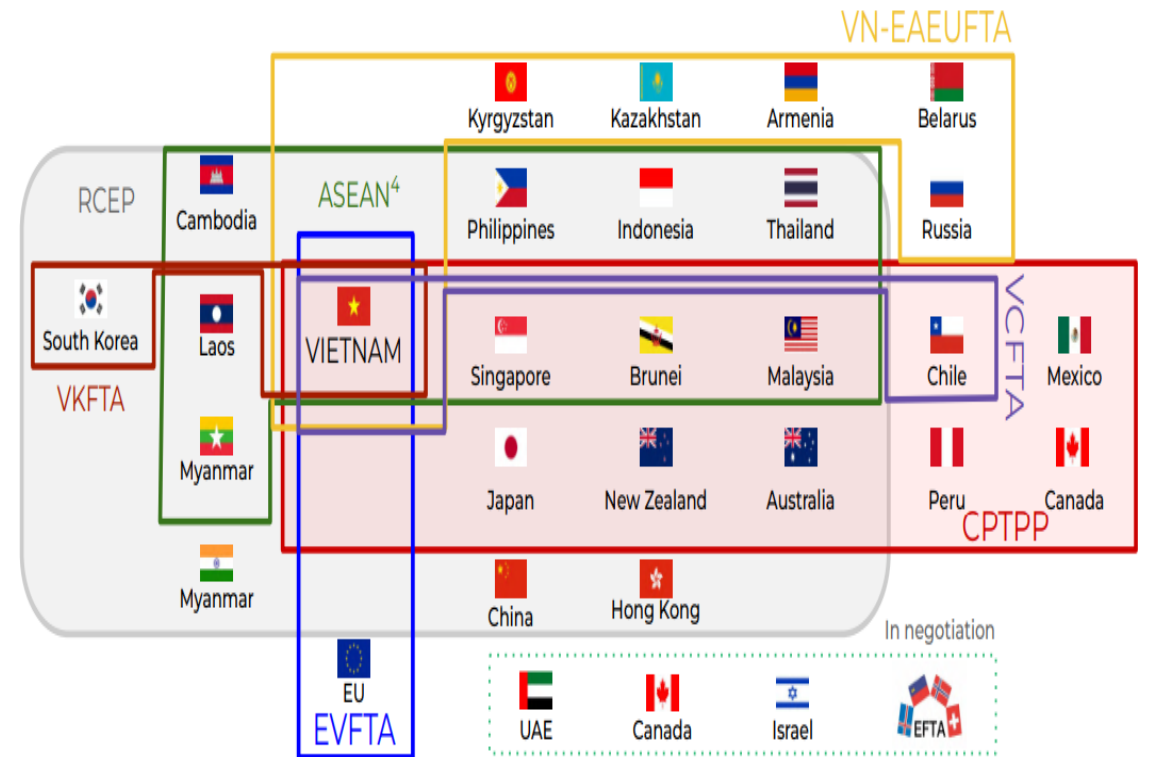
• Nguồn: Global Petro Prices, MBS Research

Năng suất lao động



• Nguồn: Tổ chức Lao động Quốc tế, MBS Research

Việt Nam đang khẳng định vị thế của mình trong thương mại toàn cầu thông qua việc hình thành nhiều liên minh chiến lược và các hiệp định thương mại tự do (FTA)



• Nguồn: Bộ KHĐT, MBS Research

Triển vọng 2025: Thị trường phía Bắc hấp dẫn nhờ cơ sở hạ tầng cải thiện và giá cho thuê cạnh tranh

- Các tỉnh phía Bắc có vị trí chiến lược, tiếp cận thị trường trong nước và quốc tế. Hành lang kinh tế phía Nam của Trung Quốc, kết nối với miền Bắc Việt Nam, bao gồm các tỉnh/thành phố như Thượng Hải, Hồng Kông và Quảng Đông. Khu vực phía Bắc có cơ sở hạ tầng được cải thiện, bao gồm đường cao tốc và ba cảng chính: Cảng Hải Phòng, Cảng nước sâu Lạch Huyện và Cảng Cái Lân. So với các tỉnh phía Nam, các tỉnh phía Bắc có nhiều quỹ đất hơn và giá đất phải chăng hơn.
- Khu vực phía Bắc chiếm khoảng 61% tổng chiều dài đường cao tốc của Việt Nam, bao gồm tuyến cao tốc hiện đại và dài nhất cả nước, tuyến cao tốc Lào Cai – Quảng Ninh (khoảng 600 km). Hệ thống cảng biển tại Hải Phòng, Quảng Ninh, Thái Bình và Nam Định, cùng với sân bay quốc tế Nội Bài và Cát Bi, tạo điều kiện kết nối toàn khu vực. Nhiều tuyến cao tốc liên vùng nối các KCN tới Hà Nội và biên giới Trung Quốc càng làm tăng sức hút của khu vực này đối với các nhà đầu tư nước ngoài.
- Giá cho thuê trung bình tại khu vực phía Bắc thấp hơn 26% so với khu vực phía Nam. Chúng tôi kỳ vọng giá cho thuê tại các tỉnh phía Bắc sẽ tăng khoảng 5-10% mỗi năm.
- Theo Cushman & Wakefield, từ nay đến năm 2027, thị trường phía Bắc sẽ có thêm khoảng 4,700 ha đất KCN. Trong đó, Hải Phòng và Hưng Yên chiếm lần lượt 27% và 23% tổng nguồn cung mới. Nhờ nhu cầu tốt, giá đất KCN tại đây dự kiến sẽ tiếp tục tăng.

Cơ sở hạ tầng đang triển khai xây dựng tại KVPB

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian triển khai	Khu vực hưởng lợi
Vành đai 4 giai đoạn 1	85,800	2022-2028	Hà Nội, Hưng Yên, Bắc Ninh, Bắc Giang và tỉnh Phúc

Cao tốc Hoà Bình – Mộc Châu 9,997 2022-2028 Hà Nội, Hoà Bình, Sơn La

• Nguồn: MBS Research

Dự án KCN mới trọng điểm tại KVPB

KCN	Vị trí	Diện tích (ha)	Nhà phát triển KCN
Mỹ Thuận	Nam Định	158.4	Đại Phong
Deep C II	Quảng Ninh	1,193	Bắc Tiên Phong
Industrial Center YP2C	Bắc Ninh	13.6	GELEX và Frasers Property
Công nghệ cao Hoà Lạc 2	Hà Nội	277	Vinaconex
Gia Bình II	Bắc Ninh	250	Hanaka Group
Sông Lô II	Vĩnh Phúc	165.65	VPID
Tam Dương SHI	Vĩnh Phúc	162.33	Sơn Hà Group

• Nguồn: MBS Research

Triển vọng 2025: Thị trường phía Nam được bổ sung nguồn cung mới

- Sự hiện diện của sân bay Tân Sơn Nhất và sân bay Cần Thơ, cùng với mạng lưới quốc lộ và đường cao tốc, đảm bảo khả năng kết nối tốt, mang lại khả năng tiếp cận dễ dàng cả thị trường trong nước và quốc tế. Các dự án nổi bật trong tương lai bao gồm cao tốc Bến Lức – Long Thành, Biên Hòa – Vũng Tàu, TP.HCM – Chơn Thành – Thủ Dầu Một, đường Vành đai 3 và Vành đai 4.
- Đến cuối Q3/24, bốn tỉnh công nghiệp lớn (Bình Dương, Đồng Nai, Long An và Bà Rịa - Vũng Tàu) đã có quy hoạch tỉnh giai đoạn 2021-2030. Nhờ đó, thị trường BDS KCN tại phía Nam sẽ được bổ sung nhiều KCN mới, với gần 6,000 ha diện tích đất KCN từ nay đến năm 2027.
- Theo CW, NXXS sẽ có nguồn cung mới khoảng 1.0 triệu m² trong giai đoạn 2024-2027. Trong bối cảnh nhu cầu NXXS yếu, xu hướng chuyển đổi từ NKXS sang NXXS có thể sẽ tiếp tục diễn ra, dẫn đến nguồn cung NXXS tăng lên
- Từ nay đến năm 2027, thị trường sẽ đón nhận khoảng 1.9 triệu m² NKXS. Tuy nhiên, để thích nghi với điều kiện thị trường, các nhà phát triển có thể cần cân nhắc chuyển đổi dự án NKXS sang NXXS, đồng thời đưa ra các chính sách cạnh tranh để thu hút khách hàng.

Cơ sở hạ tầng đang triển khai xây dựng tại KVPN

Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian triển khai	Khu vực hưởng lợi
Vành đai 3	75,378	2023 - 2026	TPHCM, Bình Dương, Đồng Nai, Long An
Sân bay Quốc tế Long Thành giai đoạn 1	110,000	2022 - 2026	Đồng Nai, BR-VT, TPHCM
Hệ thống đường cao tốc phía Nam	93,000	Khởi công 2023	TPHCM, Vũng Tàu, Bình Dương, Cần Thơ
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	31,320	2014 - 2025	TPHCM, Long An, Đồng Nai

• Nguồn MBS Research

Dự án KCN mới trọng điểm ở KVPN

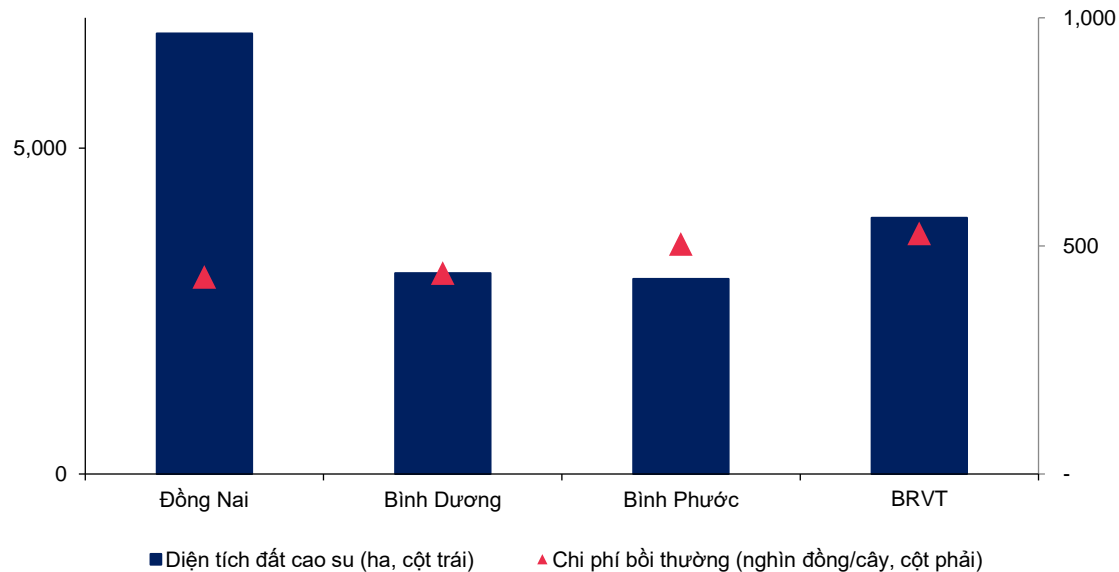
KCN	Vị trí	Diện tích (ha)	Nhà phát triển KCN
Bàu Cạn – Tân Hiệp	Đồng Nai	2,627	Tân Hiệp
Xuân Quế – Sông Nhạn	Đồng Nai	3,595	Xuân Quế
VSIP III Bình Dương	Bình Dương	1,000	VSIP
Phạm Văn Hai I&II	TPHCM	668	Chưa xác định
Amata City Long Thành	Đồng Nai	410.31	Amata Long Thành
VSIP Cần Thơ	Cần Thơ	293.7	VSIP

• Nguồn: MBS Research

Chuyển đổi đất cao su sang đất KCN tại KVPN

- Trong giai đoạn 2021-2030, nguồn cung đất KCN tại KVPN đến từ việc chuyển đổi đất cao su. Việc này tạo ra nguồn cung mới trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy tại đây đang ở mức cao, như tỷ lệ tại Bình Dương là 93% và Đồng Nai là 86%.
- Chuyển đổi đất cao su có các lợi thế như diện tích đất lớn, giải phóng mặt bằng nhanh và chi phí thấp. Tuy nhiên, còn nhiều hạn chế trong việc thu hút dòng vốn FDI, bao gồm: (1) vị trí địa lý không thuận lợi vì xa các thành phố lớn, sân bay, cảng biển (2) hệ thống hạ tầng không đồng bộ làm tăng chi phí đầu tư và (3) nhu cầu tiêu thụ cao su tăng cao có thể làm chậm tiến độ chuyển đổi.
- Luật Đất đai sửa đổi dự kiến sẽ rút ngắn thủ tục bồi thường đất, tuy nhiên chi phí bồi thường đất có khả năng tăng cao hơn trước.
- Các doanh nghiệp hưởng lợi trong lĩnh vực chuyển đổi đất cao su thành đất KCN bao gồm GVR, DPR và PHR.

Diện tích đất cao su và chi phí đền bù



• Nguồn MBS Research

Một số KCN được chuyển đổi từ đất cao su

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)	Nhà phát triển KCN
Minh Hưng III mở rộng	Bình Phước	578	Cao su Bình Long
Bắc Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	317	KCN Bắc Đồng Phú
Nam Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	480	KCN Bắc Đồng Phú
VSIP III	Bình Dương	1,000	VSIP
Tân Lập I	Bình Dương	202	Cao su Phước Hoà
Rạch Bắp mở rộng	Bình Dương	639	An Điền
Bàu Xéo II	Đồng Nai	380	Thống Nhất
Phước Bình II	Đồng Nai	294	Cường Thuận IDICO
Long Đức III	Đồng Nai	244	Long Đức
Xuân Quế-Sông Nhạn	Đồng Nai	3,595	Xuân Quế
Bàu Cạn-Tân Hiệp	Đồng Nai	2,627	Tân Hiệp

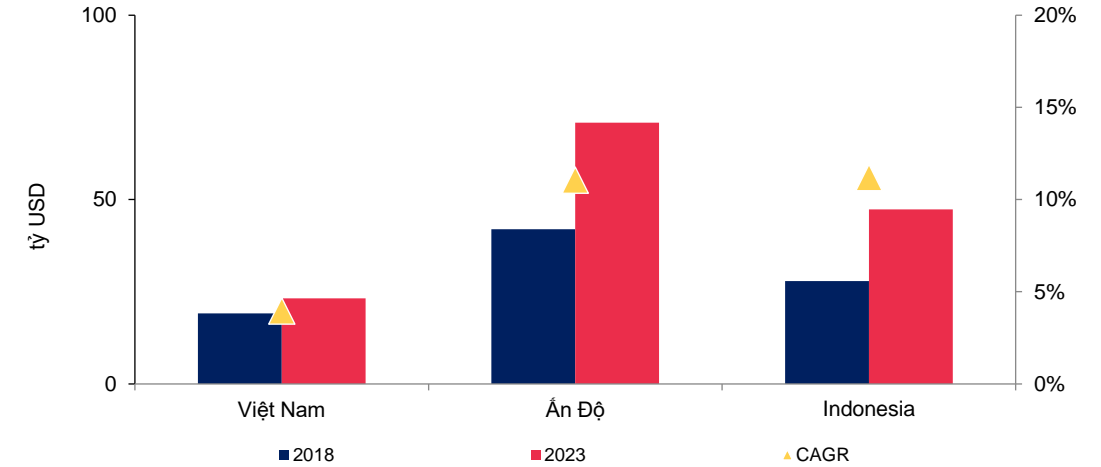
• Nguồn: MBS Research

Rủi ro chính đối với ngành

- Gia tăng cạnh tranh trong việc thu hút vốn FDI với các quốc gia khác:** Hai đối thủ chính của Việt Nam là Ấn Độ và Indonesia. Để thu hút FDI sau đại dịch, Ấn Độ đã dành ra quỹ đất sạch 460 nghìn ha, đầu tư 1,500 tỷ USD cho cơ sở hạ tầng, miễn giảm thuế cho các dự án đầu tư mới. Nhiều doanh nghiệp FDI lớn như Samsung, Apple, Pegatron đang tăng cường đầu tư vào quốc gia này. Indonesia thu hút nhiều FDI nhờ sự phát triển của lĩnh vực sản xuất pin xe điện, lĩnh vực điện toán đám mây. Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của vốn FDI tại Ấn Độ và Indonesia trong giai đoạn 2018-2023 lần lượt đạt 11,0% và 11,2%, trong khi Việt Nam chỉ đạt 4%
- Nguy cơ thiếu điện trong giờ cao điểm:** Nhu cầu tiêu thụ điện tăng nhanh có thể khiến Việt Nam thiếu khoảng 2.500 MW vào giờ cao điểm. Rủi ro thiếu điện có thể ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của các nhà đầu tư nước ngoài tại Việt Nam.
- Chính sách thuế tối thiểu toàn cầu:** Việt Nam đã thông qua Nghị quyết về thuế tối thiểu toàn cầu (15%), có hiệu lực từ đầu năm 2024. Theo đó, các công ty nước ngoài có doanh thu trên 750 triệu euro đang được hưởng ưu đãi thuế tại Việt Nam sẽ phải nộp thêm thuế lên tới 15%. Chúng tôi cho rằng chính sách này có thể ảnh hưởng đến các chính sách ưu đãi thuế, quỹ đầu tư và khả năng cạnh tranh thu hút vốn FDI vào việc phát triển các ngành công nghệ cao tại Việt Nam.

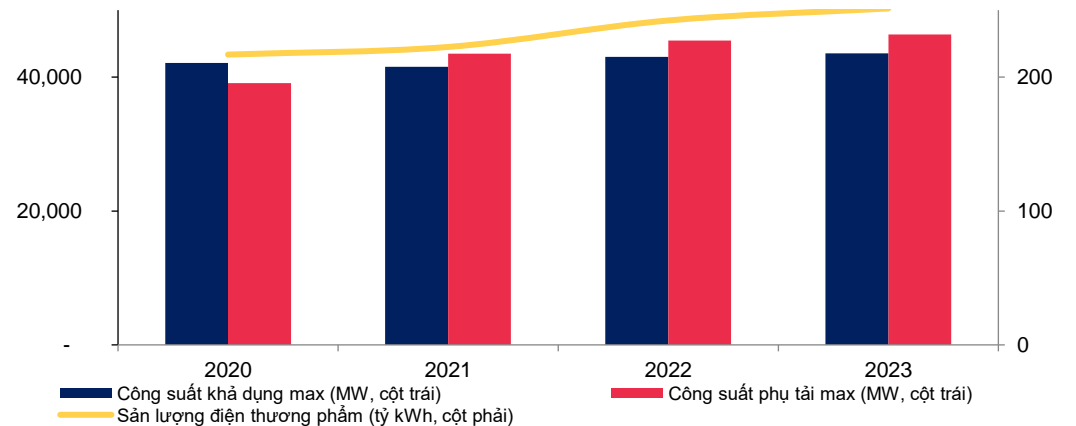
Vào ngày 11/12/2024, Chính phủ đã đề xuất thành lập Quỹ Hỗ trợ Đầu tư với chính sách mạnh mẽ để thu hút nhà đầu tư nước ngoài lớn trong lĩnh vực chất bán dẫn và AI khi áp dụng chính sách thuế tối thiểu toàn cầu.

Ấn Độ và Indonesia đang cạnh tranh với Việt Nam trong việc thu hút vốn FDI



• Nguồn: MBS Research

Việt Nam đối mặt với nguy cơ thiếu hụt điện vào giờ cao điểm



• Nguồn: EVN, MBS Research

KQKD 9T24

Công ty	Diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê (USD/m ²)	KQKD 9T24
BCM	3,000	88%	150-210	Doanh thu đạt 3.195 tỷ đồng (+6% svck), trong đó doanh thu cho thuê đất KCN và dân cư đạt 1.990 tỷ đồng (+6% svck). Biên lợi nhuận gộp tăng 10 điểm phần trăm lên 80%, nhờ BCM bàn giao đất tại khu tái định cư Bàu Bàng với chi phí bồi thường thấp. Thu nhập từ công ty liên doanh và liên kết đạt 765 tỷ đồng, gấp 3,5 lần so với 9T23, chủ yếu nhờ lợi nhuận phân phối từ VSIP. Lợi nhuận ròng đạt 736 tỷ đồng (+89% svck), hoàn thành 33% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.
KBC	2,200	60%	130-190	Doanh thu đạt 1.994 tỷ đồng (-58% svck) và lợi nhuận ròng đạt 352 tỷ đồng (-82% svck), hoàn thành 10% kế hoạch lợi nhuận năm 2024. Nguyên nhân sụt giảm là do: (1) Doanh thu cho thuê đất KCN giảm 76% svck vì diện tích bàn giao đất KCN chỉ đạt 29.7 ha trong 9T24, thấp hơn nhiều so với 131.8 ha trong 9T23. (2) Biên lợi nhuận gộp của mảng KCN giảm 19 điểm phần trăm. Mảng bất động sản dân cư lại tăng trưởng tốt nhờ đóng góp từ các dự án NOXH Nénh và khu đô thị Tràng Duệ.
IDC	2,800	66%	100-160	Doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 6.891 tỷ đồng (+38% svck) và 1.639 tỷ đồng (+95% svck), hoàn thành 93% kế hoạch lợi nhuận năm 2024. Doanh thu cho thuê đất KCN tăng 52% svck nhờ bàn giao 90 ha đất KCN với giá cho thuê trung bình đạt 135 USD/m ² . Biên lợi nhuận gộp mảng KCN được cải thiện nhờ bàn giao đất tại KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng có biên lợi nhuận gộp cao trên 70%. Doanh thu từ bất động sản dân cư tăng 567% svck, nhờ việc chuyển nhượng đất cho Aeon và khởi động dự án Bắc Châu Giang. Doanh thu điện tăng trưởng 14% svck nhờ vận hành trạm biến áp Hựu Thanh GD1 (63 MVA).
SZC	1,100	54%	100	Doanh thu đạt 641 tỷ đồng (+15% svck) và lợi nhuận ròng đạt 227 tỷ đồng (+39% svck), gần như hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2024. Doanh thu cho thuê đất KCN tăng 23% svck nhờ các hợp đồng lớn với SNZ, D2D, và HPG. Một số khách thuê lớn đã ký hợp đồng MOU tại thời điểm cuối Q3/24 gồm Tripod Việt Nam, Steel Builder. Giá cho thuê đất tại KCN Châu Đức đã tăng mạnh 25% so với thời điểm đầu năm., đạt 100 USD/m ² . Ngược lại, kinh doanh BĐS lại không mấy khả quan, doanh thu từ bất động sản dân cư giảm 69% svck do nhu cầu thị trường yếu.

• Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

	KBC				BCM				IDC				SZC			
	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	5,618	4,411	6,187	7,932	7,883	6,549	6,422	6,883	7,237	8,556	8,961	10,063	818	1,037	1,302	1,447
svck (%)	491%	-21.5%	40.3%	28.2%	20.1%	-16.9%	-1.9%	7.2%	-3.3%	18.2%	4.7%	12.3%	-4.8%	26.7%	25.6%	11.1%
Lợi nhuận gộp	3,695	2,490	3,241	4,140	4,248	2,995	2,995	3,306	2,423	3,267	3,232	3,494	488	547	603	935
Biên LNG (%)	65.8%	56.4%	52.4%	52.2%	53.9%	45.7%	46.6%	48.0%	33.5%	38.2%	36.1%	34.7%	42.8%	47.1%	42.0%	41.7%
EBITDA	2,750	1,795	2,305	2,966	3,050	1,923	1,856	2,173	2,917	3,612	3,589	3,790	394	496	533	579
EBITDA margin (%)	55.9%	48.1%	46.0%	44.9%	49.1%	51.3%	61.2%	69.7%	42.8%	45.0%	42.8%	39.8%	50.2%	49.2%	42.6%	41.0%
Lợi nhuận ròng	2,031	1,185	1,492	1,983	2,424	1,775	2,284	3,046	1,394	1,807	1,821	1,916	218	323	346	389
svck (%)	33.0%	-41.6%	25.9%	32.9%	42.8%	-26.8%	28.7%	33.4%	-21.2%	29.7%	0.8%	5.2%	10.4%	48.2%	7.2%	12.5%
EPS (VND/CP)	2,646	1,544	1,943	2,584	2,342	1,715	1,927	2,282	4,223	5,475	5,518	5,806	1,816	1,794	1,923	2,164
BVPS (VND/CP)	23,679	25,222	27,166	29,249	17,934	18,546	26,222	27,167	15,069	16,484	18,941	20,681	14,478	17,113	18,036	19,199
Tiền mặt ròng/CP	3,085	9,702	10,776	11,889	-7,696	-6,180	8,445	1,630	3,956	8,150	6,114	6,311	-3,099	1,029	-1,316	-2,784
Nợ ròng/VCSH	13.9%	18.7%	16.0%	14.0%	94.4%	87.4%	9.6%	29.7%	35.3%	6.4%	12.2%	8.2%	140.8%	51.8%	71.4%	79.7%
Lợi suất cổ tức(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	1.5%	1.5%	1.8%	7.1%	7.1%	5.3%	7.1%	0.0%	2.3%	2.3%	2.3%
ROAE (%)	11.9%	6.3%	7.4%	9.2%	13.7%	9.4%	8.4%	8.5%	28.1%	34.7%	31.2%	29.3%	13.3%	13.4%	10.9%	11.6%
ROAA (%)	5.9%	3.2%	3.5%	4.3%	4.8%	3.3%	3.6%	4.2%	8.0%	9.7%	9.3%	9.5%	3.3%	4.2%	4.0%	4.1%

Danh mục khuyến nghị: Chúng tôi ưa thích KBC và BCM

Mã CP	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Đánh giá
KBC	39,200	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng sẽ giảm 42% svck trong năm 2024 và tăng 26%/33% svck trong năm 2025-26. Mảng KCN sẽ tích cực nhờ dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam. Mảng bất động sản sẽ cải thiện nhờ mở bán dự án NOXH Nénh và khu đô thị Trảng Duệ trong năm nay. Các dự án KCN Trảng Duệ 3 và khu đô thị Trảng Cát dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý và đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025-26.
BCM	82,500	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> Lợi nhuận ròng dự kiến tăng 29%/33% svck trong giai đoạn 2025-26 nhờ dòng vốn FDI tích cực chảy vào Việt Nam sau khi Việt Nam nâng cấp quan hệ ngoại giao với Mỹ, Nhật Bản và Hàn Quốc. Dự án KCN Cây Trường đang dần hoàn thiện pháp lý để đưa vào vận hành trong 2-3 năm tới. VSIP sẽ đóng góp phần lớn doanh thu bất động sản KCN của BCM, nhờ đưa vào khai thác KCN VSIP III Bình Dương, VSIP Bắc Ninh II, và Becamex VSIP Bình Định,.... BCM dự kiến phát hành 300 triệu CP mới với giá bán tối thiểu 50,000 đồng/CP trong năm 2024-25 .
IDC	55,500	TRUNG LẬP	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI sẽ tích cực hơn sau kết quả bầu cử tại Mỹ và FED đang ra tín hiệu về việc cắt giảm lãi suất trong thời gian tới; Các KCN mới (Tân Phước 1 và Mỹ Xuân B1 mở rộng) tạo động lực tăng trưởng cho giai đoạn 2025-26; Tình hình tài chính lành mạnh, tỷ lệ trả cổ tức cao (khoảng 30-40% bằng tiền mặt mỗi năm)
SZC	39,300	TRUNG LẬP	<ul style="list-style-type: none"> Dòng vốn FDI vào Bà Rịa-Vũng Tàu đang tăng trưởng tốt; KCN Châu Đức ngày càng thu hút nhiều doanh nghiệp nước ngoài quy mô lớn

Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại VNĐ/cp	Vốn hóa Tỷ VNĐ	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Becamex IDC	BCM	67,000	69,345	39.1	34.8	3.6	2.6	9.4	8.4	3.3	3.6
Kinh Bắc	KBC	28,200	21,646	25.4	20.2	1.6	1.4	6.3	7.4	3.2	3.5
IDICO	IDC	56,400	18,612	10.3	10.2	3.4	3.0	34.7	31.2	9.7	9.3
Sonadezi Châu Đức	SZC	43,000	7,739	24.0	22.4	2.5	2.4	13.4	10.9	4.2	4.0
	Trung bình			24.7	21.9	2.8	2.4	16.0	14.5	5.1	5.1

• Nguồn: FiinPro, MBS Research

A vertical banner on the left side of the slide features a photograph of several wind turbines in a lush green field under a clear blue sky. The number '5' is overlaid on the image in a large, white, sans-serif font.

5

TRIỂN VỌNG NGÀNH | Điện

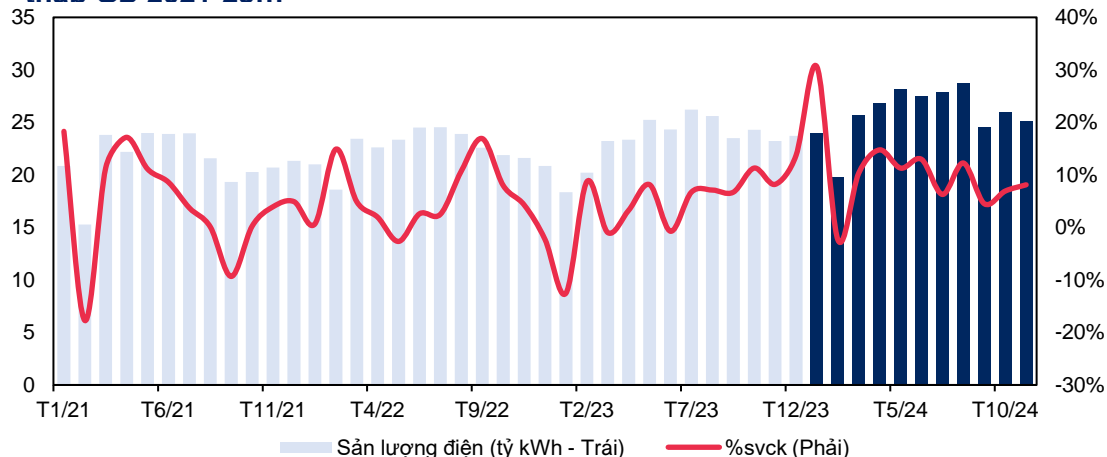
Kỷ nguyên “xanh hóa” ngành điện

[Quay lại Mục lục](#)

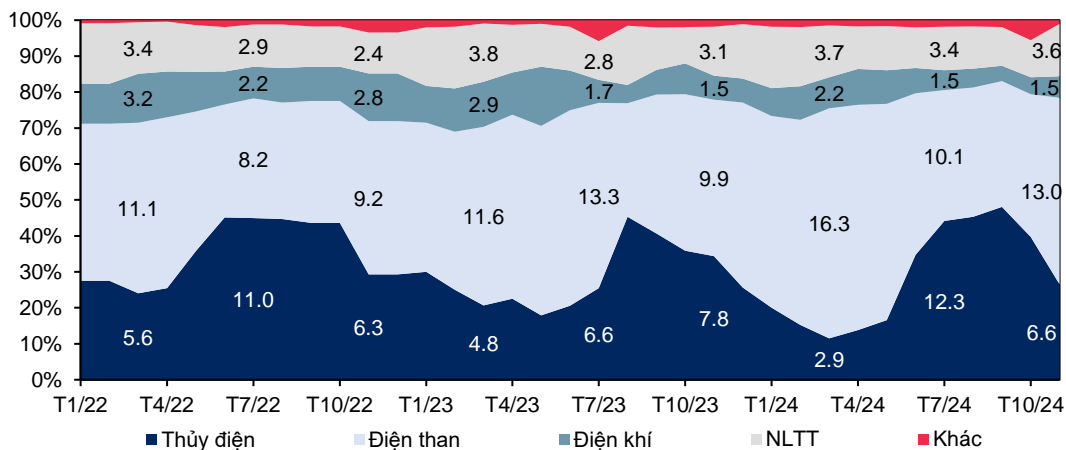
Vietnam Dynamics 2025

Tổng hợp ngành điện 11T24: Huy động phân hóa trong bối cảnh sản lượng phục hồi mạnh

Sản lượng điện 11T24 tăng 10% svck, cao hơn so với kế hoạch của Bộ Công Thương, hỗ trợ bởi nền kinh tế phục hồi từ mức nền tảng trường thấp GD 2021-23...

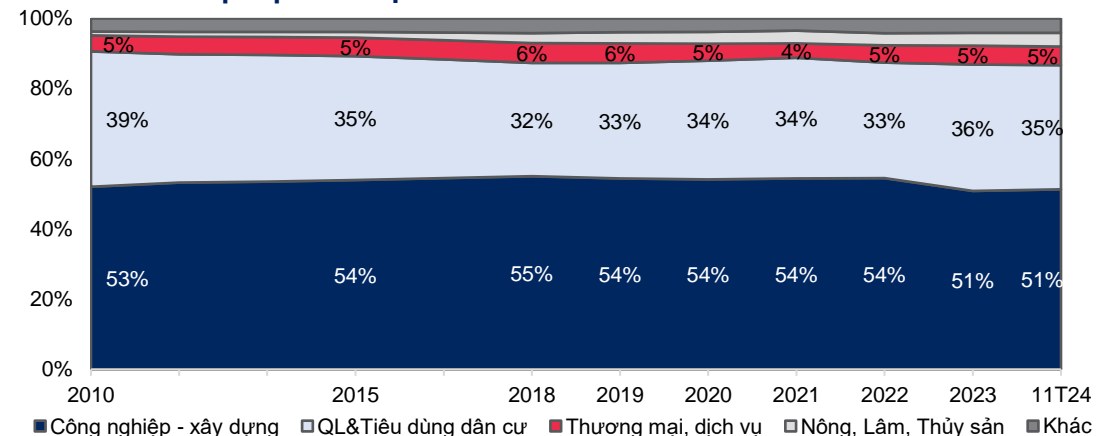


Điện than là điểm sáng huy động trong 6T24; Thủy điện chiếm ưu thế trong nửa cuối năm nhờ thủy văn thuận lợi; Điện khí duy trì mức huy động thấp do thiếu khí; NLTT duy trì sản lượng ổn định

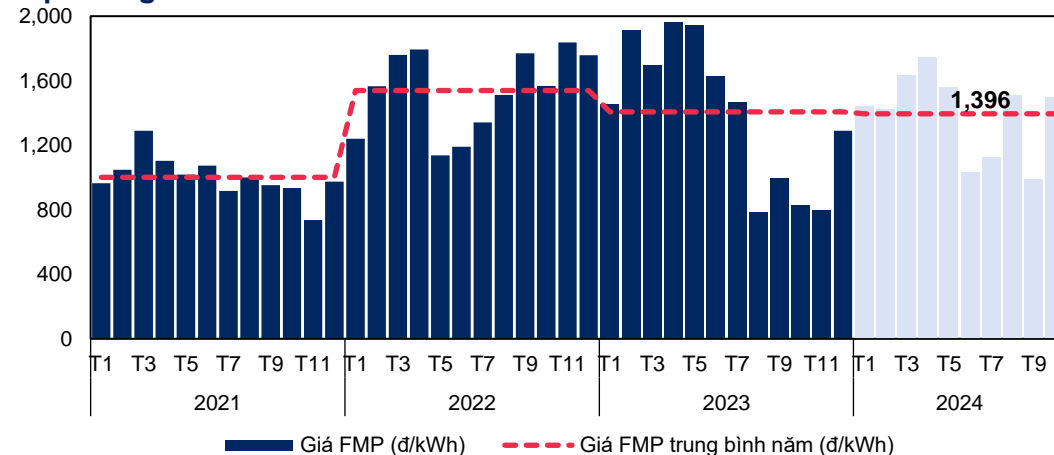


• Nguồn: EVN, GENCO3, MBS Research

...Trong đó, Công nghiệp và tiêu dùng dân cư tiếp tục là những động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ điện, chiếm lần lượt 51% và 35% trong tổng cơ cấu tiêu thụ điện toàn quốc 11T24



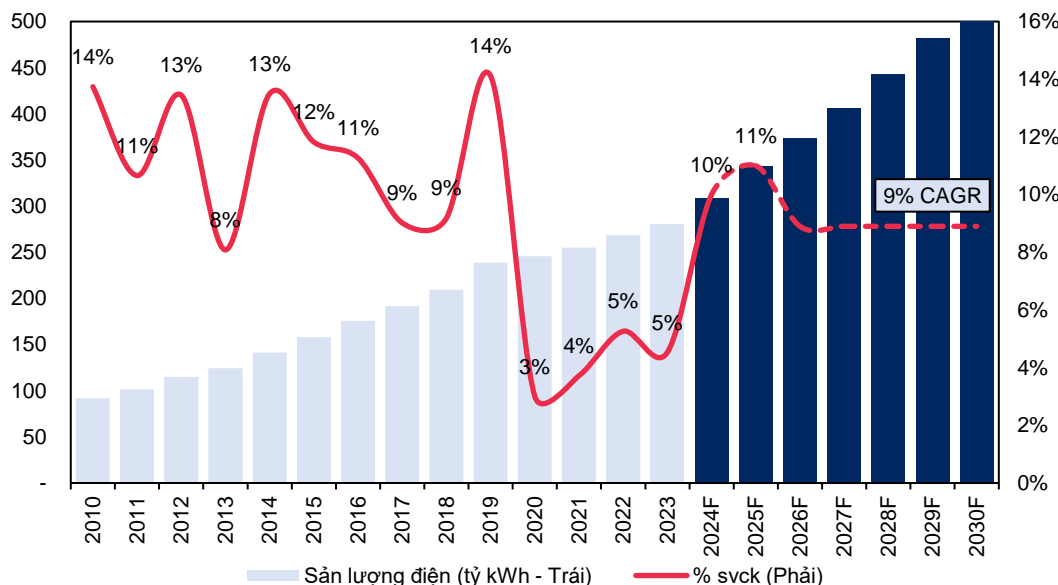
Giá FMP 10T24 đạt 1,396đ/kWh (+1% svck), mức khá thấp, giảm dư địa huy động Qm nhóm nhiệt điện, chủ yếu do NSMO ưu tiên huy động nhóm thủy điện trong nửa cuối 2024



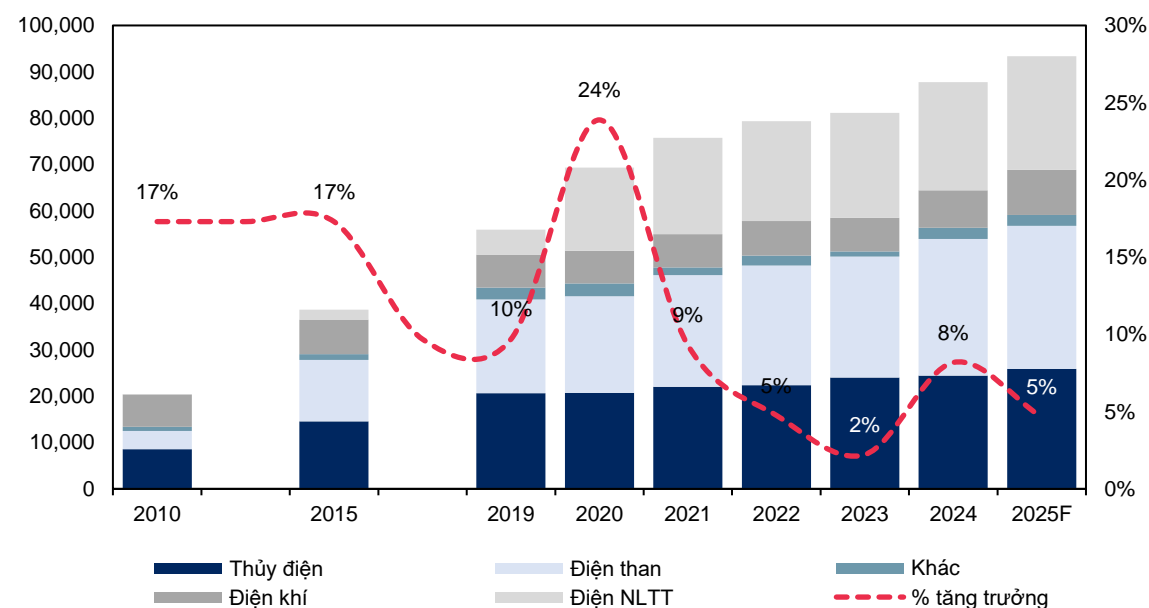
Triển vọng 2025-26: Tiêu thụ điện dự kiến tăng trưởng 11% svck trong 2025, là điểm tựa cho huy động trong bối cảnh tăng trưởng nguồn điện chậm lại

- Năm 2025 tiếp tục dự báo kinh tế đất nước tăng trưởng mạnh, theo đó, Bộ Công Thương đặt kịch bản cơ sở tăng trưởng tiêu thụ điện đạt mức khá cao 11-12%, đây là mức thậm chí cao hơn so với kịch bản cao trong QHĐ8 là 9.8%. Từ 2025-30, dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ duy trì ở mức cao ~9.1% CAGR.
- Trong bối cảnh tăng trưởng nguồn điện chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng phụ tải, đây vừa là áp lực cũng như cơ hội cho các nhà máy hưởng lợi từ xu hướng huy động tích cực hơn, đặc biệt khi Bộ Công Thương đang tăng cường công tác chuẩn bị, quyết tâm không để xảy ra tình trạng thiếu điện như GD 2023. Cùng với 500kV mạch 3 đã đi vào hoạt động, chúng tôi cho rằng tình trạng thừa nguồn tại khu vực Miền Nam sẽ sớm được hấp thụ, nhờ năng lực phân phối điện liên miền từ Nam ra Bắc được cải thiện.

Dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện 2024-30 tăng trưởng kép đạt 9.1% svck, phục hồi rõ rệt so với nền thấp 2023



Tốc độ tăng trưởng nguồn điện giai đoạn sau 2021 đang chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng phụ tải (Đơn vị: MW)

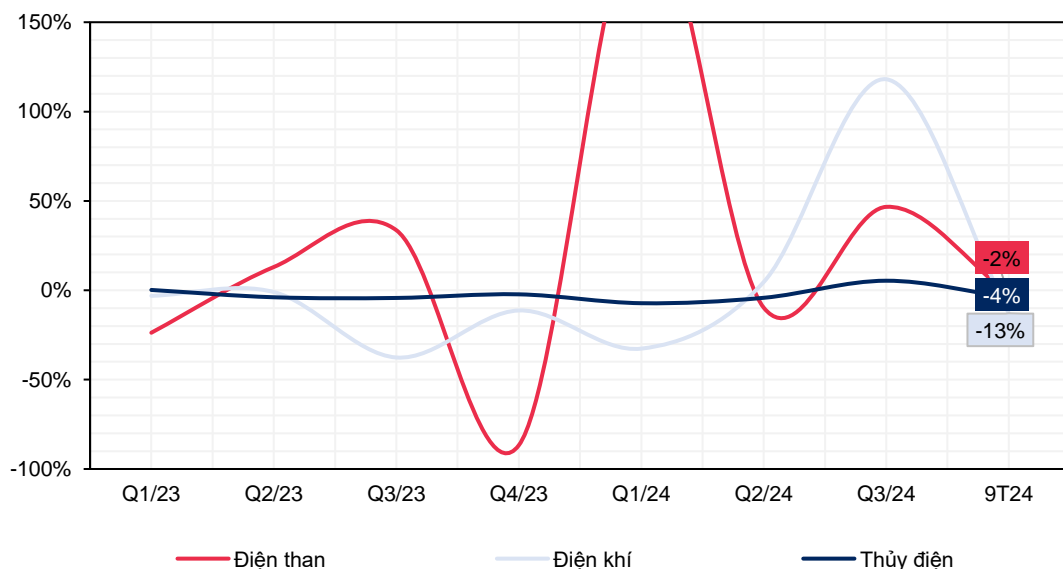


• Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, MBS Research

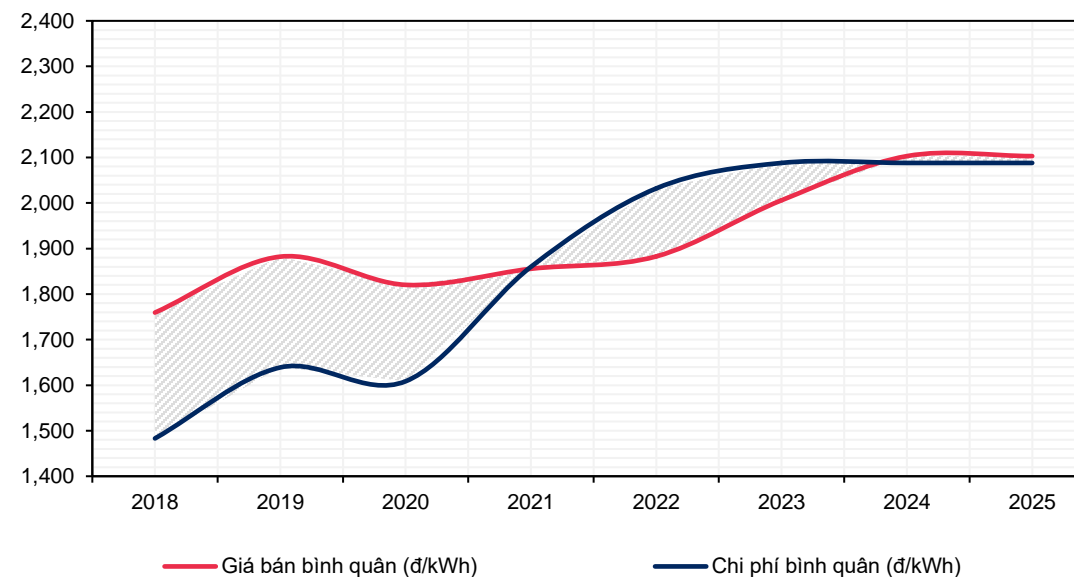
Triển vọng 2025-26: EVN tăng giá điện bán lẻ là yếu tố quan trọng, hỗ trợ môi trường huy động các nhà máy từ 2025

- Trong 2024, mặc dù tiêu thụ điện ghi nhận sự phục hồi rõ nét, KQKD các doanh nghiệp điện trong 9T24 khá ảm đạm, chủ yếu xuất phát từ môi trường huy động khắc nghiệt trong bối cảnh EVN gặp khó khăn tài chính: 1) Thủy điện ghi nhận sản lượng rất thấp trong 6T24, cùng giá bán nhiều nhà máy giảm khi EVN cắt tỉ lệ Qm từ 10% xuống 2%, giảm dư địa huy động giá cao của nhóm thủy điện; 2) Điện khí tiếp tục không được huy động trong bối cảnh thiếu khí và giá bán cao; 3) Điện than mặc dù duy trì sản lượng tốt, biên LN các nhà máy giảm mạnh trong bối cảnh giá đầu vào tăng và giá thị trường điện giảm.
- Theo đó, EVN tăng giá điện bán lẻ sẽ cải thiện tình trạng huy động các nhà máy từ 2025. Với giả định giá thành sản xuất điện là 2,088đ/kWh ngang 2023, giá bán lẻ trung bình mới sẽ bắt đầu giúp EVN có lãi ~15đ/kWh. Hơn nữa, với tình hình huy động thực tế trong 2024, mức lợi nhuận có thể lớn hơn trong bối cảnh EVN ưu tiên huy động thủy điện.

KQKD các doanh nghiệp điện niêm yết khá ảm đạm, đến từ môi trường huy động khó khăn trong 9T24



EVN tăng giá điện bán lẻ 4.8% đạt 2,103đ/kWh từ T10/24, hỗ trợ cải thiện tình hình tài chính cho doanh nghiệp từ 2025



• Nguồn: FiinPro, EVN, MBS Research

Triển vọng 2025-26: Giai đoạn quan trọng hoàn thiện các luật và nghị định, chuẩn bị cho kỹ nguyên điện xanh

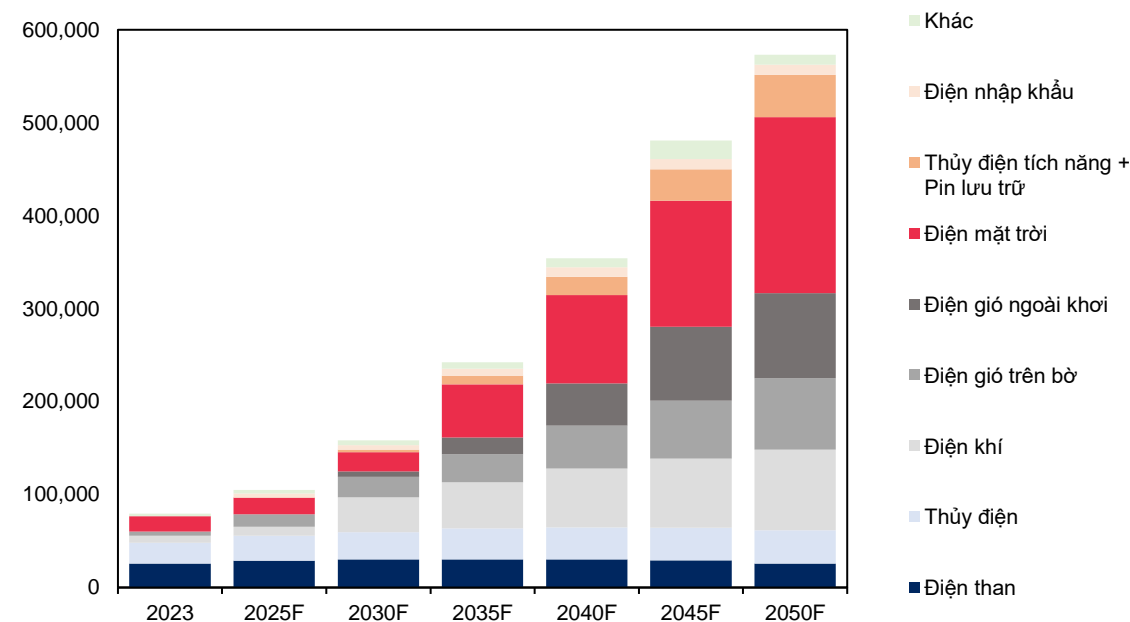
- Trong bối cảnh chỉ còn 6.5 năm để hoàn thiện nhiệm vụ được giao trong QHĐ8, giai đoạn 2024-25 chứng kiến sự ban hành của nhiều chính sách quan trọng, làm cơ sở để tiếp tục phát triển các nguồn điện từ 2025. Trong đó, Luật Điện lực sửa đổi vừa thông qua trong T11/24, đóng vai trò như một hành lang pháp lý tổng thể của ngành, bao quát được các chính sách lớn về quy hoạch phát triển điện lực, đầu tư xây dựng dự án điện lực và phát triển điện năng lượng tái tạo, điện năng lượng mới.
- Bên cạnh một số vấn đề nổi bật như cho phép phát triển điện hạt nhân, xóa bỏ bù chéo giá điện, cải cách thị trường điện, ... Luật Điện lực sửa đổi tiếp tục đề cao vai trò của các nguồn điện NLTT và điện khí LNG, và yêu cầu có nhưng cơ chế để đẩy nhanh đầu tư các nguồn điện này trong tương lai. Ngay sau khi thông qua Luật Điện Lực, Chính phủ tiếp tục ban hành kế hoạch triển khai luật ngày 11/12/2024. Theo đó, quy định rõ về nội dung công việc, và trách nhiệm đối với các thông tư, nghị định quan trọng của ngành.

Nhiều chính sách được ban hành ngay trong 2024, tạo cơ sở để tiếp tục triển khai các nhiệm vụ ngành điện từ 2025

Đề án/dự án	Tiến độ hiện tại
Đã hoàn thành	
Khung giá nhập khẩu điện từ Lào	Phê duyệt khung giá trong T10/24, bắt đầu có hiệu lực từ 31/12/2025
khung giá phát điện LNG	Phê duyệt khung giá điện khí LNG 2024 ngày 5/6/2024
Cơ chế mua bán điện trực tiếp	Ban hành nghị định cơ chế DPPA ngày 03/07/2024
Cơ chế phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu	Ban hành Nghị định số 135/2024/NĐ-CP ngày 22/10/2024
Luật Điện lực (sửa đổi)	Quốc hội thông qua ngày 30/11/2024, có hiệu lực từ 01/02/2025
Đang thực hiện	
Xây dựng khung giá điện NLTT	EVN trình tính toán khung giá 2025 lên Bộ Công Thương
Giá bán lẻ điện 2 thành phần	EVN đề suất lên BCT trong T11/24, dự kiến sẽ thí điểm tại một số nhóm khách hàng trước khi mở rộng trong 2025
Xây dựng cơ chế phát triển thị trường tín chỉ các-bon	Đang xây dựng đề án phát triển thị trường

• Nguồn: QHĐ8, MBS Research

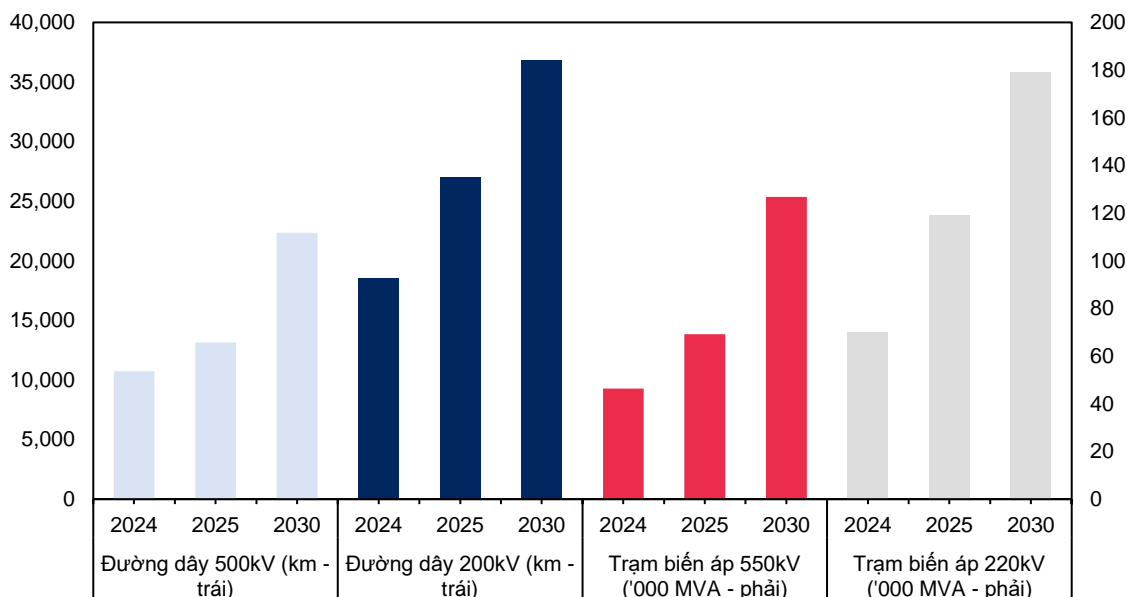
Nhu cầu phát triển nguồn điện rất lớn từ nay đến 2030, tập trung hai mũi nhọn điện gió và điện khí (Đơn vị: MW)



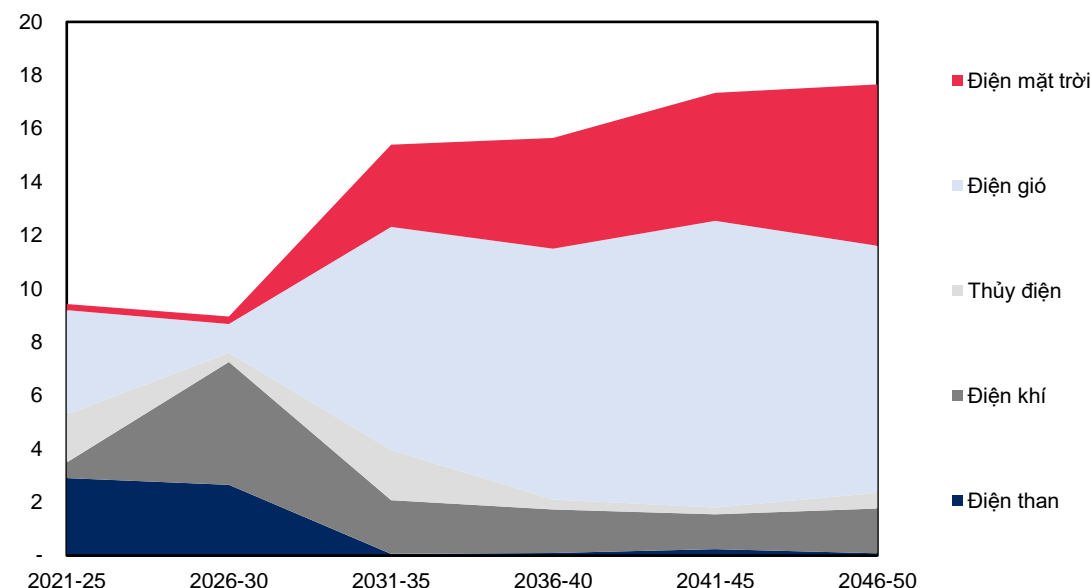
Hạ tầng điện: Bao gồm xây lắp mạng lưới phân phối và các nguồn tiếp tục đóng vai trò bản lề trong kỷ nguyên điện xanh

- Trong trung và dài hạn, nhu cầu phát triển lưới điện để đáp ứng tỉ trọng công suất cao NLTT, cùng nhu cầu tăng cường cung ứng điện từ Nam ra Bắc là nhiệm vụ cấp thiết. Do đó, triển vọng xây lắp điện dự kiến sẽ duy trì ổn định từ nay đến 2030 với khối lượng công việc dự kiến đạt trung bình 1.6 tỷ USD/năm theo QHĐ8.
- Nhu cầu phát triển nguồn điện cũng đã được định hướng rõ ràng, với khối lượng đầu tư tập trung vào điện gió và điện khí LNG, theo đó, một số nhà thầu có kinh nghiệm tham gia vào quá trình xây dựng một nhà máy điện NLTT nổi bật như PC1, TV2, PVS sẽ hưởng lợi trong xu thế này từ nay đến 2030. Đặc biệt từ 2025, chúng tôi nhận thấy một số động lực hỗ trợ thị trường xây lắp điện gió sôi động hơn, đến từ việc ban hành nhiều chính sách nổi bật như DPPA, xây dựng khung giá 2025 và cơ chế cho ĐMT áp mái.

Khối lượng công việc cho phát triển các dự án truyền tải điện ở mức cao trong 2021-50 với giá trị ước tính ~1.6 tỷ USD/năm



Nhu cầu đầu tư cho các nguồn điện khá lớn trong QHĐ8, phân bổ tỉ trọng cao vào nhóm điện gió và điện khí (Đơn vị: tỷ USD)

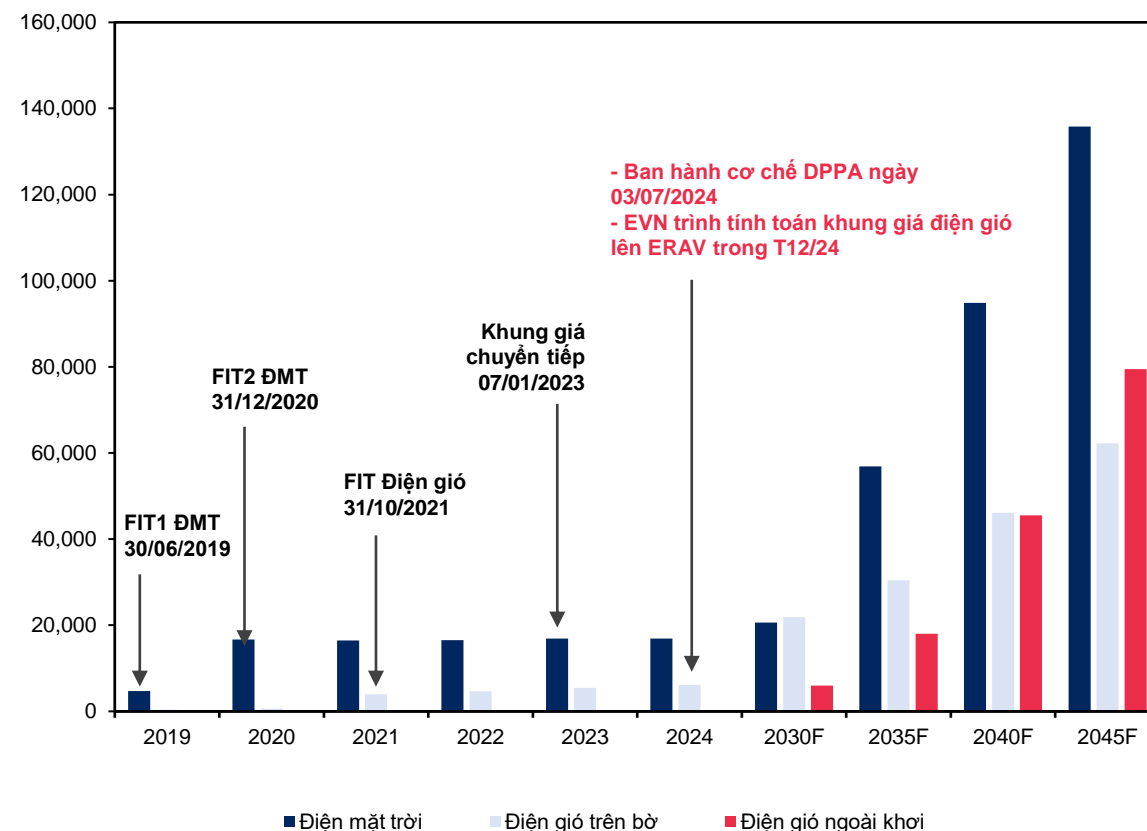


• Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Năng lượng tái tạo: Phát triển điện gió là chủ đạo từ nay đến 2030

- Trong 2024-25, dự kiến tăng trưởng sản lượng các nhà máy NLTT sẽ duy trì ổn định do tình trạng cắt giảm công suất được cải thiện, hỗ trợ bởi hệ thống điện được nâng cấp, cơ bản đáp ứng được tỉ trọng cao NLTT của Việt Nam.
- Khung giá cho các dự án chuyển tiếp sau hơn 1 năm được ban hành, hiện tại, hầu như các dự án đều đã gửi hồ sơ đàm phán giá điện, trong đó, 29 nhà máy (công suất 1,577MW) hoàn thành thủ tục COD và phát điện thương mại (nổi bật như BCG, GEG, Trung Nam). Tuy nhiên, các dự án hiện vẫn đang được huy động theo mức giá tạm (chỉ bằng 50% giá trần chuyển tiếp), và việc đàm phán giá chính thức vẫn chưa có tiến triển gây áp lực lên dòng tiền và hiệu quả kinh tế của các dự án.
- Trong 2024, cơ chế DPPA đã chính thức được ban hành trong T7/24. Ngoài ra, trong T12, EVN cũng đã đưa ra kết quả tính toán sơ bộ khung giá mới điện gió, trình lên ERAV để tiếp tục đánh giá và phê duyệt, chúng tôi kỳ vọng sẽ sớm có khung giá điện gió trong 2025.
- Về hướng xử lý đối với các dự án sai phạm, đã có những thống nhất trong hội nghị tháo gỡ khó khăn của Bộ Công Thương ngày 12/12/2024. Theo đó, nhìn chung các nhóm giải pháp vẫn thiên về việc tháo gỡ nhưng khó khăn, tránh lãng phí nguồn lực đầu tư. Tuy nhiên, đối với những dự án được cho là hưởng giá FIT sai nghị quyết, sẽ có những giải pháp khắc phục về kinh tế như điều chỉnh và hồi tố giá FIT. Đối với nhóm dự án dính đến vi phạm pháp luật, cần có những kết luận cuối cùng của Bộ Công An. Theo đó, chúng tôi cho rằng đây sẽ vẫn là những rủi ro của ngành và cần tiếp tục chờ đợi những kết luận cuối cùng trong 2025.

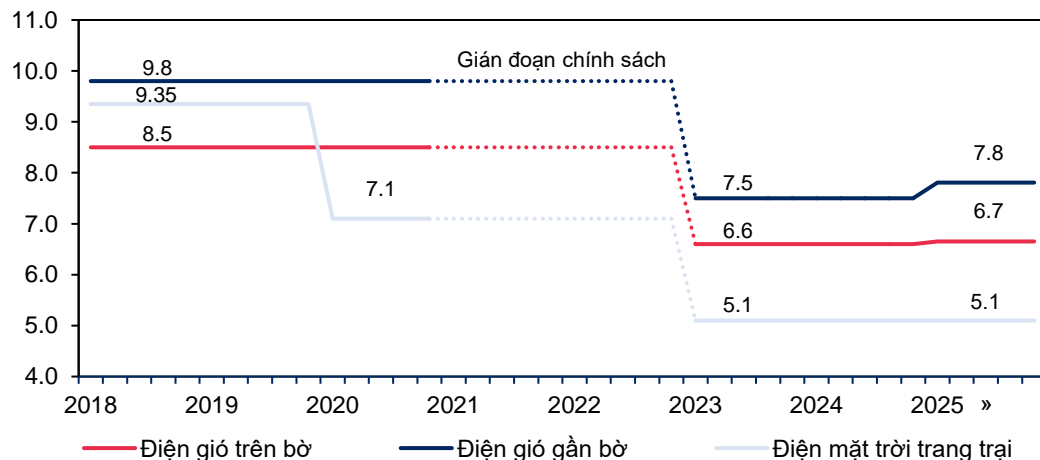
Nhu cầu phát triển điện gió rất lớn từ nay đến 2030, đạt tăng trưởng kép 30%, theo đó, cơ chế DPPA cùng khung giá mới sẽ là bản lề để thực hiện hóa mục tiêu này từ 2024 (Đơn vị: MW)



• Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Năng lượng tái tạo: Đã có những tín hiệu về khung giá cho NLTT sau khi EVN trình các tính toán lên ERAV trong T12/2024

Khung giá sơ bộ cao hơn 4% so với khung giá chuyển tiếp



- Ngày 04/12/2024, EVN trình phương án tính toán khung giá điện gió lên ERAV để tiếp tục đánh giá và phê duyệt, chúng tôi cho rằng đây là tín hiệu tích cực, hỗ trợ các doanh nghiệp triển khai phát triển dự án từ 2025. Khung giá điện gió mới cao hơn ~1-4% so với khung giá chuyển tiếp. Mức giá này dự kiến vẫn đảm bảo tính khả thi kinh tế cho các dự án.
- Những doanh nghiệp có năng lực và kinh nghiệm triển khai dự án quy mô, sở hữu những nhà máy có sản lượng phát điện hiệu quả, suất đầu tư hợp lý, và khả năng huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi trong giai đoạn tới bao gồm HDG, REE, GEG, PC1.

Chúng tôi tiến hành chạy bảng phân tích độ nhạy suất đầu tư và sản lượng đối với IRR điện gió theo giá ước tính của EPTC...

	0%	2,700	2,800	2,900	3,000	3,100	3,200	3,300
28	11.8%	13.0%	14.3%	15.5%	16.7%	17.9%	19.2%	
30	9.7%	10.8%	11.9%	13.0%	14.2%	15.3%	16.5%	
32	7.8%	8.9%	9.9%	10.9%	12.0%	13.0%	14.1%	
34	6.2%	7.2%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%	12.1%	
36	4.7%	5.7%	6.6%	7.5%	8.4%	9.3%	10.2%	
38	3.5%	4.3%	5.2%	6.0%	6.9%	7.8%	8.6%	
40	2.3%	3.1%	3.9%	4.7%	5.6%	6.4%	7.2%	

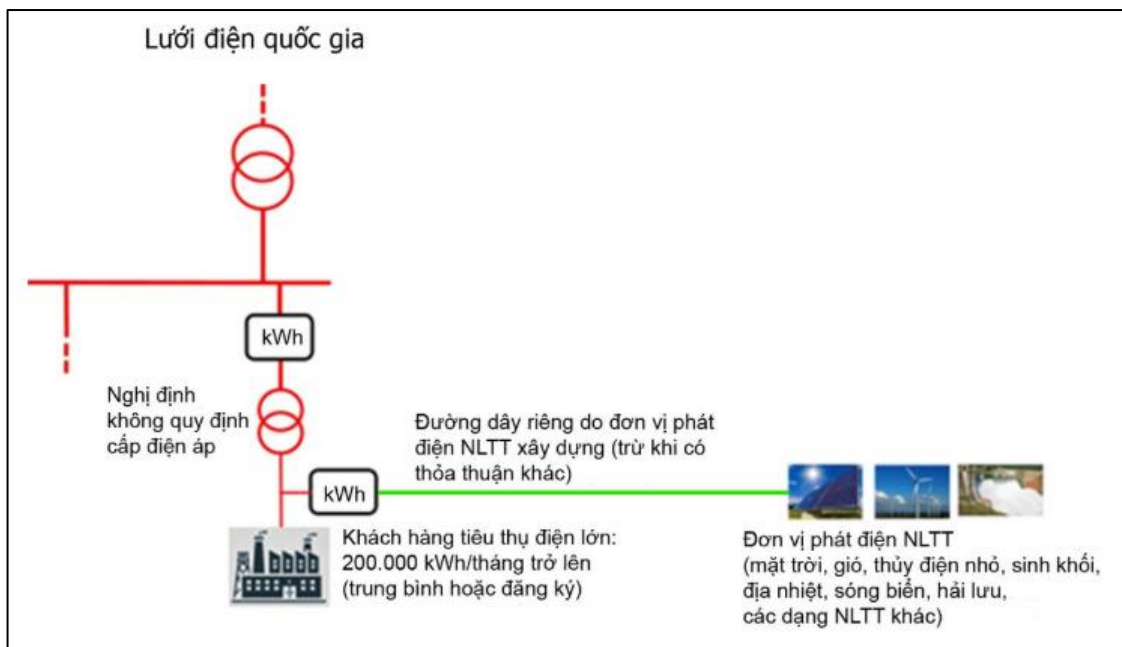
...Theo đó, với mỗi đơn vị suất đầu tư giảm và sản lượng tăng, IRR sẽ tăng ~2.8% theo đánh giá của MBS

	2,900	3,000	3,100	3,200	3,300	3,400	3,500
34	13.7%	14.9%	16.1%	17.3%	18.5%	19.6%	20.9%
36	11.7%	12.9%	14.0%	15.1%	16.3%	17.4%	18.5%
38	10.1%	11.1%	12.2%	13.2%	14.3%	15.4%	16.4%
40	8.5%	9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.6%
42	7.2%	8.1%	9.1%	10.0%	11.0%	11.9%	12.9%
44	5.9%	6.8%	7.7%	8.6%	9.5%	10.4%	11.3%
46	4.8%	5.7%	6.5%	7.4%	8.2%	9.1%	10.0%

Nguồn: EVN, MBS Research

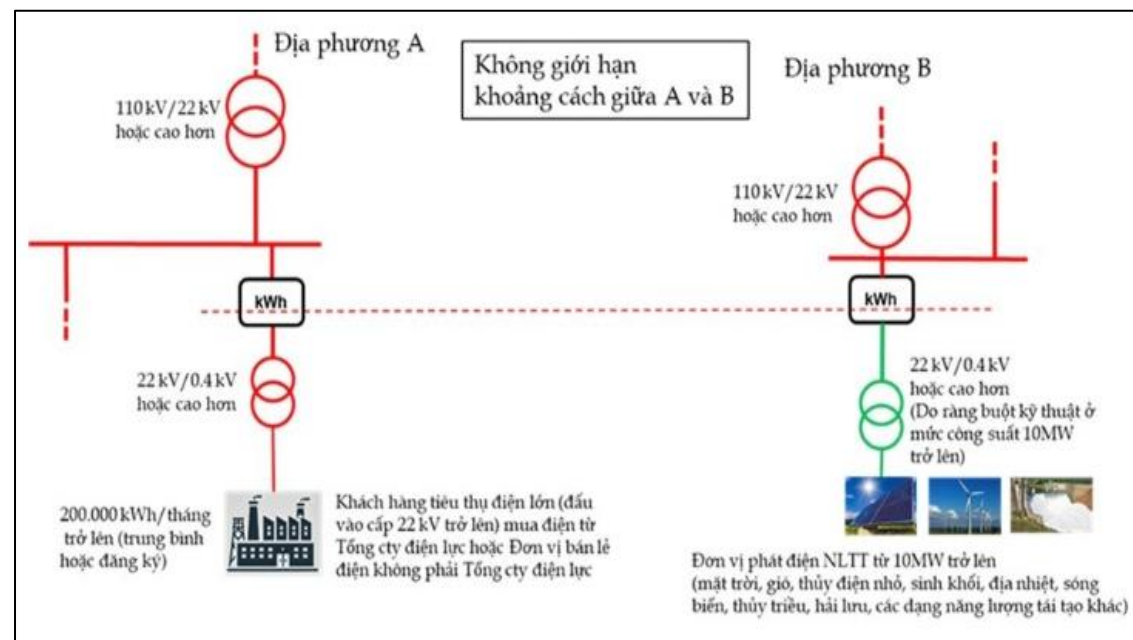
Năng lượng tái tạo: Cơ chế DPPA là bước tiến quan trọng, thúc đẩy sử dụng năng lượng tái tạo

Phương án 1: DPPA thông qua đường dây riêng



- Không yêu cầu cụ thể về cấp điện áp của đường dây kết nối riêng.
- Không giới hạn công suất và loại hình các nhà máy điện NLTT.
- Phù hợp với nhóm khách hàng và nhà máy có vị trí địa lý gần nhau, trong cùng một khu, cụm.

Phương án 2: DPPA thông qua lưới điện quốc gia

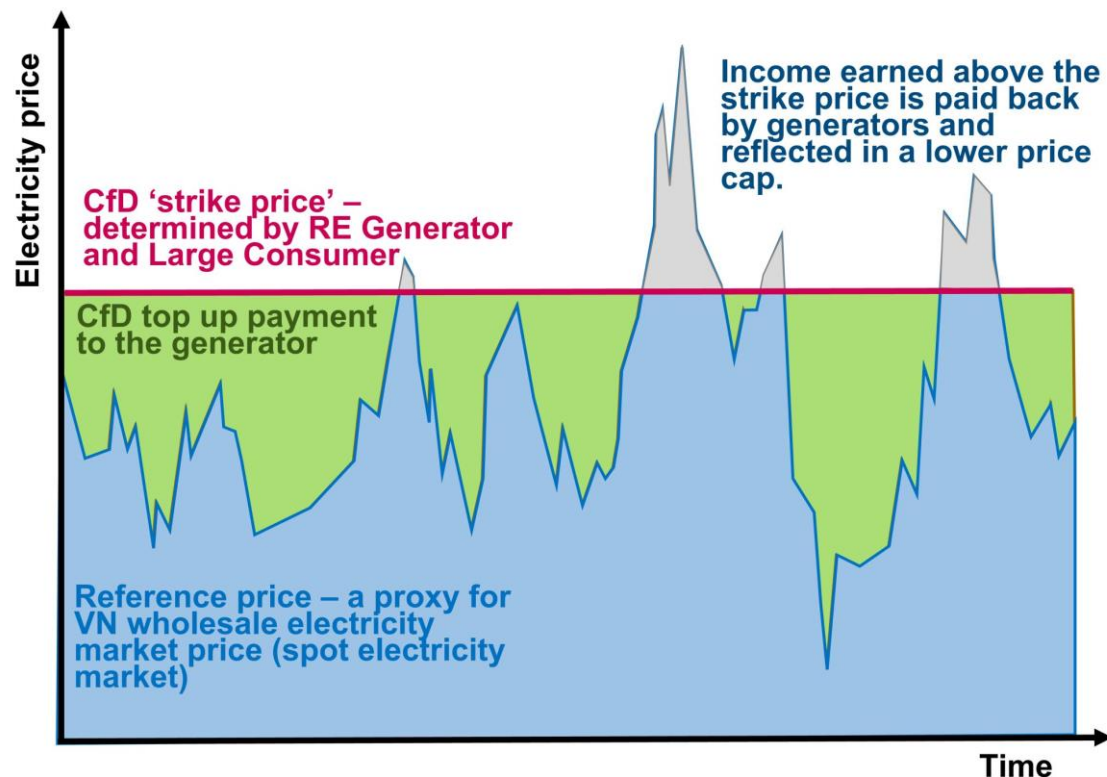


- Yêu cầu khách hàng và đơn vị NLTT đầu nối vào hệ thống cấp điện áp 22kV trở lên
- Các nhà máy điện NLTT có công suất từ 10MW trở lên được tham gia
- Đơn vị phát điện – Khách hàng: Thực hiện mua bán điện qua hợp đồng kỳ hạn CfD với mức giá sai khác giữa giá thỏa thuận (Pc) và giá thị trường điện (FMP).
- Bên mua phải trả thêm các chi phí DPPA, là chi phí sử dụng dịch vụ hệ thống điện.
- Do là hợp đồng DPPA ảo, nên không bị giới hạn về khoảng cách.

Năng lượng tái tạo: Cơ chế DPPA là bước tiến quan trọng, thúc đẩy sử dụng năng lượng tái tạo

- Về ưu điểm, DPPA không chỉ tăng cường tính minh bạch, cạnh tranh trong thị trường điện, mà còn hỗ trợ Việt Nam trong việc thực hiện các mục tiêu phát triển bền vững và giảm phát thải cacbon. Điều này phù hợp với xu thế hiện đại trong bối cảnh Việt Nam dự kiến đón dòng vốn FDI lớn với tiêu chuẩn ‘xanh’ hơn, cũng như nâng cao vị thế các doanh nghiệp xuất khẩu nội địa để đáp ứng được nhu cầu khắt khe thị trường quốc tế.
- Hiện tại vẫn chưa có hướng dẫn cụ thể từ Bộ Công Thương để triển khai DPPA. Trong đó, chưa ban hành các quy định về tính toán chi phí truyền tải, phân phối, bán lẻ điện, một cơ sở quan trọng để các bên thực hiện ước lượng khi đàm phán giá.
- Theo đánh giá của MBS, nhu cầu đối với DPPA là lớn, và hiện có nhiều bên ký MOU tham gia cơ chế này. Giá bán của DPPA có thể sẽ cao hơn giá bán lẻ của EVN chủ yếu do người mua nhận được chứng chỉ sử dụng điện NLTT (REC). Tuy nhiên, sẽ cần thêm thời gian và các case DPPA đầu tiên vận hành để thực sự đánh giá được hiệu quả của chính sách.

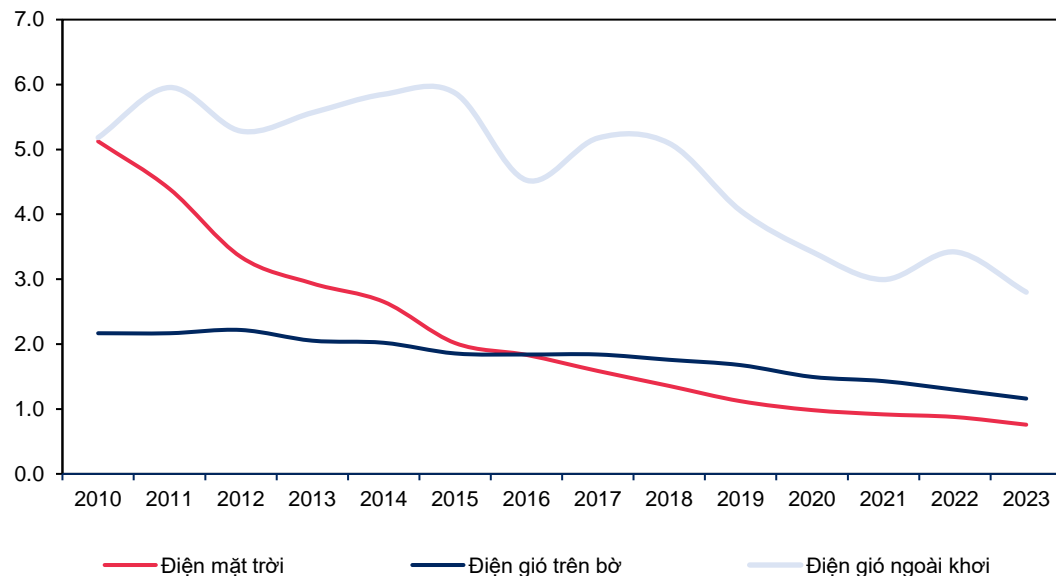
Cơ chế hợp đồng CfD cơ bản giúp nhà máy và khách hàng bù trừ rủi ro tăng giảm giá so với giá thị trường điện



Năng lượng tái tạo: Chúng tôi nhận thấy những tín hiệu tích cực trong ban hành chính sách sẽ là động lực cho thị trường NLTT từ 2025

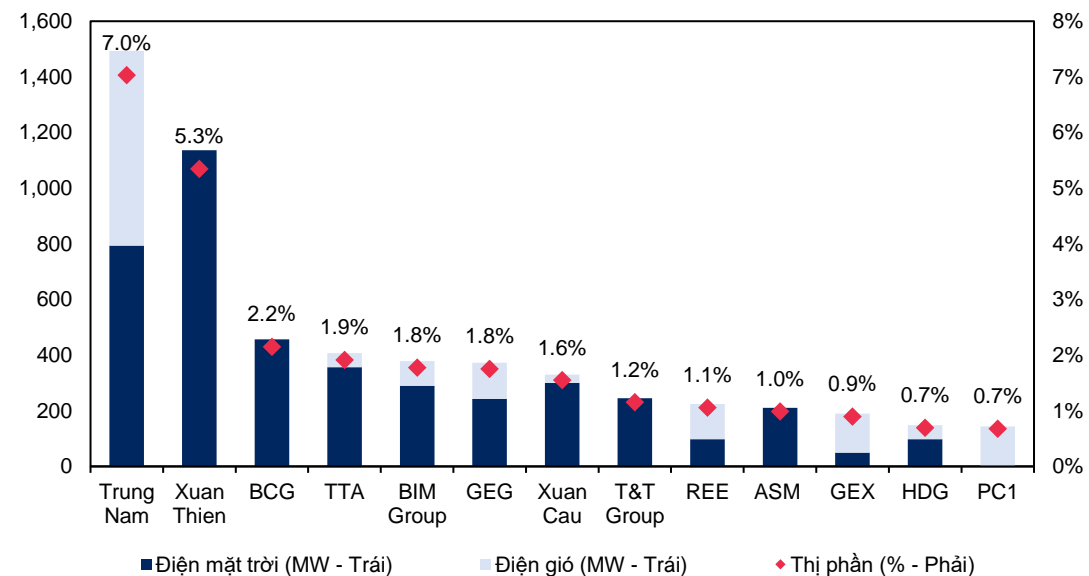
- Với những tín hiệu tích cực trong chính sách, liên quan đến 1) Ban hành DPPA; 2) Ban hành cơ chế ĐMT mái nhà tự sản tự tiêu; 3) Tính toán sơ bộ khung giá điện gió 2025, chúng tôi cho rằng thị trường phát triển NLTT sẽ sôi động hơn từ 2025, trong đó hưởng lợi sớm nhất là những nhà thầu xây lắp như PC1, TV2.
- Theo IRENA, chi phí lắp đặt giảm cùng hiệu suất tuabin cải thiện là những yếu tố quan trọng hỗ trợ đầu tư điện gió. Theo đó, những doanh nghiệp có năng lực và kinh nghiệm triển khai dự án quy mô, sở hữu những nhà máy có sản lượng phát điện hiệu quả, suất đầu tư hợp lý, và khả năng huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi trong giai đoạn tới bao gồm HDG, REE, PC1.

Theo báo cáo mới nhất của IRENA, chi phí lắp đặt thiết bị đang trên đà giảm mạnh qua các năm 2010-2023 (Đơn vị: Triệu USD/MW)



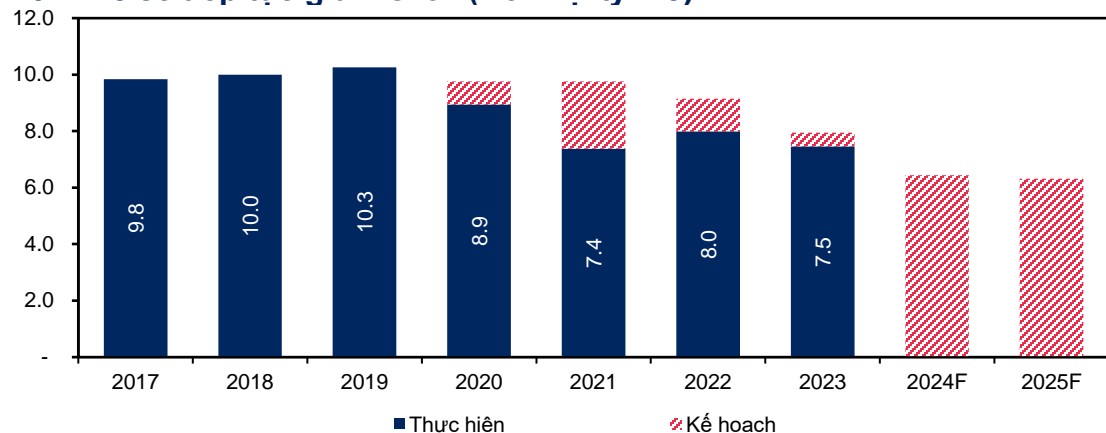
• Nguồn: IRENA, MBS Research

Các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai dự án điện gió như REE, GEX, GEG, và có năng lực huy động vốn rẻ như PC1, HDG sẽ có lợi thế trong giai đoạn tới

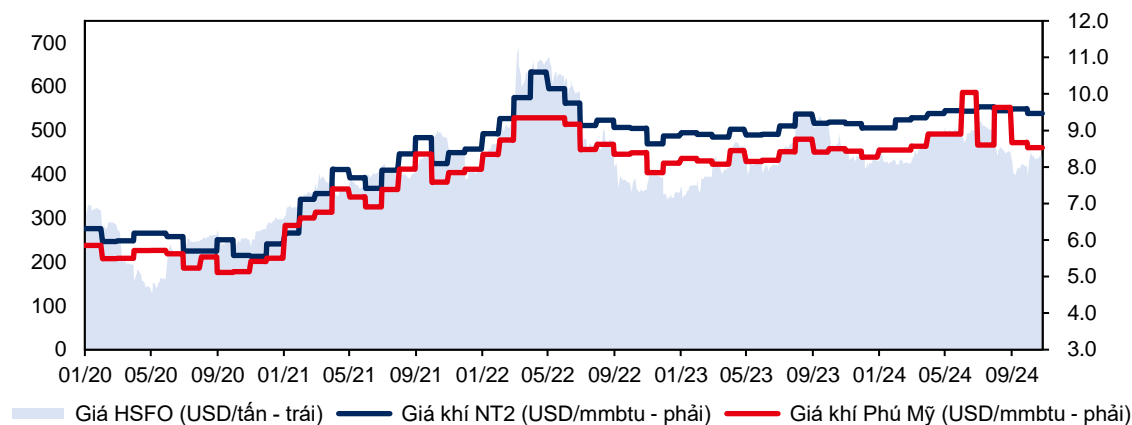


Điện khí: Cấp khí LNG là xu hướng tất yếu từ 2025

Tình hình cấp khí đang sụt giảm mạnh qua các năm, liên tục không đạt kế hoạch năm từ 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng khí cấp năm 2024-25 sẽ tiếp tục giảm svck (Đơn vị: tỷ m3)



Nền giá khí duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2022-24, dự kiến xu hướng khó có thể đảo ngược trong bối cảnh chi phí khai thác các mỏ mới ngày càng đắt đỏ



Danh sách một số mỏ khí đang được triển khai, dự kiến dòng khí bổ sung từ các mỏ mới chỉ có thể khả thi từ 2026-27

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng (m3)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí					Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Sư Tử Trắng - GĐ2B	Bể Cừu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/25: HĐ hiện tại hết hạn		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Lập KH phát triển mỏ			Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4,600	150 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mỏ					Dự kiến dòng khí đầu tiên	
Báo Vàng - Báo Đen	Bể Sông Hồng	1,321	58 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						
Kền Bàu	Bể Sông Hồng	n/a	200-250 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						

- Trong 2025, thiếu khí tiếp tục là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đến huy động điện khí, đặc biệt với các nhà máy sử dụng khí Đông Nam Bộ. Chúng tôi nhận thấy rủi ro hiện hữu khi các dự án mỏ mới dự kiến có thể khai thác từ sớm nhất 2026-27.
- Chúng tôi cho rằng cần sớm có chính sách cấp LNG cho các nhà máy nội. Trong bối cảnh nguồn khí giảm, chi phí khai thác đắt đỏ, giá khí nội neo cao trong 2022-24, ảnh hưởng lên khả năng cạnh tranh của nguồn điện khí. Chúng tôi nhận thấy tình hình có thể cải thiện khi nhu cầu điện Việt Nam tiếp tục tăng cao từ 2025, cùng việc EVN tăng giá điện phần nào tạo dư địa huy động cho nhóm điện giá cao

• Nguồn: GAS, GENCO3, NT2, MBS Research

Điện khí: Về dài hạn, điện khí sẽ là một trong những mũi nhọn phát triển chính từ nay đến 2035

Danh sách các dự án điện khí nổi bật trong giai đoạn 2024-35 theo kế hoạch thực hiện QHĐ8

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ COD dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
Điện khí LNG				
Nhơn Trạch 3&4	1,600	2025-26	PVPower	Đang thi công
LNG Hiệp Phước 1	1,200	2025	Công ty TNHH Hải Linh	Đang thi công
LNG Bạc Liêu	2,400	2027-29	Delta Offshore Energy	Đang lập FS
LNG Quảng Ninh 1	1,500	2028-29	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - Marubeni	Đang lập FS
LNG Thái Bình	1,500	2029		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Nghi Sơn	1,500	2029-30		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Quỳnh Lập	1,500	2029-30		
LNG Quảng Trạch	1,500	2029-30	EVN	
LNG Hải Lăng	1,500	2028-29	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas	Đang lập FS
LNG Cà Ná	1,500	2029-30		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Sơn Mỹ 2	2,250	2027-29	Tập đoàn AES	Đang lập FS
LNG Sơn Mỹ 1	2,250	2027-29	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group	Đang lập FS
LNG Long Sơn	1,500	2031-35	PGV - TTC - TV2 - Mitsubitshi - GE - GTPP	
LNG Long An 1	1,500	2021-30	VinaCapital - GE	Đang lập FS
LNG Long An 2	1,500	2031-35	VinaCapital - GE	
Điện khí nội địa				
Ô Môn III, IV (Lô B)	2,100	2028-30	PVN	
Ô Môn II (Lô B)	1,050	2027	Vietracimex - Marubeni	
Dung Quất 1,2,3 (CVX)	2,250	2028		
Miền Trung 1,2 (CVX)	1,500	2030	PVN	

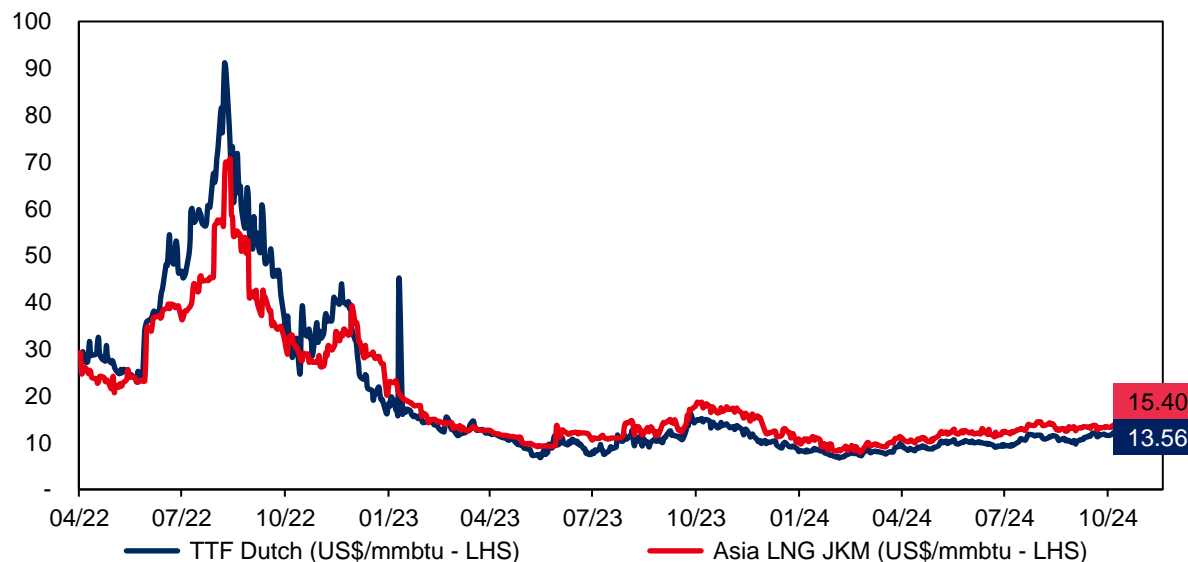
- Vai trò của LNG ngày càng trở nên quan trọng trong bối cảnh nguồn cung khí nội địa suy giảm. Hiện tại, khí nhập khẩu được giao dịch với mức giá biến động từ 12 đến 14 USD/MMBtu, cao hơn 30-50% so với giá khí nội địa hiện hành. Các nguồn nhập khẩu này chủ yếu được phân bổ cho hoạt động chạy thử nghiệm của Nhơn Trạch 3 và 4, cũng như đóng vai trò là nguồn cung dự phòng cho nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ 3 trong các giai đoạn cao điểm của quý 2 và quý 3 năm 2024.
- Về tình hình triển khai dự án, hiện tại cơ chế giá điện khí LNG được ban hành sẽ hỗ trợ tích cực tiến độ đàm phán PPA các nhà máy đầu tiên đang trong giai đoạn thi công như Nhơn Trạch 3&4 và LNG Hiệp Phước 1. Giai đoạn 2024-35, chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp đang tham gia vào chuỗi giá trị điện khí LNG bao gồm các doanh nghiệp đầu tư hạ tầng như GAS cũng như những doanh nghiệp phát triển dự án điện như POW, PGV.

• Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Điện khí: Về dài hạn, điện khí sẽ là một trong những mũi nhọn phát triển chính từ nay đến 2035

- Chúng tôi nhận thấy giá khí LNG có xu hướng giảm đang hỗ trợ nhu cầu đầu tư điện khí lớn của Việt Nam. Hiện tại, các lô khí LNG được nhập về chủ yếu là các lô lẻ từ Indonesia và Malaysia với mức giá khoảng 12USD/mmbtu (đã bao gồm chi phí vận chuyển và tái hóa), đây vẫn là mức cao, gây áp lực lên khả năng huy động của các nguồn điện khí LNG trong ngắn hạn. Trong tương lai, khi các nhà máy điện khí LNG đầu tiên đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng sẽ có những hợp đồng mua bán khí dài hạn, đảm bảo được nguồn đầu vào ổn định cùng giá bán có thể sẽ thấp hơn.
- Về chính sách, chúng tôi cho rằng khung giá LNG được ban hành sẽ là động lực để các doanh nghiệp tiếp tục triển khai phát triển nhà máy, kéo theo là nhu cầu phát triển các kho cảng LNG trong trung và dài hạn nhằm đáp ứng nhu cầu khí ngày càng cao của Việt Nam.

Giá khí LNG thế giới giảm mạnh và đang có xu hướng ổn định lại, hỗ trợ tình hình đầu tư và nhập khẩu khí trong thời gian tới



Một số dự án kho cảng LNG đang được đầu tư để đáp ứng nhu cầu các dự án điện khí LNG trong tương lai

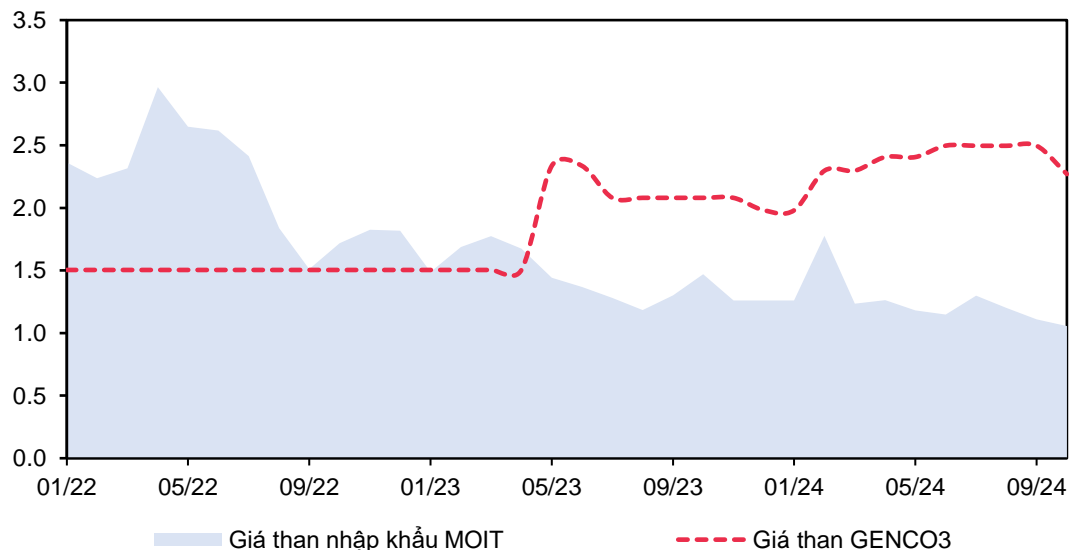
Kho cảng LNG	Công suất (triệu tấn)	Thời gian dự kiến	Chủ đầu tư
Khu vực miền Nam			
LNG Thị Vải GĐ1	1.0	2023	PVPower
LNG Hải Linh	1.2	2024	Hải Linh, AG&P
LNG Sơn Mỹ	3.6	2026-30	Gas, AES
FSRU Nam Du	1.0-3.0	2026-30	
Khu vực miền Trung			
LNG Khánh Hòa	2.0-3.0	2031-35	
Khu vực miền Bắc			
FSRD Hòn Mê	1.0	2025	
LNG Lạch Huyện	3.0 - 4.0	2026-30	

• Nguồn: QHĐ8, MBS Research

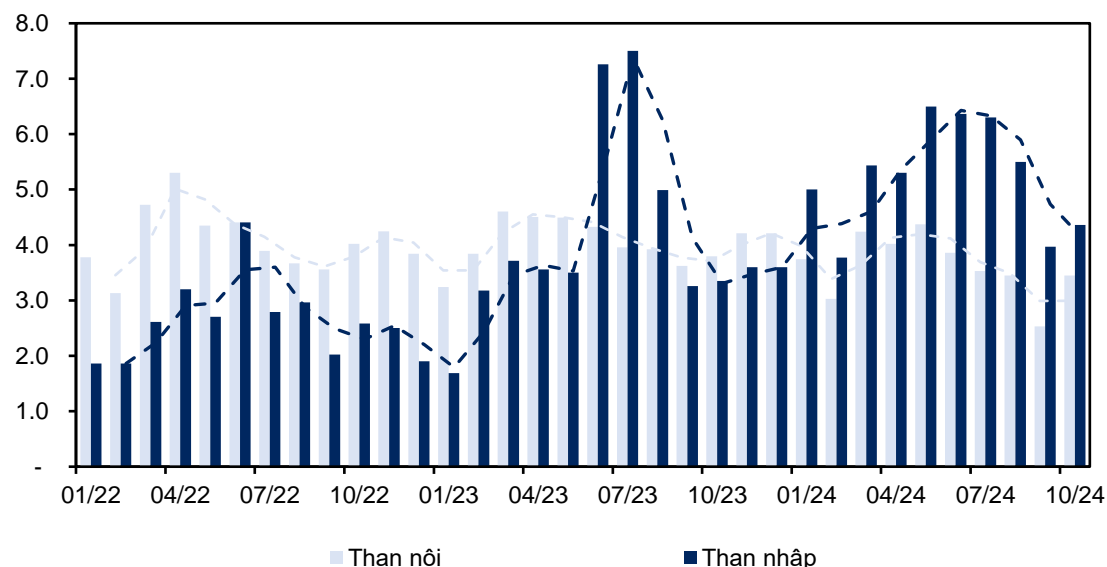
Điện than: Duy trì triển vọng huy động khả quan, đặc biệt các doanh nghiệp tại miền Bắc trong 2025

- Trong 2025, chúng tôi cho rằng xu hướng huy động điện than, đặc biệt là các nhà máy điện than tại miền Bắc sẽ tiếp tục duy trì do: 1) Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện tại miền Bắc cao nhất cả nước, gây áp lực lên hệ thống trong bối cảnh tăng trưởng nguồn tại khu vực thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tiêu thụ điện; and 2) Pha thời tiết diễn biến kém thuận lợi hơn dự kiến, tiếp tục gây áp lực lên rủi ro thiếu điện; 3) Nguồn than đầu vào đảm bảo khi TKV tăng cường nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng QTP, HND, PPC sẽ tiếp tục được huy động tốt trong 2025, tuy nhiên vẫn tồn tại một số rủi ro liên quan đến giá đầu vào neo cao và giá thị trường điện thấp, làm hẹp biên LN các doanh nghiệp.
- Về dài hạn, điện than khó có khả năng duy trì vai trò trọng tâm trong phát triển năng lượng do lượng phát thải cao và những thách thức trong việc huy động tài chính. Từ nay đến năm 2030, chỉ có sáu dự án nhiệt điện than được kỳ vọng triển khai, chủ yếu theo hình thức BOT. Trong số này, một số dự án như Vũng Áng 2 (1,200 MW), BOT Quảng Trạch 1 (1,403 MW) và Na Dương 2 (110 MW) đã được khởi công xây dựng và dự kiến sẽ đi vào vận hành trong tương lai gần.

Giá than có xu hướng tăng trở lại và neo cao từ Q1/24, ảnh hưởng đến khả năng chào giá trên thị trường điện, thu hẹp biên LN của doanh nghiệp (Đơn vị: Triệu đồng/tấn)



Trong bối cảnh TKV tiếp tục tăng cường nhập than, triển vọng huy động nhóm nhiệt điện than sẽ được đảm bảo nhằm phục vụ nhu cầu phụ tải tăng trưởng dự kiến rất cao từ 2025 (Đơn vị: Tấn)

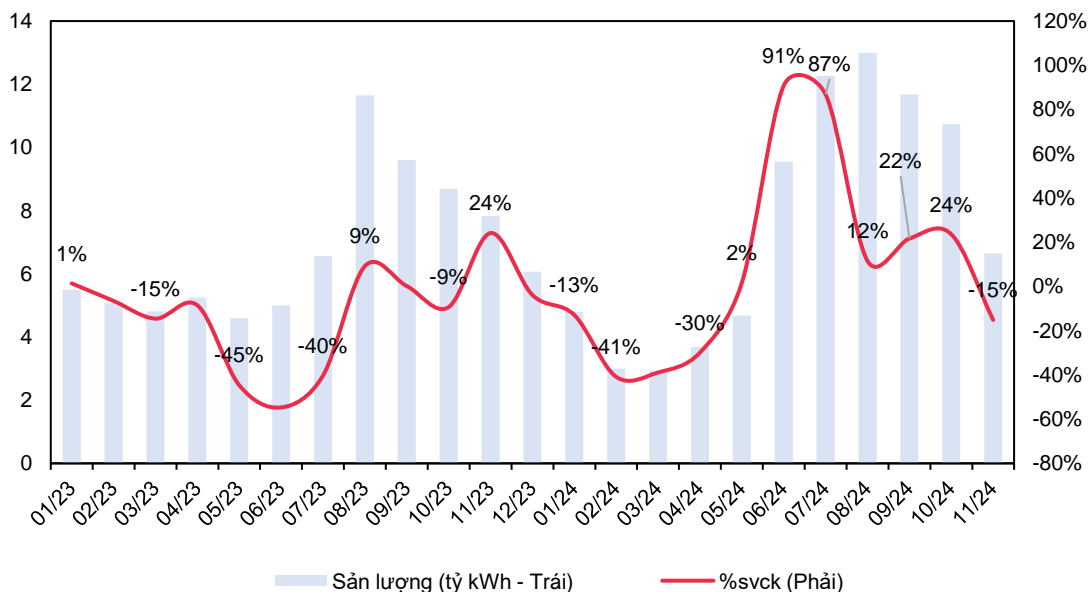


• Nguồn: GENCO3, Bộ Công Thương, TCTK, MBS Research

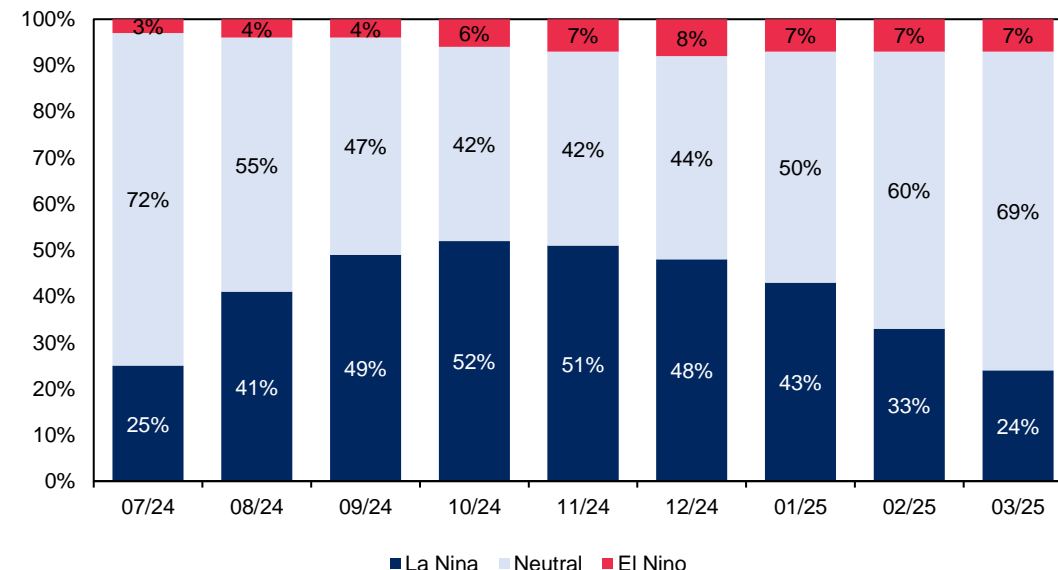
Thủy điện: Chúng tôi kỳ vọng vẫn còn dư địa phục hồi cho nhóm thủy điện từ Q4/24 sang nửa đầu 2025

- Sản lượng thủy điện sau giai đoạn kém tích cực Q1/24 bắt đầu cải thiện từ T6/24, hỗ trợ bởi thủy văn thuận lợi và kế hoạch ưu tiên huy động thủy điện trong nửa cuối năm. Trong đó, nhìn sang Q4/24, theo Trung tâm khí tượng thủy văn quốc gia, dự báo tổng lượng mưa tại các khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên và Nam bộ sẽ duy trì so với mức trung bình nhiều năm, trong khi đó lượng mưa tại khu vực Trung Trung Bộ dự kiến cao hơn 5-15% mức trung bình nhiều năm. Theo đó thì một số doanh nghiệp có nhà máy thủy điện tại các khu vực này như HDG, REE có thể sẽ được hưởng lợi. Mặt khác, chúng tôi nhận thấy xu hướng huy động giảm nhóm thủy điện tại khu vực phía Bắc, do dự báo lượng mưa cũng như thủy văn dự kiến kém tích cực hơn trong giai đoạn này.
- Nhìn sang 2025, pha La Nina dự kiến duy trì đến Q1/25 sau đó lại quay lại pha Trung tính với xác suất cao. Theo đó, pha La Nina đang duy trì ngắn hơn dự kiến và xu hướng thời tiết không quá rõ ràng, tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực cho thủy điện phục hồi trong nửa đầu năm từ mức nền rất thấp 6T25 năm ngoái.

Sản lượng thủy điện cải thiện dần từ Q2/24 và đặc biệt tăng mạnh từ T6/24 hỗ trợ bởi thủy văn thuận lợi (Đơn vị: triệu kWh)



Theo IRI, dự kiến pha La Nina sẽ không duy trì quá rõ ràng từ Q1/25, và xu hướng chuyển pha trung tính với xác suất cao trong cả năm



• Nguồn: IRI, EVN, MBS Research

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

Tỷ đồng	PC1			POW			REE			HDG			NT2			QTP		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu	10,093	11,020	12,674	30,303	47,154	52,450	8,778	9,874	10,551	2,923	3,858	3,663	5,886	7,675	7,723	11,874	12,380	12,378
%svck	29.3%	9.2%	15.0%	8.4%	55.6%	11.2%	2.3%	12.5%	6.8%	1.4%	32.0%	-5.1%	-7.8%	30.4%	0.6%	-1.5%	4.3%	0.0%
LN gộp	2,006	2,226	2,612	2,226	4,451	5,303	3,298	3,816	3,984	1,765	2,403	2,250	79	591	900	890	1,023	951
Biên LN gộp (%)	19.9%	20.2%	20.6%	7.3%	9.4%	10.1%	37.6%	38.7%	37.8%	60.4%	62.3%	61.4%	1.3%	7.7%	11.7%	7.5%	8.3%	7.7%
EBITDA	2,229	2,439	2,783	4,389	6,861	7,613	4,028	4,501	4,677	2,034	2,685	2,538	708	1,018	960	1,378	1,507	1,434
Biên EBITDA (%)	22.1%	22.1%	22.0%	14.5%	14.5%	14.5%	45.9%	45.6%	44.3%	69.6%	69.6%	69.3%	12.0%	13.3%	12.4%	11.6%	12.2%	11.6%
LN ròng	522	773	1,139	1,172	1,470	1,945	2,013	2,504	2,668	721	1,293	1,215	118	476	760	684	832	764
%svck	282.0%	48.1%	47.4%	9.1%	25.4%	32.3%	-8.0%	24.3%	6.6%	1.3%	79.4%	-6.0%	-75.0%	303.1%	59.6%	11.8%	21.6%	-8.2%
EPS (đ/cp)	1,459	2,161	3,186	501	628	830	4,284	5,327	5,677	1,989	3,559	3,329	410	1,655	2,642	1,444	1,756	1,613
BVPS (đ/cp)	19,162	21,852	25,526	15,257	17,066	18,406	45,380	50,903	56,941	18,655	23,049	26,549	13,964	14,165	15,369	12,268	12,652	12,850
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(20,362)	(20,210)	(17,864)	(5,637)	(7,532)	(5,051)	(9,858)	(6,001)	(1,259)	(11,154)	(8,837)	(6,864)	7,273	7,928	9,619	(230)	67	30
Nợ/VCSH	1.8	1.7	1.5	0.7	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.0	-	-
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	102.4%	202.4%	3.3%	3.3%	3.3%	7.9%	7.9%	7.9%	10.2%	10.0%	10.0%
ROAE (%)	7.6%	9.9%	12.5%	3.7%	4.4%	5.5%	9.4%	10.5%	10.0%	11.5%	16.7%	13.6%	2.9%	11.7%	17.2%	12.4%	14.6%	13.2%
ROAA (%)	2.4%	3.2%	4.4%	1.6%	1.6%	1.9%	5.6%	6.7%	6.8%	4.8%	7.8%	6.9%	1.7%	7.2%	10.9%	9.8%	11.7%	10.6%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư 2025: Chúng tôi lựa chọn PC1, NT2 và POW

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đ/cp)	Luận điểm đầu tư
PC1	KHẢ QUAN (+30%)	29,300	<ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp đầu ngành xây lắp điện, với bề dày kinh nghiệm thực hiện nhiều dự án trọng điểm quốc gia. Chúng tôi đánh giá triển vọng mảng tích cực từ 2025 do: 1) Chính sách cho NLTT đang được triển khai bao gồm DPPA, và khung giá phát điện gió sẽ hỗ trợ triển vọng phát triển công suất nhà máy; 2) Khối lượng công việc cho xây dựng lưới điện được đảm bảo, trung bình 1.6 tỷ USD/năm theo QHĐ8. Hướng tới mục tiêu tiếp cận không chỉ các dự án hàng đầu trong nước mà cả thị trường quốc tế, PC1 đã đạt được những thành công ban đầu từ trúng thầu hợp đồng EPC cho nhà máy điện gió 58MW tại Philippines (tổng giá trị ~1.200 tỷ đồng), khẳng định năng lực của công ty trong việc tiếp tục ký thêm các gói thầu giá trị trong tương lai. PC1 có kế hoạch mở rộng công suất phát điện, đặc biệt trong lĩnh vực thủy điện và điện gió. Công ty dự kiến đưa vào vận hành hai nhà máy thủy điện nhỏ, Bảo Lạc A (30MW) và Thượng Hà (13MW), trong giai đoạn 2026-27, đồng thời đang theo sát cơ hội đầu tư vào một dự án điện gió tại Quảng Trị. Tăng trưởng EPS giai đoạn 2024-26 sẽ được thúc đẩy mạnh bởi mảng bất động sản. Trong đó, đấu giá thành công dự án Tháp Vàng và tiến độ pháp lý tích cực hơn của PC1 Gia Lâm và Định Công là điểm tựa cho tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2026-27. Ngoài ra, PC1 đang từng bước mở rộng sang đầu tư khu công nghiệp (IP) thông qua việc đầu tư vào liên doanh với các dự án đang triển khai như Western Pacific, cũng như tự phát triển độc lập KCN NHIZ Giai đoạn 2. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp công ty duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định đến năm 2028.
POW	KHẢ QUAN (+20%)	14,900	<ul style="list-style-type: none"> POW kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ chiến lược dài hạn của Chính phủ trong việc phát triển điện khí LNG từ nay đến năm 2035, nhờ tham gia phát triển các dự án điện khí LNG trọng điểm quốc gia như Nhơn Trạch 3&4 (1.600MW – 2025-26) và Quảng Ninh LNG (1.500MW – 2029-30). Triển vọng tăng trưởng trong trung hạn đến từ Nhơn Trạch 3&4: Dự kiến nhà máy sẽ bắt đầu vận hành vào năm 2025. Việc ký kết hợp đồng mua bán điện trong tháng 10/2024 đã đánh dấu một cột mốc quan trọng sau khi các vấn đề về cơ chế giá, giải phóng mặt bằng và tài chính được giải quyết triệt để. Chúng tôi kỳ vọng Nhơn Trạch 3&4 sẽ là động lực tăng trưởng chính cho POW từ 2026-27. Dự kiến tỷ lệ huy động sản lượng các nhà máy sẽ tiếp tục cải thiện, là điểm tựa cho tăng trưởng kép LN ròng 2024-26 đạt 25% đến từ 1) Nhu cầu phụ tải tiếp tục tăng cao trong các năm tới, gây áp lực lên nhu cầu huy động các nhà máy; 2) Tình hình tài chính của EVN được cải thiện sẽ tạo ra môi trường huy động bớt khó khăn hơn so với giai đoạn nền thấp 2023-24, đặc biệt đối với các nguồn điện giá cao như điện khí. Định giá hấp dẫn trong dài hạn: Mức giá hiện tại tương đương P/B ~0.8x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành (~1.5x). Chúng tôi cho rằng mức giá này đã phần nào phản ánh những khó khăn POW gặp phải trong ngắn hạn, theo đó, với tiềm năng tăng trưởng tốt trong trung hạn từ nay đến 2030, POW đang có mức định giá hấp dẫn và rủi ro giảm giá thấp.
NT2	KHẢ QUAN (+24%)	23,100	<ul style="list-style-type: none"> Trong bối cảnh sụt giảm nguồn khí nội địa, đặc biệt tại các mỏ khí Đông Nam Bộ tiếp tục là gánh nặng lên triển vọng toàn ngành, NT2 sở hữu những lợi thế và được ưu tiên phân bổ khí so với các nhà máy khác: 1) Hợp đồng BOT của Phú Mỹ 3 và 2.2 (1,400MW) sẽ hết hiệu lực trong 2024-25, dự kiến sẽ không còn được ưu tiên cấp khí và huy động; 2) NT2 vẫn còn hợp đồng bao tiêu khí với GAS đến 2027, hỗ trợ mạnh mẽ cho huy động Nhơn Trạch 2 cải thiện từ mức nền rất thấp 2024. Nhu cầu điện toàn quốc dự kiến tăng trưởng 11-13% svck, cùng với năng lực truyền tải từ Nam ra Bắc được cải thiện nhờ 500kV mạch 3 đi vào vận hành. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực để nhóm điện khí được huy động tích cực hơn từ 2025. Tiềm năng trả cổ tức cao khi nhà máy vận hành ổn định trở lại, cùng dòng tiền phải thu từ EVN cải thiện. Hiện tại doanh nghiệp đã trả hết nợ vay dài hạn, và nếu duy trì được mức trả cổ tức ~1,500đ/cp (tương đương tỷ suất cổ tức 7.8%), NT2 sẽ là lựa chọn phù hợp cho chiến lược đầu tư ngành phòng thủ.

Chiến lược đầu tư 2025: Chúng tôi lựa chọn PC1, NT2 và POW

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đ/cp)	Luận điểm đầu tư
HDG	TRUNG LẬP (+12%)	33,600	<ul style="list-style-type: none"> Doanh nghiệp năng lượng đầu ngành, chứng minh năng lực triển khai và vận hành dự án với chi phí đầu tư thấp, trung bình khoảng 25 tỷ đồng/MW trên tổng danh mục 461MW. Nhìn sang 2025-30, HDG giữ tham vọng tăng gấp đôi công suất phát điện hiện tại, trong đó, một số dự án nổi bật nằm trong kế hoạch bao gồm thủy điện Sơn Linh (15MW), Sơn Nham (9MW), và điện gió Phước Hữu (50MW), Bình Gia (80MW). Tăng trưởng kép LN ròng 2024-26 ấn tượng đạt 25%, chủ yếu thúc đẩy bởi bàn giao Charm Villa GD3 (~130 căn). Đặc biệt, HDG có cơ hội lớn hưởng lợi từ ban hành thí điểm triển khai các dự án nhà ở thương mại trên đất không phải đất ở, kỳ vọng tháo gỡ nút thắt lớn nhất các dự án của doanh nghiệp do vướng mắc về chuyển đổi mục đích sử dụng đất. Tuy nhiên, các nhà phát triển phải chờ đến ngày 1/4/2025 khi chính sách có hiệu lực. Từ nay đến đó, chính phủ cần ban hành hướng dẫn cụ thể cho việc thực hiện chính sách mới cũng như danh sách chính thức dự án sẽ được thí điểm. Sức khỏe tài chính vững mạnh là yếu tố giúp HDG đứng vững giữa thách thức thị trường. Doanh nghiệp không gặp nhiều áp lực từ chi phí tài chính do sở hữu các dự án hoạt động hiệu quả và luôn chủ động trong việc đàm phán các khoản vay mới với lãi suất thấp hơn.
QTP	TRUNG LẬP (+21%)	16,100	<ul style="list-style-type: none"> Trong năm 2025, các nhà máy nhiệt điện than, đặc biệt tại khu vực phía Bắc, dự kiến sẽ duy trì mức sản lượng cao. Xu hướng này được thúc đẩy bởi nhu cầu điện gia tăng trong các tháng mùa hè và rủi ro thiếu điện kéo dài do điều kiện thủy điện kém thuận lợi hơn dự kiến. Biên LN của doanh nghiệp dự kiến cải thiện trong 2025 khi nhà máy ghi nhận hết khấu hao thiết bị, đồng thời dự kiến hoàn tất trả nợ dài hạn vào 2026. Bên cạnh đó, áp lực chi phí đầu vào được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá than nhập khẩu trong tháng 12/2024. QTP có tiềm năng phân phối cổ tức cao hơn (lợi suất cổ tức đạt 9-10% tại mức giá hiện tại) trong những năm tới, khi công ty hoàn tất trả nợ cùng triển vọng sản lượng được duy trì ổn định trong trung hạn.
REE	TRUNG LẬP (+12%)	75,300	<ul style="list-style-type: none"> Từ nửa cuối năm 2024, động lực tăng trưởng của REE dự kiến sẽ đến từ mảng bất động sản, thúc đẩy bởi ghi nhận doanh thu từ dự án nhà ở thấp tầng The Light Square GD1 và khai trương tòa nhà văn phòng mới E.Town 6. Hoạt động cơ điện (M&E) kỳ vọng sẽ ghi nhận sự phục hồi LN ròng đạt 25% CAGR trong giai đoạn 2025-2026, nhờ vào lượng backlog lớn từ dự án Nhà ga sân bay Long Thành cũng như kỳ vọng sự phục hồi của thị trường bất động sản khu vực TP.HCM. REE duy trì tăng trưởng dài hạn, hỗ trợ bởi các kế hoạch đầu tư chiến lược, bao gồm phát triển hai dự án NLTT: Thủy điện Trà Khúc 2 (30MW) và điện gió Duyên Hải (48MW), cả hai dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2026. Ngoài ra, REE còn đang theo đuổi phát triển thêm ba dự án điện gió tại Trà Vinh với tổng công suất 344MW, khẳng định cam kết của công ty đối với việc mở rộng năng lượng tái tạo. REE là cơ hội đầu tư phù hợp trong chiến lược đầu tư ngành phòng thủ nhờ sức khỏe tài chính tốt, năng lực sinh lời hiệu quả cùng dự phóng tăng trưởng EPS ổn định đạt 15% CAGR giai đoạn 2025-26.

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)		D/E
	Bloomberg	Nội tệ	Nội tệ			tr USD	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	
Điện khí																
PVPower	POW VN	12,450	14,900	Khả quan	1,167.7	12.7	20.3	0.9	0.8	1.8	1.4	4.3	3.9	8.6	8.4	0.6
GENCO3	PGV VN	22,000	NA	KKN	852.4	9.2	1.5	1.2	(1.1)	na	(1.1)	(4.1)	13.3	7.8	5.9	2.1
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	19,550	23,100	Khả quan	221.8	48.8	12.0	1.4	1.3	1.7	7.0	2.9	11.7	6.6	4.7	-
<i>Trung bình</i>						35.5	13.8	1.2	0.3	1.2	1.2	0.7	8.2	7.7	6.3	0.9
<i>Trung vị</i>						12.7	19.6	1.2	0.8	1.2	1.4	1.9	7.4	7.8	5.9	0.6
Điện than																
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	13,300	NA	KKN	262.1	15.1	10.9	1.1	1.1	5.5	8.7	7.1	10.7	4.7	4.4	0.1
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	14,000	16,100	Khả quan	260.7	9.1	7.9	1.2	1.1	7.9	12.5	10.6	14.9	4.3	4.2	0.1
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	11,500	NA	KKN	145.3	10.8	5.8	0.8	na	6.1	12.3	6.9	7.7	41.2	15.2	-
<i>Trung bình</i>						11.6	8.2	1.0	1.1	6.5	11.2	8.2	11.1	16.7	7.9	-
<i>Trung vị</i>						10.8	7.9	1.1	1.1	6.1	12.3	7.1	10.7	4.7	4.4	0.1
Thủy điện																
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	50,000	NA	KKN	465.6	31.3	na	2.5	na	4.1	na	7.6	na	10.9	na	0.7
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	24,850	NA	KKN	230.4	22.9	na	1.8	na	7.1	na	7.9	na	9.8	na	-
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	33,500	NA	KKN	194.0	15.9	na	2.7	na	11.1	na	16.8	na	8.8	na	0.4
<i>Trung bình</i>						23.4	na	2.3	na	7.4	na	10.8	na	9.8	na	0.4
<i>Trung vị</i>						22.9	na	2.5	na	7.1	na	7.9	na	9.8	na	0.4
Năng lượng tái tạo																
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	10,950	NA	KKN	154.6	28.9	15.9	1.0	0.9	0.9	1.7	3.8	5.2	8.5	8.6	1.7
CTCP BCG Energy	BGE VN	10,300	NA	KKN	296.4	na	na	1.0	na	na	na	na	na	16.4	na	0.7
Doanh nghiệp đa ngành																
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	67,400	75,300	Trung lập	1,251.2	15.4	12.4	1.5	1.3	5.6	6.7	9.4	10.5	9.3	8.5	0.6
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	30,650	33,600	Trung lập	406.3	15.1	8.4	1.6	1.4	4.8	7.8	11.5	16.1	8.2	6.6	0.7
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	22,850	29,300	Khả quan	322.1	17.4	13.0	1.2	1.0	2.4	3.3	8.0	10.1	7.7	7.0	1.6
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	9,630	NA	KKN	222.0	26.5	na	0.5	na	0.4	na	2.3	na	22.3	na	0.6
<i>Trung bình</i>						18.4	12.2	1.3	1.4	3.3	4.8	9.6	14.7	11.9	7.4	0.8
<i>Trung vị</i>						16.5	13.0	1.5	1.4	3.4	5.8	9.7	16.1	8.8	7.0	0.6

• Nguồn: Bloomberg, MBS Research



6

TRIỂN VỌNG NGÀNH | DẦU KHÍ

Lửa thử vàng

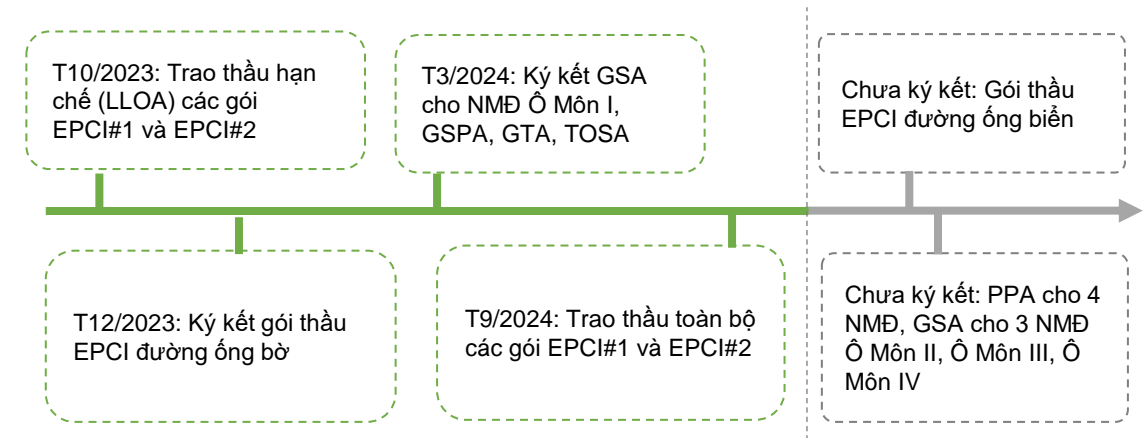
[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

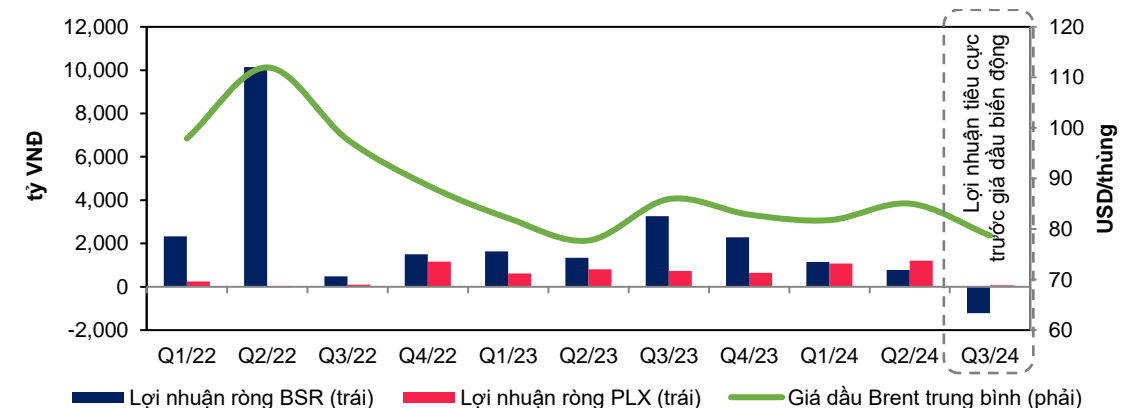
Nhìn lại 2024: Một năm nhiều thất vọng

- Thượng nguồn - FID cho dự án trọng điểm Lô B – Ô Môn bị trì hoãn, nhưng các hợp đồng EPCI vẫn được ký kết:** Trong nửa đầu 2024, một số hợp đồng quan trọng cho quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của Lô B đã được ký kết, bao gồm GSPA, GTA, TOSA, và GSA cho Ô Môn I. Các bước tiến đã củng cố niềm tin rằng FID sẽ được phía PVN chấp thuận vào nửa cuối năm 2024, với điều kiện các hợp đồng GSA và PPA còn lại được ký kết. Hiện tại, FID của Lô B dường như đã là một lời hứa bỏ quên trong năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng ngay cả khi chưa có FID, các gói thầu EPCI cho dự án vẫn được trao thầu toàn bộ và triển khai, thay thế các hợp đồng hạn chế trước đó và mang lại lượng công việc tồn đọng đáng kể cho các nhà thầu EPCI thượng nguồn.
- Thượng nguồn – Không có giàn khoan tự nâng mới nào được tiếp nhận:** Tại Đại hội cổ đông thường niên năm 2024 của PV Drilling, công ty đã lên kế hoạch mua một hoặc hai giàn khoan tự nâng mới để tận dụng thời cơ thuận lợi của thị trường giàn khoan toàn cầu. Tuy nhiên, kế hoạch này đã không được thực hiện trong năm 2024 vì (1) Thị trường giàn khoan trên thế giới và trong khu vực đang dư cung do Saudi Aramco hoãn kế hoạch mở rộng công suất, trong khi (2) PVD kỳ vọng giàn khoan mới có thể làm việc với các hợp đồng dài hạn ngay lập tức.
- Hạ nguồn – Thiếu nguồn cung khí nội địa:** Các nhà phân phối khí gặp nhiều khó khăn trong năm 2024 do thiếu khí tự nhiên từ nguồn cung nội địa. Các mỏ khí chính hiện đang hoạt động đã bước vào giai đoạn suy giảm tự nhiên, đặc biệt là tại Lô 06.1, bể Nam Côn Sơn. PV Gas phải bù đắp sự thiếu hụt này bằng khí tự nhiên hoá lỏng (LNG) được nhập khẩu từ các nguồn khác nhau với giá giao ngay.
- Hạ nguồn – Biến động khó lường của giá dầu thô mang lại nhiều thách thức cho các doanh nghiệp lọc dầu và phân phối xăng dầu:** Lợi nhuận của các doanh nghiệp lọc dầu và phân phối xăng dầu đều bị ảnh hưởng tiêu cực bởi sự biến động của giá dầu thô do chi phí đầu vào cao nhưng giá bán ra thấp.

Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn: Các hợp đồng và cột mốc chính



Diễn biến giá dầu và lợi nhuận của các doanh nghiệp hạ nguồn

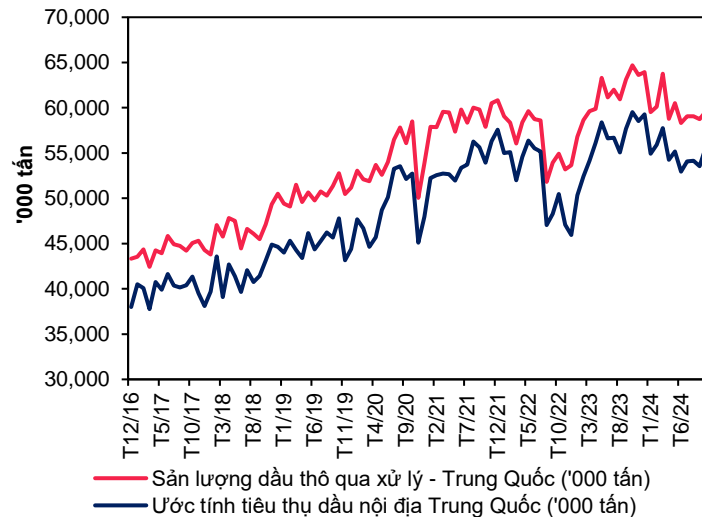


• Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

Triển vọng giá dầu thô: Các yếu tố hỗn hợp trong bối cảnh lo ngại về nhu cầu thấp

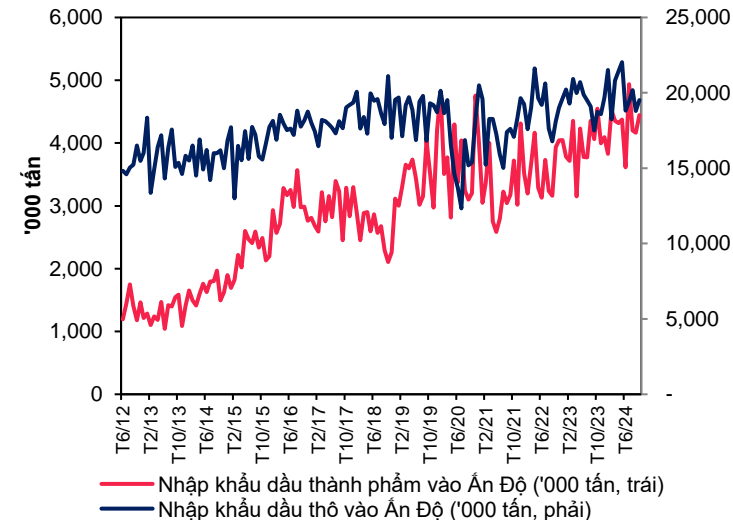
- **Nhu cầu:** Tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu trong năm 2025 được dự báo chủ yếu đến từ các quốc gia ngoài OECD. Khu vực chính đóng góp vào tăng trưởng tiêu thụ dầu toàn cầu trong năm 2025 có thể không đến từ Trung Quốc như dự đoán trước đó. Tăng trưởng kinh tế chậm lại, sử dụng xe điện gia tăng và tăng cường tiêu thụ khí tự nhiên hoá lỏng có thể hạn chế sự tăng trưởng tiêu thụ dầu tại quốc gia này trong năm tới. Thay vào đó, Ấn Độ dự kiến sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho tiêu thụ dầu toàn cầu trong năm 2025 nhờ nhu cầu gia tăng đối với nhiên liệu vận tải.
- **Nguồn cung:** Nguồn cung dầu trong năm 2025 được dự báo sẽ tăng với đóng góp chủ yếu từ các quốc gia ngoài OPEC+ như Mỹ và Brazil. Dưới nhiệm kỳ tổng thống lần thứ hai của Donald Trump, Mỹ có khả năng cao sẽ tăng sản lượng khai thác dầu và khí, tạo áp lực giảm giá dầu. Trước đó, OPEC+ đã lên kế hoạch tăng sản lượng bắt đầu từ năm 2025, nhưng dưới sức ép của nhu cầu yếu và nguồn cung tăng từ ngoài nhóm, tổ chức này đã quyết định gia hạn cắt giảm lượng cho đến tháng 4 năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng các xung đột chính trị có thể sẽ tiếp diễn trong năm 2025, nhưng nguy cơ thực tế về gián đoạn nguồn cung dầu thô sẽ vẫn rất hạn chế và không phải là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho giá dầu trong năm tới, khi lo ngại về nhu cầu yếu có thể bao trùm thị trường.

Tiêu thụ dầu tại Trung Quốc có thể đã tạo đỉnh



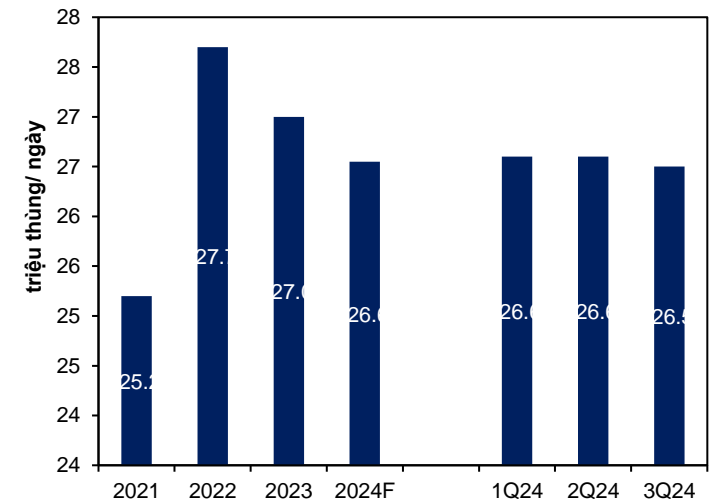
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research ước tính

Nhập khẩu dầu tại Ấn Độ đang trên đà tăng trưởng



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

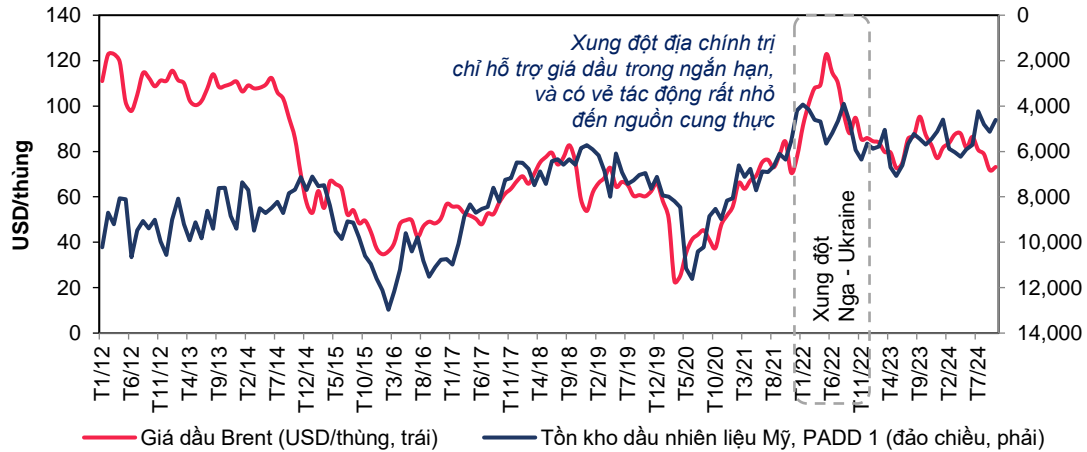
Sản lượng dầu thô sản xuất của OPEC



• Nguồn: OPEC MOMR

Dự báo giá dầu thô: Giá dầu Brent trung bình trong năm 2025 dự kiến sẽ dao động quanh mức 70 USD/thùng

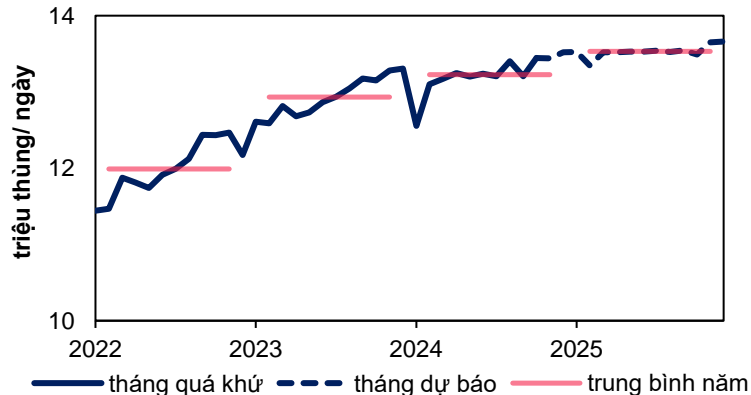
Tồn kho dầu thô Mỹ liên tục tăng, cho thấy nhu cầu tương đối yếu



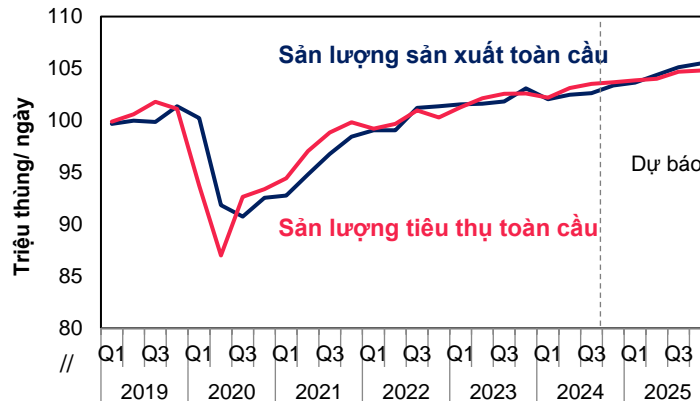
Án Độ được kỳ vọng là động lực mới cho tăng trưởng nhu cầu dầu thô toàn cầu năm 2025

Triệu thùng/ ngày	2023	2024E	% svck	2025F	% svck
OECD	45.6	45.8	0.44%	45.9	0.22%
Châu Mỹ	25.0	25.1	0.40%	25.2	0.40%
Châu Âu	13.4	13.5	0.75%	13.5	0.00%
Châu Á – Thái Bình Dương	7.2	7.3	1.39%	7.3	0.00%
Ngoài OECD	56.6	58.2	2.83%	59.7	2.58%
Trung Quốc	16.4	16.8	2.44%	17.1	1.79%
Trung Đông	8.6	8.8	2.33%	9.1	3.41%
Ấn Độ	5.3	5.6	5.66%	5.8	3.57%
Khác	26.3	27.0	2.66%	27.7	2.59%
Tổng cầu thế giới	102.2	104.0	1.76%	105.6	1.54%

Khai thác dầu thô tại Mỹ năm 2025 dự kiến sẽ tăng



Thị trường dầu thô có thể dư cung vào cuối 2025



Dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025

Tổ chức	Dự báo giá dầu Brent trung bình 2025
EIA	76 USD/thùng
JP Morgan	73 USD/thùng
Goldman Sachs	76 USD/thùng
Trung bình	75 USD/thùng
MBS Research	70 USD/thùng

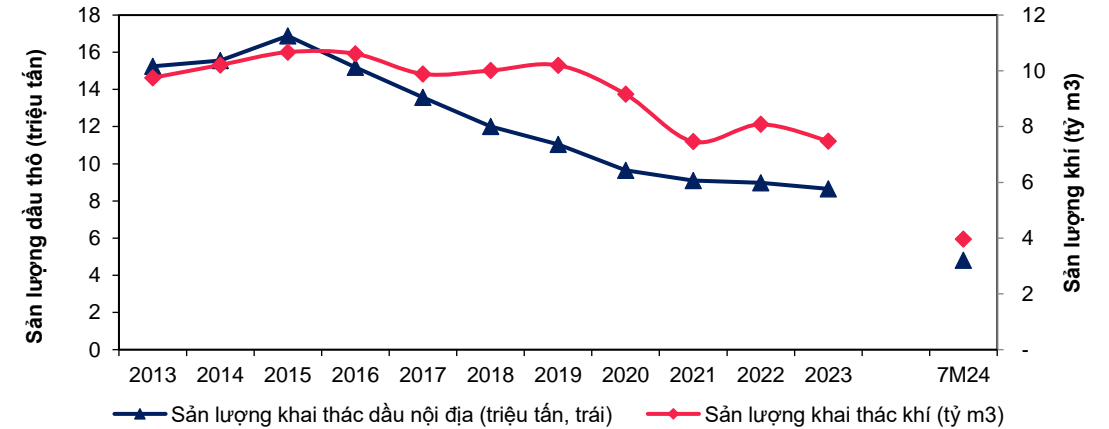
Chúng tôi đưa ra dự phóng giá dầu thận trọng hơn một chút so với trung bình dự báo vì cho rằng nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Trump sẽ khiến sản lượng tăng tương đối mạnh và gây áp lực giảm giá lên giá dầu thô

• Nguồn: Bloomberg, OPEC MOMR, EIA, MBS Research

Triển vọng năm 2025: Việc thăm dò các mỏ dầu và khí mới là cấp thiết để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia

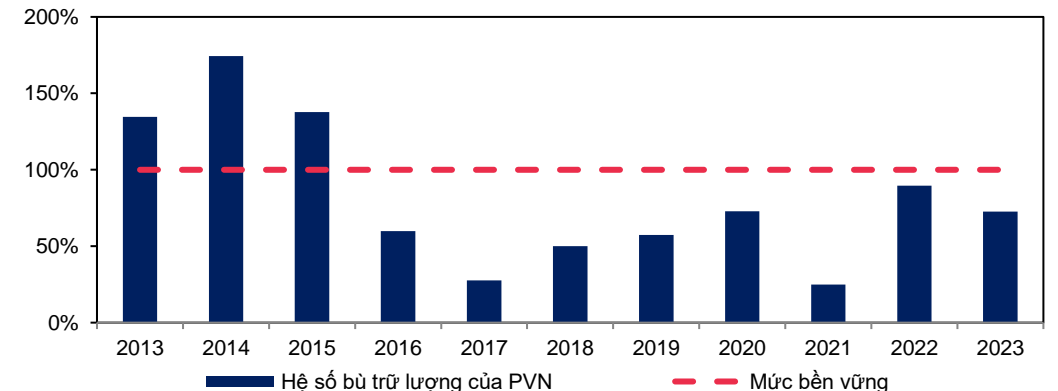
- Trong năm 2025, trung bình giá dầu thô thấp hơn năm 2024 có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp dầu khí nội địa ở tất cả các phân khúc. Đối với phân khúc thượng nguồn, ảnh hưởng được kỳ vọng tương đối nhỏ, vì mặc dù giá dầu thô trung bình có thể giảm nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn điểm hoà vốn toàn cầu, đảm bảo việc triển khai các dự án thăm dò và khai thác. Đối với phân khúc hạ nguồn, nhu cầu dầu thành phẩm yếu hơn mong đợi trong bối cảnh tăng công suất lọc dầu tại Trung Quốc có thể dẫn đến crack spread thấp, và có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các DN lọc dầu. Chúng tôi lưu ý rằng mức giá 70 USD/thùng là mức hỗ trợ cho các dự án thượng nguồn, và nếu giá dầu thô giảm xuống dưới mức này, chúng tôi không loại trừ khả năng các hoạt động thăm dò và khai thác bị trì hoãn.
- Trong 7 tháng đầu năm 2024, PVN đã khai thác 5.81 triệu tấn dầu và 3.97 tỷ m³ khí, tương ứng hoàn thành 70.9% và 77.8% mục tiêu năm. Các sản lượng này lần lượt tương đương 55.7% và 53.1% sản lượng PVN trong cả năm 2023. Tuy nhiên, có thể thấy sản xuất dầu khí trong nước đang trải qua một xu hướng giảm dài hạn kể từ khi đạt đỉnh vào năm 2015.
- Hệ số bù trừ lượng (RRR) của PVN đã duy trì dưới mức bền vững (100% - 120%) trong 8 năm qua. Hệ số này được tính bằng sản lượng gia tăng trừ lượng dầu khí chia cho sản lượng dầu khí khai thác, và hệ số RRR đạt 100% cho thấy công ty có thể duy trì mức sản xuất hiện tại. RRR thấp cho thấy sự cấp thiết của hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) các mỏ dầu khí mới trong nước, và việc thúc đẩy các dự án này sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các doanh nghiệp thượng nguồn (nhà thầu EPCI & công ty khoan).

Sản lượng khai thác dầu khí trong nước đang giảm mạnh



• Nguồn: PVN, MBS Research

Hệ số bù trừ lượng của PVN duy trì dưới mức bền vững nhiều năm qua, cho thấy sự cần thiết của việc khai thác các mỏ dầu khí mới



• Nguồn: PVN, MBS Research

Thượng nguồn – Nhà thầu EPCI: Tận dụng mọi cơ hội tại cả thị trường trong nước và quốc tế.

- Nhu cầu về các mỏ dầu khí mới được dự báo sẽ tạo ra cơ hội cho các nhà thầu EPCI của Việt Nam. Hầu hết các dự án thượng nguồn dầu khí trong nước gần đây đã đạt được những bước tiến đáng kể hướng tới các mốc khai thác dòng dầu hoặc dòng khí đầu tiên, mang lại khối lượng công việc đáng kể cho các doanh nghiệp trong nước.
- Nếu giá dầu thô duy trì trên mức 70 USD/thùng và các dự án thượng nguồn quốc tế được triển khai, các nhà thầu Việt Nam thậm chí có thể tham gia vào thị trường nước ngoài, tận dụng năng lực đã được chứng minh từ các dự án trước đây. Bên cạnh đó, với sự tương đồng giữa các hợp đồng EPCI dầu khí và các hợp đồng EPCI điện gió ngoài khơi, các nhà thầu này có tiềm năng tham gia vào lĩnh vực năng lượng tái tạo, mang lại cơ hội dài hạn đáng kể trên cả thị trường trong nước và quốc tế. ([Phụ lục 1](#))

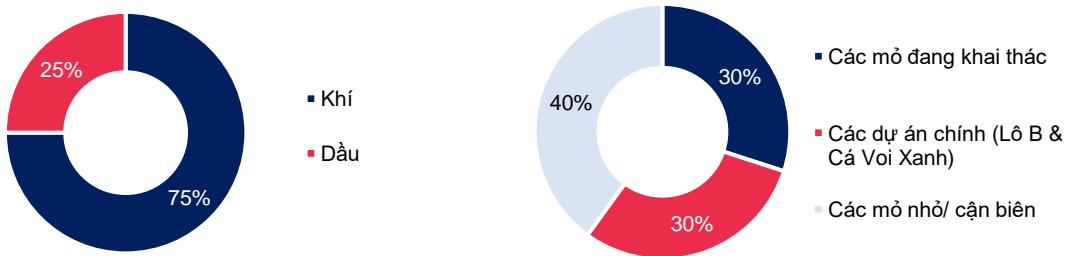
Cập nhật thông tin một số dự án khai thác dầu khí trong nước

STT	Dự án	Lô	Vị trí	Vốn đầu tư (tr. USD)	Trữ lượng	Nhà đầu tư	Cập nhật	Dòng khí/ dòng dầu đầu tiên
1	Lô B - Ô Môn	52/97, 48/95	Bể Malay - Thổ Chu	5186	107 tỷ m3 khí	PVN, PVEP, MOECO, PTTEP	Đã trao thầu toàn bộ cho các gói thầu EPCI#1, EPCI#2 và EPC đường ống bờ; Chưa ký kết hợp đồng mua bán điện của 4 nhà máy điện & hợp đồng bán khí của 3 NMD, chưa có FID từ phía PVN.	Dự kiến 2026 - 2027
2	Cá Voi Xanh	117 - 119	Bể Sông Hồng	4600	150 tỷ m3 khí	ExxonMobil, PVN	T5/2023: PVN, PVEP và Exxon Mobil đã ký Thỏa thuận khung hợp đồng bán khí (HOA GSA); T7/2024: Tiến độ triển khai dự án không có nhiều thay đổi, Exxon Mobil không ưu tiên triển khai dự án trong GD hiện tại.	Dự kiến 2030
3	Sư Tử Trắng - GD 2B	15 - 1	Bể Cửu Long	1300	24 tỷ m3 khí	Cửu Long JOC, ConocoPhillips, KNOC, SK, Geopetrol	Đang đàm phán HĐ phân chia sản phẩm mới (PSC) sau khi HĐ hiện tại kết thúc (T9/2025).	Dự kiến 2026
4	Nam Du - U Minh	46/07; 51	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171 tỷ m3 khí	Jadestone Energy - JSE	T1/2024: PVN, PV Gas và JSE đã ký kết thỏa thuận khung mua bán khí mở	n/a
5	Thiên Nga - Hải Âu	12/11	Bể Nam Côn Sơn	349	7.5 tỷ m3 khí	Zarubezhneft - ZNEP	T3/2024: PV Gas và ZNEP ký kết biên bản ghi nhớ về việc mua bán khí; T11/2024: PVEP - ZNEP ký kết khung kết nối lô 12/11 với hệ thống thiết bị lô 11-Dự kiến Q4/2026	2
6	Báo Vàng - Báo Đen 112 - 113		Bể Sông Hồng	1321	58 tỷ m3 khí	PVN, Gazprom	Thăm dò	n/a
7	Kèn Bầu	114	Bể Sông Hồng	n/a	200 - 250 tỷ m3 khí	Eni Vietnam B.V; Essar E&P Limited	Thăm dò	n/a
8	Lạc Đà Vàng	15/1 - 05	Bể Cửu Long	693	63 triệu thùng dầu	Murphy Oil, PVEP, SK	Q2/2024: PVS ký HĐ EPCIC cho dự án (giá trị ước tính khoảng 245 triệu USD); T10/2024: PTSC M&C và Murphy Cửu Long Bắc tổ chức khởi công giàn xử lý trung tâm.	Dự kiến 2026 - 2027
9	Kinh Ngự Trắng - Kinh Ngự Trắng Nam	09-2/09	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu	Vietsopetro, PVEP, AO Zarubezhneft	T6/2024: Hoàn thành khối chân đế giàn trung tâm CPP - Kinh Ngự Trắng (đúng kế hoạch)	Dự kiến 2025

Thượng nguồn – Nhà thầu EPCI: Trò chơi thực sự bắt đầu

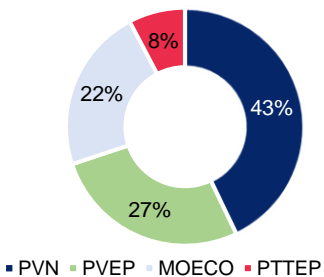
- Lô B và Cá Voi Xanh là hai dự án trọng điểm nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia trong trung hạn, khi trữ lượng của chúng đóng góp khoảng 30% vào trữ lượng dầu khí còn lại của Việt Nam. Tuy nhiên, trong khi tiến độ của dự án Cá Voi Xanh vẫn không thay đổi, một số hợp đồng EPCI quan trọng của dự án Lô B đã được ký kết và triển khai.
- Nhận thấy Exxon Mobil không ưu tiên thúc đẩy dự án Cá Voi Xanh trong giai đoạn hiện tại, mọi sự chú ý giờ đây đều hướng về Lô B. Mặc dù Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của dự án này chưa được PVN phê duyệt, các hợp đồng EPCI quan trọng vẫn được trao vào tháng 9/2024, mang lại khối lượng công việc đáng kể cho các nhà thầu thượng nguồn như PTSC (PVS). Dù toàn ngành dầu khí có thể đối mặt với thách thức từ giá dầu thô thấp và biến động, các nhà thầu thượng nguồn với năng lực mạnh có thể vẫn sẽ duy trì tăng trưởng nhờ khối lượng công việc lớn. Những khó khăn khách quan dường như đang là phép thử cho những doanh nghiệp trong ngành.

Cơ cấu trữ lượng dầu khí còn lại của Việt Nam

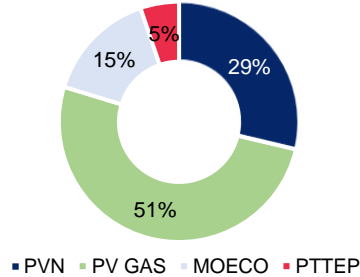


Chuỗi dự án khí điện Lô B – Ô Môn

Thượng nguồn: HĐ phân chia sản phẩm



Trung nguồn: HĐ hợp tác kinh doanh

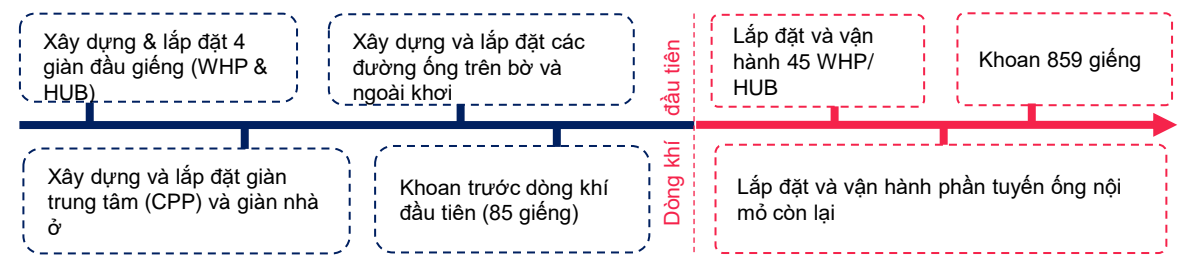


Hạ nguồn: Các nhà máy điện

Nhà máy điện	Chủ đầu tư
Ô Môn I	EVNGENCO 2
Ô Môn II	Marubeni-WTO
Ô Môn III	PVN
Ô Môn IV	PVN

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Tiến độ và các công việc quan trọng của Lô B – Ô Môn



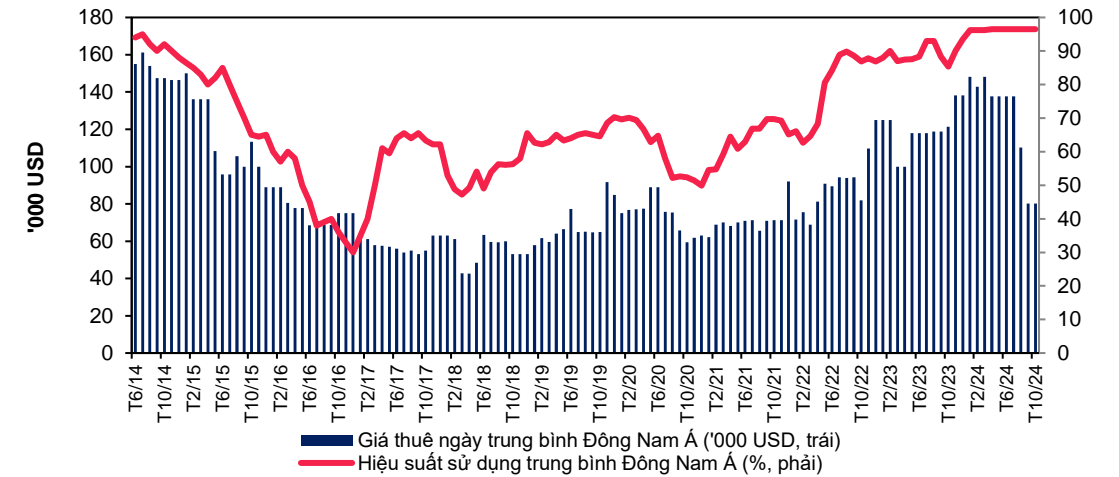
HĐ	Đơn vị	Giá trị ước tính	Công việc chính	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EPCI#1	McDermott & PTSC (PVS)	1.1 tỷ USD	Giàn trung tâm, giàn nhà ở, tháp được		LLOA	Trao thầu toàn bộ				
EPCI#2	PTSC M&C	400 triệu USD	4 giàn đầu giếng		LLOA	Trao thầu toàn bộ				
EPCI#3	PTSC & Lilama 18	314 triệu USD	Đường ống dẫn khí trên bờ, Thiết kế và chạy thử toàn bộ dự án			Đã ký kết HĐ				
EPCI#4	n/a	750 triệu USD	Đường ống dẫn khí ngoài khơi				Kỳ vọng ký kết HĐ			

• Nguồn: Phú Quốc POC, MBS Research tổng hợp

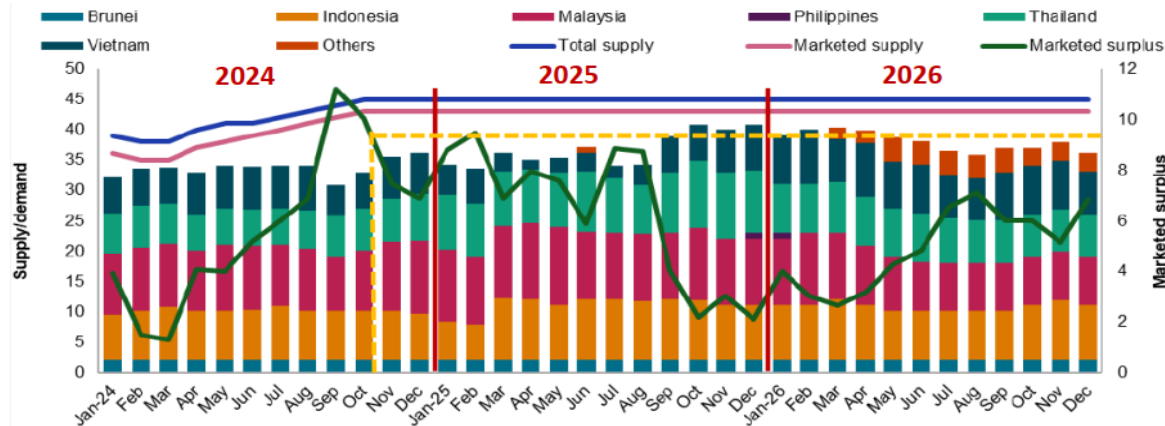
Thượng nguồn – Khoan dầu khí: Chậm nhưng chắc

- Gần đây, giá thuê giàn khoan tự nâng trung bình tại Đông Nam Á giảm mạnh, trong khi tỷ lệ tối ưu hóa vẫn cao gần 100%. Việc này có thể do một HĐ mới từ nhà cung cấp giàn chi phí thấp, tuy nhiên chỉ mang tính tham chiếu cho mức giá trung bình khu vực và không ảnh hưởng trực tiếp đến giá thuê ngày của các nhà thầu khoan dài hạn (như PV Drilling).
- Nhu cầu giàn khoan tự nâng, đặc biệt là ở Đông Nam Á, dự báo vẫn duy trì ổn định trong giai đoạn 2025-2026 nhờ đóng góp từ dự án của các công ty dầu khí quốc gia (NOCs) và gia tăng các dự án thăm dò – khai thác dầu khí ngoài khơi. Trong khi đó, nguồn cung giàn khoan tự nâng tăng trưởng chậm, do các giàn khoan hiện tại đang già hơn và số lượng giàn khoan mới hạn chế do lo ngại về chi phí. Do đó, chúng tôi kì vọng giá thuê giàn khoan tự nâng trong khu vực sẽ duy trì ở mức cao.
- Tuy nhiên, do Saudi Aramco đã hoãn kế hoạch mở rộng công suất và gián tiếp tăng thặng dư nguồn cung giàn khoan tự nâng toàn cầu, giá thuê ngày của giàn tự nâng trung bình năm 2025 dự kiến sẽ thấp hơn một chút so với mức trung bình năm 2024. Các công ty khoan có thể gặp khó khăn trong việc đạt được tăng trưởng mạnh mẽ vào năm tới nếu không có đóng góp từ các giàn khoan mới.

Giá thuê ngày của giàn tự nâng và tỷ lệ tối ưu giàn tại Đông Nam Á

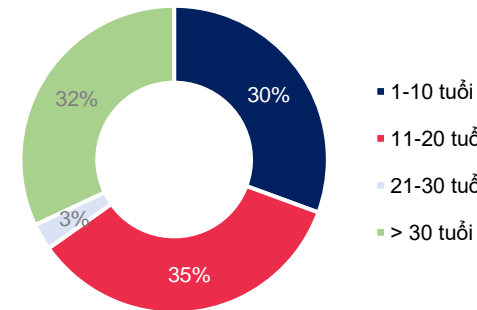


Thặng dư nguồn cung giàn tự nâng Đông Nam Á được kỳ vọng sẽ giảm trong 2 năm tới



• Nguồn: S&P Global, PV Drilling, MBS Research

Các giàn hiện tại đang già hóa, nhưng giàn mới hạn chế do thặng dư cung

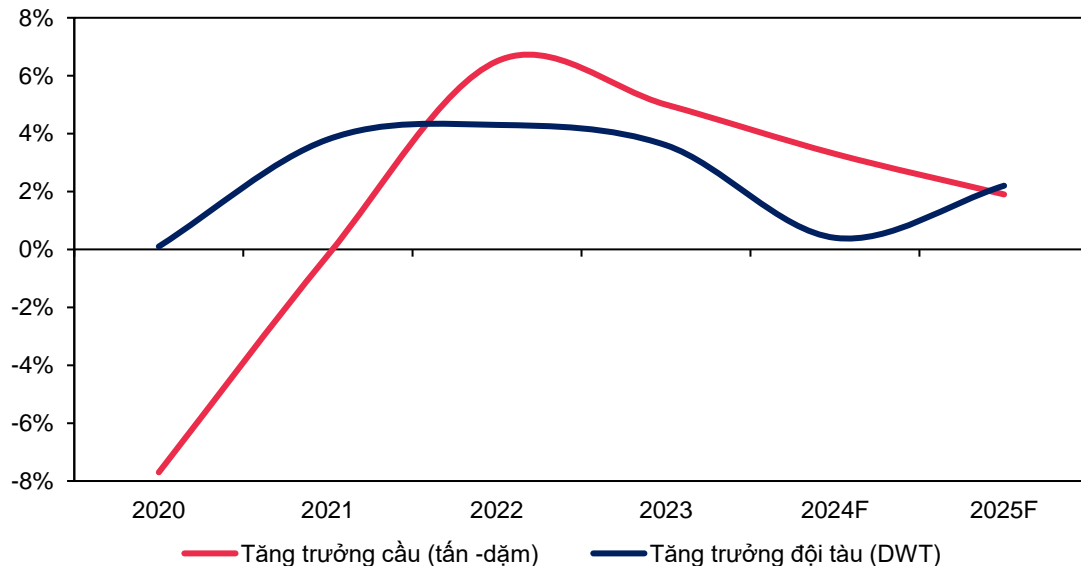


	2014 (đỉnh)	2024E	2025F	2026F
Tổng cung hiện tại	453	435	436	444
Số giàn đang đóng mới	141	1	8	3
Tỷ lệ giàn đang đóng/ Tổng cung	31.1%	0.2%	1.8%	0.7%

Trung nguồn – Vận tải dầu khí: Tìm kiếm động lực tăng trưởng từ việc mở rộng

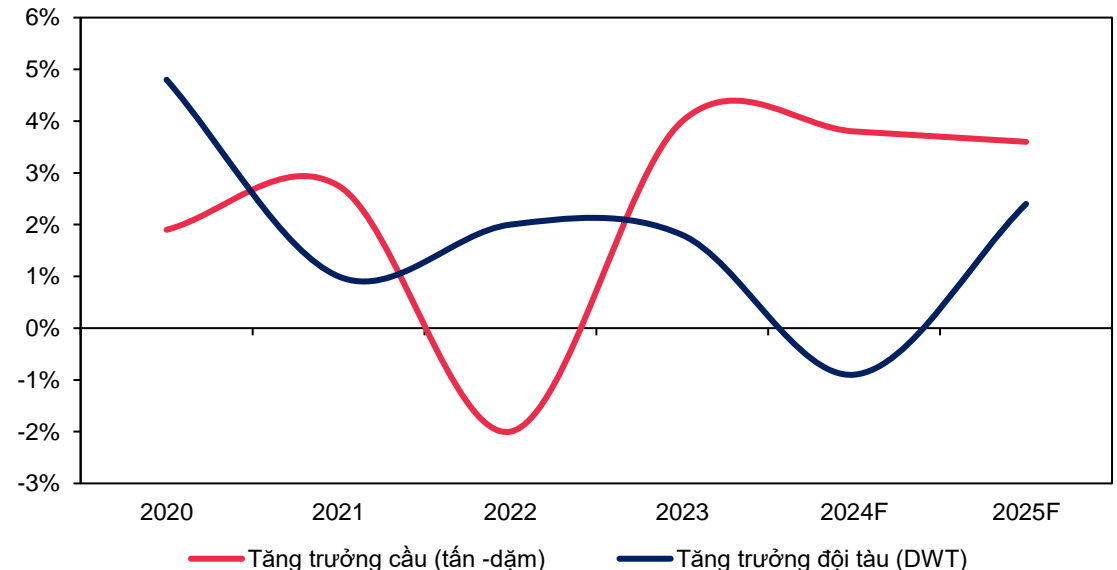
- **Tàu dầu thô – Các yếu tố hỗ trợ chính vẫn duy trì:** Do châu Âu có khả năng tiếp tục áp đặt các lệnh trừng phạt đối với Nga và gia nhập tăng nhập khẩu dầu thô từ Trung Đông, nhu cầu đối với tàu dầu thô được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng trong thương mại đường dài từ Đại Tây Dương sang châu Á và tăng trưởng nhu cầu dầu thô toàn cầu. Hơn nữa, khi nguồn cung dầu thô tăng tại châu Mỹ trong khi công suất lọc dầu tăng ở châu Á, nhu cầu vận chuyển dầu thô có thể tăng tương ứng nhờ sự mất cân bằng này. Theo quan điểm của chúng tôi, giá cước thuê tàu theo thời gian đối với tàu chở dầu thô sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025.
- **Tàu dầu/hoá chất – Lo ngại về giá cước thuê tàu giảm:** Về nguồn cung, thị trường tàu chở dầu/ hoá chất sôi nổi hơn kết hợp với đội tàu già hơn đã khuyến khích nhiều khoản đầu tư vào việc đóng mới tàu. Tăng trưởng đội tàu được dự báo sẽ nhanh hơn trong năm 2025 nhờ các đơn hiện tại đến hạn giao tàu. Về nhu cầu, chúng tôi cho rằng tàu chở dầu/ hoá chất không được hưởng lợi từ sự mất cân bằng ngày càng tăng giữa Đại Tây Dương và Thái Bình Dương như thị trường tàu chở dầu thô. Cả công suất lọc dầu lẫn nhu cầu dầu sản phẩm cuối cùng đều tăng chủ yếu ở châu Á, điều này không tạo ra sự mất cân bằng dẫn đến tăng khoảng cách di chuyển.

Dự báo tăng trưởng cung – cầu tàu dầu thô toàn cầu



• Nguồn: Clarkson, MBS Research

Dự báo tăng trưởng cung – cầu tàu dầu sản phẩm/ hoá chất toàn cầu



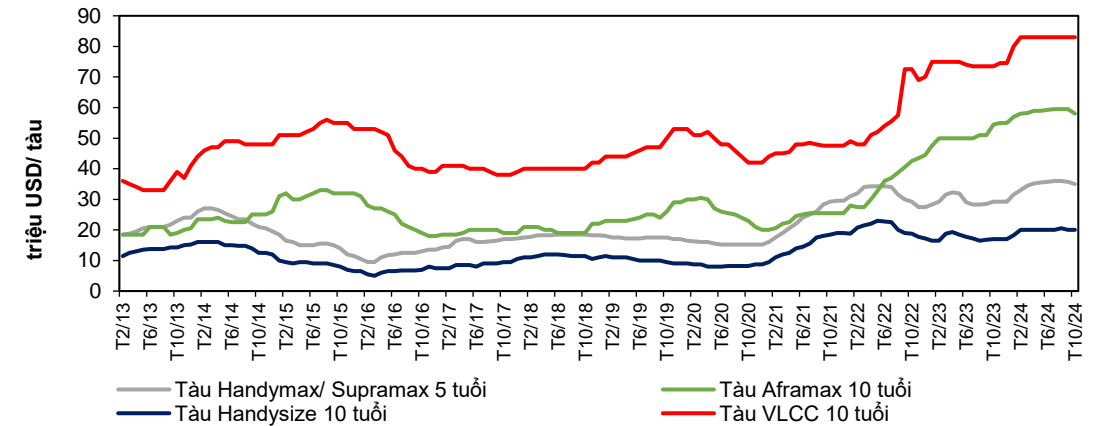
• Nguồn: Clarkson, MBS Research

Trung nguồn – Vận tải dầu khí: Tìm kiếm động lực tăng trưởng từ việc mở rộng

Giá tàu dầu thô ở mức cao có thể gây thách thức cho việc mở rộng ở phân khúc này, nhưng vẫn còn cơ hội ở các phân khúc tàu chở dầu sản phẩm/ hoá chất và tàu hàng rời.

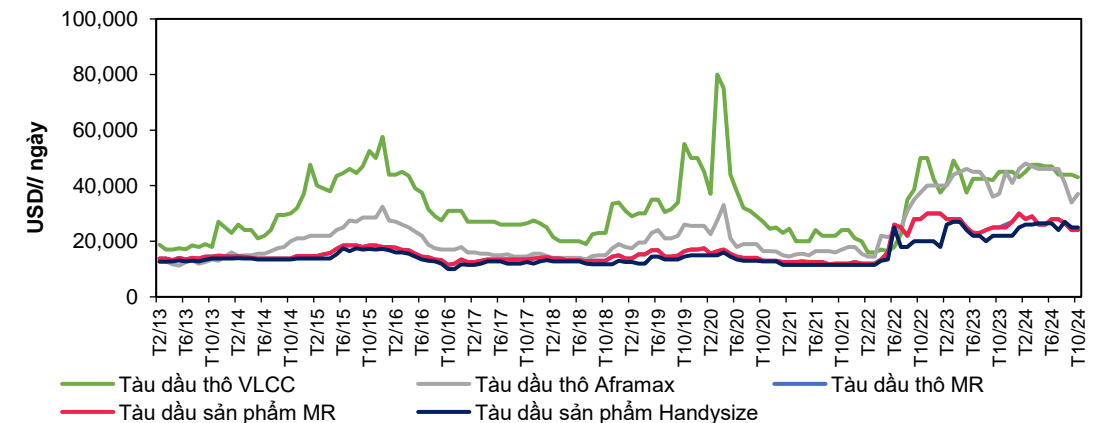
- Giá tàu chở dầu ở hầu hết các loại đã đạt mức cao nhất trong 13 năm, được hỗ trợ bởi nhu cầu vận chuyển dầu ngày càng tăng và sự tăng trưởng chậm của đội tàu toàn cầu. Giá tàu chở dầu thô cỡ rất lớn (VLCC) hiện ở mức hơn 80 triệu USD cho tàu 10 năm tuổi, trong khi tàu Aframax có thể có giá hơn 55 triệu USD cho tàu 10 năm tuổi.
- Mức giá cao của các tàu chở dầu thô cỡ lớn (VLCC) và tàu Aframax đã khiến một số công ty vận tải dầu khí không thể mở rộng đội tàu chở dầu thô như kế hoạch trước đó. Mức giá cho các tàu chở dầu thô được dự báo sẽ duy trì ở mức cao trong 3 năm tới, đặc biệt là đối với VLCC, do tốc độ xây lắp và bàn giao tàu diễn ra chậm.
- Trong bối cảnh giá cước thuê tàu ổn định (hoặc thậm chí giảm) ở hầu hết các phân khúc nhưng giá tàu chở dầu thô lại cao, chúng tôi cho rằng các công ty vận tải dầu sẽ tìm kiếm động lực tăng trưởng bằng cách áp dụng các chiến lược mở rộng linh hoạt hơn, kèm theo sự chuyển dịch dần về loại tàu được mua. Kế hoạch có thể bao gồm việc chuyển từ mở rộng tàu VLCC sang mua mới tàu chở dầu/ hoá chất/ LPG tầm trung hoặc cỡ nhỏ.

Giá tàu VLCC & Aframax liên tục tăng, trong khi giá tàu Handysize & Handymax đã tương đối ổn định từ nền cao của năm 2022



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Time charter rates for some types of tankers



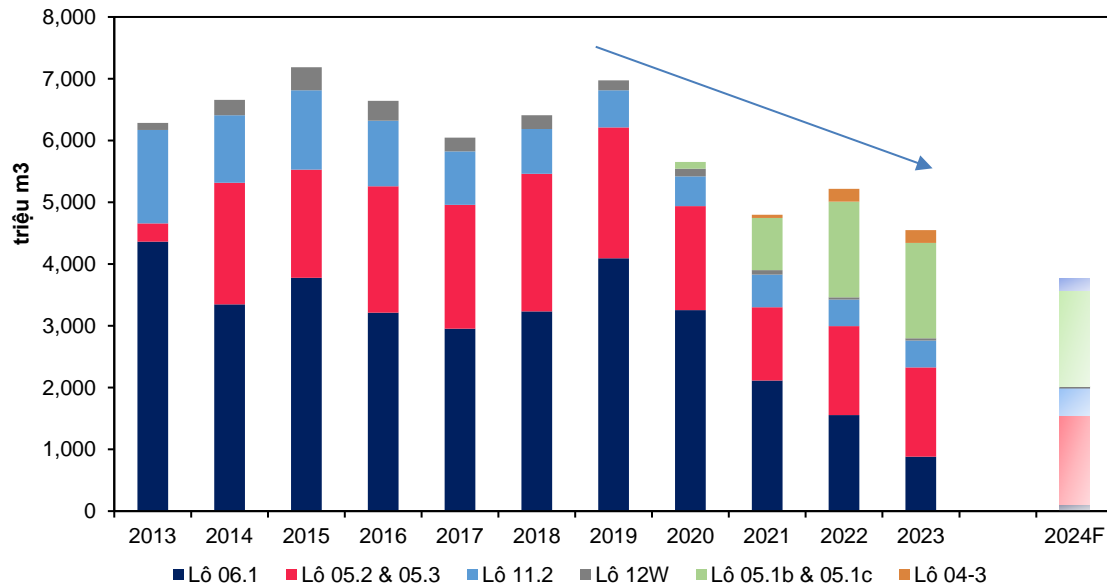
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hạ nguồn – Phân phối khí: Tiếp tục tập trung vào chuyển đổi sang LNG

Thiếu cung khí nội địa do sản lượng suy giảm từ các mỏ đang khai thác, và không có mỏ khí lớn đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025F-2026F

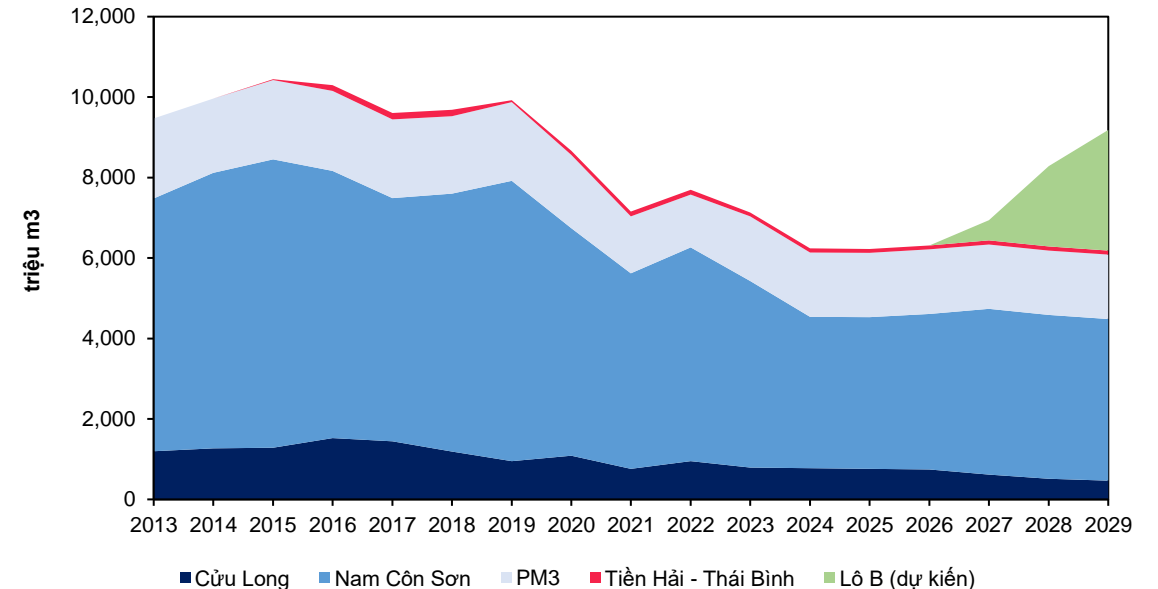
- Các doanh nghiệp phân phối khí có thể phải tìm nguồn khí ngoài các nguồn khí nội địa để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, khi sản lượng từ một số mỏ khí nội địa đang giảm mạnh, đặc biệt là tại bể khí Nam Côn Sơn (Lô 06.1).
- Chúng tôi kỳ vọng rằng chỉ khi dự án Lô B có dòng khí đầu tiên, sản lượng khí nội địa mới thực sự cải thiện. Trong tương lai gần (giai đoạn 2025-2026), một số mỏ khí mới có thể đạt mốc dòng khí đầu tiên, có thể kể đến Thiên Nga – Hải Âu (kỳ vọng dòng khí đầu tiên: 2026, kỳ vọng sản lượng hàng năm: 600 triệu m³), nhưng các mỏ này là không đủ để đáp ứng nhu cầu của khách hàng nội địa trong dài hạn.

Sản lượng khí từ bể khí Nam Côn Sơn đang suy giảm rất nhanh



• Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Không mỏ khí lớn nào dự kiến đi vào hoạt động trong GD 2025-2026



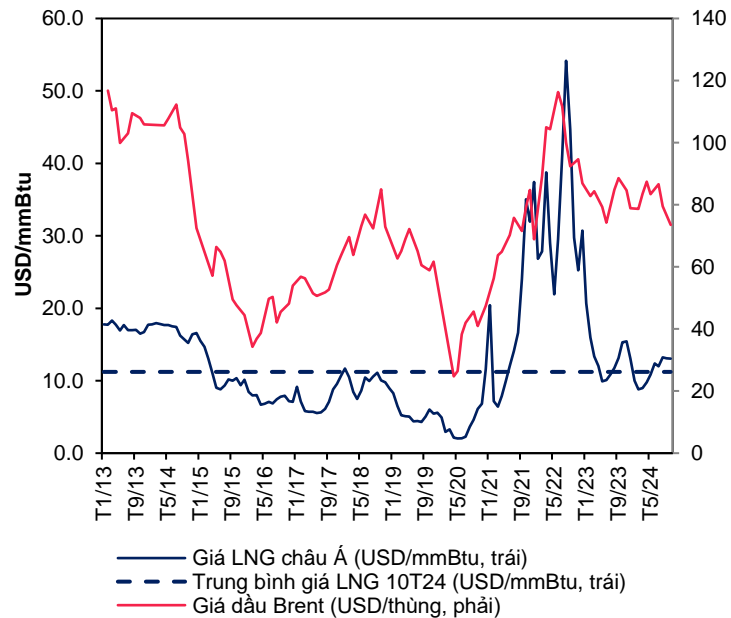
• Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hạ nguồn – Phân phối khí : Tiếp tục tập trung vào chuyển đổi sang LNG

Chuyển đổi sang điện khí LNG sẽ là trọng tâm trong trung hạn

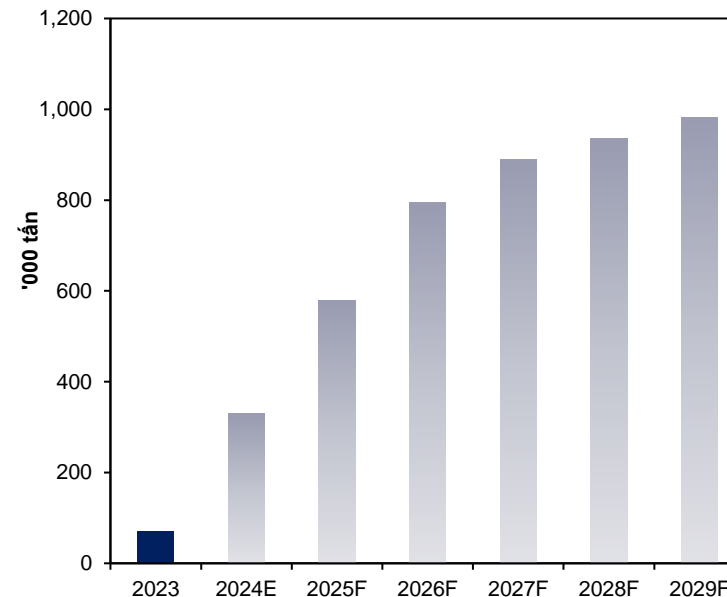
- Tổng công suất điện khí LNG sẽ đạt mức 22,400 MW vào năm 2030, chiếm 14.9% tổng công suất điện của Việt Nam, theo Quy hoạch Điện 8 (QHĐ8). Quá trình chuyển đổi năng lượng này cần nhiều nỗ lực lớn trong nhập khẩu LNG trong trung hạn. Do giá khí từ các mỏ khí nội địa đang gia tăng trong khi các mỏ khí mới chậm đi vào hoạt động, trong khi nguồn cung LNG dự kiến gia tăng khiến giá LNG ở mức hợp lý hơn, chúng tôi cho rằng giá LNG nhập khẩu sẽ có khả năng cạnh tranh với giá khí nội địa ít nhất đến hết năm 2026. Giá LNG nhập khẩu trong giai đoạn 2025-2026 được kỳ vọng ở mức 13 USD/mmBtu (đã bao gồm ước tính chi phí vận chuyển và tái hóa khí).
- Các đơn vị phân phối LNG với các hợp đồng cung cấp LNG cho các nhà máy điện sẽ được hưởng lợi trong trung hạn nhờ xu hướng này. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng LNG nhập khẩu về kho Thị Vải sẽ đạt mức 560 tấn trong năm 2025 khi 2 nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động. ([Phụ lục 2](#))

Giá LNG tương đối ổn định sau mức đỉnh năm 2022



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự báo sản lượng LNG nhập khẩu về kho Thị Vải



• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Một số kho LNG tại Việt Nam

	Công suất (triệu tấn/năm)	Chủ đầu tư	Thời gian HD
Kho cảng LNG Thị Vải GD 1	1.0	GAS	2023
Kho cảng LNG Hải Linh	3.4	Hai Linh, AG&P	2024
Kho cảng LNG Sơn Mỹ GD 1	3.6	GAS, AES	2027
Kho cảng LNG Hải Lăng	1.5	T&T Group, Hanwha, KOGAS	2026
Kho cảng LNG Bạc Liêu	3.0	Delta Offshore Energy	n/a
Kho cảng LNG Hải Phòng	2.0	ExxonMobil	n/a
Kho cảng LNG Long An	3.5	Millennium	n/a
Kho cảng LNG Quảng Ninh GD1	1.5	POW, COLAVI, Tokyo Gas	n/a
Kho cảng LNG Cà Ná	1.5	Gulf Energy, T&T Group	n/a

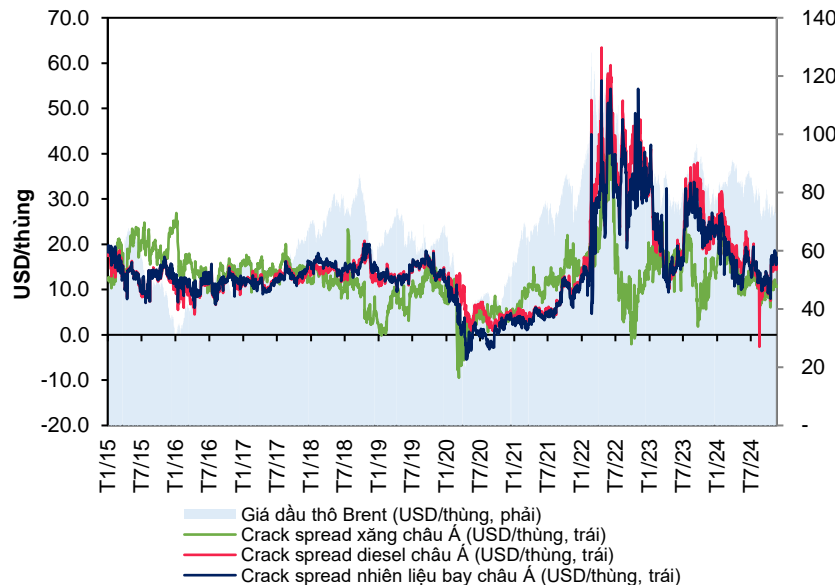
• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hạ nguồn – Lọc dầu: Triển vọng hoạt động SXKD tương đối ảm đạm

Các doanh nghiệp lọc dầu thiếu động lực tăng trưởng mạnh khi công suất duy trì ổn định và crack spread có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu thấp

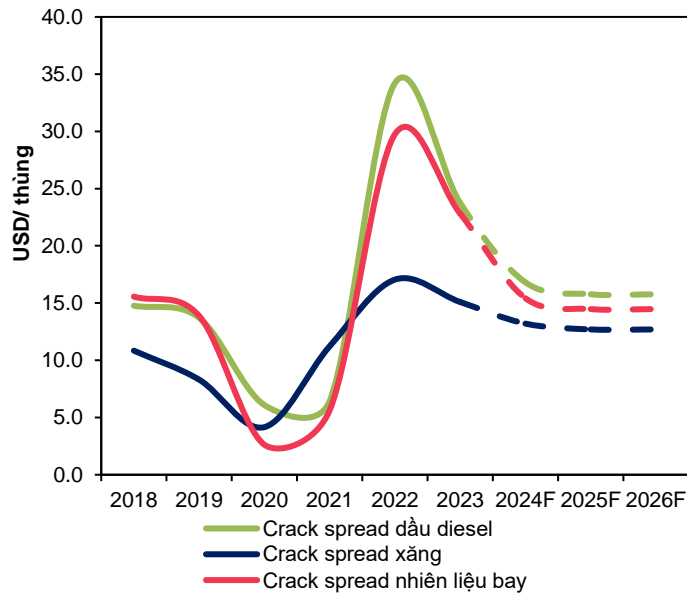
- Chúng tôi không kỳ vọng crack spread sẽ tăng mạnh trong trung hạn do công suất lọc dầu toàn cầu đang tăng dần từ nay đến 2028, với kế hoạch tăng chủ yếu đến từ Trung Quốc, Ấn Độ và Trung Đông, có thể dẫn đến tăng nguồn cung xăng dầu toàn cầu, Bên cạnh đó, các xung đột địa chính trị có dấu hiệu hạ nhiệt cũng đã phần nào giảm bớt quan ngại của thị trường về việc gián đoạn nguồn cung xăng dầu thế giới.
- Công suất lọc dầu nội địa duy trì ổn định trong giai đoạn 2025-2026, tức là các doanh nghiệp lọc dầu nội địa khó có động lực tăng trưởng lợi nhuận thực sự từ tăng công suất (trừ việc BSR không bảo dưỡng nhà máy lọc dầu Dung Quất trong năm 2025, có thể dẫn đến tăng trưởng sản lượng từ mức nền thấp của 2024). Dự án nâng cấp và mở rộng NMLD Dung Quất của BSR, dự kiến hoàn thành vào Q3/2028, sẽ tăng công suất lọc dầu của doanh nghiệp thêm 15% và tăng chất lượng các sản phẩm đầu ra. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng crack spread của BSR sẽ gần tương đương với mức crack spread của khu vực kể từ năm 2029, khi dự án hoàn thiện.

Crack spreads ảm đạm do nhu cầu yếu



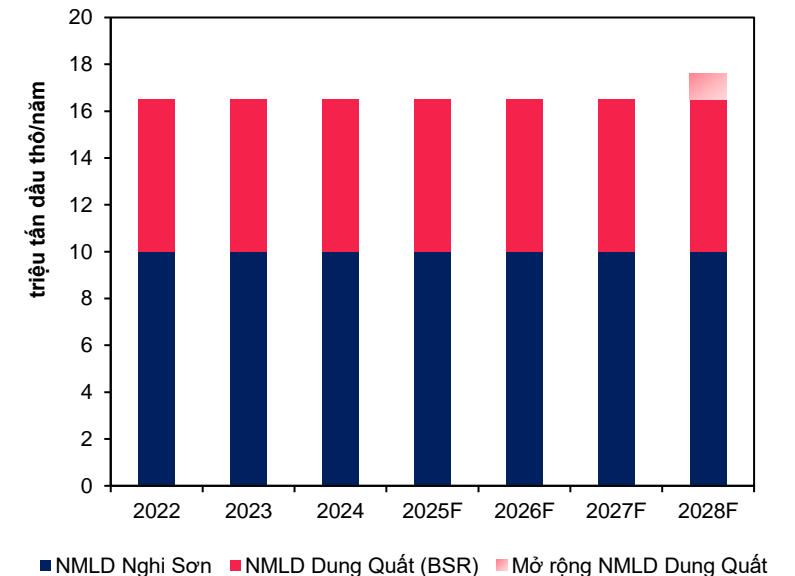
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự phóng crack spread khu vực châu Á



• Nguồn: MBS Research dự phóng

Công suất lọc dầu của VN dự kiến đi ngang đến 2028



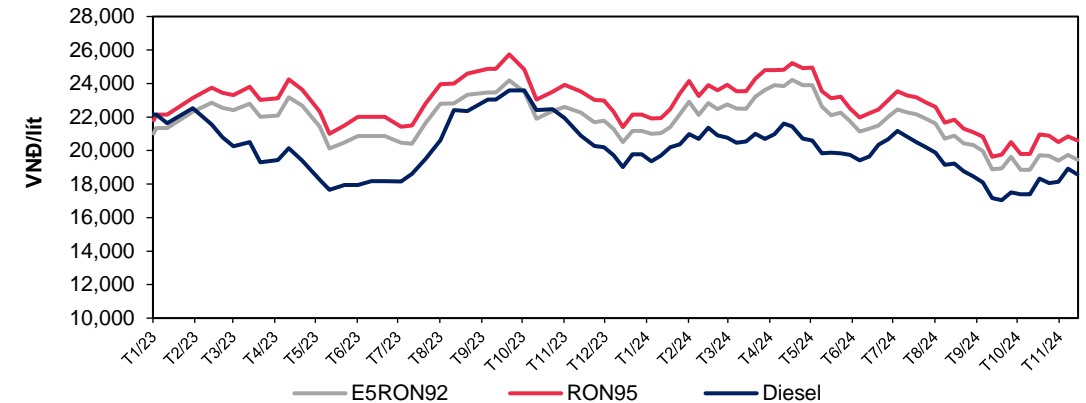
• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hạ nguồn – Kinh doanh xăng dầu: Hỗ trợ từ mặt pháp lý thúc đẩy triển vọng kinh doanh

Các doanh nghiệp phân phối xăng dầu dự kiến sẽ hưởng lợi từ Nghị định mới về Kinh doanh xăng dầu

- Nghị định mới về Kinh doanh Xăng dầu dự kiến sẽ có hiệu lực vào năm 2025 với một số thay đổi quan trọng, bao gồm: (1) điều chỉnh phương thức xác định chi phí kinh doanh định mức (dựa trên Chỉ số giá tiêu dùng - CPI, được xem xét ba năm một lần hoặc trong trường hợp có biến động bất thường), và (2) hỗ trợ các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu chủ động hơn trong việc quyết định giá bán lẻ xăng dầu, tạo điều kiện thuận lợi cho việc điều chỉnh dựa trên chi phí thực tế phát sinh.
- Chi phí kinh doanh định mức cho các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đã được điều chỉnh tăng kể từ ngày 01/07/2024. Việc điều chỉnh này cho phép các DN kinh doanh xăng dầu trong nước phản ánh chính xác hơn chi phí kinh doanh thực tế vào giá bán đầu ra, trong bối cảnh chi phí thường xuyên biến động. Điều này sẽ hỗ trợ cải thiện lợi nhuận cho hầu hết các nhà phân phối xăng dầu. Ngoài ra, các công ty có cơ sở vật chất tốt và thị phần lớn có thể hưởng lợi nhiều hơn từ những thay đổi này, do chi phí trên lít có thể thấp hơn nhờ lợi thế quy mô.
- Mặc dù xe điện đang ngày càng phổ biến cả trong nước lẫn quốc tế, song chúng tôi cho rằng sẽ không có nhiều tác động đáng kể đến các đơn vị kinh doanh xăng dầu trong tương lai gần (2025) do: (1) việc thay thế toàn bộ các phương tiện chạy xăng hiện tại sẽ rất tốn kém và mất nhiều thời gian; và (2) phần lớn xe điện hiện nay chưa thể thay thế các phương tiện chạy xăng đang được sử dụng trong công nghiệp hoặc hàng không.

Giá xăng dầu giảm trong Q3/2024 theo biến động giá dầu thế giới



• Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Thay đổi chi phí định mức cho các DN kinh doanh xăng dầu

STT	Chi phí KD định mức (VNĐ/ lít)	Từ 07/10/2022	Từ 30/6/2023	Từ 01/7/2024
1	RON 95	1,050	1,080	1,140
2	Diesel	1,000	1,030	1,170
3	Kerosene	950	950	1,180
4	Mazut oil	544	360	430

• Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hạ nguồn – Kinh doanh xăng dầu: Hỗ trợ từ mặt pháp lý thúc đẩy triển vọng kinh doanh

TT	Vấn đề	Quy định hiện tại	Nội dung tại Dự thảo 2	Nội dung tại Dự thảo 4	Đánh giá
1	Dự trữ lưu thông xăng dầu	Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và thương nhân đầu mối sản xuất xăng dầu có tổ chức hệ thống phân phối xăng dầu phải đảm bảo ổn định mức dự trữ xăng dầu bắt buộc tối thiểu bằng 20 ngày cung ứng, tính theo sản lượng tiêu thụ nội địa bình quân 1 ngày của năm trước liền kề, cả về cơ cấu chủng loại.	Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và thương nhân đầu mối sản xuất xăng dầu có tổ chức hệ thống phân phối xăng dầu phải duy trì dự trữ lưu thông xăng dầu (...) tối thiểu bằng 30 ngày cung ứng, tính theo sản lượng tiêu thụ nội địa bình quân 1 ngày của năm trước liền kề, cả về cơ cấu chủng loại.	Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu phải duy trì dự trữ lưu thông xăng dầu quy định tại khoản 1 Điều này tối thiểu bằng 20 ngày cung ứng, tính theo sản lượng tiêu thụ nội địa bình quân của thương nhân trong 1 ngày của năm trước liền kề, cả về cơ cấu chủng loại.	Dự thảo 3 giữ nguyên mức dự trữ tối thiểu so với quy định hiện tại, giảm 10 ngày so với nội dung tại Dự thảo 2. Nếu mức dự trữ tối thiểu giữ nguyên, chi phí kinh doanh trên sản lượng cũng giữ nguyên, không ảnh hưởng tiêu cực tới các thương nhân đầu mối (nếu tăng thêm 10 ngày, ước tính chi phí tăng khoảng 100 VNĐ/lít)
2	Nguyên tắc điều chỉnh giá bán xăng dầu	Giá cơ sở được xác định dựa trên các yếu tố hình thành giá tổng hợp từ các nguồn xăng dầu sản xuất trong nước, nhập khẩu; làm căn cứ để cơ quan nhà nước xác định giá điều hành (...), là căn cứ cho việc quyết định giá bán lẻ xăng dầu trong nước (riêng dầu mazut là giá bán buôn).	Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và thương nhân phân phối xăng dầu được quyền quyết định giá bán buôn. Căn cứ vào tình hình thực tế tại doanh nghiệp, thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và thương nhân phân phối xăng dầu quyết định giá bán lẻ xăng dầu (riêng dầu mazut là bán buôn) trong hệ thống phân phối của mình phù hợp với chi phí phát sinh thực tế tại doanh nghiệp và không cao hơn giá bán xăng dầu tối đa theo quy định.	Giá bán buôn, giá bán lẻ xăng dầu trong và ngoài hệ thống được thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu, thương nhân phân phối xăng dầu quyết định không cao hơn giá bán xăng dầu theo công thức quy định tại Điều 34 Nghị định này. (...) Giá mua bán nhiên liệu hàng không do các thương nhân tự thỏa thuận với các đối tác theo cơ chế thị trường, không phải thực hiện quy định tại khoản 1, 2, 3, 4 Điều này và Điều 34, 35 Nghị định này.	(1) Giúp thương nhân chủ động hơn trong quyết định giá bán lẻ xăng dầu, dễ dàng điều chỉnh nếu có chi phí thực tế phát sinh. (2) Không còn đề cập tới "giá cơ sở", thương nhân có quyền bán xăng dầu với giá thấp hơn giá bán tối đa theo công thức giá quy định. (3) Giảm thời gian, quy trình tính toán và công bố định kỳ các chi phí của thương nhân. (4) Cơ chế riêng cho giá nhiên liệu hàng không - phụ thuộc hoàn toàn vào cung cầu và đàm phán giữa các bên.

Hạ nguồn – Kinh doanh xăng dầu: Hỗ trợ từ mặt pháp lý thúc đẩy triển vọng kinh doanh

TT	Vấn đề	Quy định hiện tại	Nội dung tại Dự thảo 2	Nội dung tại Dự thảo 4	Đánh giá
3	Công thức giá bán xăng dầu	<p>Giá cơ sở = Giá nguồn nhập khẩu * Tỷ trọng nguồn nhập khẩu + Giá nguồn trong nước * Tỷ trọng nguồn trong nước</p> <p><i>Trong đó: Giá từ nguồn nhập khẩu = Giá thế giới + Chi phí vận chuyển (đưa từ cảng nước ngoài về cảng Việt Nam ± premium) + Chi phí KD định mức + Trích lập bình ổn giá + Lợi nhuận định mức + Thuế, phí khác</i></p> <p>; <i>Giá từ nguồn trong nước = Giá thế giới ± premium + Chi phí vận chuyển (đưa từ NMLD về cảng) + Chi phí KD định mức + Trích lập bình ổn giá + Lợi nhuận định mức + Thuế, phí khác</i></p>	<p>Giá bán xăng dầu tối đa = Giá xăng dầu thế giới * Tỷ giá ngoại tệ + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Thuế giá trị gia tăng + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức của doanh nghiệp</p>	<p>Giá bán xăng dầu tối đa = Chi phí tạo nguồn + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Thuế giá trị gia tăng.</p> <p>Trong đó: Chi phí tạo nguồn = (Giá sản phẩm xăng dầu thế giới ± premium) * tỷ giá ngoại tệ + Chi phí vận tải, bảo hiểm, hao hụt, bốc dỡ + Chi phí thuế (thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế bảo vệ môi trường).</p>	<p>(1) Không còn phân tách giá từ nguồn nhập khẩu và giá từ nguồn trong nước; (2) Không trích lập bình ổn giá trong công thức giá bán xăng dầu tối đa. (3) Dự thảo 3 bổ sung lại premium vào công thức giá bán trong khi công thức tại dự thảo 2 có thể coi là không được đưa vào --> Dự thảo 3 bám sát giá thực tế hơn do premium thực tế luôn ở mức dương và khá cao.</p>
4	Chi phí kinh doanh định mức; Điều 34: Công thức giá bán xăng dầu	<p>Chi phí kinh doanh xăng dầu định mức được xác định trên cơ sở báo cáo chi phí thực tế phát sinh của các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu.</p> <p>Định kỳ trước ngày 01 tháng 07 hàng năm, Bộ Tài chính thông báo chi phí kinh doanh định mức để Bộ Công Thương áp dụng, tính toán trong công thức giá cơ sở xăng dầu.</p>	<p>Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức của doanh nghiệp được tính theo các mức tối đa như sau: (1) Phương án 1: Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức được quy định theo giá trị tuyệt đối, khoảng từ 1,800 - 2,500 đồng/lít, kg xăng dầu tùy từng chủng loại (2) Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức biến đổi theo tỷ lệ % theo biến động giá xăng dầu thế giới.</p>	<p>Chi phí kinh doanh định mức hàng năm được điều chỉnh tăng, giảm theo chỉ số giá tiêu dùng CPI thực tế bình quân của năm trước do Tổng cục Thống kê công bố.</p> <p>Định kỳ 3 năm/lần, Bộ Công Thương chủ trì, phối hợp các bộ, ngành có liên quan rà soát, công bố chi phí kinh doanh định mức được sử dụng làm gốc, phù hợp với tình hình thực tế để thương nhân thực hiện.</p>	<p>Hỗ trợ doanh nghiệp trong nước phản ánh nhanh hơn sự biến động của các chi phí chính trong kinh doanh vào giá bán lẻ, trong khi không tốn quá nhiều công sức rà soát toàn bộ các khoản chi phí.</p>
5	Thời gian điều chỉnh các khoản mục liên quan	<p>Premium: Định kỳ 3 tháng; Chi phí vận chuyển định mức: Định kỳ 3 tháng; Chi phí kinh doanh định mức: Hàng năm; Giá bán xăng dầu: 7 ngày một lần</p>	<p>Premium: n/a; Chi phí vận chuyển định mức: n/a; Chi phí kinh doanh định mức: Phương án 1: n/a; Phương án 2: điều chỉnh 7 ngày một lần; Giá bán xăng dầu: 7 ngày hoặc 15 ngày một lần</p>	<p>Premium: Định kỳ hàng quý (Dự thảo 3: định kỳ 7 ngày một lần theo ngày có giá giữa 2 kỳ công bố giá); Chi phí vận chuyển định mức: Định kỳ 3 tháng; Chi phí kinh doanh định mức: điều chỉnh hàng năm; rà soát và công bố chi phí gốc định kỳ 3 năm 1 lần. Giá bán xăng dầu: 7 ngày một lần</p>	<p>(1) Giữ nguyên chu kỳ điều hành giá là 7 ngày một lần, các doanh nghiệp đã quen với chu kỳ này và giá bán lẻ xăng dầu tiệm cận thị trường thế giới hơn; (2) Điều chỉnh premium với tần suất thường xuyên hơn, phản ánh tốt hơn chi phí thực tế.</p>

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

tỷ VNĐ	PVS			PVD			PVT			GAS			BSR			PLX		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	21,126	32,257	43,026	8,279	7,085	7,697	10,850	11,499	11,921	92,894	92,304	95,561	115,227	124,348	124,829	277,986	262,747	267,737
% svck	9.0%	52.7%	33.4%	42.6%	-14.4%	8.6%	13.5%	6.0%	3.7%	3.3%	-0.6%	3.5%	-21.8%	7.9%	0.4%	1.5%	-5.5%	1.9%
Lợi nhuận gộp	1,124	1,603	2,097	1,765	1,795	2,015	2,403	2,512	2,539	16,566	16,514	17,022	2,719	3,728	3,779	16,349	16,438	16,472
Biên lợi nhuận gộp	5.3%	5.0%	4.9%	21.3%	25.3%	26.2%	22.1%	21.8%	21.3%	17.8%	17.9%	17.8%	2.4%	3.0%	3.0%	5.9%	6.3%	6.2%
EBITDA	4	377	548	1,926	2,012	2,289	3,627	3,844	4,013	14,847	15,720	16,887	3,669	4,584	4,689	4,996	6,405	6,068
Biên EBITDA	0.0%	1.2%	1.3%	23.3%	28.4%	29.7%	33.4%	33.4%	33.7%	16.0%	17.0%	17.7%	3.2%	3.7%	3.8%	1.8%	2.4%	2.3%
Lợi nhuận ròng	995	1,375	1,542	612	645	758	1,111	1,165	1,200	10,598	11,202	12,044	1,997	2,911	2,753	3,121	3,673	3,718
% svck	-3.1%	38.2%	12.2%	4.7%	5.4%	17.5%	14.3%	4.9%	3.0%	-8.7%	5.7%	7.5%	-76.9%	45.8%	-5.4%	10.1%	17.7%	1.2%
EPS (VNĐ/cp)	2,081	2,876	3,226	1,101	1,160	1,363	3,433	3,600	3,709	4,614	4,877	5,244	644	939	888	2,412	2,839	2,873
BVPS (VNĐ/cp)	27,838	29,261	30,908	27,536	28,783	30,239	24,656	28,179	31,839	26,215	29,051	32,260	18,839	19,455	20,021	21,199	22,152	23,135
Tiền mặt ròng/CP (VNĐ/cp)	19,010	19,912	22,327	7,997	10,066	10,893	24,656	28,179	31,839	16,339	18,355	19,520	8,667	10,451	8,634	9,966	11,400	12,932
Nợ/VCSH	14.0%	14.1%	13.7%	19.4%	25.7%	22.8%	58.2%	52.1%	47.5%	12.0%	11.8%	10.9%	8,667	24.1%	25.5%	61.0%	55.4%	50.5%
Tỷ suất cổ tức	2.1%	2.1%	2.1%	0.0%	1.3%	1.3%	2.3%	3.3%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	1.3%	1.3%	1.3%	2.5%	3.7%	3.7%
ROAE (%)	7.6%	10.1%	10.7%	4.1%	4.1%	4.6%	15.0%	13.6%	12.4%	17.1%	17.7%	17.1%	3.4%	4.9%	4.5%	11.7%	13.1%	12.7%
ROAA (%)	3.7%	4.9%	4.8%	2.7%	2.7%	3.0%	6.0%	5.8%	5.5%	12.2%	12.4%	12.2%	2.3%	3.4%	3.0%	3.9%	4.6%	4.7%

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích PVS và PVT

CP	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Đánh giá
PVS	47,000	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> - PVS đã được trao thầu toàn bộ các hợp đồng EPCI#1 và EPCI#2 thuộc dự án Lô B – Ô Môn, thay vì trao thầu hạn chế trước đó. Điều này sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án và tăng doanh thu của mảng Cơ khí và Xây lắp (M&C). - Biên lợi nhuận gộp mảng M&C được dự báo sẽ cải thiện trong năm 2025 nhờ: (1) đóng góp từ các dự án dầu khí trong nước như Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng, lĩnh vực mà PVS có kinh nghiệm tốt, và (2) hiệu quả hoạt động các dự án điện gió ngoài khơi cải thiện sau khi tích lũy kinh nghiệm từ các dự án trước đây. Biên lợi nhuận gộp dự kiến của mảng M&C trong năm 2025 là 2.2%, cao hơn 0.7 điểm phần trăm so với biên lợi nhuận gộp dự kiến năm 2024. - Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn FY25-26F sẽ tăng lần lượt 38.2% và 12.2%, nhờ vào tiến độ được đẩy nhanh của dự án Lô B và lượng công việc mới từ các hợp đồng EPCI trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi. Việc trì hoãn FID và các gói thầu hạn chế của dự án Lô B đã cản trở doanh nghiệp đạt mức tăng trưởng đáng kể trong năm 2024, nhưng khi các gói thầu được trao toàn bộ, hiệu ứng tích cực sẽ rõ ràng hơn trong năm sau (2025).
PVT	34,200	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu tấn – dậm tăng (do cung dầu thô tăng tại châu Mỹ nhưng công suất lọc dầu tăng tại châu Á) có thể hỗ trợ duy trì giá cước tàu dầu thô ổn định ở mức cao trong GD 2024-2025. Điều này có thể giúp biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu thô của PVT trong GD FY24F-26F đạt lần lượt 35.2%, 34.9% và 33.7%. - Tốc độ mở rộng đội tàu được kỳ vọng sẽ cải thiện trong giai đoạn 2025-2026 nhờ kế hoạch mở rộng linh hoạt và giá cả ổn định của tàu chở dầu/hóa chất cũng như tàu hàng rời. Nếu môi trường thuận lợi hiện tại được duy trì, đội tàu của PVT có thể mở rộng lên 72 tàu vào năm 2029, với đóng góp chính đến từ tàu chở dầu/hóa chất. - Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVT tăng lần lượt 14.3%, 4.9% và 3.0% trong giai đoạn 2024-2026F. Chúng tôi cũng lưu ý rằng PVT đã ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ việc thanh lý tàu (153 tỷ đồng) trong năm 2024. Nếu loại trừ khoản này, tăng trưởng lợi nhuận ròng của PVT trong năm 2025 được dự báo đạt 21.6% so với cùng kỳ năm trước. - Hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch với EV/EBITDA trailing là 4.63x, thấp hơn mức trung bình 3 năm (5.16x) và mức trung bình 5 năm (4.99x). Với định giá tương đối thấp và triển vọng kinh doanh vững chắc trong giai đoạn 2024-2026F, đây có thể là thời điểm thuận lợi để đầu tư vào cổ phiếu.
PVD	27,000	NẮM GIỮ	<ul style="list-style-type: none"> - Nhu cầu trong khu vực đối với giàn khoan tự nâng (jack-up) trong những năm tới được dự báo sẽ duy trì ở mức cao nhờ các dự án dầu khí thượng nguồn được triển khai bởi các công ty dầu khí quốc gia (NOCs). Chúng tôi kỳ vọng trung bình giá thuê ngày giàn khoan tự nâng của PVD sẽ ổn định ở mức lần lượt 96,800 USD/ngày, 94,800 USD/ngày, và 94,800 USD/ngày trong giai đoạn 2024-2026F. - Giàn khoan tự nâng mới của PVD dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh từ Q4/2025, chậm hơn so với kỳ vọng trước đó (Q2/2025), và sẽ chỉ đóng góp ở mức khiêm tốn vào lợi nhuận gộp của PVD trong năm tới. Giàn khoan mới này có thể bù đắp phần nào sự sụt giảm đóng góp vào lợi nhuận gộp của PVD do việc tạm dừng hoạt động của giàn PVD 11 trong năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi cũng không kỳ vọng tăng trưởng đột phá ở mảng dịch vụ giếng khoan trong năm tới, do tất cả các giàn khoan tự nâng hiện đang hoạt động tại các thị trường nước ngoài. - Lợi nhuận ròng của PVD được dự báo tăng lần lượt 4.7%, 5.4%, và 17.5% trong giai đoạn 2024-2026F, với giàn khoan tự nâng mới là động lực chính cho tăng trưởng năm 2026. Trong năm 2025, cổ phiếu có vẻ thiếu động lực tăng trưởng mạnh nếu giàn khoan mới được bàn giao vào cuối năm. Nếu giàn khoan này bắt đầu hoạt động sớm hơn (Q2/2025), chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVD trong năm 2025 sẽ tăng 15.5% so với cùng kỳ năm trước.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích PVS và PVT

CP	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Đánh giá
GAS	77,500	NĂM GIỮ	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng khí từ các mỏ nội địa đang khai thác có dấu hiệu suy giảm và các mỏ khí còn lại có giá tương đối cao, do đó việc phân phối và sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) là cần thiết để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia. Sản lượng LNG của GAS dự kiến sẽ tăng mạnh từ năm 2025, khi các nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và 4 đi vào hoạt động. Sản lượng LNG nhập về trong giai đoạn FY25-26F dự kiến tương đương lần lượt 56.0% và 79.4% tổng công suất của Kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1. Trong 9 tháng đầu năm 2024, GAS đã trích lập khoảng VND 1.25 tỷ cho các khoản phải thu khó đòi từ Mekong Energy, BOT Phú Mỹ 3 và Nhà máy Nhiệt điện Phú Mỹ. Chúng tôi cho rằng khoản trích lập này có thể liên quan đến đường ống khí Phú Mỹ 3 và thay đổi cơ chế cung cấp khí. Chúng tôi không kỳ vọng khoản trích lập này sẽ được hoàn nhập vào năm 2025. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn FY24F-26F sẽ lần lượt là -8.7%, 5.7% và 7.5%. Nếu không có khoản trích lập cho các khoản phải thu khó đòi, tăng trưởng lợi nhuận ròng của GAS trong năm 2024 dự kiến đạt 5.1%.
BSR	25,600	NĂM GIỮ	<ul style="list-style-type: none"> Trong ngắn hạn (FY25-26F), chúng tôi không kỳ vọng mức chênh lệch giá (crack spread) tại châu Á sẽ tăng mạnh do nguồn cung lọc dầu toàn cầu đang dần tăng lên và cầu tiêu thụ sản phẩm cuối cùng vẫn yếu. Tuy nhiên, BSR vẫn có động lực tăng trưởng dài hạn nhờ dự án nâng cấp và mở rộng, dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q3/2028, nâng tổng công suất thêm 15% và tăng khả năng lọc được các sản phẩm với độ phức tạp cao hơn. Dự kiến, crack spread của BSR sẽ tương đương mức trung bình trong khu vực kể từ năm 2029 khi dự án nâng cấp mở rộng hoàn tất. Việc BSR dự kiến lên sàn HOSE (HSX) vào đầu năm 2025 có thể sẽ hỗ trợ công ty tăng khả năng xuất hiện trong các chỉ số quan trọng, thu hút sự quan tâm từ nhà đầu tư trong nước và quốc tế cũng như giúp nâng cao hệ số định giá. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của BSR trong năm 2024 sẽ giảm 76.9% so với cùng kỳ năm trước do crack spread thấp đáng kể trong Q3/2024, và sản lượng thấp do bảo dưỡng, nhưng sẽ tăng 45.8% svck vào năm 2025 nhờ sản lượng cải thiện (kết thúc đợt bảo dưỡng) và giá dầu thô đầu vào và đầu ra ổn định hơn.
PLX	46,100	NĂM GIỮ	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng xăng dầu của PLX dự kiến sẽ giữ ổn định ở mức cao, được hỗ trợ bởi việc tăng thị phần từ các thương nhân bán buôn đã bị thu hồi giấy phép, mặc dù tổng tiêu thụ xăng dầu trong nước có thể không tăng mạnh nếu quá trình phục hồi kinh tế diễn ra chậm hơn dự kiến. Những thay đổi trong khung pháp lý dự kiến sẽ cho phép các nhà phân phối xăng dầu như PLX có quyền kiểm soát lớn hơn trong việc thiết lập giá bán và phản ánh chính xác hơn chi phí thực tế vào giá bán đầu ra, từ đó hỗ trợ duy trì biên lợi nhuận tốt trong trường hợp có biến động lớn về chi phí kinh doanh thực tế. Biên lợi nhuận gộp có thể cải thiện từ năm 2025 khi các chi phí kinh doanh định mức trong công thức giá xăng dầu cơ sở tăng từ tháng 7/2024. Tuy nhiên, tác động của việc này được kỳ vọng sẽ rõ ràng hơn trong năm 2025 khi trong Q3/2024, giá dầu biến động theo hướng giảm làm tăng chi phí đầu vào và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận do độ trễ của kỳ điều chỉnh giá bán. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của PLX trong giai đoạn FY24-26F đạt lần lượt 5.9%, 6.3% và 6.2%, và tăng trưởng lợi nhuận ròng lần lượt là 10.1%, 17.7% và 1.2%.

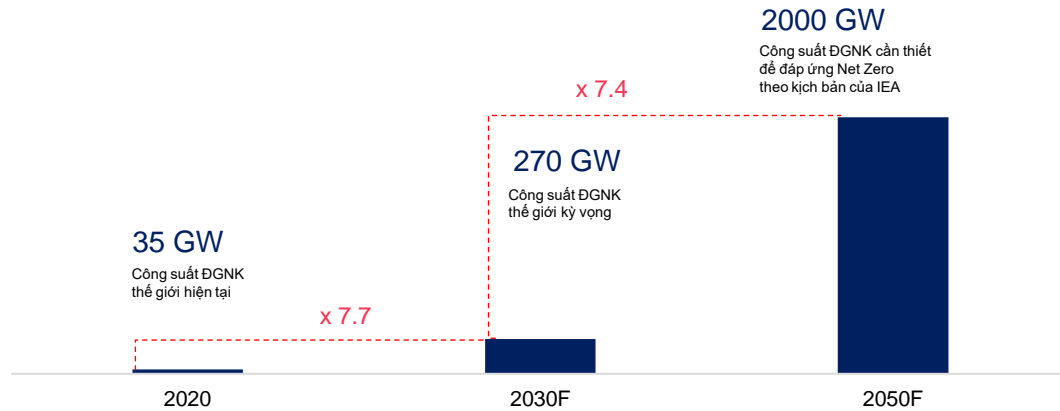
Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích PVS và PVT

Kịch bản cơ sở: Giá dầu Brent TB 2025 = 70 USD/thùng

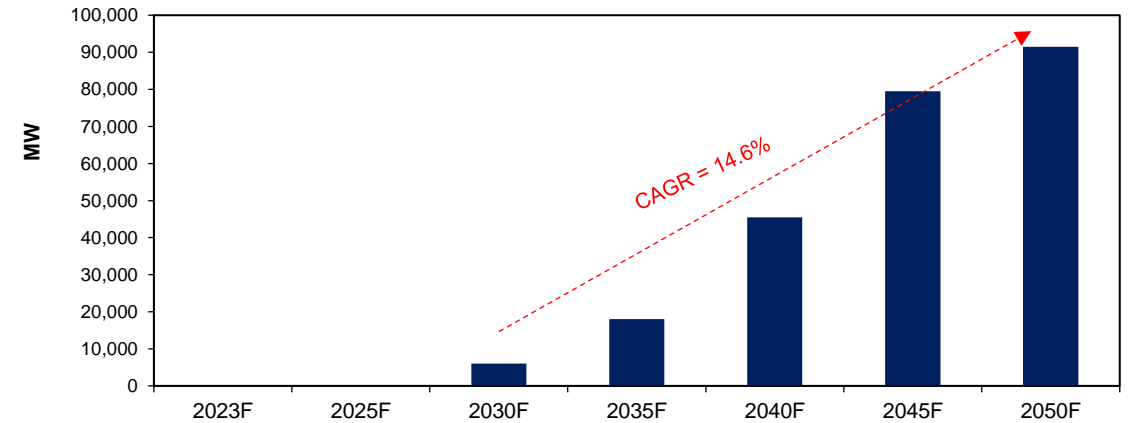
Doanh nghiệp	Mã CP	Giá hiện tại VNĐ/cp	Giá mục tiêu VNĐ/cp	Khuyến nghị	Vốn hóa tỷ VNĐ	P/E (x)		P/B (x)		ROA%		ROE (%)	
						2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	PVS	33,900	47,300	KHẢ QUAN	16,203	16.3	11.8	1.2	1.2	3.7	4.9	7.6	10.1
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí	PVD	24,000	27,000	NẮM GIỮ	16,676	21.8	20.7	0.9	0.8	2.7	2.7	4.1	4.1
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS	69,200	77,500	NẮM GIỮ	177,538	15.0	14.2	2.6	2.4	12.2	12.4	17.1	17.7
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	PVT	27,200	34,200	KHẢ QUAN	10,307	7.9	7.6	1.1	1.0	6.0	5.8	15.0	13.6
CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn	BSR	24,000	25,600	NẮM GIỮ	71,622	37.3	25.6	1.3	1.2	2.3	3.4	3.4	4.9
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex)	PLX	40,150	46,100	NẮM GIỮ	52,221	16.8	14.2	1.9	1.8	3.9	4.6	11.7	13.1
Trung bình						19.2	15.7	1.5	1.4	5.2	5.6	9.8	10.6

Phụ lục 1: Các dự án EPCI điện gió ngoài khơi – Cơ hội mới cho PVS [\(quay lại\)](#)

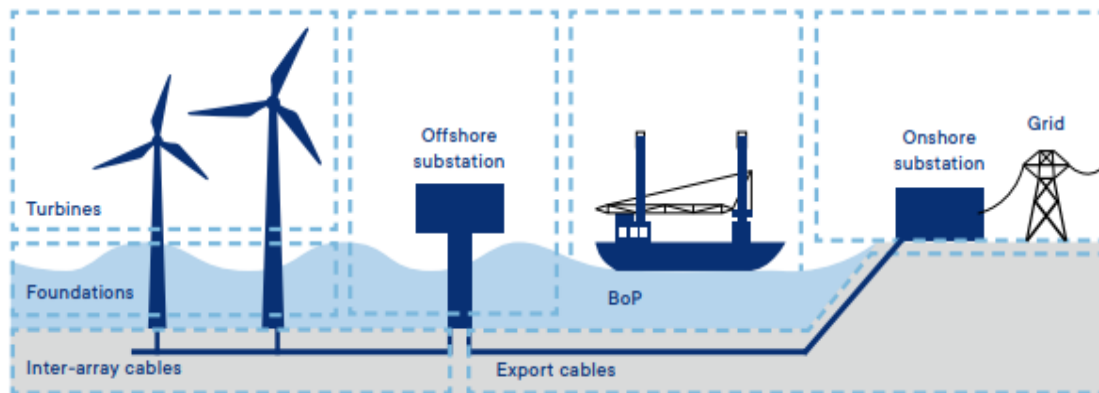
Công suất điện gió ngoài khơi thế giới để đáp ứng Net Zero



Công suất điện gió ngoài khơi tại VN theo Quy hoạch Điện 8



Cấu trúc một dự án điện gió ngoài khơi điển hình



Các hợp đồng EPCI điện gió ngoài khơi đã công bố của PVS

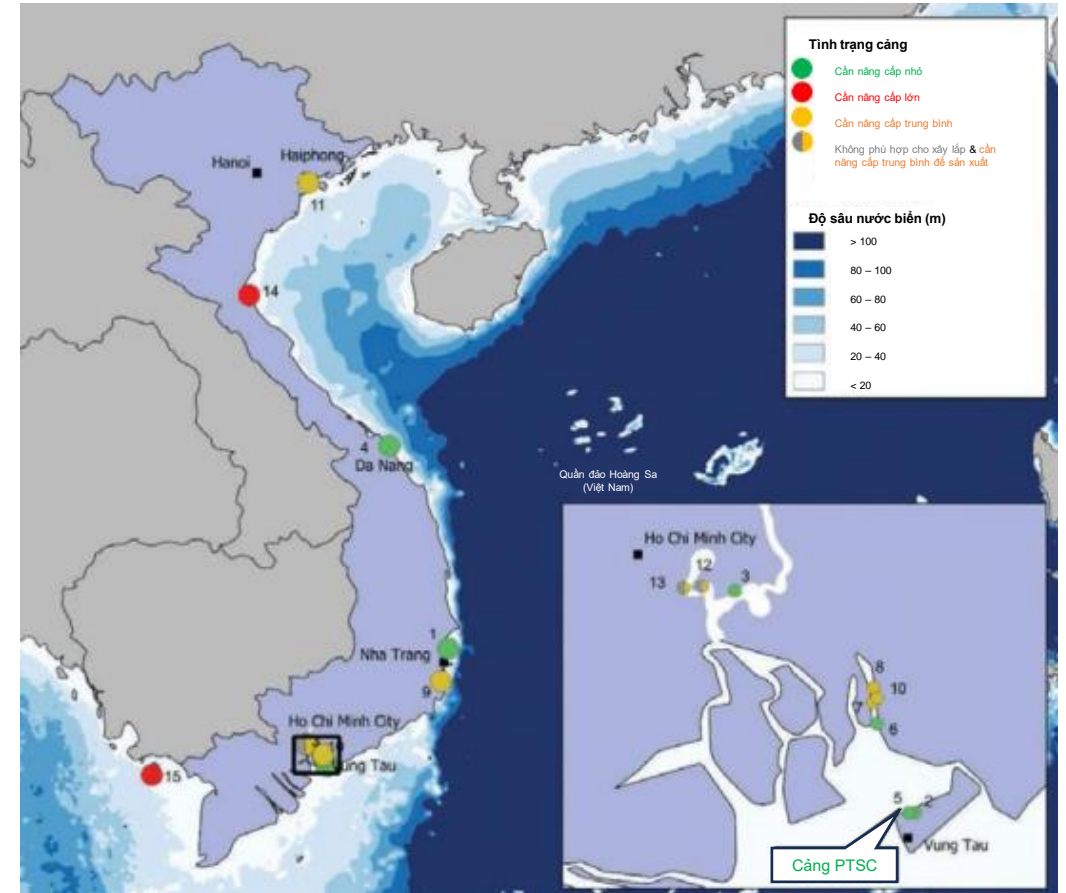
Dự án ĐGNK	Đối tác	Công việc của PVS	Giá trị ước tính (triệu USD)	Thời gian dự kiến
Hai Long	Semco Maritime	EPC cho 2 trạm biến áp ngoài khơi	90	2022 - 2024
Greater Changhua 2b & 4	Ørsted	33 chân đế điện gió ngoài khơi	300	2023 - 2025
Baltica 2	Semco Maritime	EPC cho 4 trạm biến áp ngoài khơi	200	2023 - 2026
Fengmiao	Semco Maritime	EPC cho các trạm biến áp ngoài khơi	200	2024 - 2026

Phụ lục 1: Các dự án EPCI điện gió ngoài khơi – Cơ hội mới cho PVS [\(quay lai\)](#)

Các cảng tiềm năng cho hoạt động EPCI điện gió ngoài khơi của Việt Nam

TT	Cảng	Phù hợp cho xây lắp	Phù hợp cho sản xuất
1	Bến cảng Nhà máy tàu biển Huyndai - Vinashin (Nam Vân Phong)	Phù hợp với năng cấp nhỏ	Phù hợp với năng cấp nhỏ
2	Vietsovpetro (Vũng Tàu)	Phù hợp với năng cấp nhỏ	Phù hợp với năng cấp nhỏ
3	Tân Cảng Cát Lái (Hồ Chí Minh)	Phù hợp với năng cấp nhỏ	Phù hợp với năng cấp nhỏ
4	Tiên Sa (Đà Nẵng)	Phù hợp với năng cấp nhỏ	Phù hợp với năng cấp nhỏ
5	Cảng PTSC (Vũng Tàu)	Phù hợp với năng cấp nhỏ	Phù hợp với năng cấp nhỏ
6	Tân Cảng Cái Mép (Bà Rịa)	Phù hợp với năng cấp nhỏ	Phù hợp với năng cấp nhỏ
7	Tổng hợp Thị Vải (Phú Mỹ - BRVT)	Phù hợp với năng cấp trung bình	Phù hợp với năng cấp trung bình
8	SITV (Phú Mỹ)	Phù hợp với năng cấp trung bình	Phù hợp với năng cấp trung bình
9	Cam Ranh (Khánh Hòa)	Phù hợp với năng cấp trung bình	Phù hợp với năng cấp trung bình
10	PTSC Phú Mỹ (Phú Mỹ - BRVT)	Phù hợp với năng cấp trung bình	Phù hợp với năng cấp trung bình
11	PTSC Đình Vũ (Hải Phòng)	Phù hợp với năng cấp trung bình	Phù hợp với năng cấp trung bình
12	VICT (HCM)	Không phù hợp	Phù hợp với năng cấp trung bình
13	Hiệp Phước (HCM)	Không phù hợp	Phù hợp với năng cấp trung bình
14	Nghệ Tĩnh (Vinh)	Phù hợp với năng cấp lớn	Phù hợp với năng cấp lớn
15	Dương Đông (Phú Quốc)	Phù hợp với năng cấp lớn	Phù hợp với năng cấp lớn

• Nguồn: PTSC M&C, MBS Research



Phù hợp với năng cấp nhỏ: Chi phí nâng cấp < 5 triệu USD

Phù hợp với năng cấp trung bình: 5 triệu USD <= Chi phí nâng cấp <= 10 triệu USD

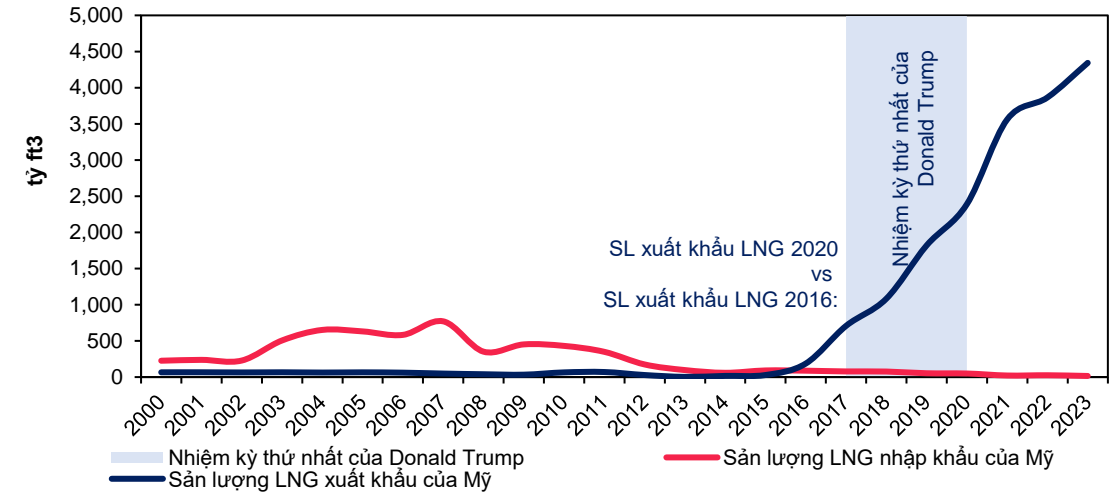
Phù hợp với năng cấp lớn: Chi phí nâng cấp >= 10 triệu USD

Phụ lục 2: Nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Trump và thị trường khí hóa lỏng (LNG) [\(quay lại\)](#)

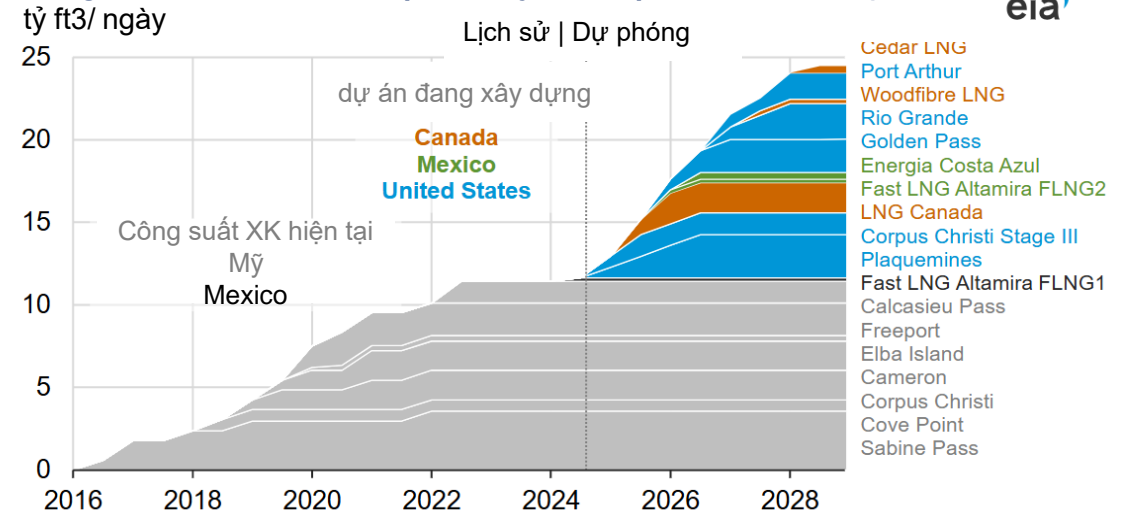
- **Xuất khẩu LNG của Mỹ tăng mạnh trong giai đoạn 2016-2020:** Khởi đầu từ một quốc gia không sản xuất LNG vào đầu năm 2016, xuất khẩu LNG của Mỹ đã tăng đáng kể trong giai đoạn 2016-2020 và hiện nay trở thành quốc gia xuất khẩu LNG lớn nhất thế giới. Nguồn khí từ Mỹ là một nguồn khí giá rẻ lớn có thể được xuất khẩu để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng toàn cầu.
- **Lệnh tạm dừng cấp phép xuất khẩu LNG mới dưới thời Tổng thống Biden:** T1/2024, Biden đã ra lệnh tạm dừng cấp phép xuất khẩu LNG mới để nghiên cứu tác động môi trường. Lệnh tạm dừng áp dụng cho các dự án đã được đề xuất nhưng chưa được Bộ Năng lượng (DOE) cấp phép, và các dự án có kế hoạch xuất khẩu sang các quốc gia không thuộc thỏa thuận thương mại tự do. Nếu không có giấy phép xuất khẩu, các nhà phát triển không thể tiến hành các kế hoạch xây dựng kéo dài nhiều năm cho các dự án mới.
- **Trump có khả năng sẽ dỡ bỏ lệnh tạm dừng cấp phép xuất khẩu LNG trong nhiệm kỳ tổng thống thứ hai:** Nhóm chuyên gia quyền lực của Tổng thống đắc cử Donald Trump đang chuẩn bị một gói năng lượng toàn diện, bao gồm việc dỡ bỏ lệnh tạm dừng cấp phép xuất khẩu LNG của Joe Biden và phê duyệt nhanh chóng các giấy phép còn lại. Điều này sẽ làm tăng thêm khối lượng xuất khẩu LNG của Mỹ trong 4 năm tới.
- **LNG của Mỹ là cần thiết cho khu vực Châu Á:** Theo Wood Mackenzie, nếu giá LNG cao, các quốc gia như Việt Nam, Bangladesh, Philippines, Indonesia và Malaysia sẽ không thể thực hiện kế hoạch chuyển đổi sang năng lượng điện khí. Với vị trí dẫn đầu và khả năng mở rộng của Mỹ trong thị trường LNG, LNG của Mỹ dường như là nguồn cung cấp dài hạn và có giá cả phải chăng cho các quốc gia khu vực Châu Á – Thái Bình Dương.

Nguồn: EIA, Wood Mackenzie, MBS Research tổng hợp

Sản lượng LNG xuất khẩu của Mỹ tăng mạnh dưới nhiệm kỳ thứ nhất của Trump



Công suất LNG xuất khẩu tại Bắc Mỹ theo dự án (2016-2028F)





7

TRIỂN VỌNG NGÀNH | Bán lẻ

Cần thêm thời gian hồi phục



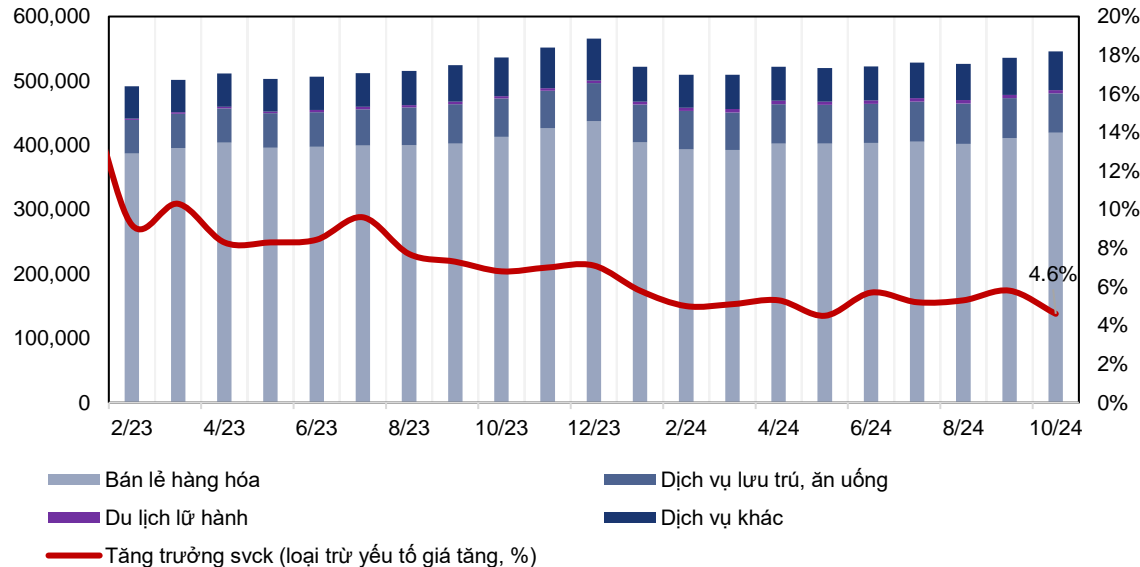
[Quay lại Mục lục](#)

Vietnam Dynamics 2025

Tổng quan ngành 2024: Người tiêu dùng vẫn thắt chặt chi tiêu

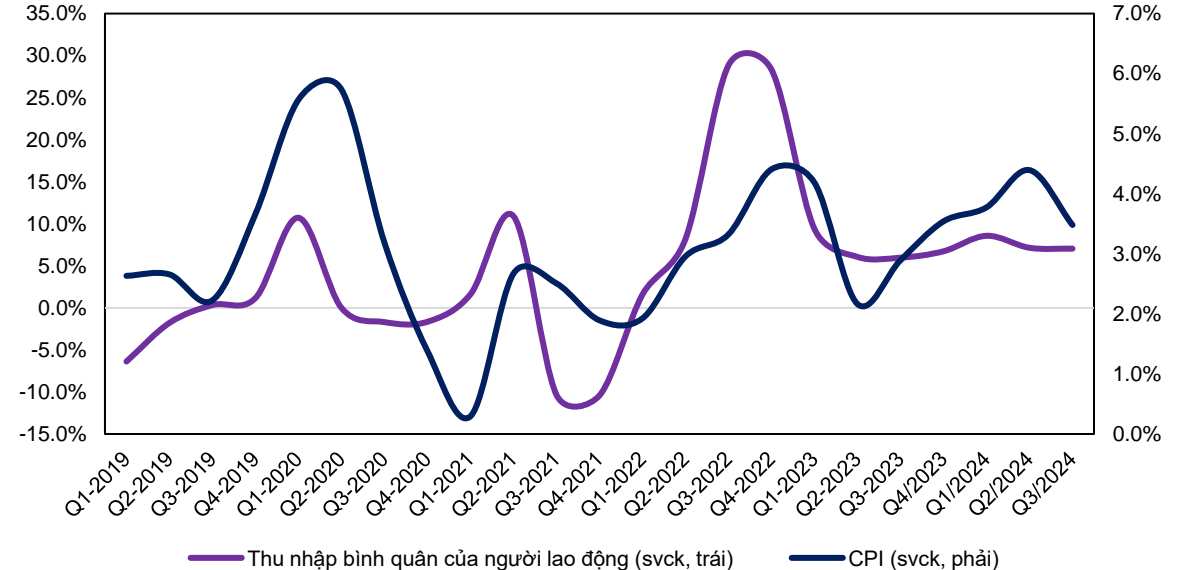
- Theo khảo sát người tiêu dùng của PwC năm 2024, người tiêu dùng Việt Nam vẫn đang chịu ảnh hưởng từ việc giá cả thực phẩm, năng lượng, nhà ở và các mặt hàng thiết yếu khác tăng cao, điều này đã tác động đáng kể đến chi tiêu của họ. 64% số người được khảo sát cho biết họ vẫn dành phần lớn chi tiêu cho thực phẩm, và 48% dành cho chăm sóc sức khỏe. Ngược lại, 33% người tham gia khảo sát cho biết họ sẽ cắt giảm chi tiêu cho các mặt hàng xa xỉ, và khoảng 30% sẽ giảm mua sắm các mặt hàng không thiết yếu.
- Trong 11 tháng đầu năm 2024, tăng trưởng tổng doanh thu bán lẻ đạt khoảng 5.8% (đã loại trừ yếu tố lạm phát), chậm hơn so với giai đoạn trước COVID-19 (trung bình 8-9%), cho thấy nhu cầu tiêu dùng vẫn ở mức thấp. Xu hướng nhu cầu tiêu dùng tổng thể vẫn bị ảnh hưởng từ nền kinh tế năm 2023. Ngành sản xuất chỉ bắt đầu phục hồi đáng kể từ nửa cuối năm 2024, khi chỉ số PMI vượt ngưỡng 50. Chúng tôi kỳ vọng tác động lan tỏa từ lĩnh vực sản xuất sẽ trở nên rõ nét hơn từ năm 2025, qua đó giúp cải thiện tăng trưởng bán lẻ.

Tăng trưởng bán lẻ tiếp tục duy trì ở mức nền thấp (~5%)



• Nguồn: GSO, MBS Research

Lạm phát tăng cao ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu người tiêu dùng.

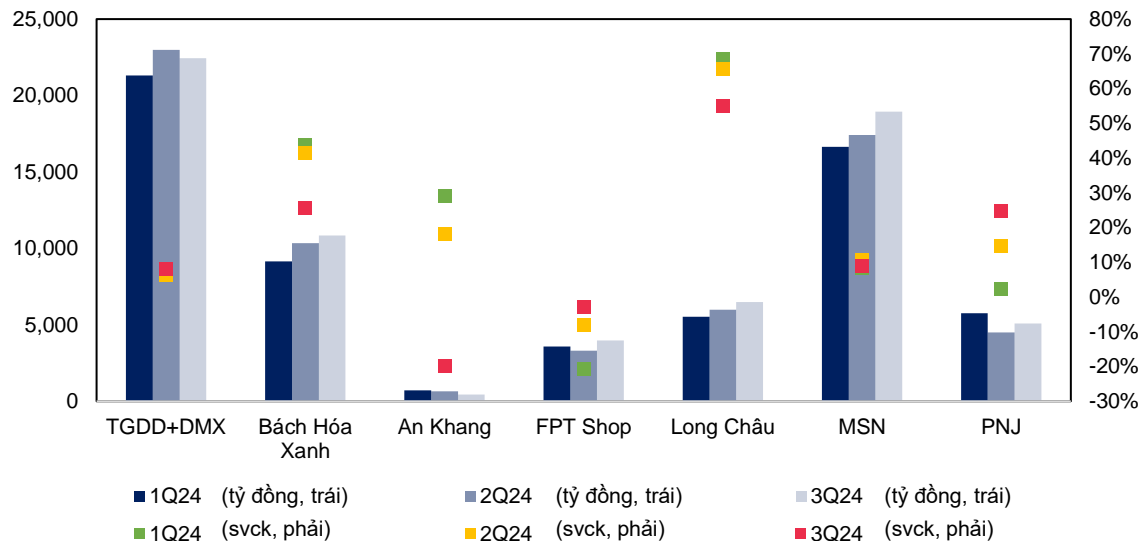


• Nguồn: GSO, MBS Research

Tổng quan ngành 2024: Bức tranh phân mảnh của các chuỗi bán lẻ

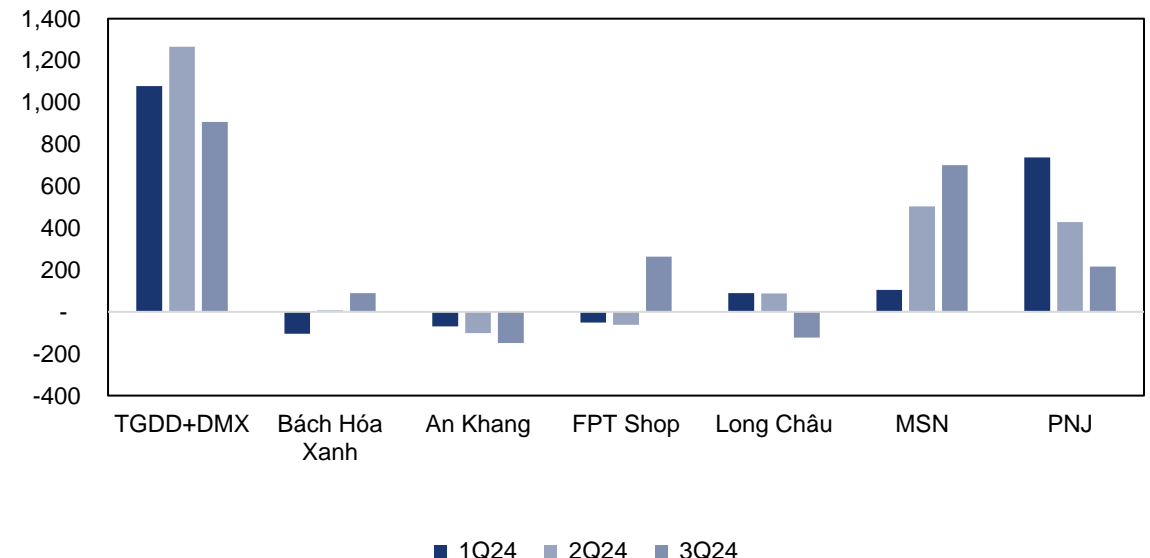
- Chúng tôi nhận thấy bức tranh tương phản giữa các chuỗi bán lẻ hàng thiết yếu và không thiết yếu trong năm 2024. Trong khi các chuỗi bán lẻ điện tử tiêu dùng (TGDD, DMX, FPT Shop) tái cơ cấu và đóng cửa thêm nhiều cửa hàng có KQKD không khả quan để tối ưu hóa chi phí, gia tăng lợi nhuận ròng, thì các chuỗi bán lẻ thực phẩm đã mở thêm một số cửa hàng mới khi cả Bách Hóa Xanh và WCM đều ghi nhận lợi nhuận ròng trên cả công ty trong Q2/2024. Bên cạnh đó, các chuỗi bán lẻ thực phẩm cải thiện doanh thu trung bình khoảng 15% svck nhờ sự chuyển đổi lưu lượng từ các chợ truyền thống. Trong ngành bán lẻ dược phẩm, chúng tôi nhận thấy một bức tranh tương phản: trong khi An Khang đang cố gắng tái cơ cấu để tiến đến điểm hòa vốn thì Long Châu đã xây dựng được một vị thế vững chắc hơn trong ngành.
- Triển vọng tăng trưởng của các ngành bán lẻ trang sức, ô tô và ICT-CE trong giai đoạn 2025-2026 dự báo sẽ không mạnh, do các thị trường này đã đạt mức bão hòa. Trong khi đó, nhờ tính chất thị trường vẫn còn phân mảnh, ngành dược phẩm vẫn có tiềm năng tăng trưởng đáng kể. Ngành tiêu dùng, mặt khác, vẫn duy trì sự ổn định và tiếp tục có tiềm năng, được thúc đẩy bởi sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng của thế hệ mới.

Đa số các chuỗi bán lẻ tăng trưởng doanh thu 10% svck, kỳ vọng vào một số chuỗi tái cấu trúc để phục hồi tốt hơn...



• Nguồn: MWG, FRT, PNJ, MSN, MBS Research

Lợi nhuận ròng của một số doanh nghiệp nổi bật trong ngành bán lẻ

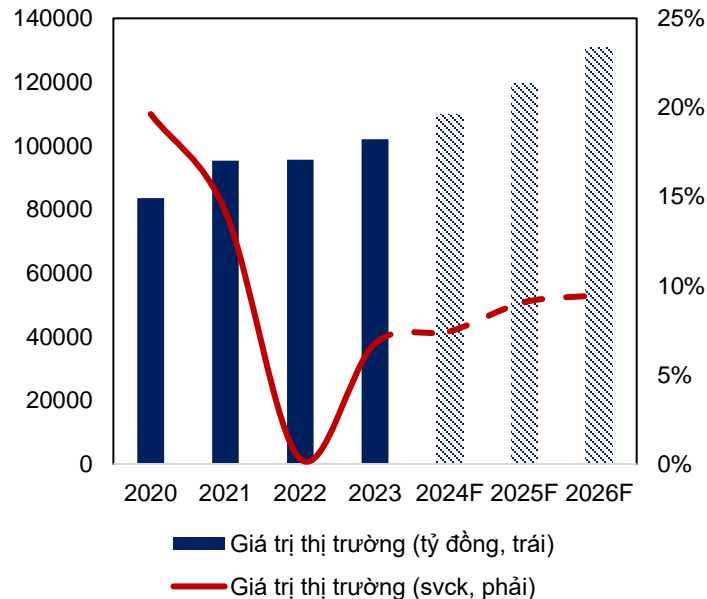


• Nguồn: MWG, FRT, PNJ, MSN, VAMA, MBS Research

Bán lẻ tạp hóa: Tăng trưởng các chuỗi bán lẻ hiện đại là động lực chính của ngành

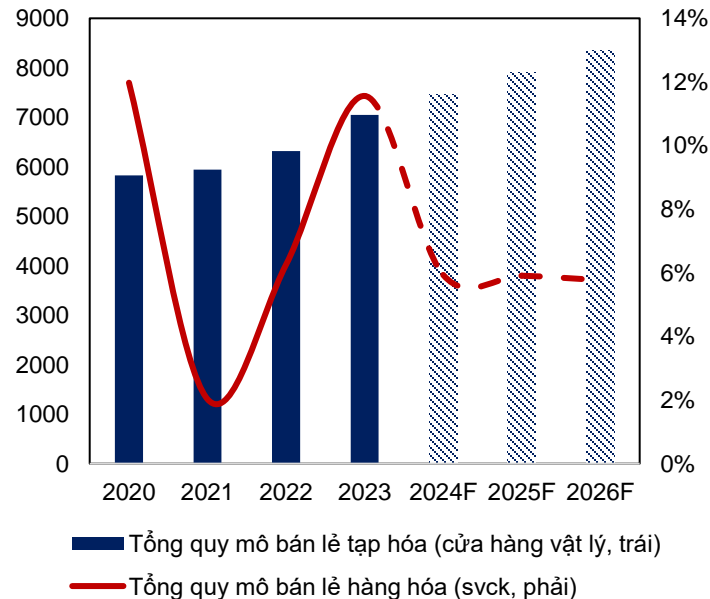
- Ngành bán lẻ có thể vẫn còn tiềm năng trong trung và dài hạn nhờ vào (1) thu nhập khả dụng tăng cao, (2) nhu cầu ngày càng tăng đối với lối sống chất lượng cao hơn. Quá trình đô thị hóa nhanh chóng sẽ mở rộng khả năng tiếp cận các mô hình bán lẻ hiện đại – một xu hướng phát triển trong ngành bán lẻ thực phẩm. Bên cạnh đó, việc áp dụng trí tuệ nhân tạo (AI) và các kênh bán hàng đa kênh (omni-channel) sẽ giúp các nhà bán lẻ khai thác tiềm năng đáng kể trên thị trường này.
- Thu nhập của người tiêu dùng có thể cải thiện so với dự báo năm 2024 nhờ vào sự lan tỏa mạnh mẽ từ các ngành sản xuất, điều này được kỳ vọng sẽ thúc đẩy chi tiêu. Thêm vào đó, sức mạnh của hệ thống kho vận và sự đa dạng hóa sản phẩm sẽ giúp các chuỗi bán lẻ hiện đại (như Bách Hóa Xanh, WCM) dễ dàng đáp ứng nhu cầu của thể hệ người tiêu dùng mới. Sự phục hồi trong tiêu dùng, cùng với sự mở rộng của các chuỗi bán lẻ hiện đại sang các khu vực mới, sẽ giúp thị trường thực phẩm đạt mức tăng trưởng khoảng 9% trong giai đoạn 2025-2026..

Giá trị thị trường được dự báo có CAGR = 8% trong năm 2024-26..



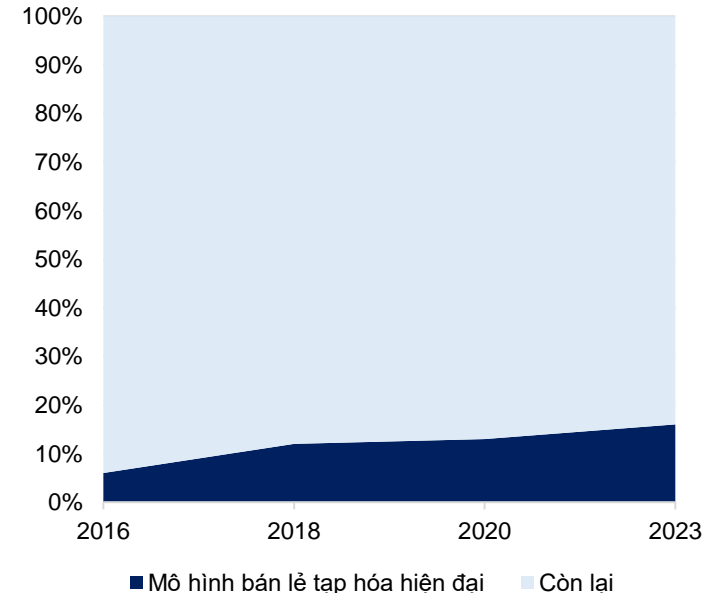
• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Với sự mở rộng quy mô được dự báo có CAGR 6% trong năm 2024-26



• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng rằng sự tăng trưởng của mô hình bán lẻ hiện đại (minimart,..) sẽ là động lực thúc đẩy thị trường bán lẻ tạp hóa.

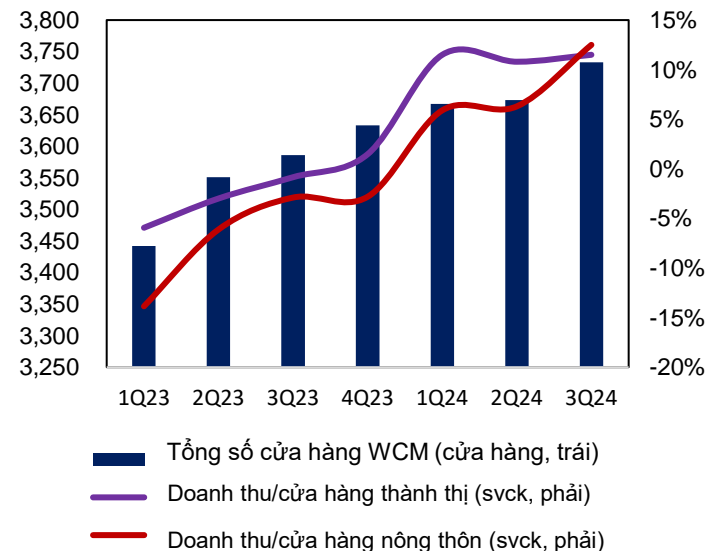


• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Bán lẻ tạp hóa: Hai doanh nghiệp lớn đã thành công trong năm 2024 và sẽ tiếp tục mở rộng trong năm 2025..

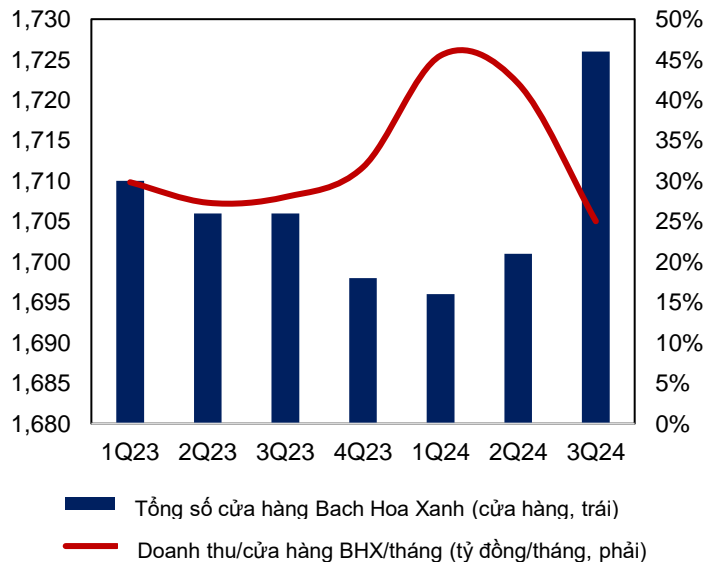
- Doanh thu LFL của MSN tại cả khu vực đô thị và nông thôn đều tăng trong năm 2024, nhờ vào sức mua mạnh hơn từ mô hình cửa hàng tiện lợi. Điều này đã giúp WinCommerce (WCM) đạt lợi nhuận ròng trong nửa đầu năm 2024. Chiến lược của họ là thúc đẩy các sản phẩm từ hệ sinh thái Masan Consumer trong mô hình cửa hàng tiện lợi, vốn có mức tăng trưởng doanh thu LFL tốt nhất trong 9 tháng đầu năm 2024 (so với mô hình siêu thị).
- Trong năm 2024, khi người tiêu dùng tiếp tục ưu tiên chi tiêu cho các sản phẩm thiết yếu (thực phẩm, chăm sóc sức khỏe,...), cả WinCommerce và Bách Hóa Xanh (BHX) đã triển khai thành công chiến dịch kinh doanh hiệu quả nhằm thu hút thêm lưu lượng từ các kênh truyền thống. Ví dụ, BHX tăng cường cung cấp sản phẩm tươi sống và áp dụng chiến lược giá mạnh mẽ để thúc đẩy giao dịch hàng ngày. Kết quả là doanh thu trên mỗi cửa hàng đã vượt mốc 2 tỷ đồng/tháng, giúp họ đạt lợi nhuận ròng trong Q2/24.
- Cả MSN và BHX đều thành công trong việc thu hút khách hàng từ các chợ truyền thống thông qua chiến lược sản phẩm phù hợp, tận dụng hiệu quả sự thay đổi trong hành vi mua sắm của người tiêu dùng. Hiện nay, cả MSN và BHX đều đang có mô hình bán lẻ thực phẩm hiện đại phù hợp với hành vi tiêu dùng của từng khu vực khác nhau. Với sự phát triển của ngành, cả MSN và BHX đều còn tiềm năng lớn để tăng trưởng tốc độ bao phủ trong các khu vực hiện tại và mở rộng thêm các tỉnh thành mới trong tương lai gần.

WCM đạt lợi nhuận ròng trong 1H24 và tiếp tục phục hồi trong Q3/2024...



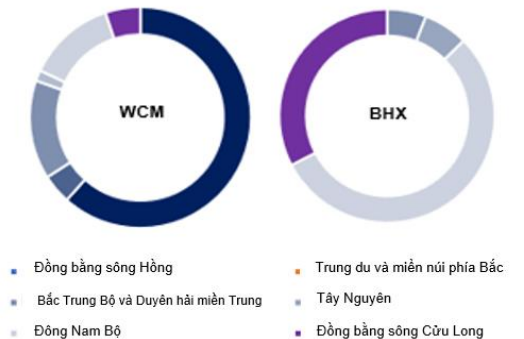
Nguồn: MSN, MBS Research

BHX đạt lợi nhuận ròng trong Q2/2024 và tiếp tục mở rộng trong Q4/2024...



Nguồn: BHX, MBS Research

Trong khi MSN mạnh hơn ở khu vực phía Bắc, BHX lại có lợi thế tại khu vực phía Nam nhờ mô hình kinh doanh phù hợp với hành vi mua sắm đồ thiết yếu của người tiêu dùng.

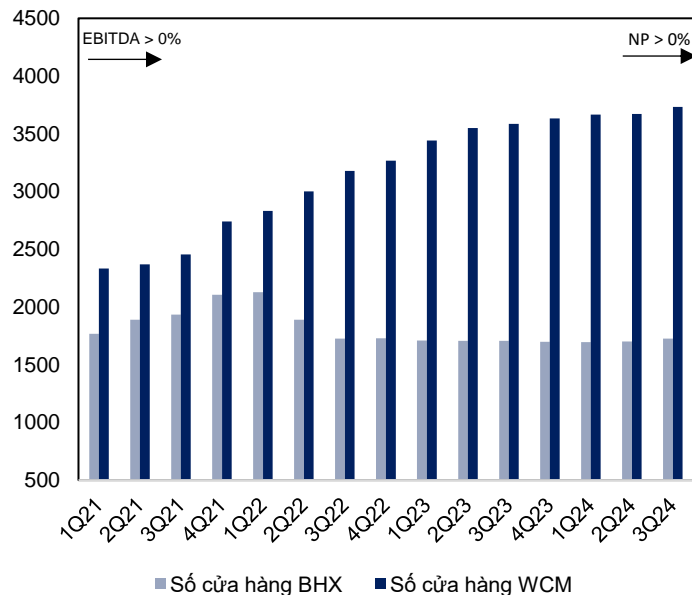


Nguồn: MSN, BHX, MBS Research

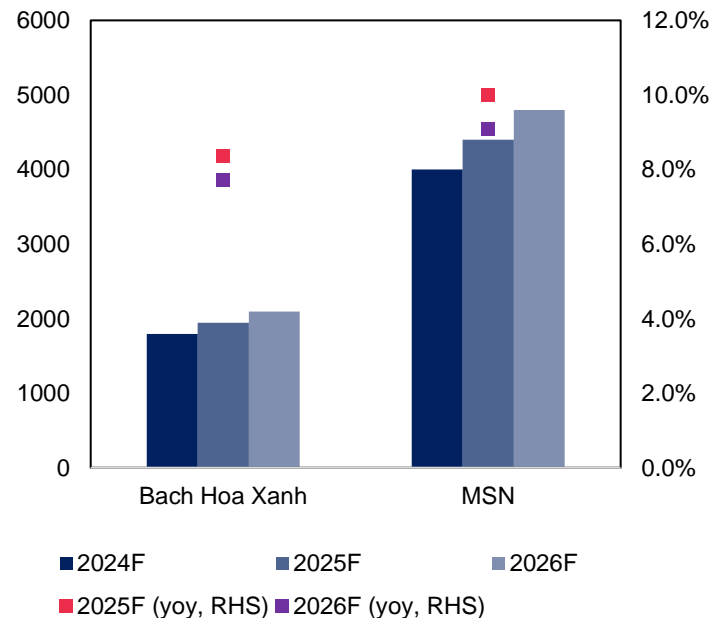
Bán lẻ tạp hóa: Cơ hội để mở rộng!

- Gần đây, các mô hình bán lẻ hiện đại của các "ông lớn" (như Aeon Mall, Go!) cũng như các mô hình bán lẻ nhỏ hơn như Bách Hóa Xanh (BHX) và WCM+ đã thành công trong việc thu hút một sự chuyển dịch đáng kể từ các mô hình thị trường truyền thống nhờ vào chiến lược bán hàng cạnh tranh và hiệu quả. Chúng tôi nhận thấy rằng, sau giai đoạn có lợi nhuận của hai chuỗi bán lẻ nội địa lớn, năm 2025 sẽ là thời điểm thích hợp để mở rộng mạng lưới cửa hàng và gia tăng phạm vi tiếp cận của các nhà bán lẻ hiện đại lớn khi: (1) nhu cầu tiêu dùng có thể tiếp tục phục hồi khả quan, (2) sự lan tỏa từ ngành sản xuất sẽ mạnh mẽ hơn so với năm 2024, khi xuất khẩu được dự báo sẽ tăng trưởng so với cùng kỳ. Hơn nữa, các nhà bán lẻ nước ngoài lớn cũng đang triển khai nhiều dự án lớn tại Việt Nam, điều này làm nổi bật sức hấp dẫn mạnh mẽ của thị trường bán lẻ Việt Nam. Dự kiến, trong quý 4/2024 đến 2025, khoảng 8 trung tâm thương mại lớn sẽ đi vào hoạt động.

Sau khi đạt được lợi nhuận ròng, chúng tôi kỳ vọng MSN và BHX sẽ tiếp tục mở rộng trong giai đoạn 2025-2026.



...Với tốc độ tăng trưởng mở rộng cửa hàng trung bình khoảng 9% trong giai đoạn 2025-2026.



• Nguồn: MWG, MSN, MBS Research

Một số trung tâm thương mại lớn sẽ mở trong năm 2025

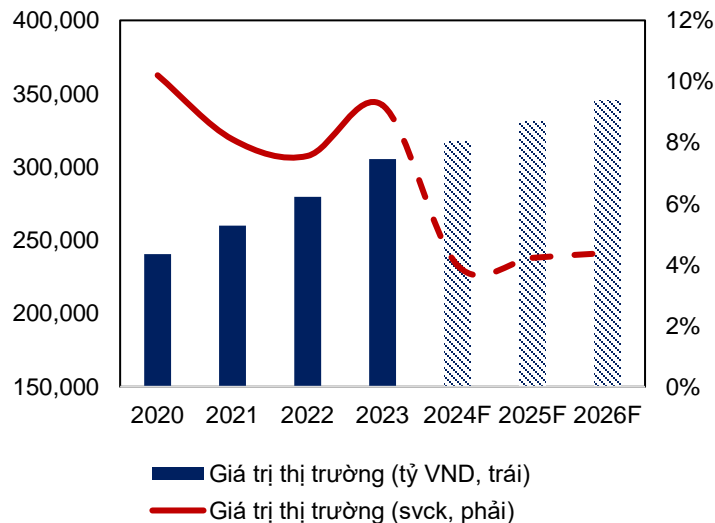
Dự án	Quá trình
Go! Hà Nam	Khởi công xây dựng tháng 7/2023 và đã đi vào hoạt động.
Go! Bạc Liêu	Khởi công xây dựng tháng 12/2023 và đã đi vào hoạt động.
Go! Ninh Thuận	Khởi công xây dựng tháng 12/2023 và dự kiến hoạt động vào 24 tháng 12, 2024.
Go! Hưng Yên	Khởi công xây dựng tháng 6/2024, và dự kiến hoạt động trong năm 2025.
Go! Yên Bái	Khởi công xây dựng tháng 10/2024 và dự kiến hoạt động trong Q4/2025
MM Mega Market Đà Nẵng	Khởi công xây dựng tháng 12/2024 và dự kiến hoạt động trong Q4/2025 – TTTM đầu tiên của MM Mega Market.
Aeon mall Đồng Nai	Khởi công xây dựng vào tháng 5/2024 và dự kiến hoạt động trong năm 2025.
Aeon mall Hạ Long	Khởi công xây dựng vào tháng 12/2024 và dự kiến hoạt động trong đầu năm 2026.
Aeon mall Hải Dương	Dự kiến khởi công Q1/2025 và sẽ đi vào hoạt động trong năm 2026.
Aeon mall Thanh Hóa	Dự kiến khởi công xây dựng tháng 12/2024 và dự kiến hoạt động trong đầu năm 2026.

• Nguồn: Go!, Aeon mall, MBS Research

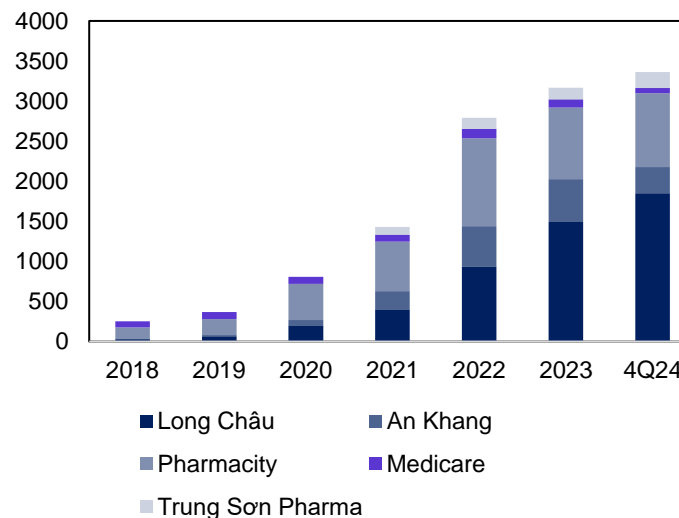
Ngành bán lẻ dược phẩm: Tỷ lệ bao phủ của mô hình bán lẻ dược phẩm hiện đại vẫn còn rất thấp

- Từ năm 2019-24, theo Euromonitor, giá trị ngành bán lẻ làm đẹp và chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam dự kiến sẽ đạt CAGR = 7%, với phân khúc dược phẩm dự báo tăng trưởng ở mức khoảng CAGR = 8%. Từ năm 2020-24, các đối thủ lớn như Pharmacy, Long Châu và An Khang đã bắt đầu mở rộng nhanh chóng với tổng số lượng khoảng 2,500 cửa hàng dược phẩm. Long Châu dẫn đầu sự mở rộng này với tỷ lệ CAGR ấn tượng là 74%. Sự tăng trưởng này đã làm tăng đáng kể phạm vi của bán lẻ dược phẩm hiện đại, từ 2% trong năm 2020 ước tính lên 8% vào năm 2024. Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2023-2024, chúng ta đã chứng kiến một số chuỗi bán lẻ dược phẩm được thành lập hoặc đầu tư bởi các tập đoàn nước ngoài: Trung Sơn Pharma đã được Dongwha Pharma mua lại với cổ phần 51%, và Phượng Hoàng được thành lập bởi người sáng lập Pharmacy trước đây. Điều này cho thấy sức hấp dẫn mạnh mẽ của thị trường bán lẻ dược phẩm hiện nay tại Việt Nam, chỉ ra một xu hướng tăng trưởng bền vững trong trung và dài hạn.
- Việt Nam vẫn là một quốc gia có chi tiêu lớn cho chăm sóc sức khỏe, khi chi tiêu cho các sản phẩm liên quan đến sức khỏe tiếp tục gia tăng. Thế hệ người tiêu dùng mới, Gen Z, đang thể hiện sự quan tâm ngày càng lớn đến sức khỏe và sự lành mạnh, chủ động bổ sung các loại thực phẩm chức năng như vitamin và khoáng chất để hỗ trợ sức khỏe. Chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe đã tăng khoảng 10%/năm trong giai đoạn 2019-2024 và dự kiến sẽ tăng khoảng 10% vào năm 2029, đặc biệt là đối với các sản phẩm bổ sung thể thao và vitamin.

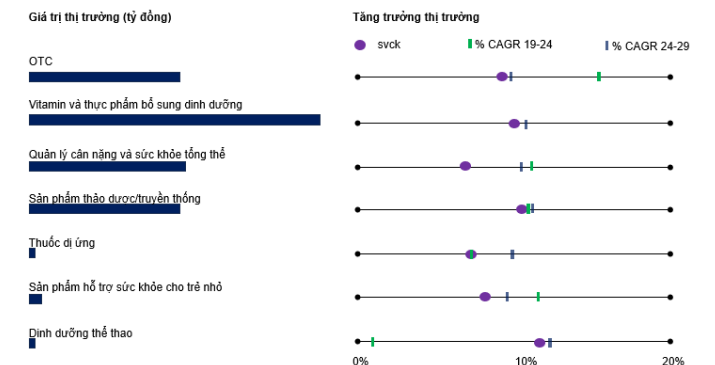
Giá trị thị trường làm đẹp và chăm sóc sức khỏe tại Việt Nam được dự báo có CAGR 4% năm 24-26



Quy mô của các chuỗi bán lẻ dược phẩm hiện đại có CAGR = 56% trong giai đoạn 2019-24..



Sự tăng trưởng của thị trường dược OTC tại Việt Nam



• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

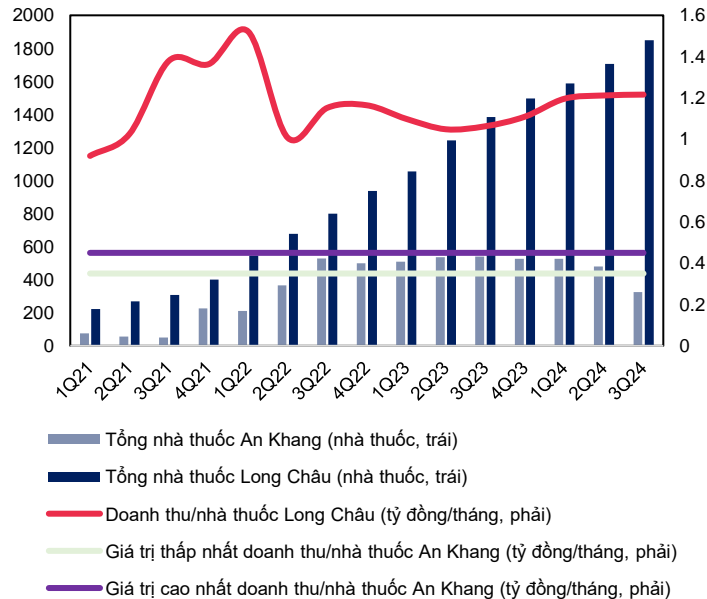
• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

• Nguồn: Euromonitor, MBS Research

Ngành bán lẻ dược phẩm: Long Châu ngày càng có vị thế vững chắc ở trong ngành.

- Nhờ vào (1) Danh mục sản phẩm với tỷ lệ thuốc chữa bệnh trên thực phẩm chức năng phù hợp với nhu cầu của người tiêu dùng, (2) sức mạnh trong việc tận dụng công nghệ trong quản lý kho và dịch vụ khách hàng, Long Châu đã thành công trong việc mở thêm 357 nhà thuốc mới vào năm 2024 (tính đến ngày 12/24), nâng tổng số cửa hàng lên 1,849, với doanh thu/cửa hàng đạt khoảng 1.2 tỷ VND/tháng. Theo báo cáo tài chính, Long Châu đã đóng góp khoảng 130 tỷ đồng vào FRT trong năm 2024 để bù đắp các khoản lỗ từ chuỗi bán lẻ ICT-CE (FPT Shop). Hiện tại, Long Châu có phạm vi phủ sóng tốt nhất tại Việt Nam với sự hiện diện khá rộng khắp trên toàn quốc.
- Mặt khác, vào năm 2024, An Khang và Pharmacy đã giảm số lượng cửa hàng, thực hiện tái cấu trúc và thay đổi danh mục sản phẩm để hướng tới mục tiêu hòa vốn vào năm 2025F.

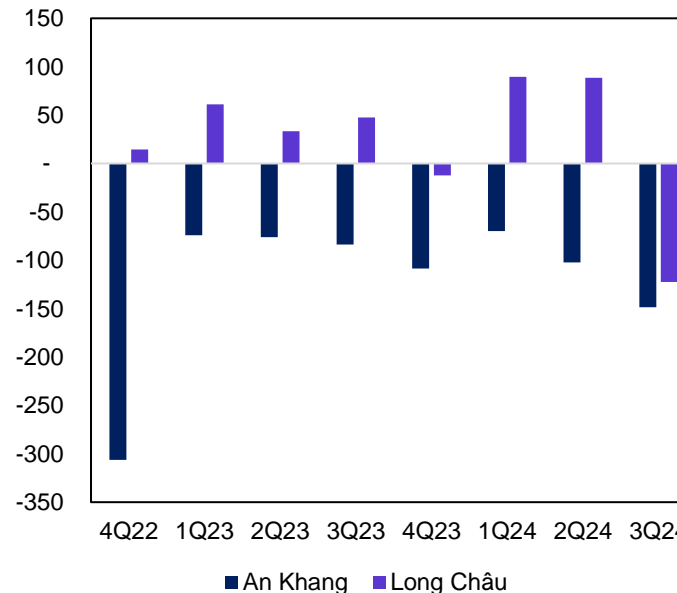
Long Châu là một trong những thị trường có chia khóa của sự mở rộng



*Giá trị thấp nhất/cao nhất theo ước tính của MBS Research

Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

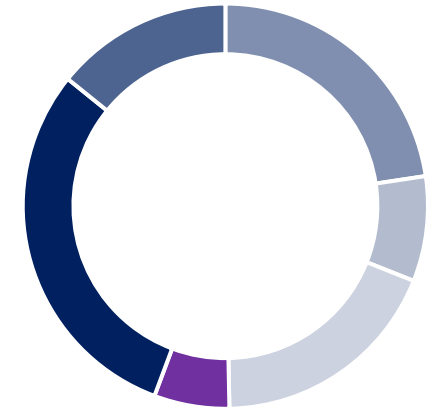
Lãi/lỗ ròng của Long Châu và An Khang



Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Long Châu có sự bao phủ ở hầu hết các tỉnh thành trên toàn quốc.

- Đồng bằng Sông Hồng
- Trung du và miền núi phía Bắc
- Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung
- Tây Nguyên
- Đông Nam Bộ
- Đồng bằng sông Cửu Long

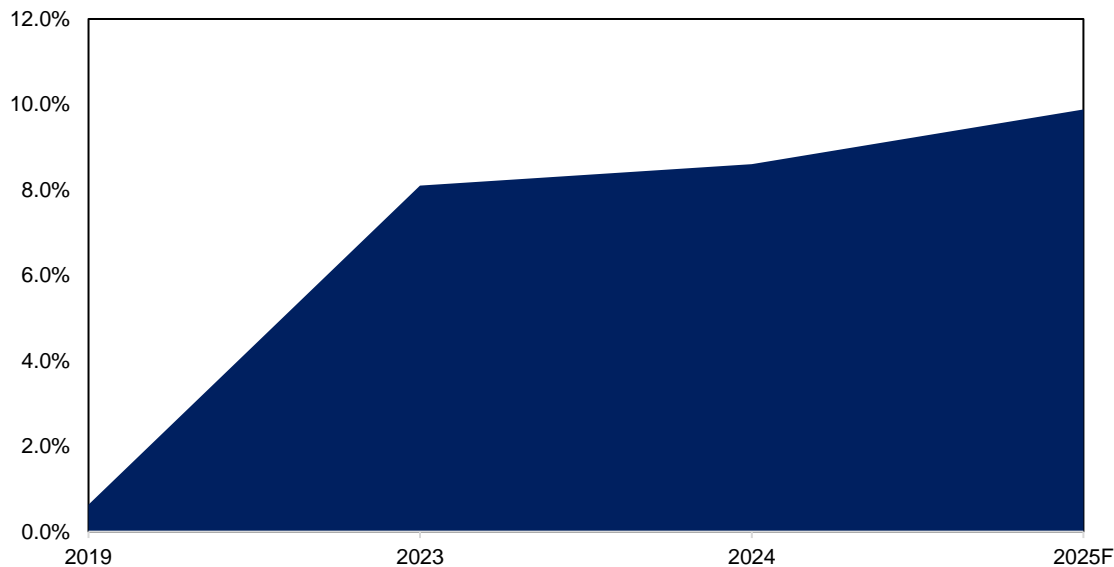


Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Ngành bán lẻ dược phẩm: Sự mở rộng có thể sẽ tiếp tục nhưng chậm hơn svck.

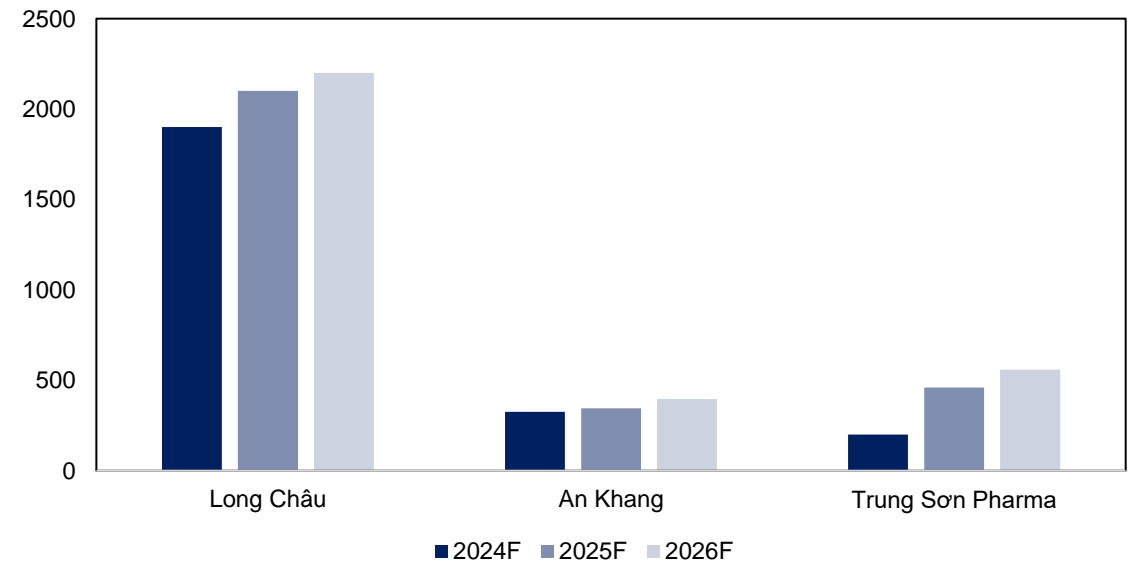
- Với tốc độ mở rộng cửa hàng nhanh chóng, tỷ lệ thâm nhập của các chuỗi nhà thuốc hiện đại vẫn còn tương đối thấp (<10%) cho thấy tiềm năng tăng trưởng còn nhiều cho các doanh nghiệp trong ngành. Các nhà thuốc truyền thống đang dần mất ưu thế trước những lợi thế của các chuỗi nhà thuốc hiện đại, bao gồm: (1) danh mục sản phẩm đa dạng với giá cả ổn định hơn, (2) khả năng kiểm soát chất lượng sản phẩm tốt hơn, và (3) dịch vụ khách hàng chuyên nghiệp, có hệ thống. Chúng tôi dự báo năm 2025 sẽ tiếp tục là năm bùng nổ mở rộng mạnh mẽ của các chuỗi nhà thuốc hiện đại tuy nhiên tốc độ sẽ chậm hơn giai đoạn vừa qua khi chúng tôi nhận thấy tỷ lệ bao phủ của LC đã tiếp cận mức 5%, với Long Châu dự kiến mở tới 3.000 cửa hàng và Trung Sơn Pharma đặt mục tiêu thêm 500 cửa hàng mới vào năm 2025.
- Chúng tôi nhận thấy Long Châu đang dần khẳng định vị thế vững chắc trong ngành nhờ: (1) Dẫn đầu với 1,896 nhà thuốc và duy trì doanh thu mỗi cửa hàng đạt 1.2 tỷ VND/tháng, (2) Lợi thế công nghệ vượt trội và ứng dụng AI trong ứng dụng Long Châu để hỗ trợ khách hàng, nâng cao chăm sóc khách hàng thông qua thông tin toa thuốc, (3) Tận dụng tiềm năng của mô hình chăm sóc sức khỏe, tăng điểm chạm khách hàng với các dịch vụ chăm sóc từ A-Z, mang đến trải nghiệm mới mẻ.

Các chuỗi bán lẻ hiện đại vẫn có tỷ lệ phủ sóng thấp, dưới 10%



• Nguồn: MWG, FRT, PHARMACITY, TRUNG SON PHARMA, MBS Research

Phạm vi phủ sóng của Long Châu có thể vượt 5% theo kế hoạch của FRT.

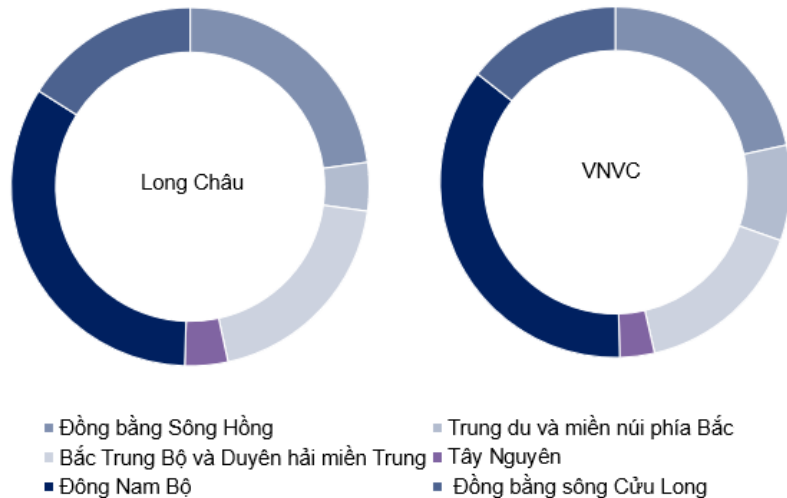


• Nguồn: FRT, MWG, Trung Sơn Pharma, MBS Research

Ngành bán lẻ dược phẩm: Dịch vụ chăm sóc sức khỏe sẽ hỗ trợ các chuỗi nhà thuốc gia tăng điểm chạm khách hàng.

- Long Châu đã tận dụng lợi thế về công nghệ và chiến lược về vị trí của chuỗi nhà thuốc để nhanh chóng mở rộng chuỗi tiêm chủng Long Châu – mắt xích đầu tiên trong hệ thống “chăm sóc sức khỏe” (phụ lục 1) của FRT. Chỉ trong vòng một năm, Long Châu đã thành công mở thêm 121 trung tâm tiêm chủng mới, nâng tổng số lên 125 trung tâm. Trong cùng kỳ, VNVC đã mới mới 60, đưa tổng số lên 206 trung tâm tiêm chủng. Nhờ vào mạng lưới nhà thuốc rộng, phạm vi phủ sóng của các trung tâm tiêm chủng Long Châu gần như tương đương với VNVC. Về mô hình kinh doanh, các trung tâm tiêm chủng của Long Châu có diện tích nhỏ hơn, cho phép áp dụng mức giá ưu đãi sâu hơn so với VNVC.
- Chúng tôi tin rằng, bằng cách tận dụng thế mạnh về chuỗi nhà thuốc và kho lạnh dành cho vaccine, Long Châu sẽ tiếp tục mở rộng nhanh chóng trong giai đoạn 2025-26, có khả năng thu hút thêm nhiều phân khúc khách hàng mới và tăng cường độ phủ vaccine trên toàn quốc (hiện tại khoảng 4%, so với mức trung bình khu vực từ 10-15%).

Nhờ vào thế mạnh của chuỗi dược phẩm, tỷ lệ phủ sóng của Long Châu đã trở nên tương đương với VNVC chỉ sau một năm.



• Nguồn: FRT, VNVC, MBS Research

Một số điểm so sánh chính giữa VNVC và Long Châu

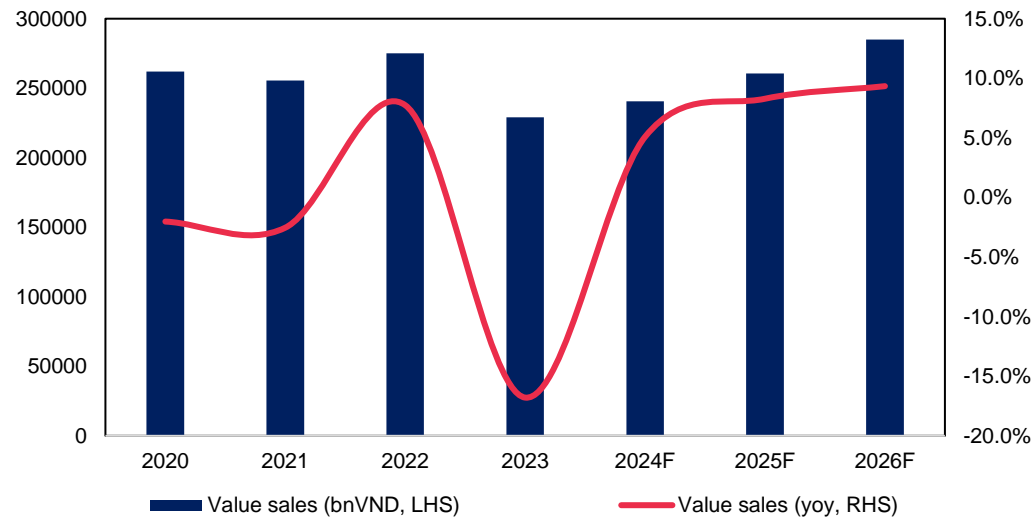
Chỉ tiêu		VNVC	Long Châu
Số lượng trung tâm tiêm chủng		206	125
Diện tích trung bình		500-1500m2	200 m2
Các gói tiêm (triệu VND)	Gói trẻ em từ 0-2 tuổi (22 mũi)	24.8	21.0
	Gói tiền tiểu học từ 3-9 tuổi	19.8	10.2
	Gói thanh thiếu niên từ 9-18 tuổi	27.8	19.0
	Gói cho phụ nữ trước mang thai	16.1	5.7
	Gói cho người trưởng thành	16.1	7.8
% giảm giá trung bình		6.60%	8.70%
Dịch vụ trả góp		Trả góp qua thẻ tín dụng	Trả góp qua thẻ tín dụng và hình thức mua trước trả sau

• Nguồn: VNVC, FRT, MBS Research

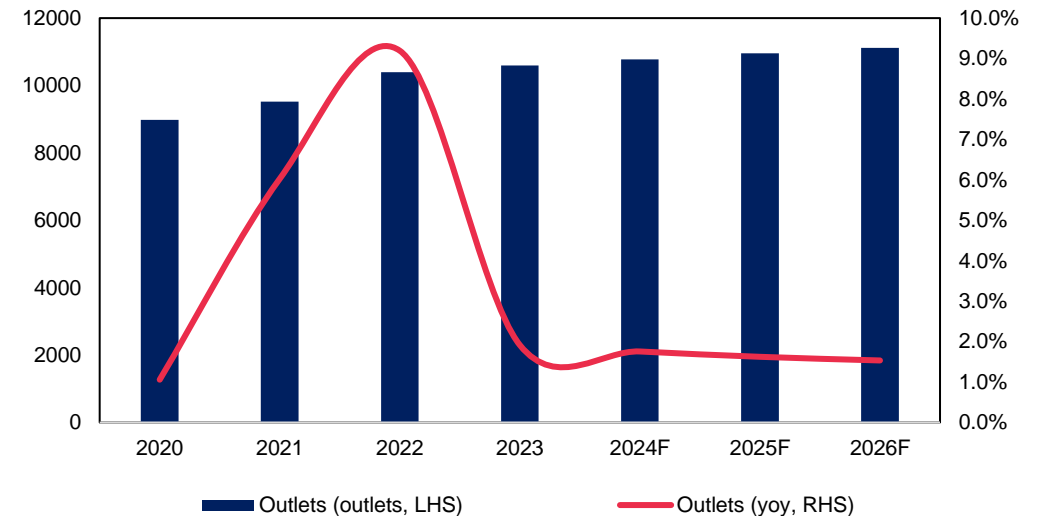
Ngành bán lẻ ICT-CE: Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm không thiết yếu được kỳ vọng cải thiện tốt hơn trong năm 2025F

- Dựa trên mức cơ sở thấp của năm 2023, hầu hết các công ty ghi nhận sự phục hồi lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2024, chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán sau cuộc chiến giá khốc liệt năm 2023. Trong năm 2024, các doanh nghiệp lớn tiếp tục tái cấu trúc và giảm số lượng cửa hàng vật lý có KQKD không khả quan để tối ưu hóa chi phí. Việc tăng mức nền giá bán các sản phẩm ước tính 10% svck, cùng với sự giảm nhẹ trong nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm điện tử tiêu dùng, dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu toàn ngành khoảng 5% trong năm 2024.
- Chúng tôi nhận thấy thị trường bán lẻ điện tử tiêu dùng đã đạt đến điểm bão hòa và đang gặp khó khăn trong việc tìm kiếm động lực tăng trưởng mới. Với sự thay đổi trong hành vi tiêu dùng và sự phát triển nhanh chóng của thương mại điện tử, quy mô cửa hàng vật lý đang được thu hẹp để giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chi phí và hỗ trợ phục hồi lợi nhuận. Điều này phản ánh sự điều chỉnh cần thiết trước sự thay đổi trong hành vi người tiêu dùng và sự tăng trưởng của thương mại điện tử. Thị trường điện tử tiêu dùng có thể tăng trưởng 9% nhờ vào (1) Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm điện tử tiêu dùng ước tính phục hồi tốt hơn trong năm 2025F, (2) Tổng số cửa hàng vật lý ước tính tăng trưởng ổn định tốc độ 1%. Với xu thế của thương mại điện tử trong tương lai, các cửa hàng vật lý ước tính có CAGR 1% trong giai đoạn 24F-29F.

Thị trường tiêu dùng điện tử có thể tăng 9% trong năm 2025 chủ yếu nhờ vào tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm.



Tổng số cửa hàng vật lý ước tính tăng trưởng ổn định ở mức 1% trong giai đoạn 24F-29F do ảnh hưởng của sự phát triển thị trường thương mại điện tử



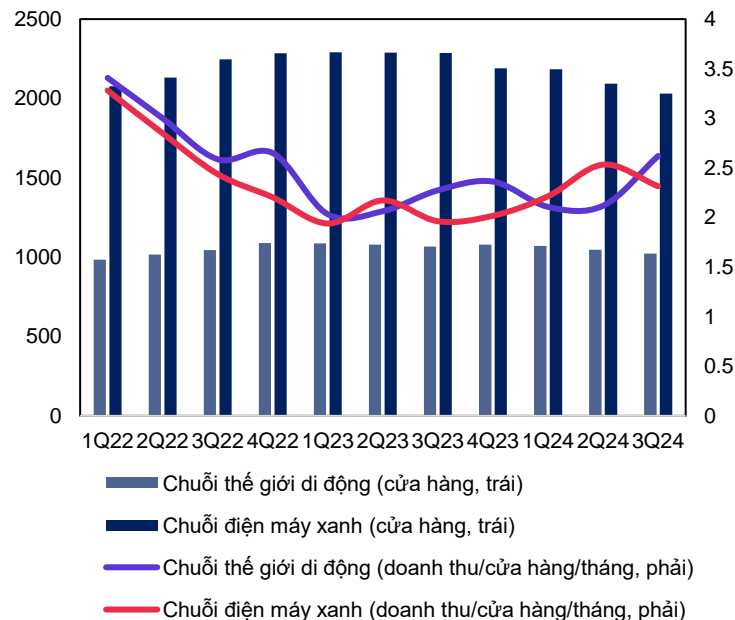
• Nguồn: FRT, MWG, MBS RESEARCH

• Nguồn: EUROMONITOR, MBS RESEARCH

Ngành bán lẻ ICT-CE: Giai đoạn tái cấu trúc đã đến hồi kết

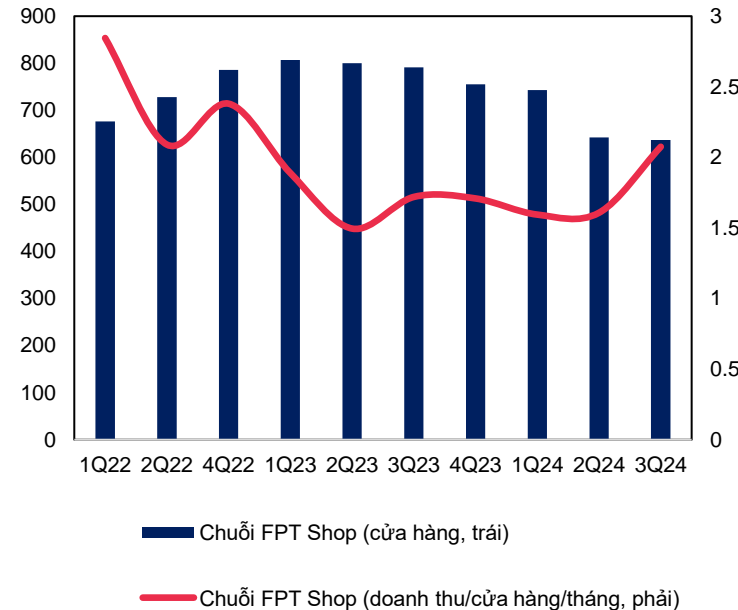
- Năm 2024, nhu cầu đối với điện tử tiêu dùng chưa có sự cải thiện đáng kể, cùng với sự thay đổi trong hành vi mua sắm của người tiêu dùng, dẫn đến việc các chuỗi bán lẻ điện tử tiêu dùng (TGDD & DMX, FPT Shop) phải tái cấu trúc và đóng cửa phần lớn các cửa hàng hoạt động kém hiệu quả. Kết quả là tổng số cửa hàng giảm so với cùng kỳ năm trước, nhưng lợi nhuận lại cải thiện nhờ vào (1) Giá bán sản phẩm tăng trở lại sau giai đoạn giảm mạnh năm 2023, (2) áp dụng các chính sách kích cầu mua sắm phù hợp, và (3) tối ưu hóa chi phí vận hành. Do đó, doanh thu/cửa hàng/tháng trung bình tăng khoảng 20% so với Q1/2024.
- Chúng tôi dự báo rằng đến năm 2025, các doanh nghiệp sẽ không còn đóng mạnh các cửa hàng vật lý, thay vào đó là tập trung các chương trình kích thích chi tiêu mua sắm điện tử tiêu dùng, trong bối cảnh chi tiêu tiêu dùng được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện hơn so với cùng kỳ năm trước nhờ vào tác động tích cực từ các yếu tố vĩ mô của Việt Nam.

MWG đã đóng cửa các cửa hàng có hiệu suất kinh doanh kém...



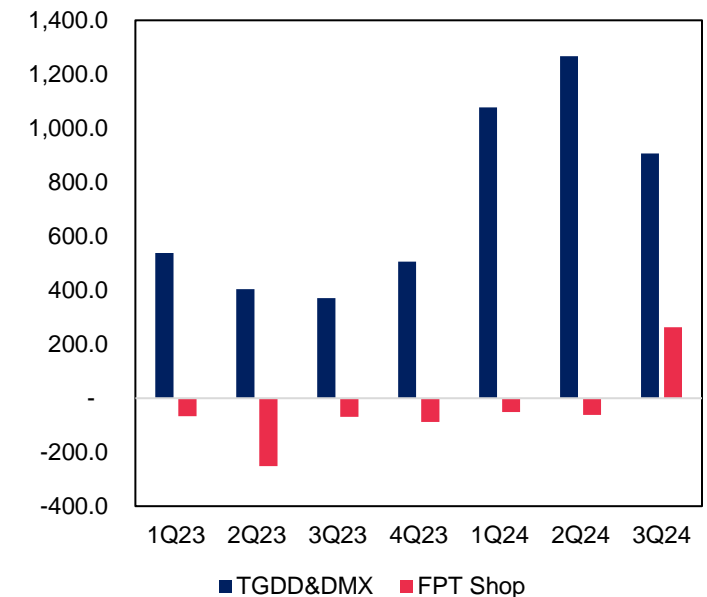
• Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

FRT cũng thực hiện tương tự nhưng với quy mô đóng cửa cửa hàng mạnh mẽ hơn so với MWG.



• Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Sự phục hồi lợi nhuận ròng của MWG và FRT.

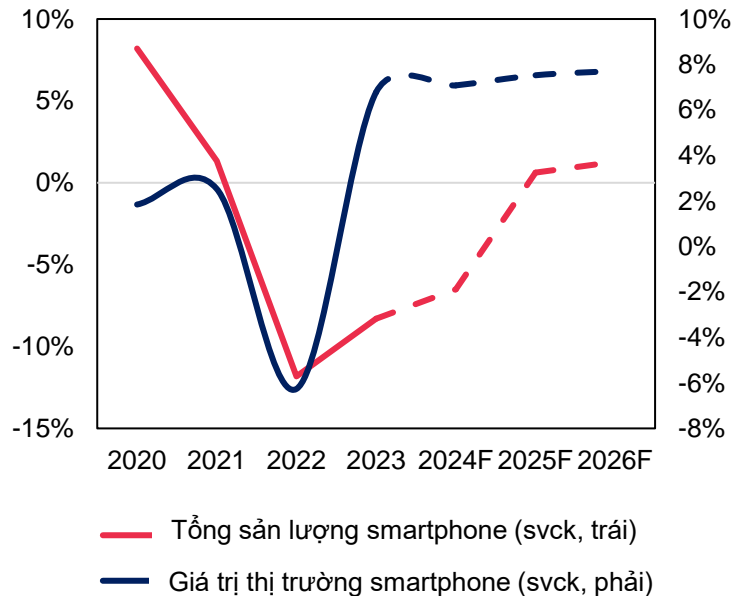


• Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Ngành bán lẻ ICT-CE: Nhu cầu tiêu thụ sẽ phục hồi tương đương giai đoạn trước COVID-19

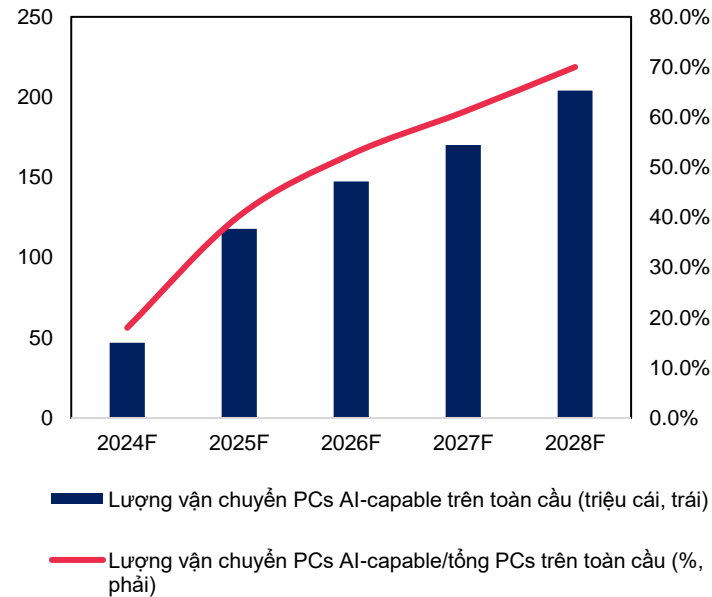
- Năm 2025-26, tỷ lệ smartphone hỗ trợ AI trong tổng khối lượng xuất khẩu smartphone dự kiến sẽ tăng 14% so với năm 2024. Giá của các mẫu smartphone mới được dự báo sẽ cao hơn ít nhất 5% so với các mẫu trước đó do tích hợp AI, dẫn đến chi phí sản xuất tăng. Với sự phổ biến ngày càng tăng của smartphone 5G và hỗ trợ AI tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu smartphone sẽ tăng trưởng khả quan từ mức nền thấp, từ đó doanh thu thị trường smartphone tại Việt Nam ước tính tăng 10% trong năm 2025-26.
- Việt Nam vẫn là quốc gia có tỷ lệ kết nối IoT trên mỗi người thấp (0.2 kết nối/người), và xu hướng tiếp nhận công nghệ mạnh mẽ từ thế hệ người tiêu dùng mới là động lực thúc đẩy tăng trưởng thị trường sản phẩm điện tử tiêu dùng tích hợp IoT trong giai đoạn tiếp theo. Bên cạnh đó, sự thâm nhập mạnh mẽ của các thương hiệu có sản phẩm điện tử tiêu dùng tích hợp IoT mức giá trung bình như Xiaomi và Huawei sẽ phù hợp với khả năng chi trả và nhu cầu tiêu dùng của người Việt. Do đó, thị trường thiết bị gia dụng thông minh được dự báo sẽ tăng trưởng 11% trong giai đoạn 2024-26.

Dự báo tăng trưởng thị trường smartphone năm 2025-26 tại Việt Nam



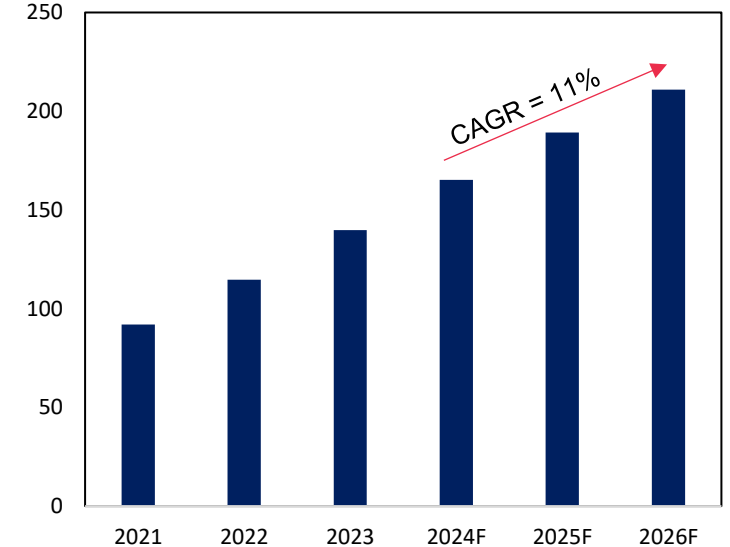
• Nguồn: EUROMONITOR, MBS RESEARCH

PC AI- có khả năng đạt 44% CAGR trong 2024-28F



• Nguồn: EUROMONITOR, MBS RESEARCH

Dự báo thị trường thiết bị gia dụng thông minh tại Việt Nam được thúc đẩy bởi xu hướng 5G sắp tới và sự tăng trưởng của các sản phẩm tầm trung tại Việt Nam (dv: triệu USD)

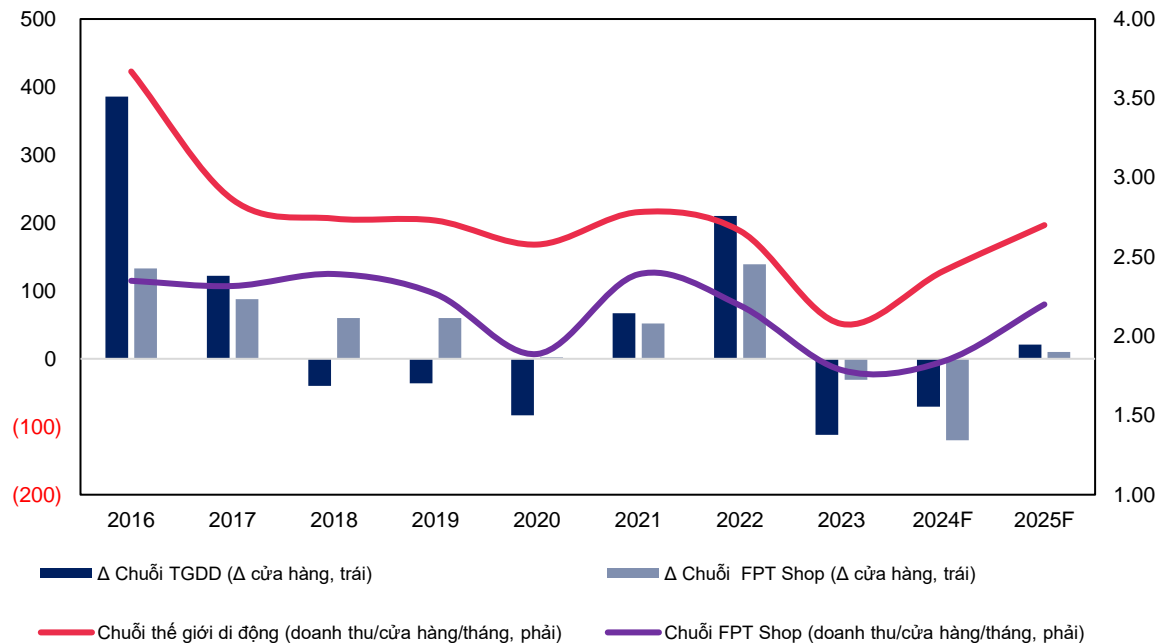


• Nguồn: BMI, MBS RESEARCH

Ngành bán lẻ ICT-CE: Kết thúc quá trình tái cấu trúc, thời điểm để thu hút thêm nhu cầu tiêu dùng

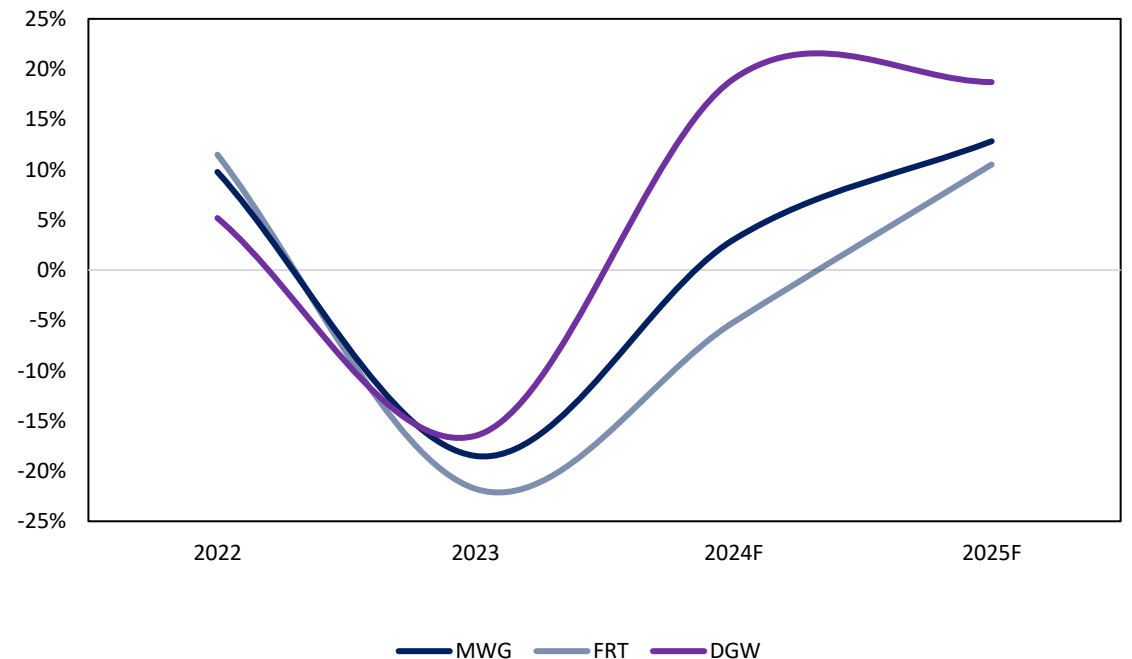
- Sau một giai đoạn mở rộng mạnh mẽ với lợi thế giá thuê vào các năm 2021-22, số lượng cửa hàng đã được tái cấu trúc trong năm 2023-24 và kể từ quý 4 năm 2024, tốc độ đóng cửa hàng đã giảm dần và chúng tôi nhận thấy tổng số của các chuỗi đã dần trở lại mức ổn định để các nhà bán (1) duy trì vị thế vững chắc và thị phần bán lẻ và (2) duy trì nhận diện thương hiệu cũng như độ phủ sóng trên các tỉnh thành.
- Vì vậy, trong giai đoạn 2025-26, khi sự phục hồi của nền kinh tế tốt hơn đến từ sự lan tỏa mạnh mẽ ở khu vực sản xuất, tác động tích cực đến nhu cầu tiêu dùng sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu ở các chuỗi bán lẻ ở mức hai chữ số. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm điện tử tiêu dùng, hàng không thiết yếu sẽ bắt đầu khởi sắc kể từ năm 2025 và phục hồi tốt hơn trong giai đoạn tiếp theo.

Chúng tôi hy vọng việc tái cấu trúc sẽ được hoàn thành trong 2024...



• Nguồn: FRT, MWG, MBS RESEARCH

...và tăng trưởng doanh thu trong 2025 sẽ tốt hơn 2024 nhờ vào tăng cường chiến dịch bán hàng, khi người tiêu dùng đã tự tin hơn trong việc chi tiêu cho các sản phẩm không thiết yếu.

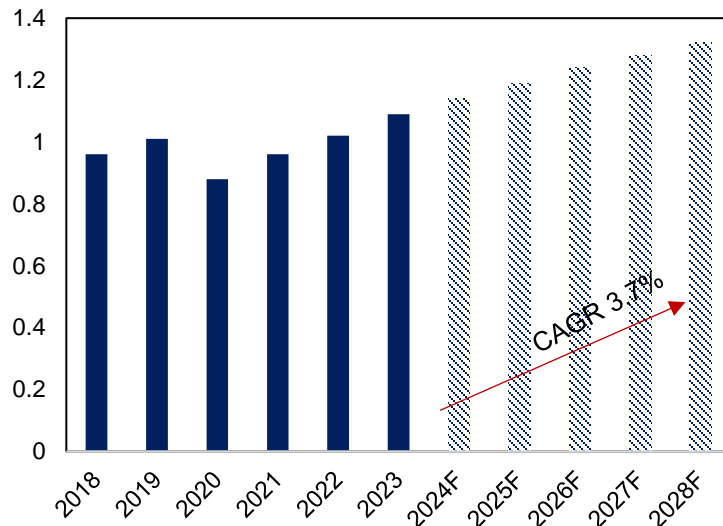


• Nguồn: FRT, MWG, DGW, MBS RESEARCH

Ngành bán lẻ trang sức: Dàn chuyển đổi sự tập trung lớn vào thế hệ tiêu dùng mới.

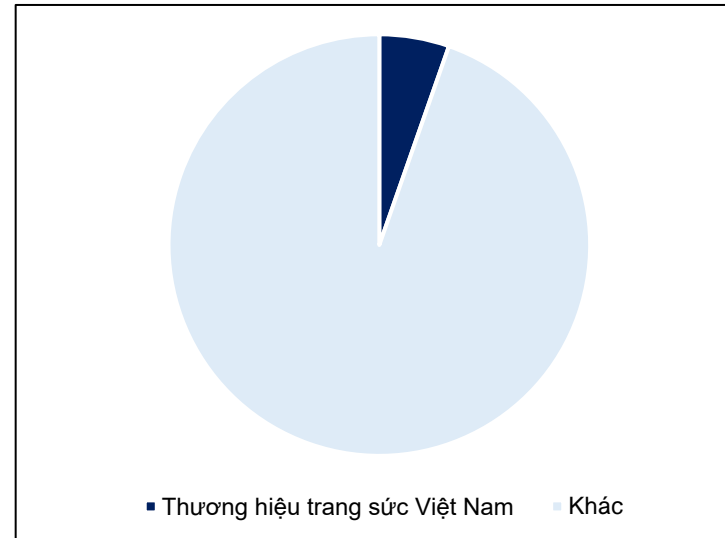
- Chúng tôi nhận thấy nhu cầu trang sức trong năm 2024F sẽ thấp hơn so với giai đoạn 2022-23 do sự phục hồi chưa khả quan của nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, nhu cầu có thể cải thiện trong giai đoạn 2025F-26F nhờ vào mức tăng thu nhập của người lao động khi sự lan tỏa của khu vực sản xuất của Việt Nam ước tính cải thiện đáng kể svck. Tổng thể, giá trị thị trường trang sức dự kiến sẽ tăng trưởng 4% trong giai đoạn 24F-26F.
- Theo Tổng cục Thuế, hiện tại có 12,516 doanh nghiệp tham gia vào việc kinh doanh và sản xuất vàng (tính đến năm 2023). Đến 5/24, chỉ có 5,835 cửa hàng kinh doanh vàng và bạc áp dụng hóa đơn điện tử phát sinh từ máy tính tiền. Dựa trên dữ liệu này, chuỗi trang sức Việt Nam hiện chỉ chiếm khoảng 5% tổng thị trường, cho thấy tiềm năng mở rộng đáng kể cho các chuỗi trang sức hiện đại trong trung và dài hạn. Chúng tôi nhận thấy rằng mỗi chuỗi trang sức và vàng có điểm mạnh riêng về sản phẩm và phân khúc khách hàng. Việc tập trung mạnh vào phân khúc trang sức có thể giúp doanh nghiệp chiếm lĩnh thị phần và duy trì tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn. Ngoài ra, các doanh nghiệp nhắm đến những phân khúc khách hàng mới (như Gen Z) có lợi thế trong sản xuất (kỹ thuật chế tác, thiết kế đa dạng, phong cách hiện đại, nhà máy có công suất cao) và nguyên liệu thô chất lượng cao sẽ có lợi thế lớn trong trung và dài hạn.

Thị trường trang sức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng 4% trong giai đoạn 24-26F (Đơn vị: tỷ USD)



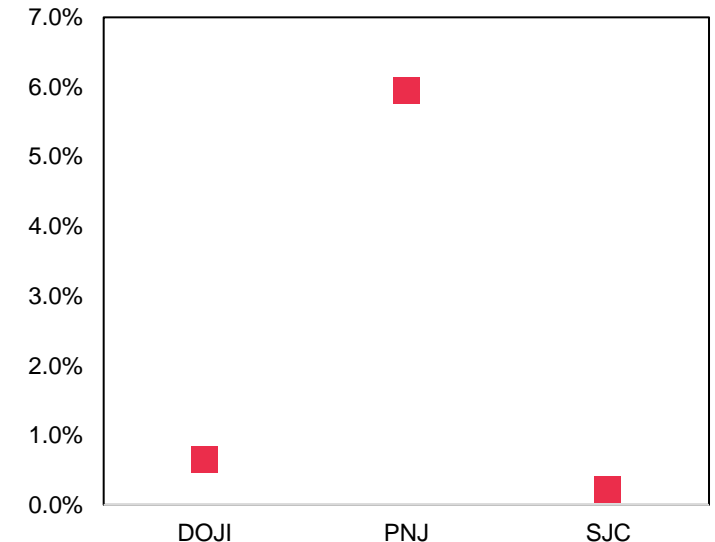
• Nguồn: Statista, MBS RESEARCH

Độ phụ sóng ở các cửa hàng trang sức Việt Nam theo số lượng cửa hàng vẫn ở mức thấp.



• Nguồn: MBS RESEARCH

Điểm mạnh trong sản xuất, thiết kế và quy mô bán lẻ giúp PNJ đạt được biên lợi nhuận ròng xuất sắc.

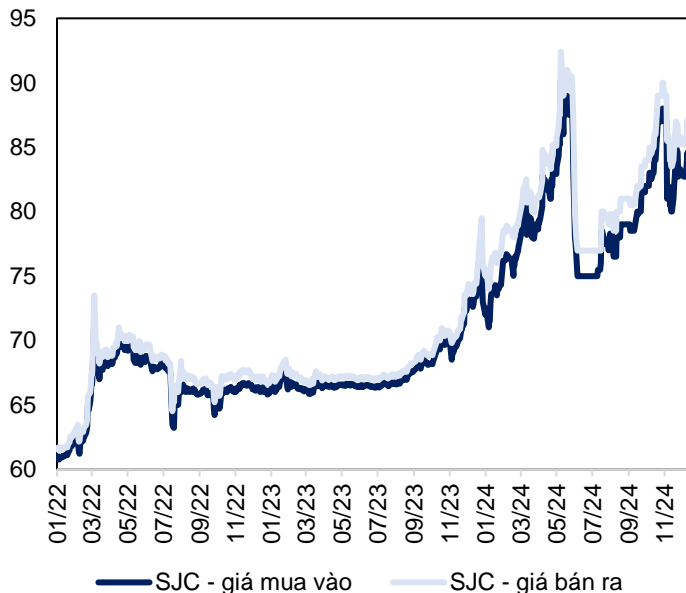


• Nguồn: DOJI, PNJ, SJC, MBS RESEARCH

Ngành bán lẻ trang sức: Nhu cầu sẽ phục hồi tốt hơn trong giai đoạn 25-26

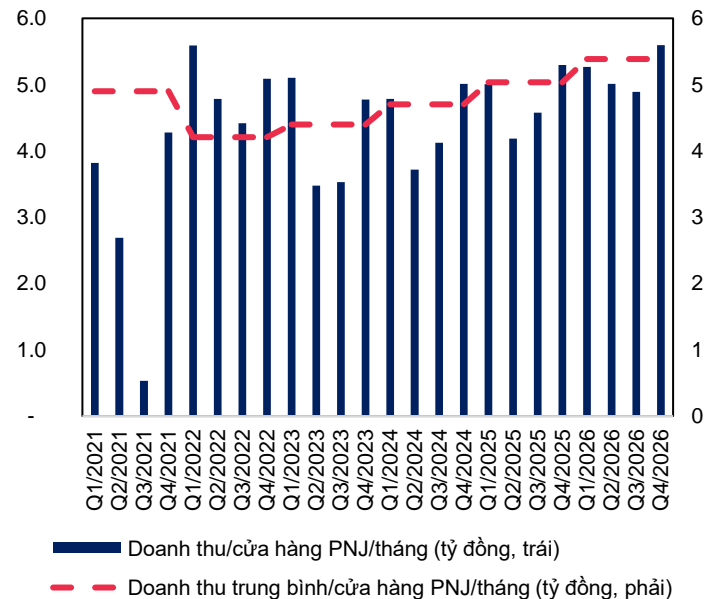
- Chúng tôi ước tính nhu cầu đối với hàng hóa xa xỉ yếu hơn so với năm trước, phản ánh sự phục hồi kinh tế chưa khả quan và tỷ lệ tăng trưởng bán lẻ của người tiêu dùng chỉ ở mức khoảng 5% (thấp hơn so với mức trung bình trước COVID-19). Ngoài ra, nhu cầu đối với trang sức cũng chậm lại khi những biến động gần đây trong giá vàng dẫn đến sự gia tăng nhu cầu giao dịch vàng miếng và nhẫn vàng.
- Chúng tôi dự báo nhu cầu trang sức sẽ duy trì ổn định trong những tháng cuối năm 2024. Thêm vào đó, trong năm 2024, do khó khăn về chi phí nguyên liệu thô, PNJ có thể tiếp tục tăng giá sản phẩm khoảng 5-7% svck. Tổng thể, doanh thu trung bình/cửa hàng trong năm 2024F sẽ đạt khoảng 4.4 tỷ VND/tháng (+4.5% svck). Với chiến lược marketing, khả năng thiết kế và sản xuất, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bán lẻ của PNJ sẽ vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Trong giai đoạn 2025F-26F, nhờ vào sự phục hồi của nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi dự đoán rằng (1) nhu cầu có thể cải thiện với mức tăng trưởng một chữ số từ mức thấp của năm 2024, (2) giá bán có thể chỉ tăng khoảng 2%, do đó, doanh thu trung bình/cửa hàng có thể tăng 7%/7% svck, đạt khoảng 4.7 tỷ VND/tháng và 5.0 tỷ VND/tháng

Biến động của giá vàng SJC trong thời gian gần đây



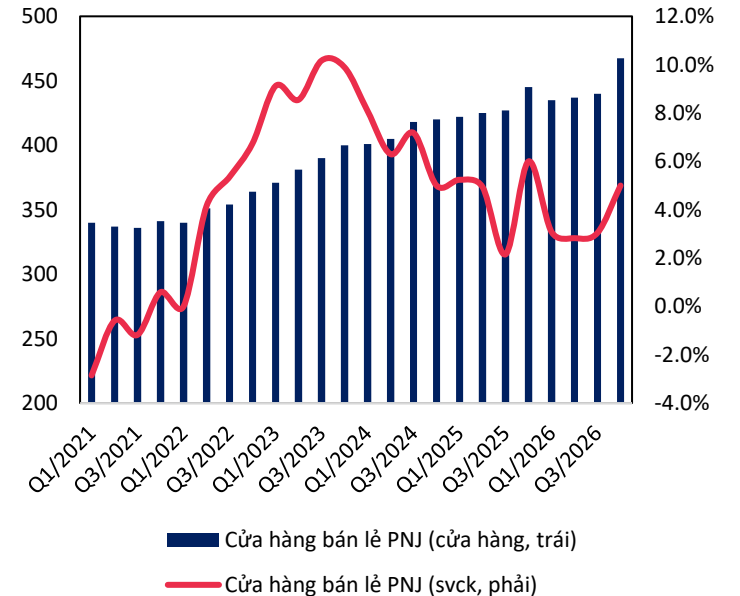
• Nguồn: FIINXPRO, MBS RESEARCH

Dự báo doanh thu/cửa hàng PNJ/tháng tiếp tục tăng trưởng..



• Nguồn: PNJ, MBS RESEARCH

.. Và tốc độ bao phủ cửa hàng đạt 5% trong giai đoạn 2024-26 nhờ tận dụng thế mạnh sản xuất và mô hình cửa hàng PNJ NEXT.



• Nguồn: PNJ, MBS RESEARCH

Dự phóng KQKD một số doanh nghiệp trong ngành giai đoạn 24F-26F

Tỷ đồng	MWG			FRT			PNJ			DGW		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	134,609	158,803	182,837	40,154	49,704	58,114	39,178	41,638	45,973	22,372	26,618	31,745
% svck	13.8%	18.0%	15.1%	26.1%	23.8%	16.9%	18.2%	6.3%	10.4%	18.9%	19.0%	19.3%
Lợi nhuận gộp	28,268	35,095	40,956	7,669	9,778	11,637	6,659	7,476	8,416	1,892	2,260	2,723
Biên lợi nhuận gộp (%)	21.0%	22.1%	22.4%	19.1%	19.7%	20.0%	17.0%	18.0%	18.3%	8.5%	8.5%	8.6%
EBITDA	6,471	7,905	9,481	1,268	2,000	2,279	2,828	3,186	3,683	612	727	887
Biên EBITDA (%)	4.8%	5.0%	5.2%	3.2%	4.0%	3.9%	7.2%	7.7%	8.0%	2.7%	2.7%	2.8%
Lợi nhuận ròng	4,054	5,205	6,740	425	730	1,052	2,161	2,505	2,868	451	578	718
% svck	2317.8%	28.4%	29.5%	N/A	71.7%	44.0%	9.6%	15.9%	14.5%	27.2%	28.3%	24.1%
EPS (VNĐ/cp)	2,770	3,557	4,605	3,060	5,254	7,568	6,392	7,411	8,485	2,075	2,662	3,302
BVPS (VNĐ/cp)	18,736	21,793	25,898	15,193	20,679	28,519	33,501	38,689	44,919	16,012	17,727	20,093
Tiền mặt/Cổ phiếu (VNĐ/cp)	10,265	9,092	13,902	(48,330)	(45,919)	(35,369)	3,146	3,862	6,773	(380)	(1,946)	(3,500)
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.79	0.52	0.46	4.93	4.06	3.35	0.04	0.04	0.11	0.67	0.63	0.64
Tỉ suất cổ tức (%)	0.8%	0.8%	0.8%	n/a	n/a	n/a	2.1%	2.1%	2.1%	1.2%	2.4%	2.4%
ROE (%)	6.6%	8.2%	9.8%	2.6%	3.8%	4.7%	20.5%	20.5%	20.3%	5.6%	6.3%	6.8%
ROA (%)	16.0%	17.6%	19.3%	20.1%	25.4%	26.5%	15.0%	16.4%	16.0%	14.8%	15.8%	17.5%

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi ưa thích MWG

Mã CP	Giá mục tiêu (VNĐ/CP)	Khuyến nghị	Luận điểm đầu tư
MWG	80,500	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> MWG là một tập đoàn bán lẻ ICT-CE hàng đầu với hơn 3,000 cửa hàng, chiếm khoảng 60% thị phần ICT và 50% thị phần CE (điện tử tiêu dùng). Khi nhu cầu ICT-CE bắt đầu phục hồi, MWG sẽ có nhiều lợi thế nhờ vào vị trí dẫn đầu của mình. Chuỗi cửa hàng TGDD và DMX có thể sẽ phục hồi mạnh mẽ từ năm 2024F, chủ yếu nhờ vào việc tăng giá bán. Vào năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng MWG sẽ ngừng đóng cửa các cửa hàng và tập trung vào chiến lược bán hàng để gia tăng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm điện tử tiêu dùng tốt hơn giai đoạn vừa qua. MWG đã ghi nhận lợi nhuận ròng tích cực trong quý 2 và Q3/2024 và đã thành công mở rộng vào thị trường miền Trung vào Q4/2024. Mô hình minimart tinh gọn của công ty dự kiến sẽ thu hút được nhiều lượng giao dịch từ các cửa hàng bán lẻ truyền thống, từ đó giúp doanh thu của BHX tăng trưởng 21%/16% trong 2025-26. Lợi nhuận ròng ước tính tăng 28%/30% trong 2025-26.
FRT	199,000	TRUNG LẬP	<ul style="list-style-type: none"> Long Châu là động lực tăng trưởng tốt nhất cho FRT với phạm vi cửa hàng bán lẻ dược phẩm hiện đại lớn nhất toàn quốc. Khi độ phủ của các chuỗi cửa hàng thuốc hiện đại vẫn còn thấp, chúng tôi kỳ vọng FRT sẽ mở thêm 200/100 nhà thuốc trong 2025-26 nhờ vào việc tận dụng các thế mạnh của mình bao gồm (1) ứng dụng công nghệ vào chăm sóc khách hàng và quản lý tồn kho, và (2) vị thế vững chắc trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng việc hoàn tất tái cấu trúc FPT Shop sẽ loại bỏ các chi phí một lần vào năm 2025, trong khi sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng sẽ thúc đẩy tổng doanh thu của FPT Shop tăng trưởng hai con số giai đoạn 2025-26. Lợi nhuận ròng ước tính tăng 72%/44% trong giai đoạn 2025-26.
PNJ	115,400	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> PNJ là thương hiệu trang sức lớn tại Việt Nam với 405 cửa hàng được phủ sóng rộng rãi tại 58 tỉnh thành. Tận dụng vị thế tài chính vững mạnh và giá trị thương hiệu tốt, chúng tôi dự báo tỷ lệ tăng trưởng mở cửa hàng mới đạt 5%/6%/5% trong giai đoạn 2024-26, đưa tổng số cửa hàng lên 420/445/467 cửa hàng. Chúng tôi ước tính thị trường trang sức sẽ phục hồi 5% svck, khi nhu cầu dự báo sẽ cải thiện tốt hơn và Q4/24. Thêm vào đó, việc tối ưu hóa chi phí sẽ giúp lợi nhuận ròng tăng 10% vào năm 2024, đạt 2,161 tỷ VND. Trong giai đoạn 2025F-26F, với các điều kiện tốt hơn bao gồm (1) nhu cầu dự báo sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn khi triển vọng kinh tế cải thiện so với năm 2024, (2) việc mở cửa hàng tại các tỉnh mới sẽ giúp PNJ thu hút thêm khách hàng tiềm năng, lợi nhuận ròng dự kiến sẽ tăng 16%/15% svck, đạt 2,505/2,868 tỷ VND. Lợi nhuận ròng ước tính tăng 10%/16%/14% so với năm trước trong giai đoạn 2024F-26F nhờ sự phục hồi nhu cầu trang sức và tiềm năng mở cửa hàng mới của PNJ. Trong trung và dài hạn, chúng tôi nhận thấy tiềm năng lớn cho PNJ trong việc mở rộng cửa hàng và gia tăng thị phần trang sức, khi mà độ phủ thị trường của các thương hiệu trang sức hiện vẫn còn khá thấp (<10%).
DGW	49,200	KHẢ QUAN	<ul style="list-style-type: none"> Trong thị trường bán buôn ICT-CE, DGW chiếm vị thế mạnh nhờ vào lượng khách hàng dồi dào (hơn 6,000 cửa hàng bán lẻ) và sức khỏe tài chính vững chắc. Thêm vào đó, DGW còn có lợi thế lớn trong việc phát triển thị trường và quản lý các kênh phân phối cho các thương hiệu mới gia nhập thị trường Việt Nam. Việt Nam vẫn là một quốc gia với cấu trúc dân số vàng với sự ưu tiên mạnh mẽ đối với việc chi tiêu cho các sản phẩm công nghệ. Với dự báo nhu cầu về các sản phẩm điện tử tiêu dùng, điện thoại thông minh, laptop sẽ phục hồi tốt hơn trong 2H24-2026, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ điện thoại thông minh, laptop và máy tính bảng sẽ tăng 12% svck trong 2024F-26F. Bên cạnh đó, xu hướng AI sẽ giúp ngành thiết bị văn phòng có sự tăng trưởng mạnh mẽ, lợi nhuận ròng của DGW có thể tăng 27%/28%/24% trong giai đoạn 2024F-26F. Chúng tôi nhận thấy DGW đã phát hiện ra động lực tăng trưởng mới trong lĩnh vực cung cấp thiết bị bảo vệ cá nhân (PPE) trong trung – dài hạn.

Bảng so sánh các doanh nghiệp

	Mã Bloomberg	Giá hiện tại VND/CP	Vốn hóa (triệu USD)	Khuyến nghị	PE (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Bán lẻ ICT- CE												
CTCP Đầu tư Thế giới di động	MWG VN	60,000	3,561	KHẢ QUAN	21.7	16.9	3.2	2.8	16.0%	17.6%	6.6%	8.2%
CTCP Thế giới số	DGW VN	42,500	399	KHẢ QUAN	20.5	16.0	2.7	2.4	14.8%	16.0%	5.6%	6.3%
Erajaya Swasembada Tbk	ERAA IJ EQUITY	660	424		7.3	6.1	0.8	0.7	11.7%	12.7%	4.6%	5.1%
<i>Trung bình</i>					16.5	13.0	2.2	2.0	14.2%	15.4%	5.6%	6.5%
Bán lẻ trang sức												
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	96,800	1,279	KHẢ QUAN	15.7	12.9	3.0	2.6	20.5%	20.5%	15.0%	16.4%
Chow Tai Fook Jewellery group	1929 HK EQUITY	22,872	9,005		11.7	10.1	2.6	2.4	22.6%	25.1%	7.3%	8.3%
Chow Sang Sang Holdings International Limited	116 HK EQUITY	21,892	585		6.5	5.5	0.4	0.4	5.6%	6.5%	3.6%	4.3%
<i>Trung bình</i>					11.3	9.5	2.0	1.8	16.2%	17.4%	8.6%	9.7%
Bán lẻ dược phẩm												
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	181,500	942	TRUNG LẬP	55.9	32.5	10.7	7.8	20.1%	25.4%	3.8%	4.7%
Laobaixing Pharmacy Chain JSC	603883 CH EQUITY	69,135	1,998		15.2	13.0	1.9	1.7	12.8%	13.6%	4.6%	5.1%
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	603939 CH EQUITY	87,990	4,054		17.6	15.1	2.6	2.3	14.9%	15.7%	6.5%	7.1%
Yixintang Pharma A Equity	002727 CH Equity	51,700	1,180		16.6	12.1	1.1	1.0	7.2%	8.5%	2.6%	3.9%
DaShenLin Pharmaceutical Group Co LTd	603233 CH Equity	56,900	2,344		16.4	13.8	2.4	2.2	15.0%	16.0%	4.5%	4.7%
<i>Trung bình</i>					16.5	13.5	2.0	1.8	12.5%	13.5%	4.6%	5.2%



8

TRIỂN VỌNG NGÀNH | Các ngành công nghiệp mới

Trung tâm dữ liệu

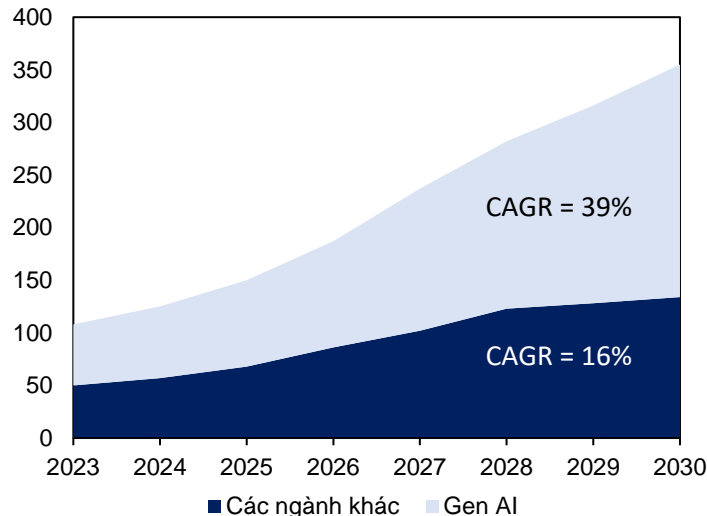
Bán dẫn

5G

Sở hữu nhiều vị thế để trở thành thị trường trung tâm dữ liệu lớn thứ ba tại ASEAN

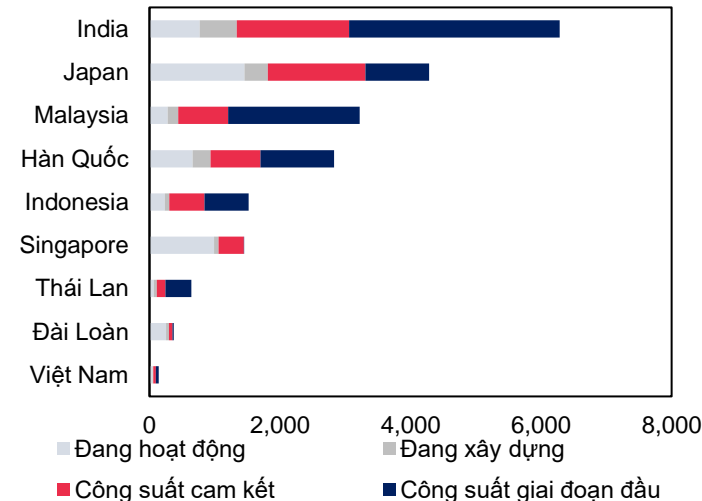
- McKinsey & Company chỉ ra rằng nhu cầu về trung tâm dữ liệu trên toàn cầu (TTDL) dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ hàng năm là 19–22% trong giai đoạn 2023-2030 và có khả năng đạt 171–219 gigawatt (GW). Con số này hoàn toàn trái ngược với mức 60 GW ở hiện tại, báo hiệu khả năng thiếu hụt đáng kể về nguồn cung sắp tới. Để đáp ứng nhu cầu tăng nhanh và giải quyết tình trạng thâm hụt thì cần phải xây dựng ít nhất gấp đôi công suất đã xây dựng kể từ năm 2000. Thêm vào đó ngành công nghiệp trung tâm dữ liệu tại Châu Á - Thái Bình Dương đang trải qua sự tăng trưởng mạnh mẽ, được thúc đẩy bởi quá trình số hóa đang diễn ra nhanh chóng và việc áp dụng điện toán đám mây ngày càng tăng cũng như việc mở rộng mạng 5G, sự gia tăng của các thiết bị IoT và các yêu cầu bắt buộc theo quy định đối với lưu trữ dữ liệu cục bộ. Hiện Việt Nam đang sẵn sàng trở thành một nhân tố chủ chốt trong bối cảnh trung tâm dữ liệu của Đông Nam Á.
- Tính đến Q1/24, Việt Nam đang sở hữu 33 trung tâm dữ liệu với công suất khoảng 80MW, chủ yếu tập trung tại Hà Nội và TP.HCM, chiếm 94% nguồn cung. Thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam đạt 557 triệu đô la Mỹ vào năm 2022 và dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR trên 10.8% cho đến năm 2029, lên mức 1.14 tỷ USD. Thị trường trung tâm dữ liệu tại Việt Nam do các doanh nghiệp trong nước sở hữu, với 60% trung tâm dữ liệu của cả nước do bốn công ty: Viettel, VNPT, FPT và CMG kiểm soát.

Nhu cầu trung tâm dữ liệu toàn cầu ước tính (đơn vị: GW)



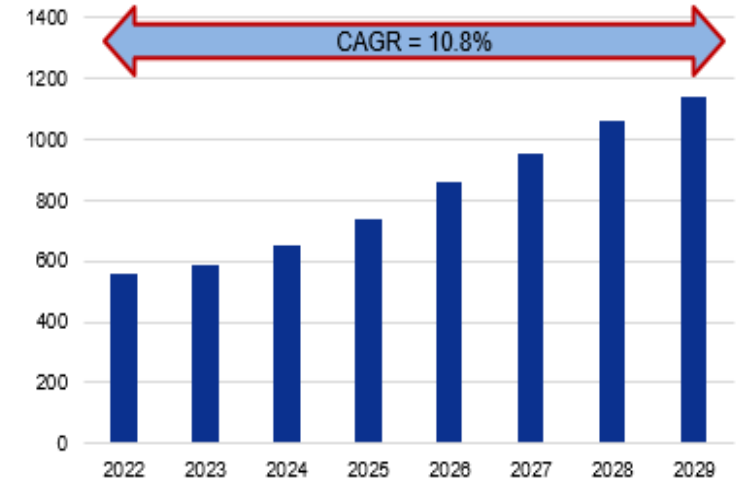
• Nguồn: McKinsey & Company, MBS Research

Năng lực trung tâm dữ liệu tại Việt Nam vẫn còn rất nhỏ trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương



• Nguồn: DC BYTE, MBS Research

Thị trường trung tâm dữ liệu của Việt Nam sẽ vượt 1 tỷ USD vào năm 2028

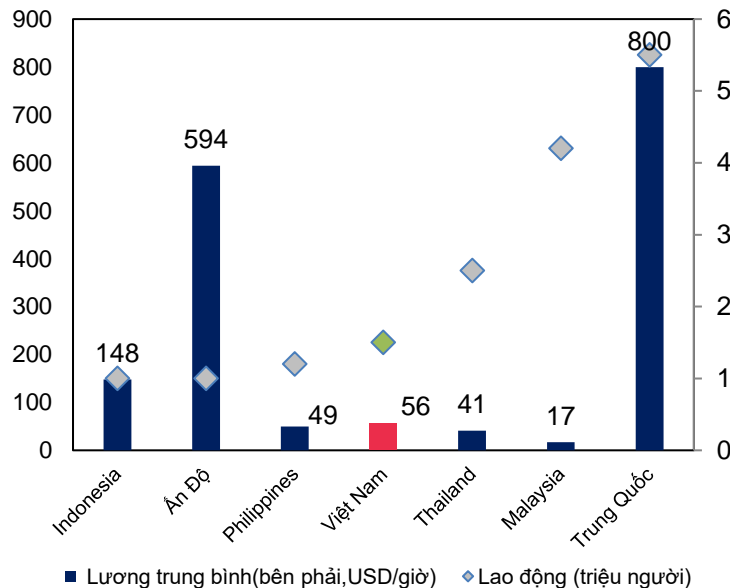


• Nguồn: Viettel IDC, MBS Research

Việt Nam có nhiều tiềm năng mở rộng thị trường trung tâm dữ liệu vào năm 2025-2026

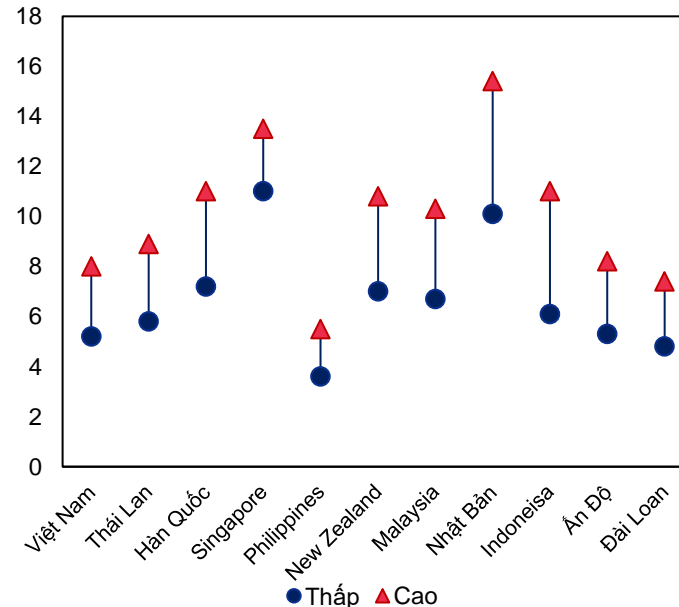
- Chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam sở hữu nhiều động lực tăng trưởng để thúc đẩy thị trường trung tâm dữ liệu của mình chẳng hạn như thị trường lao động giá rẻ, lực lượng lao động công nghệ dồi dào, chi phí xây dựng và giá thuê thấp so với các đối thủ khác trong khu vực.
- Việc Chính phủ Việt Nam thúc đẩy số hóa đã thúc đẩy đáng kể nhu cầu về các trung tâm dữ liệu trên cả nước. Hơn nữa, thị trường trung tâm dữ liệu của Việt Nam được hỗ trợ bởi sự dịch chuyển dữ liệu doanh nghiệp sang nền tảng đám mây. Điều này đã dẫn đến sự gia tăng trong việc áp dụng các giải pháp lưu trữ dữ liệu, từ đó dự kiến sẽ tác động tích cực đến sự tăng trưởng của thị trường. Ngoài ra, việc ứng dụng ngày càng phổ biến của AI tạo sinh (genAI), các giải pháp dữ liệu lớn, Internet vạn vật (IoT) và các giải pháp dựa trên đám mây cùng với những giải pháp khác dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng thị trường trong giai đoạn 2024-2025.

Việt Nam sở hữu nguồn nhân lực dồi dào với chi phí lương thấp so với các nước khác



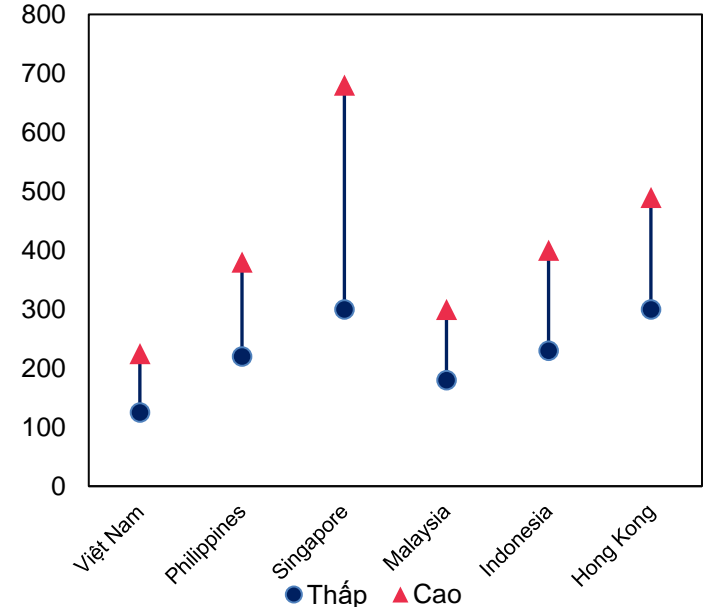
• Nguồn: JLL research, MBS Research

Chi phí xây dựng của Việt Nam cũng thấp hơn hầu hết các nước trong khu vực (USD/m²)



• Nguồn: JLL research, MBS Research

Giá thuê trung tâm dữ liệu tại Việt Nam rẻ hơn các nước trong khu vực (Đơn vị: USD/KW/tháng)

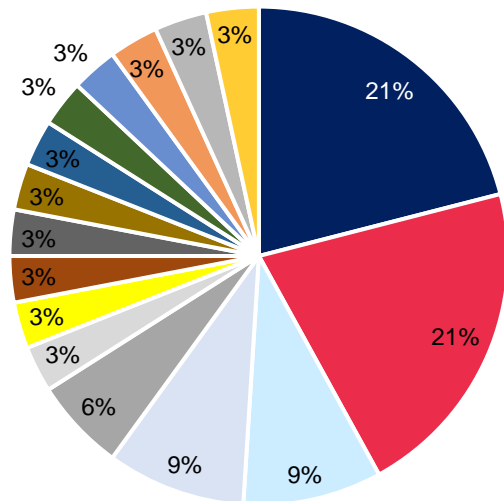


• Nguồn: JLL research, MBS Research

Các doanh nghiệp viễn thông hàng đầu tại thị trường Việt Nam tiếp tục đầu tư trung tâm dữ liệu mới trong giai đoạn 2024-26

- Thị trường trung tâm dữ liệu tại Việt Nam tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2022-23 do các doanh nghiệp và tổ chức có xu hướng tối ưu hóa chi phí sau khi chuyển dịch vụ lên đám mây do điều kiện kinh tế trì trệ. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá xu hướng này chỉ là ngắn hạn. Năm 2024, các doanh nghiệp viễn thông hàng đầu tại Việt Nam như VNPT, Viettel, CMC và FPT đang tích cực đầu tư vào các trung tâm dữ liệu mới và nâng cấp các trung tâm hiện có để đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế. Chúng tôi dự đoán thị trường trung tâm dữ liệu tại Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-26, được thúc đẩy bởi sự ra mắt của nhiều trung tâm dữ liệu mới từ các nhà cung cấp lớn như FPT, Viettel và VNG.
- Luật Dữ liệu được Quốc hội Việt Nam ban hành vào cuối năm 2023 và có hiệu lực từ ngày 01 tháng 07 năm 2025, mở đường cho các tổ chức nước ngoài đầu tư và thành lập các trung tâm dữ liệu trong nước. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng các công ty nước ngoài xây dựng các trung tâm dữ liệu tại Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025.

Thị phần trung tâm dữ liệu Việt Nam theo năm 2024



- Viettel IDC
- VNPT
- CMC
- FPT
- VNG Cloud
- Edge centres
- GDS
- Hanel
- HTC-ITC
- MetaServ
- NTT
- One solution
- Telehouse
- USDC
- VNNIC
- VNNT

• Nguồn: Savills, MBS Research

Kế hoạch mở rộng, nâng cấp trung tâm dữ liệu của doanh nghiệp viễn thông giai đoạn 2024-2026

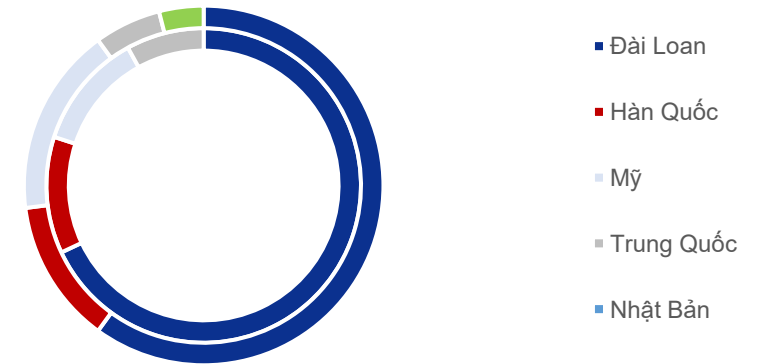
Công ty	Số lượng trung tâm dữ liệu đang hoạt động	Tổng công suất hiện tại	Kế hoạch mở rộng và nâng cấp vào năm 2024-25
FPT	5	17,000 m ² /4,000 racks	FPT đang có kế hoạch xây dựng thêm trung tâm dữ liệu tại quận 9, Hồ Chí Minh. TTDL dự kiến hoàn thành vào Q4/2025 được kỳ vọng trở thành một trong những trung tâm dữ liệu lớn nhất Việt Nam với công suất vượt 3.000 rack.
Viettel	14	81000m ² /11,500 racks	T4/2024, Viettel khai trương Trung tâm dữ liệu Viettel Hòa Lạc. Đây là trung tâm dữ liệu đầu tiên của Việt Nam được thiết kế với công suất cao gấp đôi mức trung bình, đáp ứng xu hướng AI. Trung tâm dữ liệu Viettel Hòa Lạc cũng đã trở thành trung tâm dữ liệu lớn nhất Việt Nam hiện nay với 60.000 máy chủ; hơn 2.400 racks; 21.000m ² diện tích sàn. Viettel cũng đang có kế hoạch xây dựng TTDL tại Hồ Chí Minh với tổng vốn đầu tư 14,700 tỷ đồng dự kiến hoàn thành vào Q4/25.
CMG	3	3,000 racks	T6/24, Trung tâm dữ liệu CMC Telecom Tân Thuận trở thành đơn vị đầu tiên tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn An toàn hệ thống thông tin cấp 4. Hệ thống Data Center của CMC đạt chứng nhận cấp 4 đảm bảo phục vụ người dùng có quy mô đặc biệt lớn như các tổ chức tài chính, ngân hàng, thương mại điện tử
VNG	1	410 racks	T4/24, VNG và ST Telemedia Global Data Centers (STT GDC) đã hợp tác xây dựng và vận hành 2 Data Center tại TP.HCM. VNG và STT GDC sẽ tiếp tục vận hành Trung tâm dữ liệu STT VNG Thành phố Hồ Chí Minh 1 và xây dựng Trung tâm Dữ liệu mới STT VNG HCM 2. VNG dự kiến Trung tâm dữ liệu số 2 sẽ đi vào hoạt động trong nửa đầu năm 2026 với khả năng cung cấp điện công suất lên tới 60MW

• Nguồn: MBS Research

Xu hướng “Trung Quốc +1” sẽ tạo cơ hội cho các nước khác thu hút dòng vốn FDI, đặc biệt là trong phân khúc bán dẫn

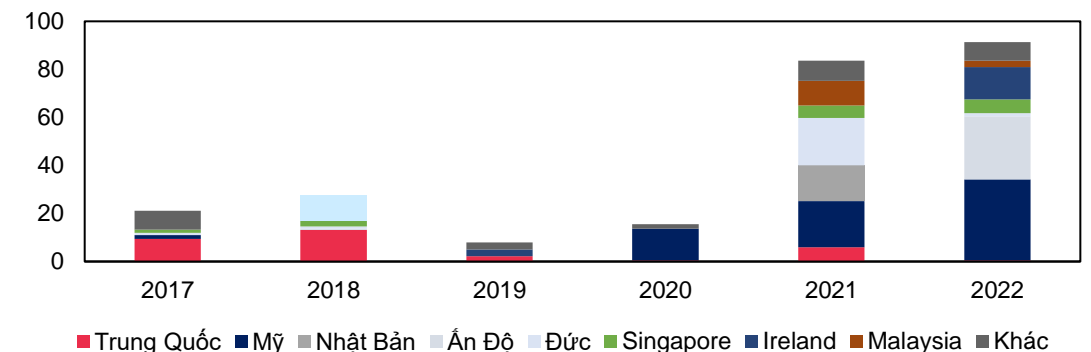
- Trung Quốc đang dần mất đi vị thế là "công xưởng lớn của thế giới" do 1) chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, 2) dân số già hóa của Trung Quốc và 3) chính sách zero-Covid của Trung Quốc. Do đó, chúng tôi tin rằng các tập đoàn đa quốc gia sẽ tìm kiếm sự lựa chọn thứ hai cho nguồn cung ứng của họ để giảm sự phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc.
- Chỉ trong hai năm, 2021 và 2022, thế giới đã chứng kiến tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào ngành bán dẫn đạt khoảng 155 tỷ USD. Đây là mức FDI cao nhất vào ngành này trong 20 năm qua. Vốn FDI vào ngành bán dẫn của Trung Quốc đã giảm đáng kể (Trung Quốc chỉ chiếm 3% thu hút FDI vào ngành bán dẫn vào năm 2020). Hoa Kỳ và một số quốc gia khác, bao gồm Nhật Bản, Đức, Ấn Độ, Malaysia và Ireland, đã chứng kiến sự gia tăng thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI).
- Theo Trendforce, thị phần công suất quy trình tiên tiến của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm từ 8% vào năm 2023 xuống còn 6% vào năm 2027 do Hoa Kỳ kiểm soát xuất khẩu thiết bị sản xuất chip tiên tiến. Trong khi Đài Loan nắm giữ 68% công suất đúc tiên tiến, mặc dù con số này dự kiến sẽ giảm xuống còn 60% vào năm 2027 khi Hoa Kỳ mở rộng công suất trong nước. Chúng tôi kỳ vọng rằng xu hướng “Trung Quốc +1” sẽ tạo ra cơ hội cho các quốc gia khác thu hút dòng vốn FDI.

Thị phần bán dẫn nâng cao theo quốc gia (2023-2027F)



Nguồn: Yole Intelligence, MBS Research

FDI vào lĩnh vực bán dẫn theo quốc gia đích đến năm 2017-22 (đơn vị: tỷ USD)

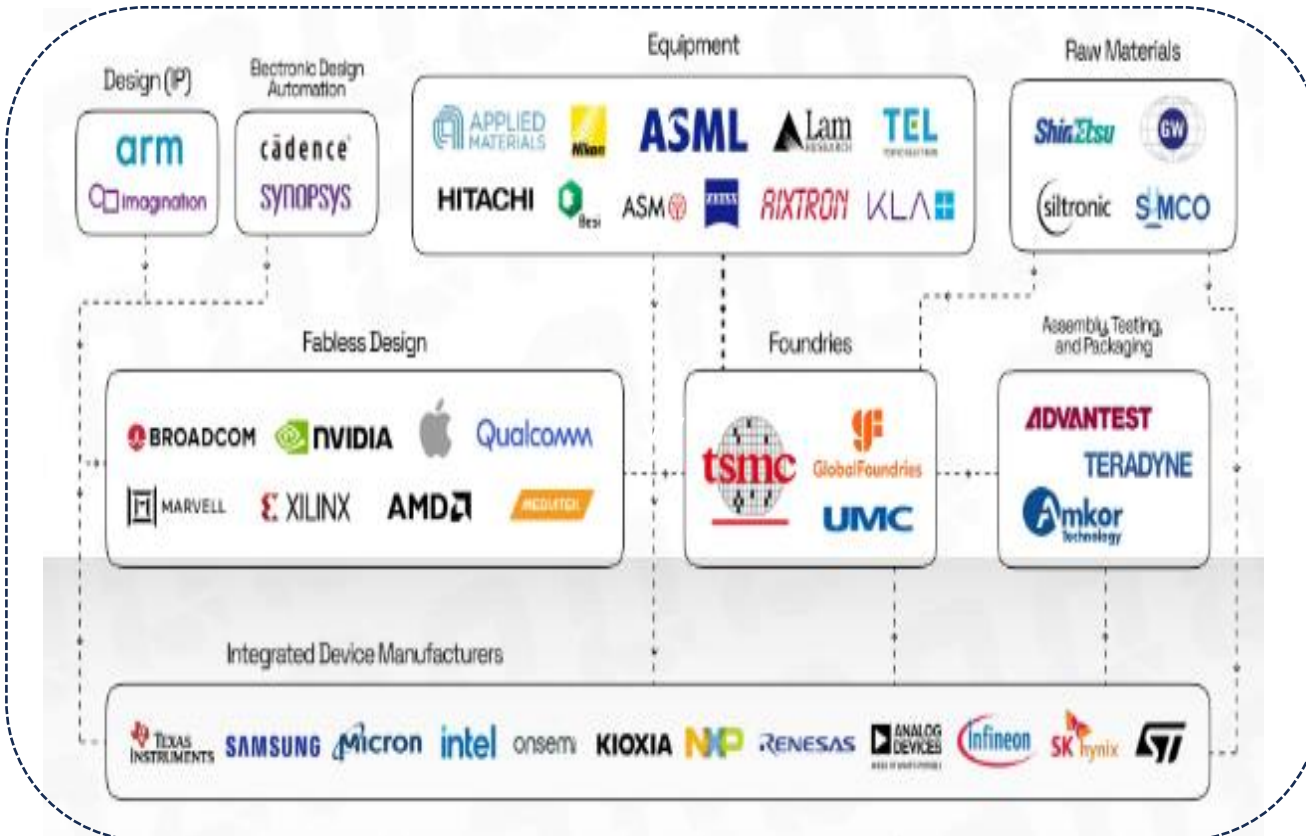


Nguồn: FDI market, MBS Research

Ngành sản xuất chất bán dẫn của Việt Nam hiện đang do các công ty có vốn đầu tư nước ngoài thống trị

- Sự tham gia của Việt Nam vào sản xuất chất bán dẫn chủ yếu tập trung vào các giai đoạn cuối, đặc biệt là trong khâu lắp ráp, kiểm tra và đóng gói (ATP). Phân khúc này đòi hỏi đầu tư vốn thấp hơn và lao động ít kỹ năng là ít có giá trị nhất trong chuỗi cung ứng. Ngoài ra, các công ty bán dẫn của Việt Nam chủ yếu đến từ các công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Trong đó, FPT và Viettel là những doanh nghiệp trong nước nổi bật nhất.

Chuỗi cung ứng bán dẫn



• Nguồn: CIGP, MBS Research

Các công ty tham gia thiết kế chip theo khu vực tại Việt Nam



• Nguồn: Vietnam Microchip Community, MBS Research

Chúng tôi tin rằng Việt Nam có tiềm năng trở thành công xưởng sản xuất chất bán dẫn mới của thế giới vào năm 2024-29

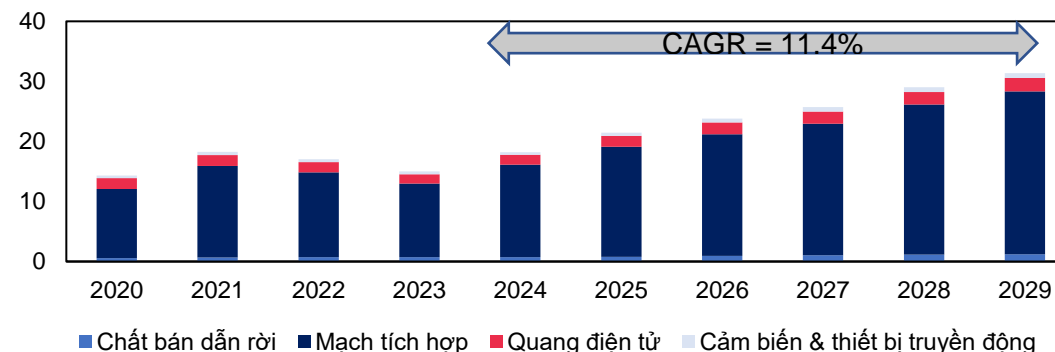
- T9/23, Hoa Kỳ và Việt Nam đã ký Biên bản ghi nhớ hợp tác về chuỗi cung ứng bán dẫn, lực lượng lao động và phát triển hệ sinh thái nhằm mục đích tăng cường quan hệ khoa học công nghệ song phương và xây dựng chuỗi cung ứng bán dẫn có khả năng phục hồi tốt hơn. Để trang bị nguồn nhân lực cho ngành công nghiệp then chốt này, Việt Nam và Hoa Kỳ sẽ khởi xướng các chương trình phát triển lực lượng lao động bao gồm các phòng thí nghiệm giảng dạy thực hành và các khóa đào tạo tập trung vào lắp ráp, thử nghiệm và đóng gói bán dẫn. Hơn nữa, một số công ty bán dẫn lớn của Hoa Kỳ, bao gồm Intel, Amkor, Marvell và Hana Micron Vina, đã cam kết đầu tư đáng kể vào ngành công nghiệp bán dẫn của Việt Nam.
- Theo Hiệp hội Công nghiệp Bán dẫn và Boston Consulting Group, Việt Nam sẽ chiếm 8-9% thị phần lắp ráp, kiểm tra và đóng gói chip (ATP) vào năm 2032 từ 1% vào năm 2022 chủ yếu nhờ vào đầu tư từ các công ty nước ngoài. Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp sản xuất chất bán dẫn như FPT và các nhà cung cấp nguyên liệu đầu vào (phốt pho, bismuth) như DGC, MSR sẽ được hưởng lợi từ dòng vốn bán dẫn FDI và sự hỗ trợ từ Chính phủ.
- Statista Market Insights dự báo doanh thu bán dẫn của Việt Nam sẽ đạt CAGR 11.4% trong giai đoạn 2024-29, và đạt quy mô thị trường 31.39 tỷ USD vào năm 2029. Trong đó, mạch tích hợp - phân khúc quan trọng nhất trong ngành bán dẫn, dự kiến sẽ đạt giá trị 18.3 tỷ USD vào năm 2025 (+19% svck).

Một số doanh nghiệp FDI bán dẫn lớn tại Việt Nam

Công ty	Quốc gia	Năm xây dựng	Tỉnh
Coherent	US		2024 Đồng Nai
Samsung Electronics	Korea		2007 Bắc Ninh
Intel	US		2006 HCMC
Qualcomm	US		2003 Hà Nội
Amkor Tech	US		2023 Bắc Ninh
Hana Micron	Korea		2023 Bắc Ninh
Hanmi Semiconductor	Korea		2023 Bắc Ninh
Infineon	Germany		2023 Hà Nội
Victory Giang	China		2024 Bắc Ninh

• Nguồn: Savills, MBS Research

Doanh thu bán dẫn của Việt Nam sẽ đạt CAGR 11,4% trong giai đoạn 2024-29



Nguồn: Statista Market Insights, MBS Research

Viettel thương mại hóa mạng 5G, đánh dấu bước tiến của Việt Nam vào kỷ nguyên 5G từ T10/2024

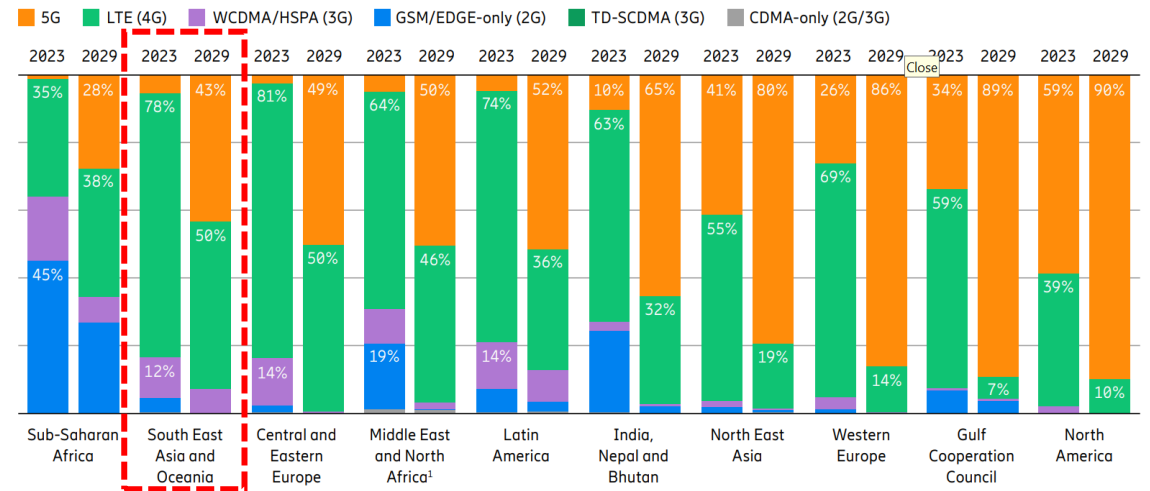
- Phù hợp với xu thế đầu tư các cổ phiếu gắn liền với sự phát triển của nền kinh tế mới. Mạng 5G là nền tảng để phát triển những giải pháp IoT (Internet-of-thing) đa dạng, thông minh, hỗ trợ doanh nghiệp cải thiện năng lực và hiệu quả sản xuất, nhưng đồng thời yêu cầu thu thập và lưu trữ một lượng data lớn. Chúng tôi cho rằng thương mại hóa 5G sẽ là yếu tố quan trọng để Việt Nam tiếp tục đón những dòng vốn FDI chảy vào trong thời gian tới và các nhà mạng đi đầu sẽ có lợi thế tăng trưởng doanh thu trong tương lai.
- Để chuẩn bị cho sự phát triển và thương mại hóa 5G vào năm 2024, nhiều quy định đã được ban hành nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho quá trình này, bao gồm: 1) Chỉ thị số 52/CT-BTTTT (11/11/2019) yêu cầu các công ty viễn thông tăng cường chia sẻ hạ tầng, và Thông tư 07/2024/TT-BTTTT, quy định cơ chế xác định giá thuê hạ tầng viễn thông thụ động; 2) Thông tư 03/2024/TT-BTTTT và 04/2024/TT-BTTTT yêu cầu ngừng cung cấp dịch vụ mạng 2G từ ngày 16/09/2024, và dự kiến sẽ ngừng mạng 3G vào năm 2028; 3) Quy hoạch hạ tầng thông tin và truyền thông giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 đã được phê duyệt ngày 11/01/2024. Quy hoạch này đặt mục tiêu phủ sóng 99% dân số bằng mạng 5G vào năm 2030, đảm bảo tất cả người dùng có thể truy cập tốc độ trên 1Gbps.

Một số điểm nổi bật của công nghệ mạng 5G so với 4G

Công nghệ mạng	Mạng 4G	Mạng 5G
Tốc độ truyền dữ liệu	10-100Mbps	1-10Gbps
Độ trễ (latency)	30-50ms	1-10ms
Khả năng kết nối thiết bị	Hạn chế thiết bị trong một khu vực nhất định	Rất nhiều thiết bị cùng một lúc, ứng dụng cho IoT
Phổ tần số	700MHz đến 2.6GHz	3GHz đến 100GHz
Ứng dụng	Chủ yếu phục vụ cho việc truyền dữ liệu di động, video và mạng xã hội.	Hỗ trợ nhiều ứng dụng mới như thành phố thông minh, sản xuất tự động và các dịch vụ IoT phức tạp.

• Nguồn: MBS Research

Theo Ericsson, mặc dù thuê bao 4G sẽ vẫn chiếm ưu thế, nhưng số lượng thuê bao 5G dự kiến sẽ tăng mạnh từ khoảng 5% trong năm 2023 lên 43% tổng số thuê bao di động vào năm 2029 tại khu vực Đông Nam Á. Việt Nam cũng được dự báo sẽ theo xu hướng này.



• Nguồn: Ericsson, MBS Research

Viettel thương mại hóa mạng 5G, đánh dấu bước tiến của Việt Nam vào kỷ nguyên 5G từ T10/2024

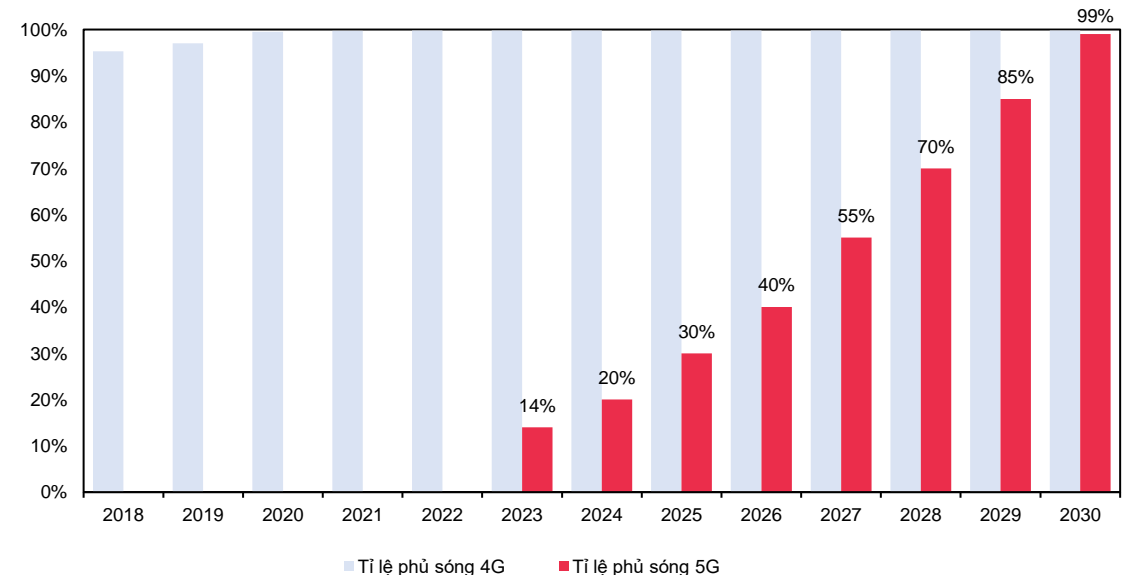
- Các băng tần trung (thường sử dụng 2.1 GHz, 2.6 GHz và 3.5 GHz) được coi là lý tưởng cho mạng 5G. Về lý thuyết, tần số càng thấp thì vùng phủ sóng càng rộng và khả năng xuyên vật cản càng tốt, phù hợp với các khu vực có mật độ dân số thấp, mặc dù tốc độ truyền dữ liệu chậm hơn. Ngược lại, tần số cao hỗ trợ tốc độ truyền dữ liệu nhanh hơn nhưng phạm vi phủ sóng ngắn hơn, phù hợp với các khu vực đô thị đông dân cư.
- Với băng tần B1 (2,500–2,600 MHz) mà Viettel đã đấu giá thành công, công ty nắm giữ lợi thế lớn trong việc mở rộng hạ tầng 5G nhờ các yếu tố sau: 1) Băng tần 2,500–2,600 MHz có thể được sử dụng cho cả mạng 4G và 5G, tối ưu hóa hiệu quả đầu tư hạ tầng; 2) Băng tần này có bán kính phủ sóng lớn hơn 1.3 lần so với băng tần C, giúp cải thiện khả năng cung cấp dịch vụ tại các khu vực nông thôn và ngoại thành; 3) Băng thông lên đến 100 MHz, tần số này đảm bảo tốc độ truyền dữ liệu cao.

Băng tần B1 của Viettel giúp công ty nắm giữ lợi thế đáng kể trong cuộc đua mở rộng cơ sở hạ tầng 5G

	2500-2600 MHz (B1)	3700-3800 MHz (C2)	3800-3900 MHz (C3)
Nhà mạng	Viettel	VNPT VinaPhone	MobiFone
Capex	7,533 tỷ đồng	2,581 tỷ đồng	2,581 tỷ đồng
Đặc điểm tần số	Tần số trung bình	Tần số cao	Tần số cao
Phạm vi phủ sóng	Phủ sóng rộng	Phủ sóng hẹp hơn	Phủ sóng hẹp hơn
Tốc độ truyền dữ liệu	Tốc độ vừa phải, phù hợp với dịch vụ thông thường	Tốc độ cao, hỗ trợ các ứng dụng băng thông lớn	Tốc độ cao, hỗ trợ các ứng dụng băng thông lớn
Ứng dụng chính	Mở rộng mạng 5G ở vùng sâu, vùng xa	Phát triển mạng tốc độ cao tại khu vực đô thị	Phát triển mạng tốc độ cao tại khu vực đô thị
Tương thích với thiết bị cũ	Tương thích cao với nhiều thiết bị hiện có	Ít phổ biến, yêu cầu thiết bị tương thích mới hơn	Ít phổ biến, yêu cầu thiết bị tương thích mới hơn
Phù hợp cho IoT	Phù hợp với IoT nhờ phạm vi phủ sóng rộng	Ứng dụng công nghiệp, thành phố thông minh	Ứng dụng công nghiệp, thành phố thông minh

• Nguồn: MBS Research

Kế hoạch phủ sóng mạng 5G của Viettel trong 2024-30, trong đó, phần đầu phủ sóng 5 thành phố trực thuộc trung ương từ nay đến 2026-27 và lộ trình đến 2030 sẽ phủ sóng 99% dân số toàn quốc

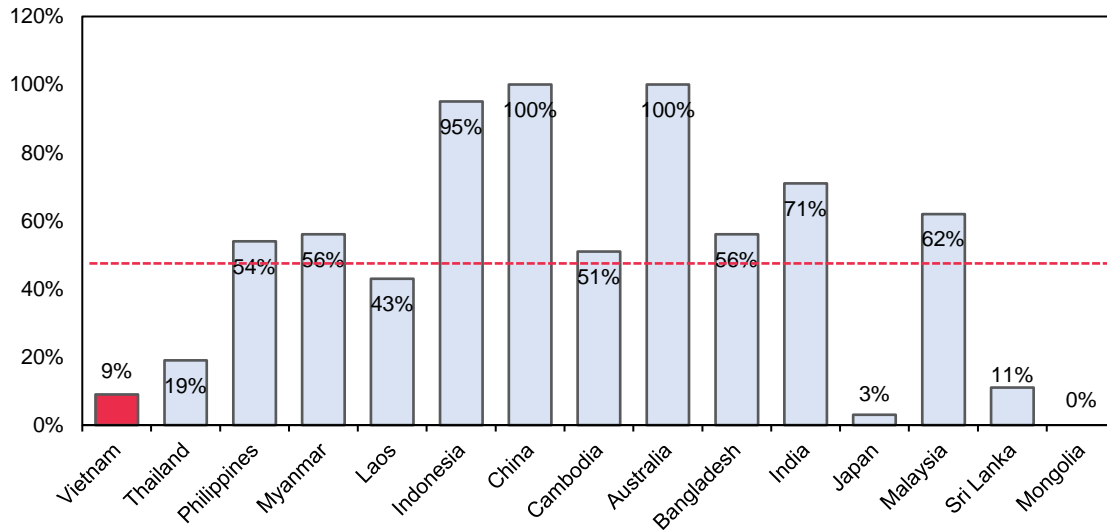


• Nguồn: MBS Research

Với vai trò là công ty con của Viettel, CTR sở hữu nhiều lợi thế để nâng cao vị thế TowerCo số một trên thị trường

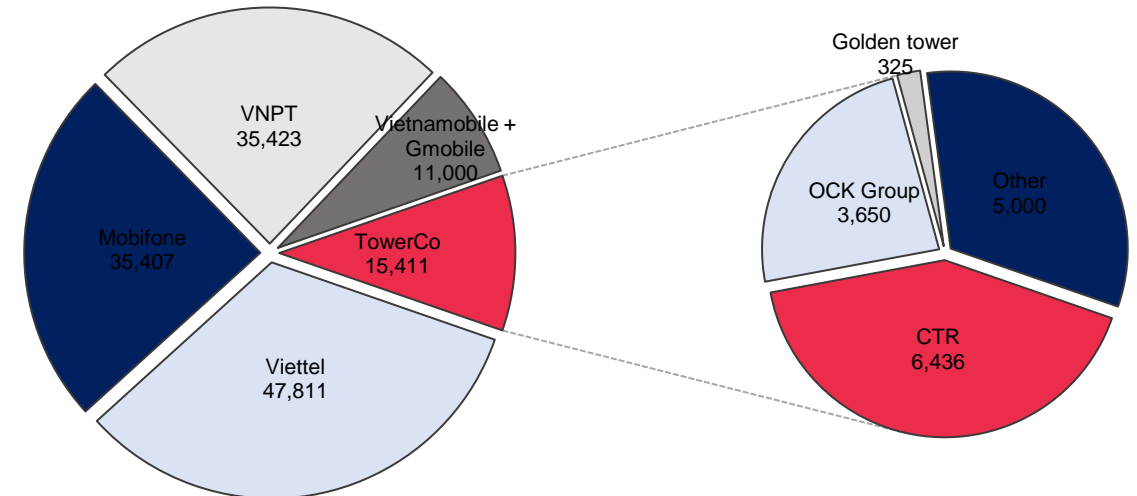
- Về thực trạng TowerCo ở Việt Nam, thị trường cho thuê trạm vẫn đang ở giai đoạn khá non trẻ với tỉ lệ thâm nhập chỉ ở mức 9% theo TowerXchange, thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực. Hiện tại, 4 MNOs chính bao gồm Viettel, VNPT, MobiFone và Vietnamobile vẫn đang sở hữu phần lớn các trạm chiếm 89%. Đối với CTR, doanh nghiệp hiện đang nắm vị thế là TowerCo số một thị trường với tổng số trạm BTS cho thuê đạt 6,436 trạm tính đến hết 2023, cao hơn nhiều so với doanh nghiệp đứng thứ 2 là OCK Vietnam Tower (TowerCo độc lập đến từ Malaysia) với ~3,650 trạm.
- Để đảm bảo phủ sóng 5G ở dải 2,500-2,600MHz, yêu cầu một hạ tầng trạm dày đặc hơn từ 1.5 đến 2 lần so với số trạm phủ sóng 4G hiện có. Theo CTR, doanh nghiệp dự kiến từ nay đến 2030 phấn đấu tăng số trạm BTS đạt tổng công 30,000-50,000 trạm, tương đương kế hoạch triển khai ~3,000-4,000 trạm/năm, để đảm bảo quá trình phủ sóng đạt 99% dân số từ nay đến 2030 của Viettel. Do đó, chúng tôi thấy trong giai đoạn này, nhu cầu chia sẻ các tháp viễn thông khá cần thiết nhằm giảm thiểu chi phí vận hành và áp lực đầu tư Capex, qua đó kỳ vọng giúp thị trường TowerCo phát triển mạnh mẽ hơn từ năm 2025 trở đi.

Tỉ lệ thâm nhập thị trường TowerCo Việt Nam thấp hơn so với khu vực Châu Á – Châu Đại Dương. Chúng tôi cho rằng dư địa tăng trưởng cho thị trường vẫn còn lớn trong bối cảnh Chính phủ khuyến khích các nhà mạng chia sẻ hạ tầng trong thời gian tới



• Nguồn: TowerXchange, MBS Research

Đối với mảng TowerCo, CTR và OCK là 2 doanh nghiệp chính hoạt động trong ngành, các đối thủ còn lại sở hữu một số lượng trạm khá nhỏ

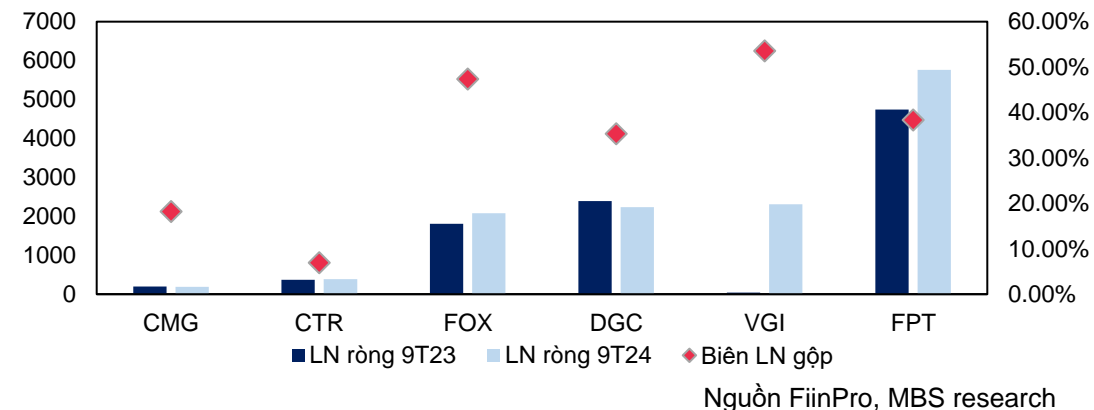


• Nguồn: CTR, MBS Research

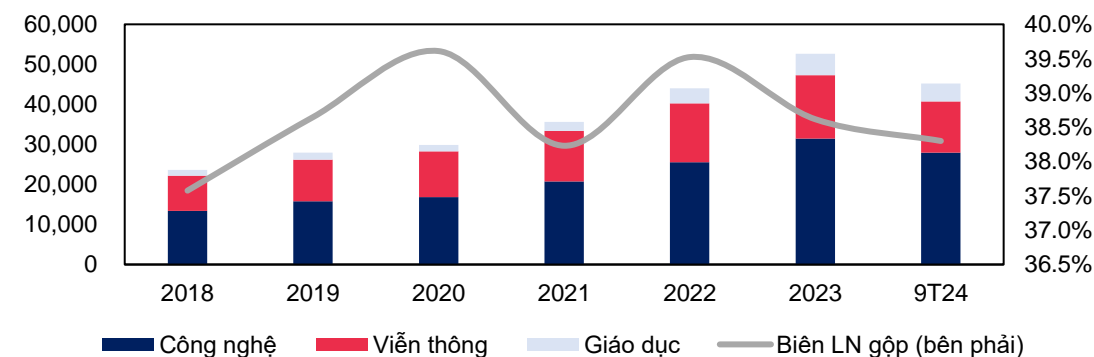
Chiến lược đầu tư: Tăng trưởng lợi nhuận 9T24 của các doanh nghiệp theo dõi

- FPT duy trì đà tăng trưởng LN 20% và vị thế dẫn đầu về quy mô doanh thu và lợi nhuận ròng trong 9T24. Trong khi các doanh nghiệp thuộc tập đoàn Viettel (VGI, CTR) cũng cho thấy kết quả kinh doanh khả quan trong 9T24, đặc biệt là VGI. Cụ thể, doanh thu của VGI đạt 9,130 tỷ đồng (+25% svck) nhờ tăng trưởng mạnh mẽ tại các thị trường Burundi (82%), Lào (24%), Mozambique (80%), Tanzania (45%), Campuchia (16%).
- Tổng doanh thu của DGC trong Q3/24 tăng nhẹ 0.3% svck và giảm 4.7% so với quý trước do 1) sửa chữa lò luyện phốt pho vàng làm tăng chi phí và 2) giảm tự cung cấp đá phosphate do ảnh hưởng của cơn bão YAGI. Chi phí bán hàng tăng 43.6% svck do chi phí logistic tăng. Kết quả, LN ròng của DGC trong Q3/24 chỉ đạt 705 tỷ đồng (-16.3% so với quý trước và -7.4% svck). Nhìn chung, LN ròng 9T/24 đạt 2,239 tỷ đồng (-7.1% svck).
- Tăng trưởng doanh thu CTR 9T24 đạt 12% svck, được hỗ trợ bởi TowerCo và xây dựng nhà ở. Công ty đã đẩy mạnh phát triển trạm BTS mới kể từ Q2/24 để hỗ trợ triển khai 5G của Viettel, thúc đẩy doanh thu TowerCo tăng 44% svck. Tuy nhiên, đầu tư capex cao và tỷ lệ thuê vẫn thấp tạm thời thu hẹp biên lợi nhuận, khiến tăng trưởng NP thấp hơn chỉ 4% svck.

Tăng trưởng lợi nhuận ròng khác biệt giữa các công ty trong ngành trong 9T24



Doanh thu FPT theo từng mảng (đơn vị: tỷ đồng)



Dự phóng KQKD 2024-26 các doanh nghiệp theo dõi

Tỷ VND	FPT			DGC			CTR		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu	63,152	77,255	94,374	10,271	12,757	15,666	12,134	13,646	15,531
%svck	19.5%	19.3%	20.1%	5.4%	24.2%	22.8%	7.4%	12.5%	13.8%
LN gộp	24,647	30,158	36,907	3,660	4,933	5,984	992	1,169	1,367
Biên LN gộp (%)	39.0%	38.9%	38.7%	35.6%	38.7%	38.2%	8.2%	8.6%	8.8%
EBITDA	12,825	15,416	18,583	3,923	5,197	6,190	1,085	1,315	1,574
Biên EBITDA (%)	20.3%	20.0%	19.7%	38.2%	40.7%	39.5%	8.9%	9.6%	10.1%
LN ròng	8,152	9,872	11,984	3,136	4,151	5,000	546	646	766
%svck	22.5%	21.1%	21.4%	1.2%	32.3%	20.5%	5.9%	18.2%	18.6%
EPS (đ/cp)	5,582	6,759	8,205	8,259	10,929	13,164	4,777	5,648	6,696
BVPS (đ/cp)	26,038	31,580	38,793	38,768	41,686	50,992	17,633	21,587	26,274
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	8,156	9,660	11,657	28,154	24,209	31,003	1,714	3,031	5,091
Nợ/VCSH	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
Tỷ suất cổ tức (%)	1.3%	1.3%	1.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
ROAE (%)	24.0%	23.5%	23.3%	23.5%	25.5%	26.9%	27.5%	28.8%	28.0%
ROAA (%)	12.4%	12.6%	12.7%	20.3%	24.7%	27.2%	13.6%	13.4%	13.4%

• Nguồn: MBS Research

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi lựa chọn FPT, DGC và CTR

Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Luận điểm đầu tư
FPT	KHẢ QUAN	170,400	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi dự báo doanh thu mảng công nghệ sẽ tăng 24.2%/30.3%/28.2% svck trong 2024/25/26 nhờ (1) tăng trưởng ổn định trong doanh thu ký mới và (2) dự kiến tăng trưởng mạnh trong chi tiêu CNTT toàn cầu vào năm 2024 và 3) đóng góp cao hơn từ thị trường EU. Chúng tôi dự báo doanh thu viễn thông sẽ tăng 11.4%/9.5%/9.1% trong năm 2024/25/26, nhờ sự mở rộng của các trung tâm dữ liệu và sự phục hồi dự kiến trong quảng cáo trực tuyến khi các doanh nghiệp khôi phục ngân sách quảng cáo của họ. Chúng tôi tin rằng việc hợp tác với NVIDIA, nhà sản xuất chip hàng đầu thế giới, sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dài hạn cho FPT trong giai đoạn 2025-2030 khi AI tạo ra trở thành xu hướng mới trong lĩnh vực công nghệ thông tin. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của FPT trong giai đoạn 2024/25/26 sẽ tăng trưởng 22.5%/21.1%/21.4% svck.
DGC	KHẢ QUAN	128,800	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của DGC sẽ tăng 30.4% svck vào năm 2025 do 1) giá P4 phục hồi do nhu cầu cao hơn từ thị trường bán dẫn 2) doanh thu ethanol dự kiến đạt 990 tỷ đồng trong năm 2025, chiếm 7% doanh thu của DGC và 3) đóng góp cao hơn từ mảng phosphate nông nghiệp nhờ nhu cầu mạnh hơn từ thị trường Ấn Độ. Chúng tôi kỳ vọng dự án Xút Nghi Sơn (CAV) đi vào hoạt động thương mại vào quý 1 năm 2026 sẽ là động lực tăng trưởng chính cho DGC trong năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án CAV sẽ đóng góp 12% doanh thu hàng năm của DGC từ năm 2026. DGC được giao dịch ở mức 10.1 cho P/E 2025, thấp hơn 24% so với mức trung bình P/E 1 năm. Chúng tôi tin rằng DGC vẫn được định giá hấp dẫn vì là nhà xuất khẩu P4 hàng đầu châu Á và tăng trưởng NP hai chữ số trong giai đoạn 2025/26F.
CTR	KHẢ QUAN	153,100	<ul style="list-style-type: none"> Xu hướng đẩy nhanh phủ sóng và thương mại hóa mạng 5G từ nay đến 2030 của Việt Nam sẽ là động lực chính cho tăng trưởng LN của CTR giai đoạn tới. Trong đó, TowerCo dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng LN chính cho doanh nghiệp trong bối cảnh xu hướng chia sẻ hạ tầng giữa các nhà mạng dự báo sẽ sôi động hơn nhằm giảm áp lực chi phí đầu tư và vận hành. Trong 2019-24, CTR duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt ~20% CAGR và LNST đạt ~25.6% CAGR, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng vốn hóa ~11.0% CAGR. Chúng tôi cho rằng dự địa tăng trưởng vốn hóa trong dài hạn của CTR còn nhiều để bắt kịp tốc độ tăng trưởng LNST ~17% CAGR giai đoạn 2025-30. Mặt khác, EV/EBITDA 2025 dự kiến đạt ~11.0x, thấp hơn ~15% sv trung bình ngành. Hiện tại, hầu hết thị trường TowerCo trong khu vực đã qua giai đoạn phát triển, do đó, dự địa định giá cho những thị trường non trẻ, mới bắt đầu giai đoạn đầu tư như Việt Nam sẽ cao hơn những thị trường bão hòa.
CMG	N/a	N/a	<ul style="list-style-type: none"> Trong 2025, CMG dự kiến đầu tư mở rộng trung tâm AI Data tại Khu công nghệ cao TP.HCM với quy mô lớn 40MW, đảm bảo sẵn có hạ tầng AI Cloud cũng như hạ tầng Cloud riêng cho từng khách hàng. CMC cũng có kế hoạch đầu tư 1.000 GPU Nvidia GH 200 trị giá 250 triệu USD vào năm 2024-25, tập trung vào 6 lĩnh vực chính: Thiết kế chip, AI, dữ liệu lớn, dữ liệu xã hội, IoT và blockchain. T6/24, TTDL CMC Telecom Tân Thuận trở thành đơn vị đầu tiên tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn an toàn hệ thống thông tin cấp độ 4. Hệ thống Data Center của CMC đạt chứng nhận cấp 4 đảm bảo phục vụ người dùng có quy mô đặc biệt lớn như các tổ chức tài chính, ngân hàng, thương mại điện tử. Chúng tôi kỳ vọng đạt được chứng nhận cấp 4 để hỗ trợ CMG mở rộng đối tượng thuê TTDL cho các tổ chức tài chính và ngân hàng từ nửa cuối năm 2024.

Chiến lược đầu tư: Chúng tôi lựa chọn FPT, DGC và CTR

Công ty	Mã Bloomberg	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA		ROE (%)	
		Tr.USD	Trượt	2025	Hiện tại	2025	Trượt	2025	Trượt	2025
Công nghệ										
INFOSYS LTD	INFO IN	93,795	30.2	26.7	9.7	na	19.1	24.1	33.4	32.2
WIPRO LTD	WPRO IN	30,522	25.2	21.3	3.6	na	9.2	11.0	15.2	15.2
HCL TECH LTD	HCLT IN	56,078	30.5	26.0	7.2	na	17.2	20.1	24.5	26.4
TECH MAHINDRA LT	TECHM IN	18,767	61.6	25.3	5.4	na	5.7	10.9	9.4	20.5
CYIENT LTD	CYL IN	2,533	30.5	22.8	4.9	na	10.1	14.6	17.4	18.2
CTCP FPT	FPT VN	8,670	29.4	22.3	7.4	4.8	11.8	12.6	23.7	23.5
Trung bình			34.6	24.1	6.4		12.2	16.1	20.6	22.5
Trung vị			30.5	25.3	5.4		10.1	14.6	17.4	20.5
Trung tâm dữ liệu										
CTCP Viễn thông FPT	FOX VN	1,862	18	na	4.8	na	12.2	na	28.7	na
CTCP Tập đoàn Công nghệ CMC	CMG VN	420	33.9	na	3.9	na	4.4	na	9.5	na
CTCP VNG	VNZ VN	431	na	na	7.9	na	-7.1	na	-25.8	na
Vật liệu bán dẫn										
Hubei Xingfa Chemical Group	600141 CH	3,278	17.4	12.1	1.1	1.07	5.3	6.5	10.3	11.4
Kunming Chuan Jin Nuo Chemical Co Ltd	300505 CH	578	14.7	na	1.7	na	-2.2	na	-2.5	na
Nickel Asia Corporation	635R1069 PHY	902.1	18.3	11.6	1.45	na	5.4	na	8.2	na
PT Vale Indonesia	1000109309 ID	2509	9.13	16.5	0.98	0.93	9.8	4.9	11.2	5.6
CTCP Tập đoàn hóa chất Đức Giang	DGC VN	1721.07	14.9	10.6	3.2	2.8	19.4	24.7	22.9	25.5
Trung bình			14.9	12.7	1.7	1.6	7.5	12.0	10.0	14.2
Trung vị			14.9	11.9	1.5	1.1	5.4	6.5	10.3	11.4
Towerco										
Indus Towers	INDUSTOW IN	11,207	12.8	11.7	2.9	2.6	13.6	na	26.3	22.7
Crown Castle	CCI US	43,703	42.3	37.1	8.9	10.7	2.9	3.6	19.5	28.9
CELLNEX	CLNX SM	24,496	na	na	1.7	1.7	-0.5	-0.4	-1.9	0.0
INWIT	INW IM	9,973	24.8	21.9	2.27	2.33	4.4	5	8.79	10.1
China Tower Corp Ltd	788 HK	24,224	16.1	13.3	0.9	0.9	3.3	4.0	5.4	6.4
CTCP Công trình Viettel	CTR VN	555	26.5	23.08	6.2	5.6	7.5	7.9	26.8	27
Trung bình			107.7	105.8	3.7	3.7	5.3	4.9	12.7	13.5
Trung vị			26.6	24.6	2.8	2.6	4.5	4.7	11.0	11.8

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu ở dưới mức -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Trung lập, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Kém khả quan, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng			
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>			
Vĩ mô – Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ tài chính	Bất động sản – VLXD	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
<i>Nghiêm Phú Cường</i>	<i>Đình Công Luyến</i>	<i>Nguyễn Minh Đức</i>	<i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	<i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>
<i>Ngô Quốc Hưng</i>	<i>Nguyễn Đức Hào</i>	<i>Lê Hải Thành</i>	<i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>	
<i>Đình Hà Anh</i>		<i>Phạm Thị Thanh Hương</i>		Trợ lý phân tích
<i>Võ Đức Anh</i>				<i>Nguyễn Phương Anh</i>

VIETNAM DYNAMICS 2025

[Quay lại Mục lục](#)



Trụ sở CTCP Chứng khoán MB

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 | Fax: +84 24 3726 2601

Web: www.mbs.com.vn