

TRIỂN VỌNG VĨ MÔ, NGÀNH & CỔ PHIẾU 2025

VỮNG VÀNG VƯỢT SÓNG

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ: TÍCH LŨY NỘI LỰC – VƯỢT SÓNG RẼ GIÓ

Chúng tôi lạc quan về triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam trong 2025. Chúng tôi dự báo VN-Index sẽ đạt mức 1.395-1.420 trong 2025, dựa trên tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng toàn thị trường 12-14% và P/E trong khoảng 13,8x-14x.

1. Tích lũy nội lực

Các yếu tố nội tại giúp thị trường chứng khoán Việt Nam bứt phá trong thời gian tới: **(i) Cải cách chính sách:** Kết quả từ các cải cách đang triển khai và thành quả từ các sáng kiến ngoại giao toàn cầu gần đây của Chính phủ; **(ii) Phục hồi kinh tế vĩ mô:** Đà phục hồi mạnh mẽ của kinh tế vĩ mô trong 2025F và quyết tâm chính trị (yếu tố (i)) kỳ vọng thúc đẩy lợi nhuận doanh nghiệp, từ đó tiếp tục hỗ trợ tâm lý thị trường; **(iii) Nâng hạng thị trường:** Tiến triển trong quá trình nâng hạng thị trường lên thị trường mới nổi (Emerging market – EM) theo FTSE Russell (kỳ vọng vào tháng 09/2025).

2. Vượt sóng rẽ gió

Bất định gia tăng do những thay đổi trong chính sách của Mỹ: Sự bất định có thể gia tăng do các chính sách thuế quan dự kiến dưới thời Tổng thống Trump. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chính quyền Tổng thống Trump có thể tiếp tục tăng thuế đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc cao hơn so với các quốc gia khác, theo đó lại đẩy nhanh sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam. Điều này có thể cho phép Việt Nam chiếm được thị phần lớn hơn nhưng trong một thị trường hẹp hơn.

3. Triển vọng Ngành & Cổ phiếu khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng những lo ngại ban đầu về chính sách thuế quan của Mỹ là thái quá, vì thực tế là các tác động đáng kể từ sự kiện này dự kiến sẽ phản ánh vào năm 2026 thay vì năm 2025. Triển vọng năm 2025 vẫn khá tích cực nhờ xu hướng đẩy mạnh đầu tư công và tăng trưởng lợi nhuận của các ngành trọng điểm có sự lan tỏa. Thị trường Việt Nam đang có định giá 2025F khá hấp dẫn nhờ tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cao. Với khả năng nâng hạng lên thị trường mới nổi vào tháng 09/2025 đang trở nên rõ ràng nhờ nút thắt Non-prefunding được tháo gỡ, theo đó chúng tôi nhận thấy một số cổ phiếu vốn hóa lớn có thể hưởng lợi từ việc tái định giá (re-rate).

Khuyến nghị: Lựa chọn cổ phiếu theo chủ đề đầu tư

Trong Danh mục cổ phiếu trọng điểm 2025, chúng tôi lựa chọn các cổ phiếu từ các chủ đề đầu tư (i) Cơ hội từ tăng cường giải ngân đầu tư công; (ii) Trump 2.0: Tác động từ nhiệm kỳ thứ hai của tổng thống Trump; và (iii) Nâng hạng thị trường: Cổ phiếu hưởng lợi từ dòng vốn ngoại.

TỔNG QUAN NGÀNH & CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ

Ngành	Cổ phiếu khuyến nghị
Ngân hàng	CTG, VPB, ACB, TCB, STB
Chứng khoán	SSI, HCM, MBS
BDS Dân cư	KDH, PDR, NLG
BDS Khu Công nghiệp	IDC, KBC, SZC
Bán lẻ - Tiêu dùng	MWG, PNJ
Thép	HPG
Cảng & Vận tải biển	GMD, HAH
Dầu khí	PVD, PVS

Nguồn: LPBS Research

CTCP Chứng khoán LPBank (LPBS) có và tìm cách hợp tác kinh doanh với các công ty được đề cập trong các báo cáo nghiên cứu của mình. Do đó, nhà đầu tư cần lưu ý rằng công ty có thể có xung đột lợi ích, điều này có thể ảnh hưởng đến tính khách quan của báo cáo. Nhà đầu tư nên xem xét báo cáo này chỉ là một trong những yếu tố trong việc đưa ra quyết định đầu tư của mình.



NỘI DUNG

1. TRIỂN VỌNG KINH TẾ VĨ MÔ 2025

- 1. Xuất khẩu và Cán cân thương mại
- 2. Đầu tư nước ngoài
- 3. Sản xuất công nghiệp
- 4. Chính sách tài khóa và tiền tệ
- 5. Tăng trưởng GDP và kiểm soát lạm phát

2. TRIỂN VỌNG NGÀNH & CỔ PHIẾU: VỮNG VÀNG ĐÓN SÓNG

- 2.A – Tài chính – Ngân hàng
 - Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng
 - Chứng khoán: Chờ đợi điểm sáng từ nâng hạng
- 2.B – Bất động sản
 - Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn
 - Khu Công nghiệp: Vững vàng đón sóng
- 2.C – Bán lẻ – Tiêu dùng
 - Bán lẻ: Hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H.2025
- 2.D – Hàng & Dịch vụ Công nghiệp
 - Thép: Sức bật nội tại
 - Cảng & Vận tải biển: Tiếp đà tăng trưởng
- 2.E – Tiện ích
 - Dầu khí: Chuẩn bị cho cơ hội phía trước

3. CỔ PHIẾU TRỌNG ĐIỂM 2025

- Cổ phiếu khuyến nghị
 - Ngân hàng: CTG, VPB, ACB, TCB, STB
 - Chứng khoán: SSI, HCM, MBS
 - BDS Dân cư: KDH, PDR, NLG
 - BDS Khu Công nghiệp: IDC, KBC, SZC
 - Bán lẻ - Tiêu dùng: MWG, PNJ
 - Thép: HPG
 - Cảng & Vận tải biển: GMD, HAH
 - Dầu khí: PVD, PVS

Phòng Phân tích
Email: research@lpbs.com.vn

1. Xuất khẩu và Cán cân thương mại

Xuất khẩu Việt Nam năm 2025 được dự báo tăng trên 10%, tiếp tục đóng vai trò là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như điện tử, dệt may, và đồ gỗ sẽ tập trung vào các thị trường chính như Mỹ, EU, và Trung Quốc. Hiệp định EVFTA đóng góp lớn khi thuế nhập khẩu tại EU tiếp tục giảm, hỗ trợ các ngành cà phê, thủy sản và hàng tiêu dùng tăng trưởng mạnh. Đồng thời, Việt Nam đang chủ động mở rộng sang các thị trường mới như Trung Đông và châu Phi để giảm phụ thuộc và phân tán rủi ro. Tuy nhiên, rủi ro lớn là chính sách bảo hộ thương mại của Mỹ. Nếu áp dụng mức thuế từ 10-20% đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam, các ngành như dệt may và điện tử sẽ bị ảnh hưởng nặng. Để đối phó, Việt Nam cần tăng cường đối thoại thương mại, nâng cao chất lượng sản phẩm và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu. Đầu tư vào công nghệ và chuỗi giá trị cao cũng là chiến lược quan trọng để giảm phụ thuộc vào các mặt hàng giá trị thấp.

Triển vọng kinh tế Việt Nam năm 2025 vẫn rất tích cực, với động lực từ đầu tư công, dòng vốn FDI và chính sách điều hành linh hoạt. Tuy nhiên, việc giám sát rủi ro từ môi trường quốc tế, cải thiện hiệu quả giải ngân đầu tư công và đảm bảo sự phục hồi đồng đều giữa các ngành kinh tế sẽ là chìa khóa để Việt Nam đạt được mục tiêu tăng trưởng bền vững và ổn định.

2. Đầu tư nước ngoài

Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI, với dự báo vượt 26 tỷ USD trong năm 2025. Ngành công nghệ cao, sản xuất chế biến, năng lượng tái tạo và phát triển hạ tầng là các lĩnh vực thu hút đầu tư mạnh mẽ. Các dự án lớn như vi mạch Amkor (1,1 tỷ USD) và nguyên liệu công nghiệp Hyosung (730 triệu USD) không chỉ mang lại nguồn vốn lớn mà còn nâng cao vị thế của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Tuy nhiên, chất lượng dòng vốn FDI vẫn là một thách thức. Hiện nay, phần lớn FDI tập trung vào các lĩnh vực thâm dụng lao động và giá trị gia tăng thấp. Để duy trì tính cạnh tranh, Việt Nam cần cải thiện hiệu quả giải ngân vốn FDI, khuyến khích các dự án công nghệ cao và thúc đẩy chuyển giao công nghệ. Chuẩn bị thích ứng với Thuế tối thiểu toàn cầu (GMT) cũng là yếu tố quan trọng để tạo môi trường đầu tư minh bạch và bền vững.

3. Sản xuất công nghiệp

Ngành chế biến, chế tạo dự kiến tăng trưởng 8-10% trong năm 2025, nhờ sự phục hồi của các ngành xuất khẩu chủ lực và sự hỗ trợ từ các chính sách ổn định tỷ giá. Điện tử, máy móc và công nghệ cao sẽ tiếp tục là các ngành đóng góp lớn. Các doanh nghiệp đang tích cực mở rộng sản xuất và ra mắt sản phẩm mới, bất chấp chi phí nguyên liệu gia tăng và đơn hàng quốc tế giảm. Ngành sản xuất cần tận dụng cơ hội từ đầu tư công và các hiệp định thương mại tự do (FTA) để mở rộng quy mô và nâng cao năng lực cạnh tranh. Tuy nhiên, các thách thức lớn bao gồm biến động giá nguyên liệu và rủi ro từ chính sách bảo hộ thương mại của Mỹ và EU. Để vượt qua, doanh nghiệp cần tối ưu hóa chi phí, áp dụng công nghệ hiện đại và tăng cường liên kết chuỗi cung ứng để tạo giá trị bền vững.

4. Chính sách tài khóa và tiền tệ

Chính sách tài khóa và tiền tệ năm 2025 tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong duy trì ổn định kinh tế vĩ mô. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) dự kiến duy trì lãi suất ở mức hợp lý, ổn định tỷ giá và đảm bảo đủ thanh khoản để hỗ trợ doanh nghiệp và người dân. Dự trữ ngoại hối được kỳ vọng duy trì ở mức ổn định, giúp NHNN có dư địa can thiệp khi cần thiết. Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công vào các dự án hạ tầng lớn như cao tốc Bắc - Nam, cảng biển, và đường sắt cao tốc. Đồng thời, cải cách ngân sách, ứng dụng công nghệ trong quản lý tài chính, và thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công là những ưu tiên hàng đầu. Các biện pháp hỗ trợ tài chính, ưu đãi thuế và giảm phí cũng sẽ được triển khai để hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa, đặc biệt là trong các lĩnh vực bị ảnh hưởng bởi đại dịch như du lịch và dịch vụ.

5. Tăng trưởng GDP và kiểm soát lạm phát

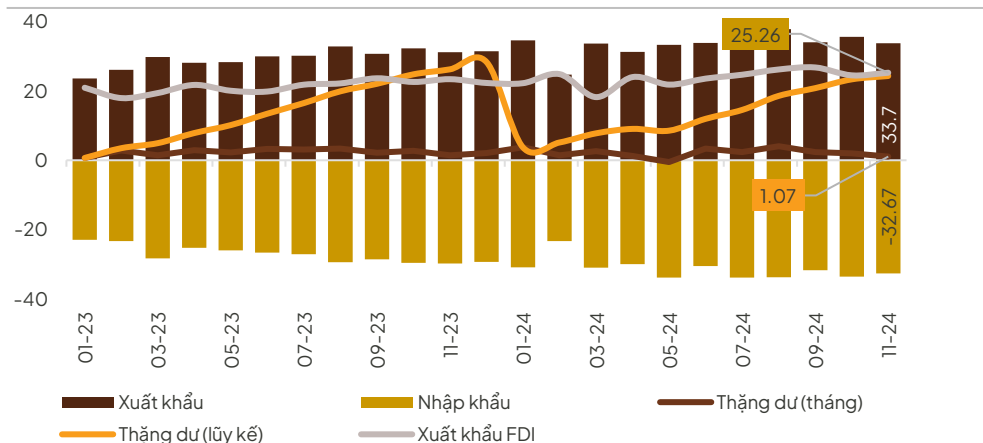
GDP năm 2025 dự kiến tăng gần 7%, với các ngành công nghiệp chế biến, chế tạo và dịch vụ đóng vai trò then chốt. Các dự án đầu tư công và các ngành công nghệ cao, năng lượng tái tạo sẽ tạo động lực phát triển mạnh mẽ. Ngành dịch vụ, đặc biệt là du lịch và tiêu dùng nội địa, cũng được dự báo tăng trưởng mạnh nhờ các gói hỗ trợ và chính sách kích thích kinh tế. Lạm phát dự kiến được kiểm soát ở mức dưới 4%, nhờ các biện pháp ổn định giá cả và kiểm soát chi phí sản xuất. Tuy nhiên, các mặt hàng thiết yếu như lương thực, điện nước và dịch vụ y tế vẫn có thể gây áp lực lên CPI. Để đảm bảo tăng trưởng bền vững, Việt Nam cần tiếp tục đầu tư vào đổi mới sáng tạo, cải cách kinh tế và tận dụng tối đa cơ hội từ hội nhập quốc tế.

1. Xuất khẩu và cán cân thương mại (1/2)

11T/2024: Tổng trị giá xuất nhập khẩu đạt 715,55 tỷ USD, tăng 15,4% so với cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu đạt 369,93 tỷ USD (tăng 14,4%) và nhập khẩu đạt 345,62 tỷ USD (tăng 16,4%). Cán cân thương mại thặng dư 24,31 tỷ USD, thấp hơn 7,3% so với cùng kỳ năm trước. Mặc dù cán cân thương mại duy trì thặng dư, nhưng mức thặng dư có xu hướng giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Điều này cho thấy sự cạnh tranh gia tăng và những thách thức trong hoạt động xuất nhập khẩu. Tuy nhiên, với chính sách kinh tế linh hoạt, Việt Nam kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong hoạt động thương mại quốc tế.

Cán cân thương mại

Đơn vị: tỷ USD



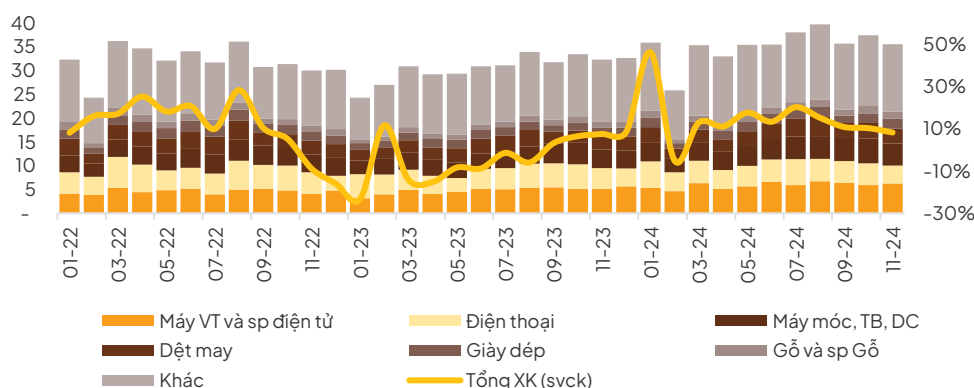
Cán cân thương mại hàng hóa của Việt Nam tiếp tục duy trì trạng thái thặng dư, phản ánh sự phát triển tích cực trong hoạt động xuất nhập khẩu

Kỳ vọng sự gia tăng nhu cầu từ EU và Trung Quốc khi nền kinh tế dần phục hồi trong năm 2025 sẽ là yếu tố quan trọng thúc đẩy xuất khẩu. Hiệp định EVFTA được kỳ vọng sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng xuất khẩu, với thuế nhập khẩu tại thị trường EU tiếp tục được giảm dần. Cụ thể, các ngành hàng như cà phê, thủy sản và hàng tiêu dùng được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ hưởng lợi từ ưu đãi thuế quan.

Việt Nam cũng chủ động mở rộng mạng lưới thị trường ngoài các đối tác truyền thống. Các thỏa thuận thương mại với Trung Đông và châu Phi, vốn được củng cố trong năm 2024, không chỉ mang lại nguồn khách hàng mới mà còn giúp đa dạng hóa rủi ro khi đối mặt với các chính sách bảo hộ thương mại của Mỹ.

Xuất khẩu theo mặt hàng

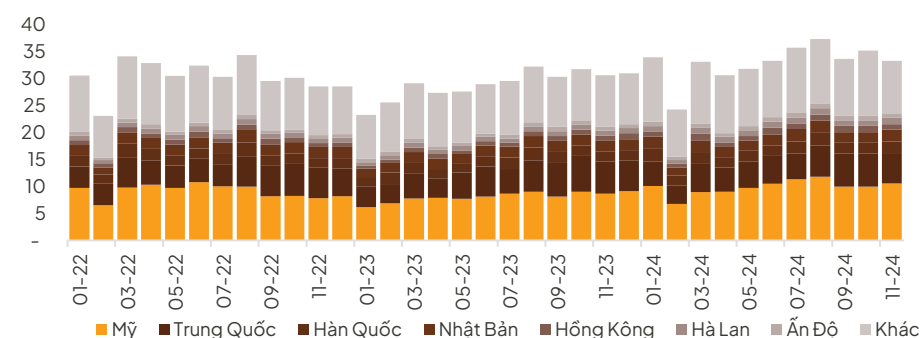
Đơn vị: tỷ USD



Thị trường xuất khẩu chính vẫn là Mỹ với đa phần là các sản phẩm máy vi tính, điện tử, điện thoại và máy móc thiết bị.

Xuất khẩu theo quốc gia

Đơn vị: tỷ USD



1. Xuất khẩu và cán cân thương mại (2/2)

Xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2025 vẫn ở mức khả quan tiếp tục đóng vai trò là động lực chính cho tăng trưởng kinh tế.

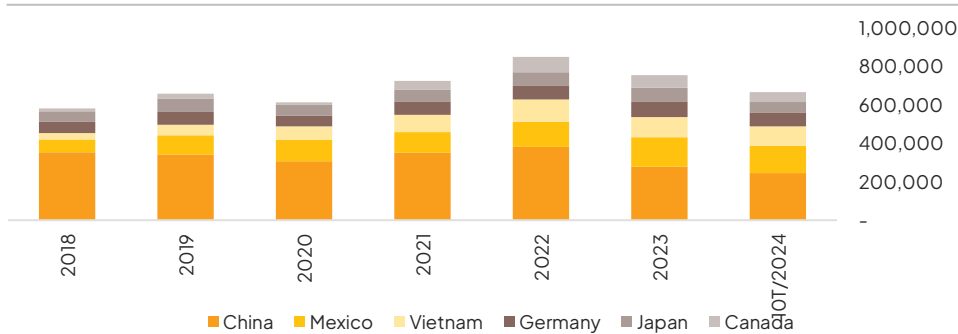
Tuy nhiên, thách thức lớn nhất đối với hoạt động xuất khẩu trong năm 2025 là chính sách thuế quan của Mỹ dưới thời chính quyền Donald Trump. Trong trường hợp ông Trump tái đắc cử và tiếp tục theo đuổi chính sách bảo hộ thương mại, nguy cơ Mỹ áp thuế suất cao từ 10-20% đối với hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là các mặt hàng có kim ngạch lớn như dệt may, điện tử và đồ gỗ, là rất rõ ràng. Những mức thuế suất này có thể làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam trên thị trường Mỹ, đồng thời tác động tiêu cực đến ngành công nghiệp xuất khẩu chủ lực của Việt Nam.

Dù vậy, Việt Nam vẫn có cơ hội hưởng lợi nếu Mỹ tiếp tục tăng cường thuế đối với hàng hóa từ Trung Quốc. Nhiều doanh nghiệp Mỹ có xu hướng chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam để tránh mức thuế suất cao. Ngoài ra, Việt Nam cũng đã chủ động mở rộng thị trường xuất khẩu sang các khu vực như Trung Đông và châu Phi, giúp giảm bớt rủi ro từ sự phụ thuộc vào thị trường Mỹ.

Các quốc gia Mỹ nhập siêu

Đơn vị: triệu USD

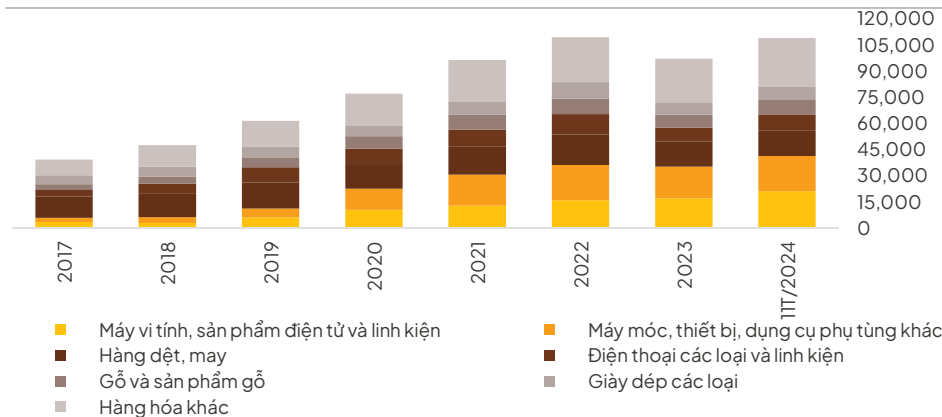
Việt Nam từ top 4 vươn lên top 3 nhập siêu sang Mỹ với giá trị hơn 100 tỷ USD



Các mặt hàng xuất khẩu sang Mỹ

Đơn vị: triệu USD

Các mặt hàng chủ đạo vẫn là các thiết bị điện tử, vi tính và máy móc



Do vậy, chúng tôi cho rằng xuất khẩu Việt Nam trong năm 2025 vẫn có thể đạt mức tăng trưởng trên 10%. Đồng thời, Việt Nam cần cân nhắc một số giải pháp trước rủi ro này như:

- Đa dạng hóa thị trường xuất khẩu: tăng cường xuất khẩu sang các thị trường tiềm năng như EU, Trung Quốc, Nhật Bản, và ASEAN. Thị trường EU đặc biệt quan trọng với nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh trong các năm tới.
- Thúc đẩy ký kết và thực thi các FTA: cần tận dụng tối đa lợi thế từ các FTA như EVFTA, CPTPP, và thúc đẩy đàm phán các hiệp định mới để giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ.
- Nâng cao giá trị gia tăng của sản phẩm xuất khẩu: đầu tư vào công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuỗi giá trị cao để giảm phụ thuộc vào các mặt hàng giá trị thấp, dễ bị tổn thương trước thuế quan.
- Đẩy mạnh quan hệ ngoại giao và đối thoại thương mại: thúc đẩy đối thoại với chính phủ Mỹ để giải quyết mâu thuẫn, tránh việc áp thuế. Việt Nam cần nhấn mạnh vai trò chiến lược trong chuỗi cung ứng toàn cầu và cam kết không để xảy ra tình trạng chuyển tải bất hợp pháp.

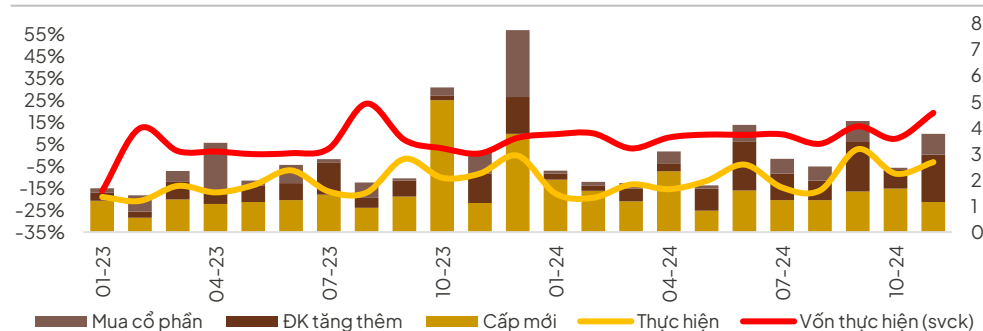
2. Đầu tư nước ngoài

Trong 11 tháng đầu năm 2024, vốn FDI thực hiện tại Việt Nam đạt 21,68 tỷ USD (+7,1% svck) và tổng vốn FDI đăng ký đạt 31,38 tỷ USD (+1,0% svck). Vốn đăng ký mới (17,39 tỷ USD) và vốn điều chỉnh (9,93 tỷ USD, +40,7% svck) tập trung chủ yếu vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo (chiếm 66% tổng vốn đăng ký). Trong khi đó, vốn góp và mua cổ phần giảm 39,7%, với ngành bất động sản chiếm tỷ trọng lớn. FDI thực hiện chủ yếu vào chế biến, chế tạo (81%), bất động sản, và sản xuất, phân phối điện, khí đốt.

FDI có sự đa dạng hóa với sự gia tăng từ Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore, Mỹ, cùng sự mở rộng từ châu Âu và Trung Đông, giảm phụ thuộc vào các đối tác truyền thống. Tuy nhiên, chất lượng đầu tư vẫn là thách thức khi phần lớn tập trung vào các lĩnh vực thâm dụng lao động, giá trị gia tăng thấp, trong khi dự án công nghệ cao còn hạn chế. Ngoài ra, kinh tế toàn cầu và địa chính trị biến động, cùng với thay đổi chính sách đầu tư quốc tế, có thể tạo rủi ro cho dòng vốn FDI vào Việt Nam.

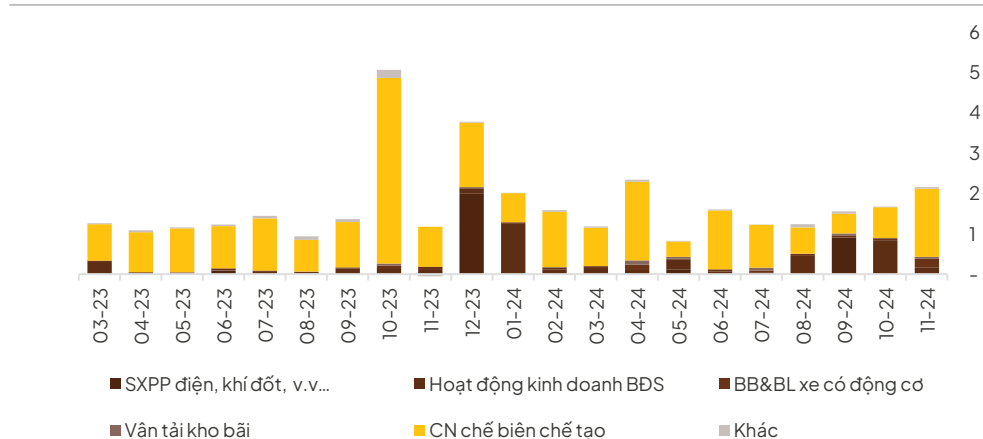
Vốn đầu tư nước ngoài theo tháng

Đơn vị: tỷ USD



FDI cấp mới theo ngành nghề

Đơn vị: tỷ USD



Hầu hết dòng vốn FDI được chảy vào ngành công nghiệp chế biến chế tạo

Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) vào Việt Nam năm 2025 dự kiến đạt hơn 26 tỷ USD, cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn đối với các nhà đầu tư quốc tế. Các lĩnh vực thu hút FDI chính bao gồm công nghệ cao, sản xuất chế biến, năng lượng tái tạo và phát triển hạ tầng.

Các dự án nổi bật trong năm 2025 bao gồm dự án vi mạch trị giá 1,1 tỷ USD của Amkor tại Bắc Ninh và dự án công nghiệp nguyên liệu trị giá 730 triệu USD của Hyosung. Những dự án này không chỉ mang lại nguồn vốn lớn mà còn giúp Việt Nam nâng cao năng lực công nghệ và tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng toàn cầu.

Việt Nam cũng đang chuẩn bị kỹ lưỡng để thích ứng với Thuế tối thiểu toàn cầu (GMT), nhằm đảm bảo môi trường đầu tư minh bạch và bền vững. Việc hoàn thiện khung pháp lý và cải thiện các ưu đãi thuế sẽ giúp Việt Nam duy trì tính cạnh tranh trong thu hút FDI.

Ngoài ra, các nhà đầu tư nước ngoài vẫn đánh giá cao Việt Nam nhờ các yếu tố như vị trí địa lý chiến lược, chi phí lao động cạnh tranh, độ ổn định chính trị, và hệ thống FTA rộng khắp. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn cần cải thiện hiệu quả giải ngân vốn FDI và đẩy mạnh chuyển giao công nghệ từ các doanh nghiệp FDI sang khu vực trong nước.

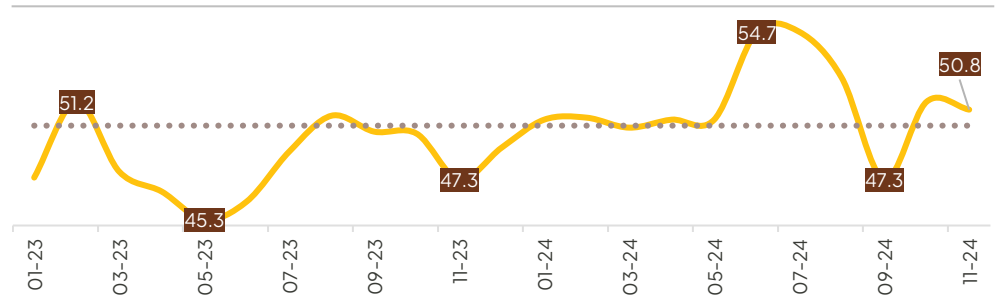


3. Sản xuất công nghiệp

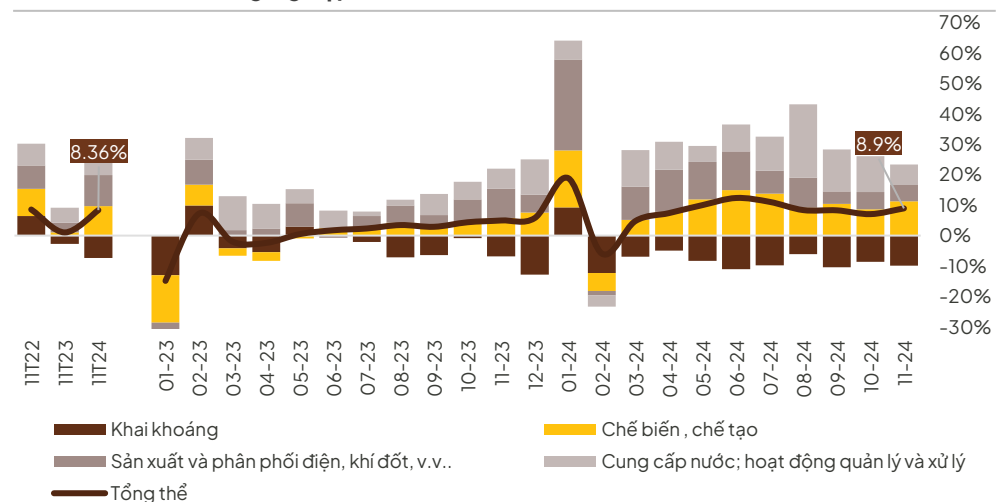
Ngành sản xuất của Việt Nam tháng 11/2024 tiếp tục tăng trưởng nhưng chậm hơn tháng 10, với sản lượng và đơn hàng mới tăng yếu do xuất khẩu suy giảm. Đơn hàng quốc tế giảm mạnh nhất từ tháng 7/2023, trong khi đơn hàng trong nước có dấu hiệu phục hồi. Việc cắt giảm chi phí khiến việc làm giảm hai tháng liên tiếp, làm gia tăng công việc tồn đọng. Giá nguyên vật liệu tăng nhẹ do nguồn cung thiếu hụt và mất giá đồng nội tệ, nhưng giá thành phẩm chỉ tăng khiêm tốn. Hoạt động mua sắm và tồn kho giảm mạnh, phản ánh việc tận dụng kho hàng để đáp ứng đơn hàng. Niềm tin kinh doanh giảm xuống mức thấp nhất từ đầu năm 2024, nhưng doanh nghiệp vẫn kỳ vọng sản lượng tăng nhờ kế hoạch ra mắt sản phẩm mới và mở rộng kinh doanh.

Ngành Sản Xuất Việt Nam Tháng 11/2024: Tăng Trưởng Chậm, Áp Lực Từ Xuất Khẩu và Chi Phí

PMI



Chỉ Số Sản Xuất Công Nghiệp IIP svck



Chúng tôi cho rằng IIP của ngành chế biến, chế tạo có thể tăng từ 8-10% trong năm 2025, nhờ sự phục hồi và mở rộng các ngành xuất khẩu chủ lực. Các lĩnh vực đóng góp lớn nhất sẽ là sản xuất máy móc, thiết bị, điện tử, và công nghệ cao.

Chỉ số PMI dự kiến sẽ dao động trong khoảng 51-56 trong phần lớn các tháng của năm, cho thấy ngành sản xuất đang trên đà tăng trưởng ổn định. Những yếu tố tác động tích cực như chính sách ổn định tỷ giá hối đoái, giúp duy trì giá cạnh tranh cho hàng xuất khẩu và giảm thiểu tác động của lạm phát và ổn định giá nguyên vật liệu.

Tuy nhiên cần cân nhắc một số rủi ro như:

- Chi phí đầu vào: Biến động giá nguyên liệu toàn cầu, đặc biệt là trong lĩnh vực sản xuất điện tử và thép.
- Rủi ro thương mại quốc tế: Các chính sách bảo hộ thương mại từ Mỹ hoặc EU có thể ảnh hưởng đến một số ngành xuất khẩu trọng điểm.

Ngành công nghiệp chế biến, chế tạo của Việt Nam trong năm 2025 dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng với các chỉ số IIP và PMI duy trì ở mức tích cực. Sự hỗ trợ từ chính sách đầu tư công, môi trường kinh doanh ổn định và các hiệp định thương mại tự do là những yếu tố thúc đẩy chính. Tuy nhiên, việc quản lý chi phí và đối phó với rủi ro thương mại quốc tế sẽ là những yếu tố quyết định để đảm bảo tăng trưởng bền vững.

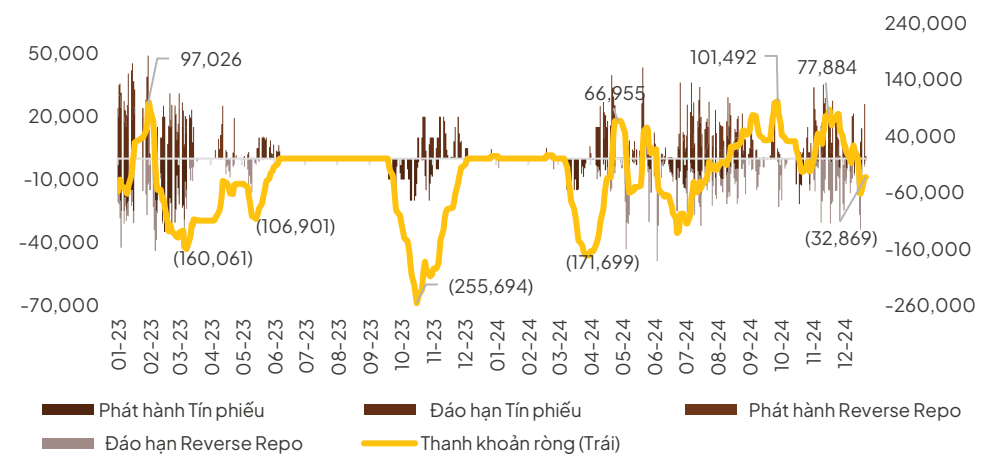
4. Chính sách tài khóa và tiền tệ (1/2)

Trong tháng 11/2024, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) bơm ròng hơn 72 nghìn tỷ đồng với lãi suất ổn định 3,9%-4%. Tuy nhiên, do áp lực tỷ giá gia tăng, NHNN đã chuyển sang hút ròng hơn 83 nghìn tỷ đồng trong tháng 12/2024, chủ yếu qua tín phiếu và các giao dịch REPO. Tính đến cuối tháng, NHNN hút ròng gần 33 nghìn tỷ đồng để điều tiết thanh khoản, đáp ứng nhu cầu tín dụng tăng cao cuối năm và ứng phó với thách thức vĩ mô và địa chính trị. Lãi suất qua đêm tăng nhẹ từ 3,11%-6,08% trong tháng 11 nhưng giảm về mức ổn định hơn 4% vào đầu tháng 12, phản ánh hoạt động hút ròng thanh khoản.

Lãi suất huy động ít biến động, với nhóm ngân hàng quốc doanh và TMCP lớn ghi nhận hạ nhiệt ở kỳ hạn ngắn nhưng tăng nhẹ ở trung và dài hạn, trong khi nhóm ngân hàng TMCP khác duy trì lãi suất giảm ở nhiều kỳ hạn. Kỳ vọng nhờ quản lý linh hoạt của NHNN và tín hiệu tích cực từ thương mại, FDI, và kiểm soát tỷ giá, mặt bằng lãi suất sẽ duy trì ở mức phù hợp, hỗ trợ tăng trưởng GDP năm 2025.

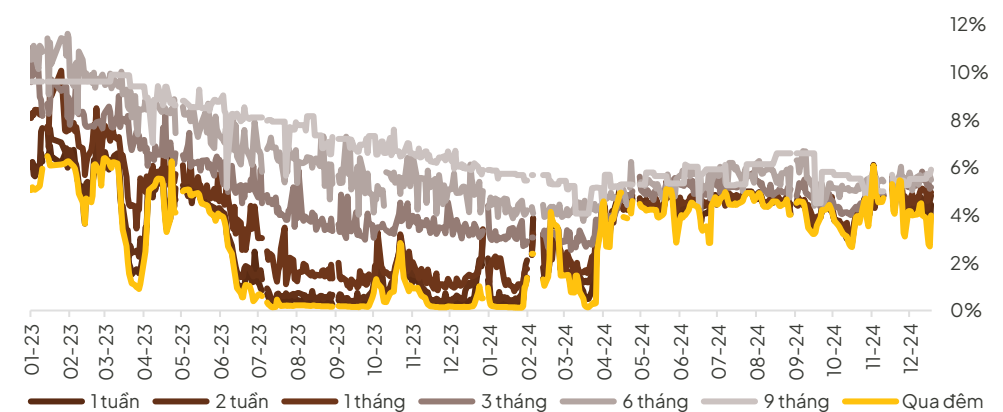
Hoạt động hút tín phiếu và thị trường mở

Đơn vị: %



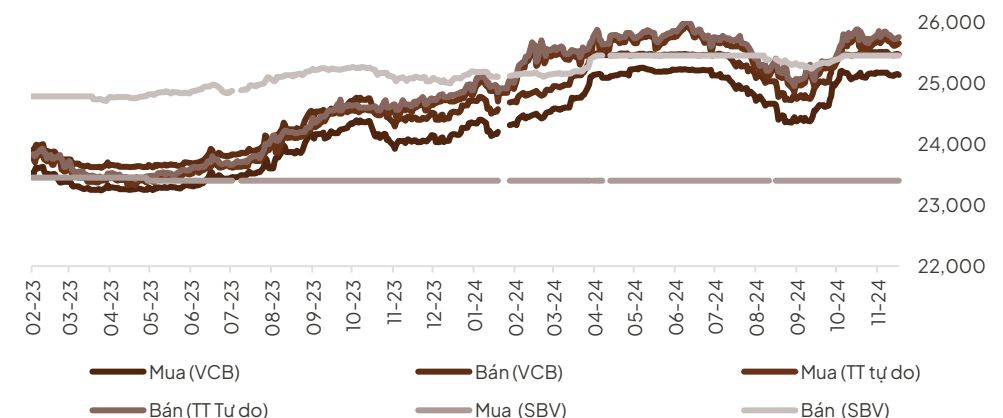
Lãi suất liên ngân hàng

Đơn vị: %



Tỷ giá

Đơn vị: VND



Chính sách linh hoạt: NHNN liên tục điều tiết thanh khoản



4. Chính sách tài khóa và tiền tệ (2/2)

Chính sách tài khóa và tiền tệ của Việt Nam trong năm 2025 được kỳ vọng tiếp tục phát huy vai trò trụ cột trong việc duy trì ổn định kinh tế vĩ mô, hỗ trợ tăng trưởng và đối phó với các cú sốc bên ngoài. Chính sách tiền tệ dự kiến sẽ giữ ổn định, với trọng tâm là duy trì lãi suất ở mức phù hợp, kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá. Kỳ vọng NHNN duy trì lãi suất hợp lý nhằm đảm bảo chi phí vay vốn thấp cho doanh nghiệp và người tiêu dùng, qua đó kích thích đầu tư và chi tiêu.

Trong bối cảnh chính sách tiền tệ toàn cầu còn nhiều biến động, đặc biệt là những tác động từ Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED), tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ giữ ổn định nhờ vào các yếu tố hỗ trợ như thặng dư thương mại, dòng vốn FDI bền vững và kiều hối. Kỳ vọng dự trữ ngoại hối của Việt Nam được phục hồi và duy trì ở mức ổn định (trên 3 tháng nhập khẩu), giúp NHNN có đủ dự trữ ngoại hối để can thiệp thị trường ngoại hối nếu có biến động lớn. Điều này không chỉ giúp duy trì niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài mà còn củng cố sự ổn định của nền tài chính quốc gia.

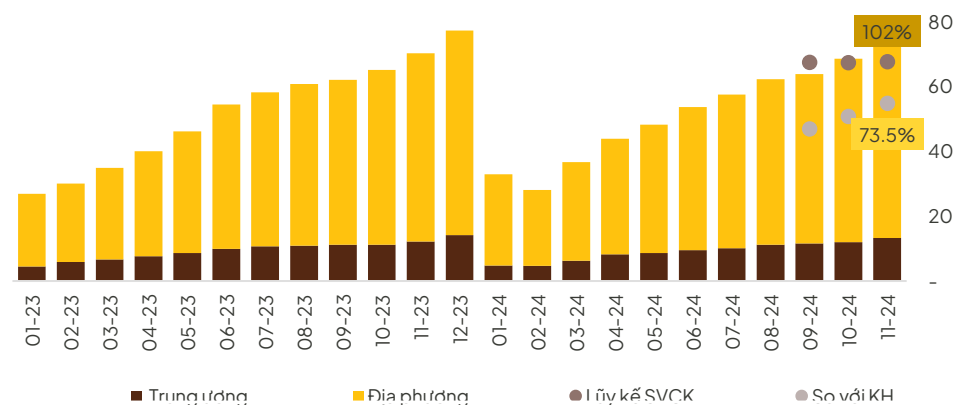
Về chính sách tài khóa, Việt Nam tiếp tục duy trì chiến lược mở rộng chi tiêu công, đặc biệt là đầu tư vào hạ tầng giao thông và các dự án lớn như cao tốc Bắc - Nam, cảng biển và đường sắt cao tốc.

Một trong những điểm sáng của chính sách tài khóa năm 2025 là sự cải cách mạnh mẽ trong quản lý ngân sách. Chính phủ đặt mục tiêu nâng cao tính minh bạch trong quản lý và phân bổ ngân sách, đồng thời đẩy nhanh tiến độ giải ngân vốn đầu tư công. Việc áp dụng công nghệ trong quản lý ngân sách và đầu tư công sẽ giúp cải thiện hiệu quả sử dụng nguồn vốn và giảm thiểu tình trạng chậm tiến độ trong các dự án hạ tầng.

Ngoài ra, các biện pháp kích thích tài khóa cũng được kỳ vọng sẽ hỗ trợ các lĩnh vực bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch như du lịch, dịch vụ và tiêu dùng nội địa. Các gói hỗ trợ tài chính, ưu đãi thuế và giảm phí cho doanh nghiệp nhỏ và vừa cũng được xem xét để duy trì động lực tăng trưởng từ khu vực tư nhân.

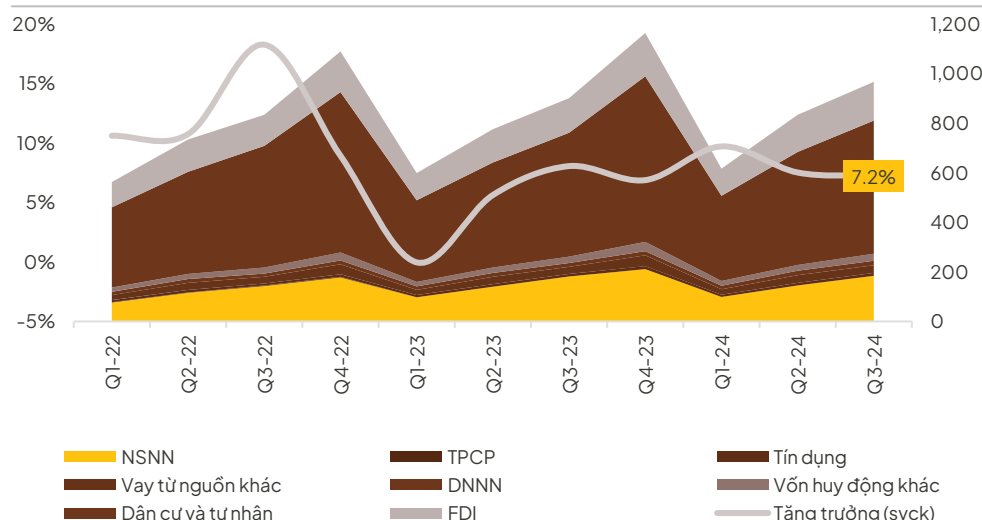
Đầu tư công

Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Vốn đầu tư phát triển toàn xã hội

Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Nguồn: TCTK, Fiiipro & LPBS Research

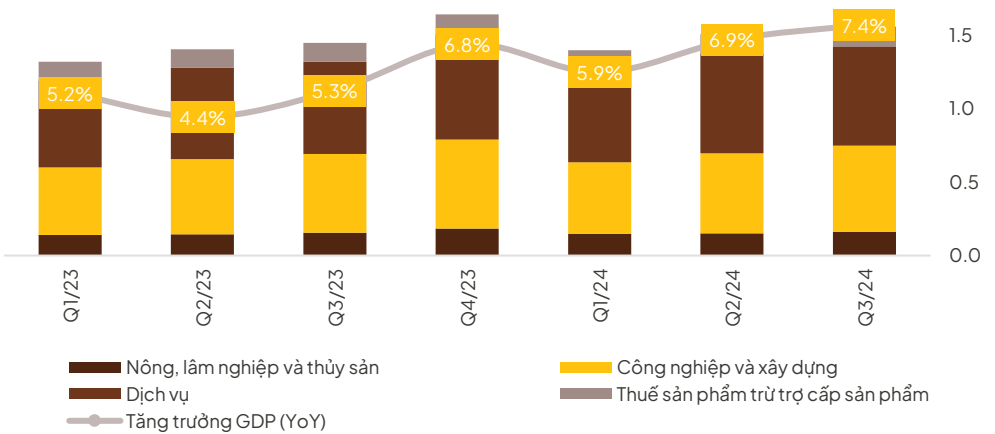


5. Tăng trưởng GDP và kiểm soát lạm phát

GDP quý 3/2024 tăng 7,4% svck, chủ yếu nhờ công nghiệp, xây dựng và dịch vụ, với GDP 9 tháng đầu năm tăng 6,82%. Công nghiệp chế biến, chế tạo tăng mạnh 9,76%, trong khi nông, lâm, thủy sản chịu ảnh hưởng từ thiên tai. CPI bình quân 11 tháng tăng 3,69%, do giá lương thực, điện nước, và dịch vụ y tế tăng. Lạm phát cơ bản thấp hơn CPI, và dự báo CPI cả năm 2024 sẽ được kiểm soát ở mức 3,5%-4%.

GDP thực và tăng trưởng

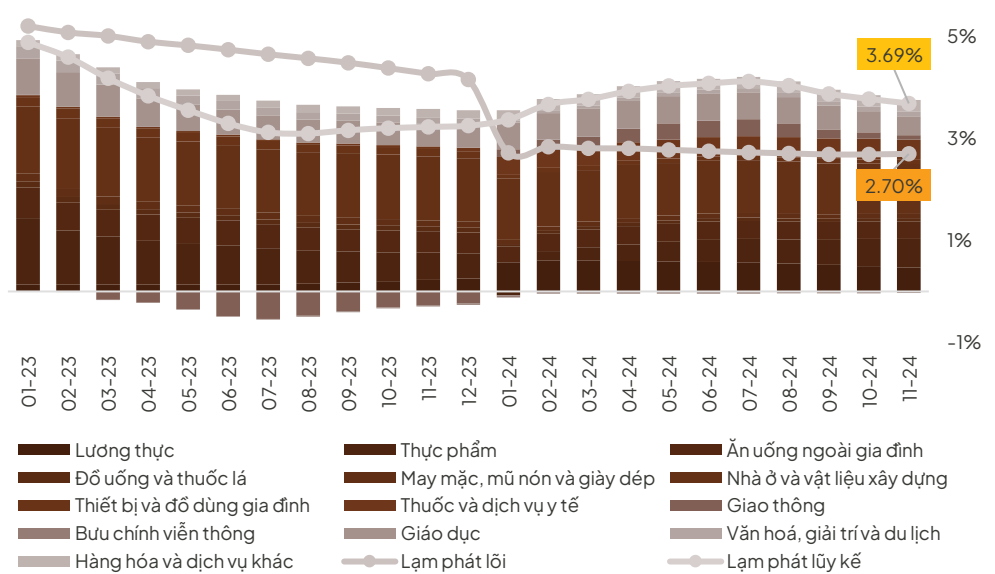
Đơn vị: triệu tỷ đồng



Dù chịu tác động thiệt hại từ bão Yagi nhưng GDP Việt Nam trong Q3/2024 vẫn đạt mức tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ. Công nghiệp chế biến chế tạo tiếp tục đóng vai trò then chốt và kỳ vọng duy trì trong quý cuối năm.

Lạm phát và tác động từng nhóm ngành theo lũy kế

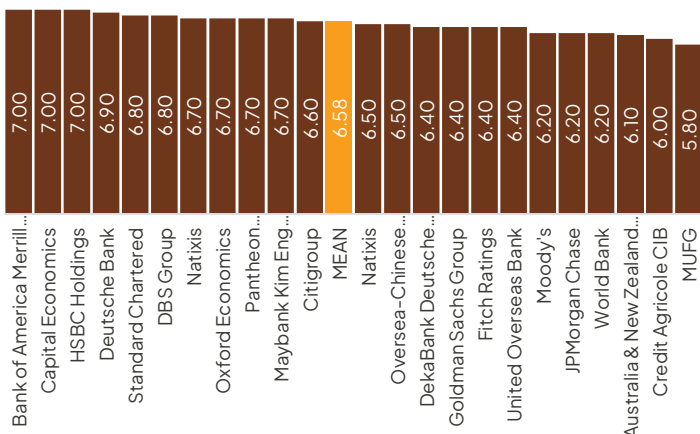
Đơn vị: triệu tỷ đồng



Chúng tôi cho rằng tăng trưởng GDP tại trong năm 2025 sẽ đạt mức gần 7% và lạm phát trong tầm kiểm soát.

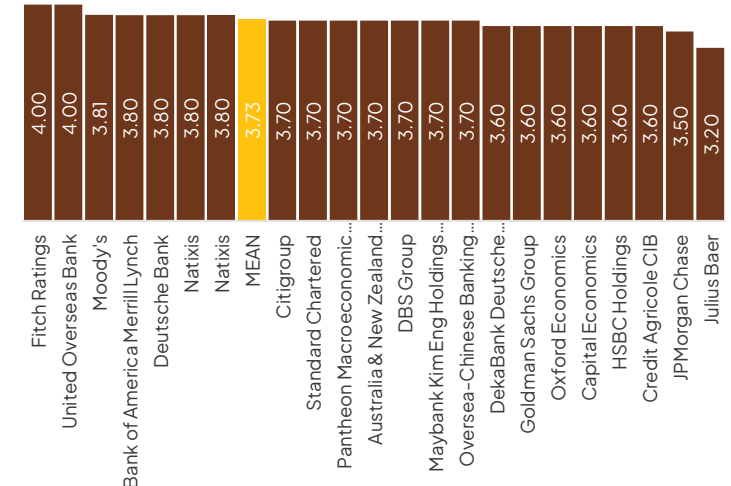
Dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam

Đơn vị: %



Dự báo lạm phát Việt Nam

Đơn vị: %



2.A – Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng

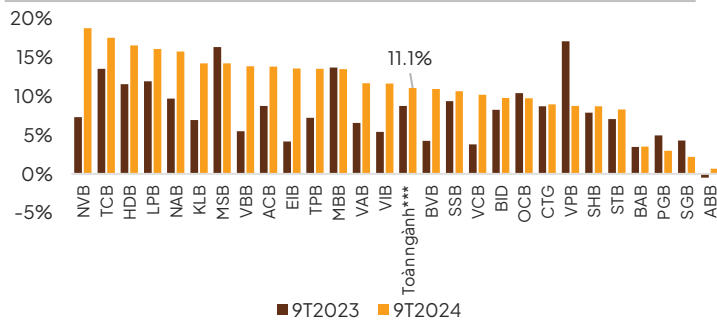
Tăng trưởng tín dụng: Bứt tốc giai đoạn cuối năm

Tăng trưởng tín dụng có sự phân hóa giữa các ngân hàng bởi đặc thù trong chiến lược và vị thế vai trò trong ngành.

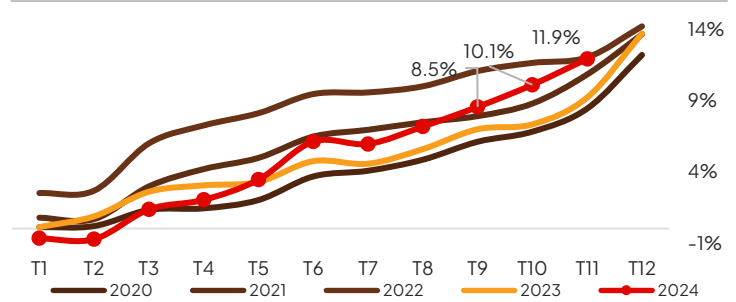
Tăng trưởng tín dụng trong thời gian qua đạt kết quả tích cực (tính đến ngày 7/12/2024, tăng trưởng tín dụng toàn quốc đạt khoảng 12,5%) nhờ các biện pháp linh hoạt của Ngân hàng Nhà nước, bao gồm giảm lãi suất, tháo gỡ thủ tục và điều chỉnh chỉ tiêu tín dụng. Các ngân hàng TMCP lớn như TCB, ACB và MBB duy trì tăng trưởng tốt nhờ chiến lược linh hoạt, trong khi VPB có mức tăng trưởng thấp hơn do giảm tỷ trọng đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Nhóm ngân hàng quốc doanh tập trung vào an toàn hệ thống và các lĩnh vực ưu tiên, đạt tăng trưởng thấp hơn trung bình ngành. Một số ngân hàng khác ghi nhận kết quả đột phá nhưng cần quản lý rủi ro chặt chẽ, đặc biệt trong các phân khúc ngành như cho vay tiêu dùng và SME, do hạn chế về vốn và năng lực huy động.

Với tốc độ giải ngân mạnh vào cuối năm, chúng tôi đánh giá mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% là khả thi, đóng góp quan trọng vào thúc đẩy kinh tế và hỗ trợ doanh nghiệp hiệu quả trong năm 2024. Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng sẽ đạt ở mức 14-15% đến từ các yếu tố: (1) GDP tăng trưởng khả quan, đầu tư công tăng tốc, đặc biệt vào hạ tầng, dự kiến là động lực chính, với hiệu ứng lan tỏa thúc đẩy vay vốn doanh nghiệp. (2) NHNN duy trì chính sách giảm lãi suất, tạo điều kiện vay vốn dễ dàng hơn. Đẩy mạnh hợp tác, giải quyết khó khăn về vốn cho doanh nghiệp vừa và nhỏ.

Tăng trưởng tín dụng, các ngân hàng niêm yết



Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (theo NHNN)



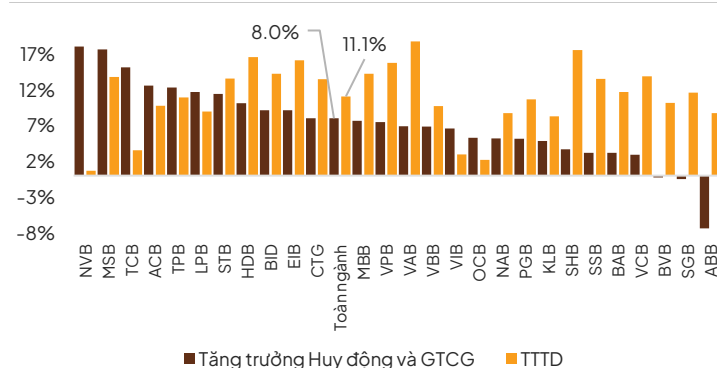
Thanh khoản – Huy động

Tính đến thời điểm 27/9/2024, huy động vốn tăng 4,79% nhưng tăng trưởng tín dụng đạt 8,53%. Theo đó, tỷ lệ LDR điều chỉnh** trong hệ thống ngân hàng* tiếp tục giữ ở mức cao 97,5%. Một trong các nguyên nhân cốt lõi khiến cho tốc độ tăng trưởng huy động thấp là do lãi suất điều hành được Ngân hàng Nhà nước giữ ở mức thấp nhằm hỗ trợ nền kinh tế, khiến cho mức lãi suất huy động thấp đã làm giảm sức hấp dẫn của tiền gửi. Do vậy, nhiều khách hàng cá nhân và tổ chức kinh tế có xu hướng tìm đến các kênh đầu tư sinh lời cao hơn đặc biệt là các tài sản như vàng, USD.

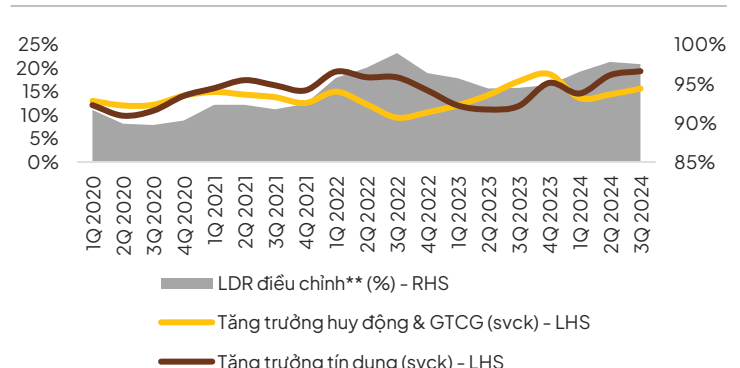
Chúng tôi cho rằng trong năm 2025, việc cân nhắc tăng cường phát hành GTCG và điều chỉnh nâng lãi suất huy động là những biện pháp sẽ được áp dụng để cải thiện thanh khoản và duy trì tỷ lệ LDR trong giới hạn an toàn.

Tỷ lệ LDR cao và lãi suất huy động thấp: Áp lực thanh khoản và rủi ro cho ngân hàng

Tăng trưởng huy động & Giấy tờ có giá (GTCC)



Tăng trưởng tín dụng, Tăng trưởng huy động & GTCC (svck) và LDR điều chỉnh**



(*) Định nghĩa ngành ngân hàng: Bao gồm 27 ngân hàng niêm yết trên 3 sàn HOSE, HNX và UpCOM. LDR điều chỉnh: $LDR^{**} = (Cho\ vay\ KH + TPDN) / (Huy\ động\ KH + GTCC)$

2.A – Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng

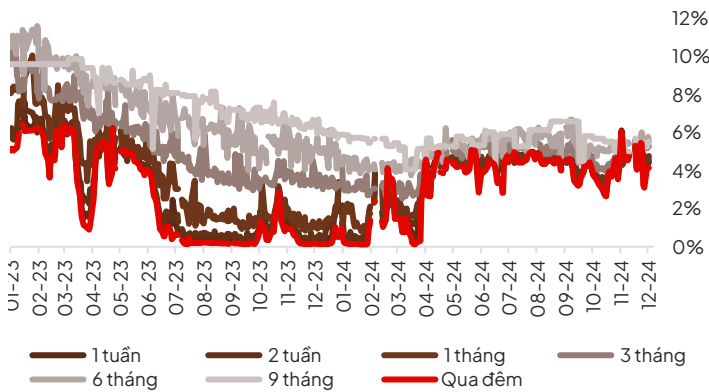
Biến động lãi suất và chiến lược thanh khoản

Thanh khoản eo hẹp và nhu cầu tín dụng cao đẩy lãi suất tăng, buộc các ngân hàng điều chỉnh chiến lược huy động.

Lãi suất liên ngân hàng qua đêm đang dao động quanh mức cao từ 3%-6%. Một số nguyên nhân chính gây biến động lãi suất liên ngân hàng bao gồm nhu cầu vay vốn tăng mạnh do tín dụng tăng trưởng cao, chính sách tiền tệ của NHNN nhằm ổn định tỷ giá làm giảm thanh khoản trong hệ thống, và yếu tố mùa vụ cuối năm khiến nhu cầu tín dụng gia tăng. Để giải quyết tình trạng này, các ngân hàng đã tích cực sử dụng kênh cho vay cầm cố giấy tờ có giá từ NHNN.

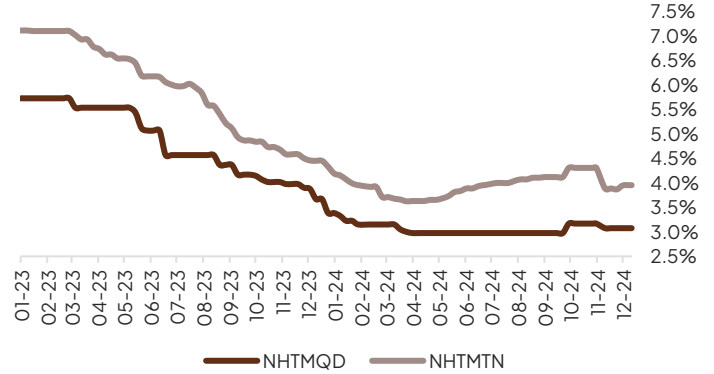
Để đối phó với tình trạng đảm bảo thanh khoản, các ngân hàng đã phải tăng lãi suất huy động, đặc biệt ở các kỳ hạn dài, nhằm thu hút nguồn vốn từ khách hàng. Tuy nhiên, các nhóm ngân hàng có sự khác biệt rõ rệt trong chính sách lãi suất huy động. Nhóm Ngân hàng Thương mại Nhà nước (NHTMNN) duy trì lãi suất thấp nhất, với lãi suất ngắn hạn giảm từ 1,9% xuống 1,4% và lãi suất dài hạn tăng từ 4,18% lên 4,73%, nhờ uy tín và nguồn vốn ổn định. Nhóm Ngân hàng TMCP tư nhân lớn (ACB, MBB, VPB, TCB) áp dụng lãi suất cạnh tranh hơn, với lãi suất ngắn hạn giảm xuống 2,3% và lãi suất dài hạn tăng lên 4,9%, nhằm thu hút vốn đáp ứng nhu cầu tín dụng. Trong khi đó, các Ngân hàng TMCP khác đưa ra lãi suất cao nhất, đặc biệt ở kỳ hạn dài, tăng từ 5% lên 5,15%, để hấp dẫn khách hàng và cải thiện thanh khoản. Điều này phản ánh chiến lược huy động vốn khác biệt, phù hợp với vị thế từng nhóm.

Lãi suất liên Ngân hàng



Nguồn: NHNN, Fiinpro, LPBS Research

Lãi suất huy động



Triển vọng: Lãi suất liên ngân hàng và huy động dự kiến duy trì cao do áp lực thanh khoản, nhu cầu tín dụng, và sức ép tỷ giá, đòi hỏi ngân hàng linh hoạt quản lý vốn.

Trong tháng 12/2024, NHNN đã can thiệp vào thị trường ngoại hối bằng cách bán USD từ dự trữ ngoại hối nhằm ổn định tỷ giá USD/VND. Việc bán dự trữ ngoại hối có thể ảnh hưởng đến thanh khoản trong hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, NHNN đã sử dụng đồng bộ các công cụ để đảm bảo thị trường không thiếu hụt thanh khoản. Cụ thể, ngày 18/12, NHNN phát hành tín phiếu nhằm kiểm soát dòng tiền trong hệ thống.

Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động và lãi suất liên ngân hàng sẽ khó hạ nhiệt trong giai đoạn cuối 2024 – đầu 2025 dựa trên các yếu tố:

- Phản ánh nhu cầu vốn và thanh khoản trong hệ thống ngân hàng.
- NHNN can thiệp tỷ giá bằng cách bán dự trữ ngoại hối khi rủi ro tỷ giá tiếp tục diễn ra khi FED tỏ ra ngần ngại trong việc hạ lãi suất và đưa ra cảnh báo sẽ hạ lãi suất chậm hơn (đồng USD sẽ duy trì sức mạnh trong thời gian dài hơn).
- Bảo đảm tỷ lệ LDR theo quy định để ra.

Biến động của lãi suất huy động và lãi suất liên ngân hàng trong thời gian qua phản ánh sự điều chỉnh của các ngân hàng thương mại và NHNN nhằm cân bằng giữa mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và đảm bảo an toàn hệ thống tài chính.

Trong bối cảnh áp lực thanh khoản gia tăng, lãi suất liên ngân hàng có thể tiếp tục biến động trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng cần chủ động quản lý thanh khoản, cân đối giữa huy động và cho vay, đồng thời theo dõi sát sao các động thái của NHNN để điều chỉnh chiến lược kinh doanh phù hợp.



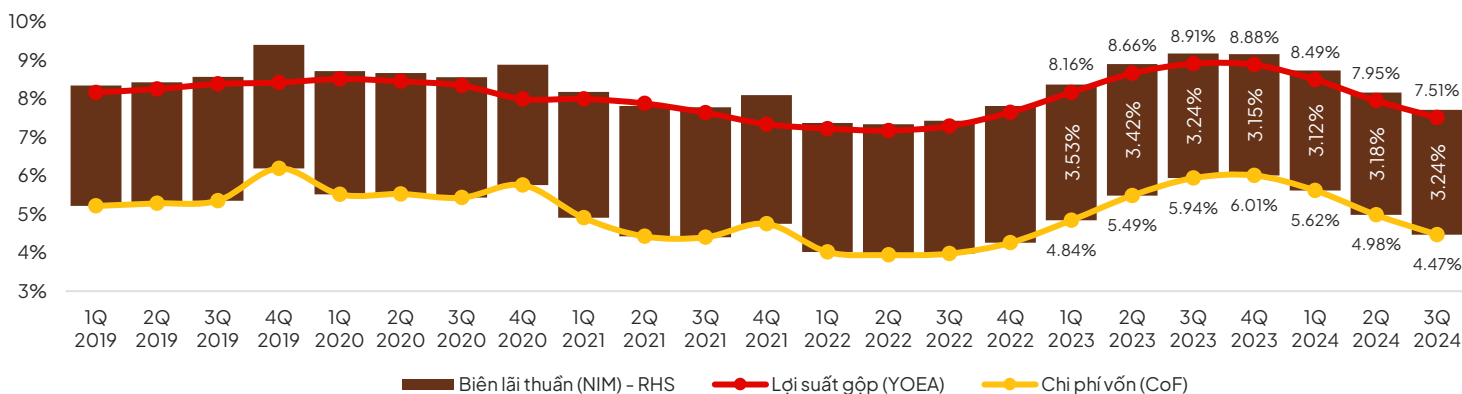
2.A – Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng

NIM phân hoá: thách thức từ áp lực cạnh tranh

NIM trung bình ngành* vẫn chịu áp lực dù lợi suất tài sản được giữ ở mức ổn định và chi phí vốn vẫn ở vùng thuận lợi. Tuy nhiên, nhu cầu yếu từ nhóm KHCN vốn có lợi suất cao hơn cùng cạnh tranh mạnh mẽ trong phân khúc KHDN vẫn là các yếu tố kìm hãm.

Chúng tôi cho rằng NIM các ngân hàng trong Q4/2024 sẽ khó cải thiện bởi lãi suất cho vay và tỷ lệ CASA suy giảm. Năm 2025, NIM của cả ngành sẽ gặp nhiều thách thức đến từ: (i) lãi suất huy động sẽ áp lực từ tỷ giá hối đoái và biến động trên thị trường liên ngân hàng, làm tăng chi phí vốn của các ngân hàng; (ii) Chính sách hỗ trợ lãi suất và cạnh tranh giữa các ngân hàng có thể dẫn đến việc tiếp tục giảm lãi suất cho vay trong ngắn hạn.

NIM, Lợi suất gộp và Chi phí vốn, trung bình ngành *



Dù vậy, sự phân hóa của NIM thể hiện khá rõ rệt giữa các nhóm ngân hàng. Các ngân hàng có NIM cải thiện nhờ: lãi suất huy động giảm, tỷ lệ CASA cải thiện và tập trung vào cho vay bán lẻ và SME như HDB, VPB. Ngược lại, các ngân hàng ghi nhận mức NIM giảm đến từ các nguyên nhân như tích cực giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ khách hàng (VCB, BID).

	NIM	qoq (bps)	yoy (bps)	YOEA	qoq (bps)	yoy (bps)	CoF	qoq (bps)	yoy (bps)
KLB	3.58%	43	94	8.67%	-32	-122	5.15%	-74	-209
SSB	3.68%	30	70	7.96%	-8	-45	4.52%	-41	-126
NVB	0.89%	29	-45	6.73%	-47	-252	5.19%	-67	-191
VBB	2.04%	28	47	7.12%	-21	-104	5.29%	-53	-164
VPB	5.82%	23	17	9.97%	-32	-122	4.76%	-54	-132
VAB	2.30%	23	61	7.56%	-74	-151	5.27%	-90	-199
EIB	2.86%	22	29	6.63%	-36	-136	4.18%	-65	-185
HDB	5.42%	22	75	10.77%	-53	-59	5.18%	-67	-141
NAB	3.76%	18	67	8.36%	-48	-117	4.91%	-72	-196
BAB	2.18%	18	28	9.62%	-58	-111	6.65%	-63	-165
STB	3.57%	14	24	7.73%	-42	-174	4.39%	-57	-149
SGB	2.95%	9	-41	7.88%	-30	-127	5.38%	-46	-106
Trung bình ngành***	3.24%	6	0	7.51%	-44	-140	4.47%	-51	-147
LPB	3.44%	8	25	8.07%	-41	-106	5.11%	-51	-131
PGB	2.71%	8	-7	5.93%	-30	-167	3.49%	-42	-153
BVB	2.31%	5	42	7.36%	-57	-147	5.20%	-67	-198
CTG	2.92%	0	4	6.00%	-36	-129	3.29%	-38	-139
TCB	4.25%	-1	14	7.37%	-31	-98	3.41%	-31	-125
ABB	1.88%	-1	-47	6.13%	-56	-161	4.53%	-63	-124
VCB	2.95%	-2	-24	5.18%	-32	-105	2.48%	-34	-92
ACB	3.69%	-8	-45	6.88%	-32	-165	3.52%	-29	-141
TPB	4.04%	-9	45	7.85%	-47	-73	4.02%	-37	-118
BID	2.40%	-10	-26	5.86%	-43	-128	3.64%	-37	-113
OCB	3.33%	-12	-44	7.48%	-57	-185	4.64%	-53	-158
MBB	4.16%	-19	-107	7.40%	-51	-184	3.49%	-30	-87
MSB	3.48%	-21	-63	6.54%	-48	-178	3.40%	-29	-119
VIB	3.89%	-22	-83	7.55%	-47	-220	4.11%	-27	-147
SHB	2.96%	-33	-58	8.17%	-92	-209	5.43%	-62	-154

2.A – Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng

Trái phiếu Doanh nghiệp: đà suy giảm vẫn đang tiếp diễn

Một cách tổng thể, đà suy giảm dư nợ trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) trong bảng cân đối của các ngân hàng tính từ Quý 3/2023 đến nay có vẻ đã chững lại. Dư nợ TPDN Q3/2024 đã tăng nhẹ trở lại so với quý trước nhưng vẫn ghi nhận mức thấp hơn so với cùng kỳ. Tuy nhiên, khi xem xét riêng từng ngân hàng bức tranh trở nên rõ ràng hơn.

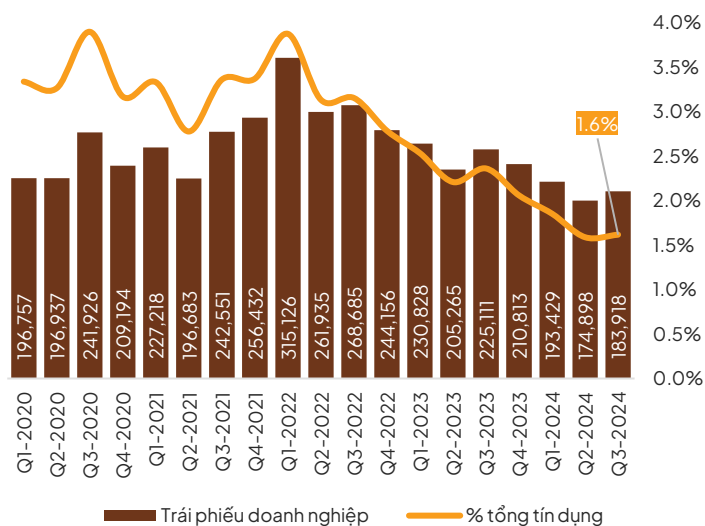
Cụ thể, các ngân hàng có dư nợ trái phiếu đầu ngành đã rất tích cực hạ dư nợ TPDN (một phần trong số này có thể đã được tái cấu trúc/chuyển đổi thành các khoản vay doanh nghiệp, trong đó các ngân hàng sẽ giám sát tốt hơn việc sử dụng các khoản giải ngân) trong thời gian vừa qua như MBB, TCB, và VPB. Bởi lẽ, dù thị trường trái phiếu doanh nghiệp đã và đang được hỗ trợ nhằm tháo gỡ và vực dậy trở lại trong thời gian vừa qua tuy nhiên vẫn chưa có quá nhiều sự cải thiện rõ rệt. Ngược lại, ghi nhận mức tăng trở lại từ 2 ngân hàng là NVB và STB (dù có giảm so với cùng kỳ) là 2 tác nhân chính dẫn đến sự tăng lên về mặt tổng thể dư nợ TPDN trong quý này so với quý trước.

Dù có sự phân hóa tùy khẩu vị rủi ro từng ngân hàng nhưng chúng tôi cho rằng tiềm ẩn rủi ro từ kênh này vẫn còn và việc ngân hàng đang tăng nhẹ trở lại dư nợ TPDN nên được kiểm soát và quản lý một cách chặt chẽ. Chúng tôi kỳ vọng rằng đà tăng này sẽ không tiếp diễn trong giai đoạn cuối năm đến khi bức tranh về thị trường trái phiếu doanh nghiệp có nhiều khởi sắc đáng kể hơn.

Dù vậy, tỷ lệ dư nợ TPDN trên tổng tổng tín dụng của nhóm dẫn đầu vẫn đang ở mức không quá cao chỉ dao động từ 2,8%-5%.

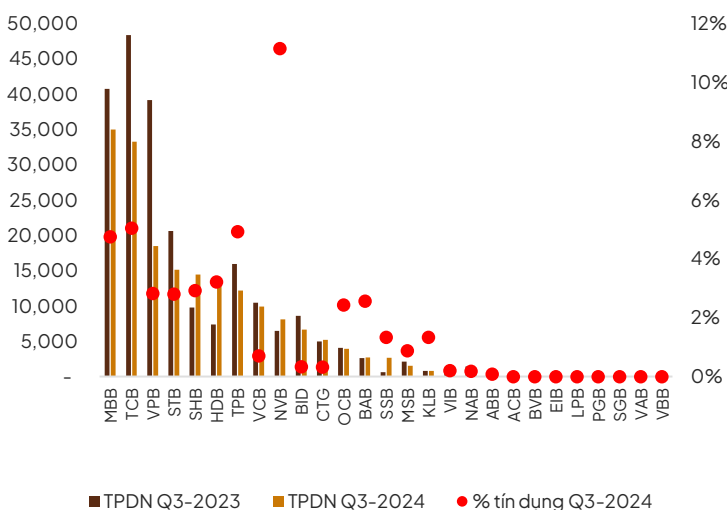
Đầu tư vào Trái phiếu Doanh nghiệp, toàn ngành*

Đơn vị: tỷ đồng



Đầu tư vào Trái phiếu Doanh nghiệp (TPDN), các ngân hàng

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

(* Định nghĩa ngành ngân hàng: Bao gồm 27 ngân hàng niêm yết trên 3 sàn HOSE, HNX và UpCOM.



2.A – Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng

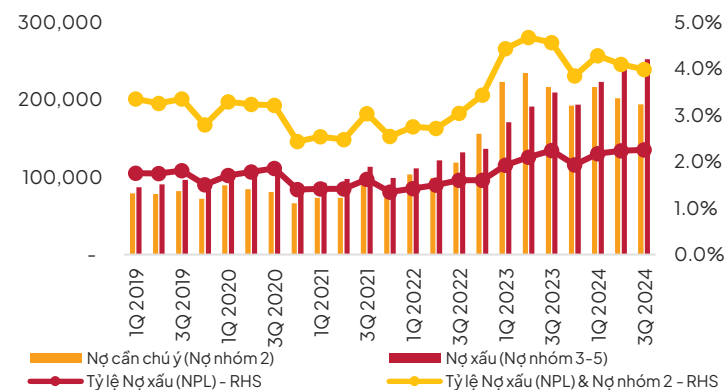
Chất lượng tài sản: Kiểm soát tốt nợ xấu nhưng tỷ lệ bao phủ suy giảm

Trong Q3/2024, chất lượng tài sản các ngân hàng tiếp tục được kiểm soát khá tốt:

- Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành duy trì ở mức 2,26% trong Q3, chỉ tăng nhẹ so với Q2 (2,23%), cho thấy chất lượng tài sản của các ngân hàng vẫn được kiểm soát tốt. Bên cạnh đó sau khi đạt đỉnh, nợ nhóm 2 đã giảm nhẹ từ Q2/2024 đến Q3/2024. Điều này có thể phản ánh sự cải thiện quản lý tín dụng của các ngân hàng hoặc do các khoản nợ chuyển sang nhóm nợ xấu.
- Bộ đệm dự phòng của toàn ngành tiếp tục giữ ở mức thấp: từ Q4/2023 đến Q3/2024, chi phí dự phòng tiếp tục gia tăng nhưng tỷ lệ bao phủ vẫn đang duy trì ở mức thấp. Điều này cho thấy các ngân hàng vẫn duy trì mức trích lập dự phòng tương đối lớn để đối phó với rủi ro từ nợ xấu và nợ nhóm 2. Điều này cho thấy sự thận trọng của các ngân hàng trong việc kiểm soát chất lượng tài sản.
- Xu hướng tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR): giảm liên tục từ 2023 đến Q3/2024, hiện đạt 83% tương đương quý trước. Đây là mức thấp nhất trong vài năm gần đây, cho thấy áp lực tài chính của các ngân hàng và khó khăn khi phải xử lý lượng lớn nợ xấu. Tỷ lệ này giảm về gần mức tối thiểu an toàn, phản ánh khả năng bảo vệ trước rủi ro nợ xấu đang yếu đi.

Nợ cần chú ý & Nợ xấu, toàn ngành *

Đơn vị: tỷ đồng

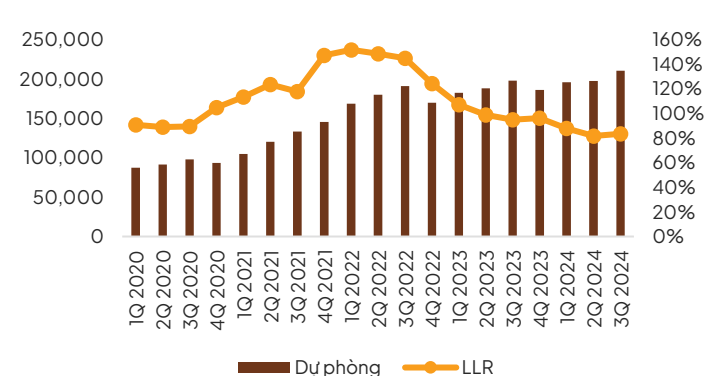


Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

Chất lượng tài sản ngành ngân hàng ổn định, nợ xấu tăng nhẹ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát, cần đẩy mạnh thu hồi nợ và duy trì trích lập dự phòng.

Dự phòng RRTD & Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR), toàn ngành *

Đơn vị: tỷ đồng



Nhìn chung, chất lượng tài sản của ngành ngân hàng Việt Nam trong Q3/2024 được duy trì ổn định, với tỷ lệ nợ xấu tăng nhẹ nhưng vẫn trong tầm kiểm soát.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nợ xấu có khả năng khó suy giảm trong ngắn hạn do các khoản vay được cơ cấu trong giai đoạn dịch bệnh hoặc khó khăn kinh tế đang hết hạn hỗ trợ, làm tăng nguy cơ chuyển thành nợ xấu. Đồng thời, các lĩnh vực như bất động sản, xây dựng, năng lượng tái tạo và doanh nghiệp nhỏ (SME) có thể đóng góp vào tỷ lệ nợ xấu.

Trong 2025, với kỳ vọng kinh tế phục hồi ổn định, các ngân hàng sẽ giảm áp lực phải trích lập dự phòng tuy nhiên mức trích lập dự phòng vẫn phải duy trì khi tỷ lệ LLR hiện đang ở mức rất thấp, đồng thời đẩy mạnh thu hồi nợ. Tuy nhiên, rủi ro tín dụng sẽ phụ thuộc vào việc kiểm soát chất lượng tín dụng và khả năng xử lý các khoản nợ tái cơ cấu. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ xấu có thể được duy trì ở mức 2,1%-2,2% trong năm 2025.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng hệ thống ngân hàng cần đẩy mạnh các biện pháp thu hồi nợ và giám sát sát sao các khoản vay tiềm ẩn rủi ro để giảm nguy cơ chuyển nợ nhóm 2 thành nợ xấu. Bên cạnh đó, cần duy trì trích lập dự phòng trong các quý tới để cải thiện bộ đệm tài chính, đặc biệt với các ngân hàng có tỷ lệ LLR hiện dưới mức trung bình ngành.

(*) Định nghĩa ngành ngân hàng: Bao gồm 27 ngân hàng niêm yết trên 3 sàn HOSE, HNX và UpCOM.



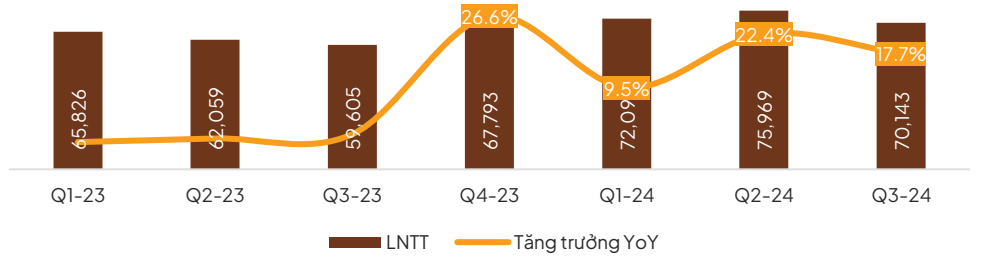
2.A – Ngân hàng: Lạc quan trong thận trọng

Q3/2024: LNTT giữ mức tăng trưởng tốt nhưng có phần chậm lại

LNTT trong Q3/2024 ghi nhận mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ (+17,7%) tuy nhiên tốc độ tăng trưởng giảm nhẹ so với quý trước. Nguyên nhân đến từ 3 tác động chính: (i) sự suy giảm tốc độ tăng trưởng thu nhập lãi thuần; (ii) ghi nhận mức tăng trưởng âm từ thu nhập ngoài lãi (chủ đạo là kinh doanh ngoại hối, vàng và chứng khoán đầu tư) và (iii) chi phí hoạt động ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao.

LNTT toàn ngành Ngân hàng* (Q1/2023 – Q2/2024)

Đơn vị: tỷ đồng

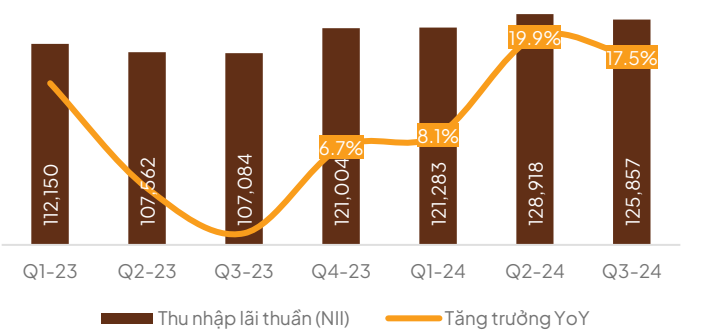


Thu nhập từ hoạt động dịch vụ (thu nhập phí ròng - NFI) ghi nhận mức suy giảm so với cùng kỳ. Một số nguyên nhân gây ra sự suy giảm này có thể kể đến như: (i) nguồn thu từ phí bảo hiểm liên kết ngân hàng (bancassurance) giảm mạnh do thị trường bảo hiểm đang trong giai đoạn tái cấu trúc; (ii) các giao dịch thương mại quốc tế tăng trưởng thấp do ảnh hưởng từ suy giảm kinh tế toàn cầu. Đáng chú ý hơn là việc suy giảm mạnh từ lĩnh vực kinh doanh ngoại hối - vàng và chứng khoán đầu tư phản ánh khá rõ từ sự biến động về thị trường vàng và ngoại hối trong thời gian vừa qua cũng như sự kém sôi động từ thị trường tài chính (bao gồm cả cổ phiếu và trái phiếu). Chi phí hoạt động (OPEX) tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng, nguyên nhân chính đến từ áp lực chi phí nhân sự, chuyển đổi số, và duy trì các hoạt động vận hành trong bối cảnh thị trường tài chính biến động. Cuối cùng là chi phí dự phòng tiếp tục được các ngân hàng tích cực trích lập nhằm tăng cường bộ đệm dự phòng đảm bảo sự hoạt động ổn định của hệ thống.

Lợi nhuận cốt lõi giữ mức tăng trưởng tích cực với động lực từ thu nhập lãi thuần, dù thu nhập ngoài lãi ghi nhận suy giảm. Chi phí trích lập dự phòng vẫn được chú trọng

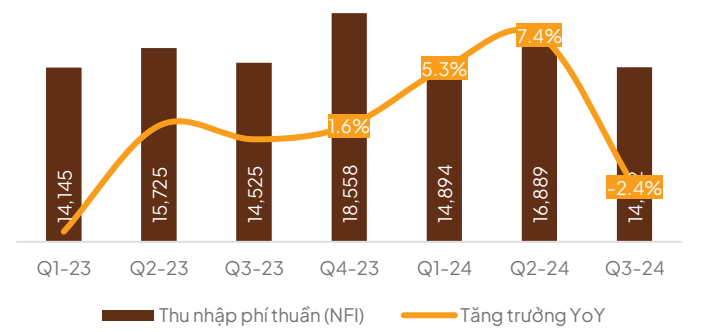
NII toàn ngành Ngân hàng* (Q1/2023 – Q2/2024)

Đơn vị: tỷ đồng



NFI toàn ngành Ngân hàng* (Q1/2023 – Q2/2024)

Đơn vị: tỷ đồng



Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ngành ngân hàng sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng lợi nhuận tốt từ 16%-18% trong năm 2024.

Trong năm 2025, kỳ vọng lợi nhuận đạt tăng trưởng khả quan hơn với mức từ 19%-20%, cho thấy vai trò dẫn dắt của ngành ngân hàng trong tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường. Mức tăng trưởng khả quan hơn dựa trên các yếu tố: (1) Tốc độ tăng trưởng GDP dự kiến đạt 6,7-7% vào năm 2025, với mức tăng trưởng tín dụng toàn ngành khoảng 15%; (2) Khả năng duy trì chất lượng tài sản và quản lý chi phí tín dụng đóng vai trò quan trọng, đặc biệt khi các ngân hàng lớn có khả năng mở rộng biên lãi thuần (NIM); (3) Ngành bất động sản được kỳ vọng phục hồi, tạo cơ hội mở rộng hoạt động tín dụng và nâng cao lợi nhuận. Các ngân hàng lớn với cơ sở khách hàng mạnh và năng lực cạnh tranh chi phí sẽ dẫn đầu về khả năng tăng trưởng lợi nhuận; (4) Đầu tư công dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt trong các dự án cơ sở hạ tầng lớn, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và cải thiện môi trường kinh doanh cho các ngân hàng.

Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

(*) Định nghĩa ngành ngân hàng: Bao gồm 27 ngân hàng niêm yết trên 3 sàn HOSE, HNX và UpCOM.



Kết quả kinh doanh Q3/2024 toàn ngành Ngân hàng*

	3Q 2023	3Q 2024	% YoY	9T 2023	9T 2024	% YoY
Thu nhập lãi thuần	107,084	125,857	17.5%	326,796	376,057	15.1%
Thu nhập ngoài lãi	30,609	29,764	-2.8%	92,041	93,797	1.9%
Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ	14,525	14,172	-2.4%	44,395	45,955	3.5%
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh ngoại hối và vàng	7,546	4,545	-39.8%	18,229	19,790	8.6%
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán kinh doanh	606	526	-13.2%	2,004	2,523	25.9%
Lãi/lỗ thuần từ mua bán chứng khoán đầu tư	3,103	-317	-110.2%	6,077	3,660	-39.8%
Lãi/lỗ thuần từ hoạt động khác	4,481	10,398	132.0%	19,712	20,700	5.0%
Thu nhập từ góp vốn, mua cổ phần	348	440	26.5%	1,624	1,170	-28.0%
Tổng thu nhập hoạt động	137,693	155,621	13.0%	418,838	469,855	12.2%
Chi phí hoạt động	-48,125	-52,818	9.8%	-141,387	-152,399	7.8%
LN thuần từ hoạt động kinh doanh trước CP dự phòng rủi ro tín dụng	89,568	102,803	14.8%	277,450	317,456	14.4%
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	-29,963	-32,659	9.0%	-89,960	-99,249	10.3%
Tổng lợi nhuận trước thuế	59,605	70,143	17.7%	187,490	218,206	16.4%
Lợi nhuận sau thuế	47,679	56,053	17.6%	150,047	174,303	16.2%

Q3/2024: Sự phân hóa giữa các ngân hàng tiếp tục hiện hữu

Tăng trưởng LNTT của các ngân hàng thể hiện rõ sự phân hóa. Một số ngân hàng đạt mức tăng trưởng vượt trội so với trung bình ngành, trong khi các ngân hàng khác gặp khó khăn, thậm chí sụt giảm lợi nhuận. Sự phân hóa này đến từ đặc thù và chiến lược riêng của mỗi ngân hàng như năng lực quản lý chi phí và chất lượng tài sản, chiến lược tín dụng và phân khúc khách hàng và chi phí vốn. Trừ các ngân hàng nhỏ như VBB, VAB, BAB và EIB thì mức tăng trưởng mạnh nhất được ghi nhận tại LPB (tăng 244% so với cùng kỳ) và mức tăng trưởng yếu nhất được ghi nhận tại ABB (giảm 310% so với cùng kỳ) trong quý 3 năm 2024.

Trong nhóm Ngân hàng Thương mại Quốc doanh (NHTMQD), CTG tiếp tục là lựa chọn ưu tiên nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ổn định, chủ yếu nhờ khả năng giảm áp lực từ chi phí trích lập dự phòng trong thời gian tới. VCB vẫn thể hiện sức mạnh vượt trội với lợi thế về thị phần và chất lượng tài sản, dù một phần tiềm năng đã được phản ánh vào định giá hiện tại.

Đối với nhóm Ngân hàng Thương mại Cổ phần (NHTMCP), chúng tôi đánh giá cao các ngân hàng như ACB, MBB, TCB và VPB nhờ khả năng duy trì mức tăng trưởng vượt trội trung bình ngành. ACB nổi bật với chiến lược phát triển thận trọng, tập trung vào chất lượng tài sản. Trong khi đó, MBB, TCB và VPB tiếp tục mang lại tiềm năng tăng trưởng thu nhập mạnh mẽ, nhưng đi kèm là rủi ro cao hơn về chất lượng tài sản do tập trung vào các phân khúc tín dụng bán lẻ và doanh nghiệp.

Trong giai đoạn tới, các ngân hàng có lợi thế cạnh tranh về chất lượng tài sản và khả năng thu hút tiền gửi khách hàng dự kiến sẽ có kết quả hoạt động vượt trội. Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị các cổ phiếu CTG, VPB, ACB, TCB, STB và MBB nhờ tiềm năng tăng trưởng dài hạn cùng nền tảng tài chính vững chắc.

CTG là lựa chọn hàng đầu trong nhóm NHTMQD, trong khi các ngân hàng top đầu của nhóm NHTMCP nên được chú trọng

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu YE2025 VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
CTG	VietinBank	194.125	36.200	42.900	24/12/2024	18,5%	2,2%	20,7%
VPB	VPBank	149.951	18.950	22.200	24/12/2024	17,2%	5,3%	22,4%
ACB	ACB	110.773	25.000	32.800	24/12/2024	31,2%	4,0%	35,2%
TCB	Techcombank	168.143	24.000	30.200	24/12/2024	25,8%	0,0%	25,8%
STB	Sacombank	65.416	34.700	41.100	24/12/2024	18,4%	0,0%	18,4%
MBB	MBBank	127.617	23.900	30.100	24/12/2024	25,9%	2,1%	28,0%

Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

(***) Lựa chọn cổ phiếu các Ngân hàng hàng đầu theo quan điểm LPBS Research



HOSE: CTG – Có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) khác biệt các ngân hàng khác trong giai đoạn 2024F–2025F nhờ (1) Chất lượng tài sản được kiểm soát tích cực (2) NIM kỳ vọng tạo đáy và (3) Tăng trưởng tín dụng khả quan

Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam (Vietinbank)

CTG là ngân hàng lớn thứ 3 cả nước với các lợi thế về thương hiệu, nguồn vốn huy động cũng như tệp khách hàng lớn & ổn định. Đây là những lợi thế giúp CTG có thể duy trì NIM ổn định và dần mở rộng các hoạt động ngoài lãi. Giải pháp đối với việc tăng vốn là mảnh ghép quan trọng để hoàn thiện bức tranh tăng trưởng dài hạn cho ngân hàng. Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu CTG với giá mục tiêu 42.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 20,7%, dựa trên ba luận điểm chính: (1) Chất lượng tài sản tích cực với tỷ lệ nợ xấu (NPL) giảm xuống 1,45% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) tăng mạnh lên 153%, củng cố khả năng chống chịu rủi ro; (2) NIM kỳ vọng phục hồi từ 2,89% trong Q3/2024 lên 2,94% năm 2025 nhờ chi phí vốn giảm, tỷ lệ CASA cao (23,1%), và chiến lược tái định hướng danh mục tín dụng; (3) Tăng trưởng tín dụng khả quan, dự kiến đạt 13,9% năm 2024, tập trung vào các ngành ưu tiên như dệt may, khu công nghiệp và công nghệ, thúc đẩy lợi nhuận bền vững. Với các lợi thế về thương hiệu, tệp khách hàng lớn và nguồn vốn ổn định, CTG hứa hẹn triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn.

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBank)

HOSE: VPB – Có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) mạnh mẽ trong 2024F–2025F từ nền thấp 2023A nhờ (1) Tăng trưởng tín dụng khả quan nhờ phục hồi kinh tế và chiến lược mở rộng, (2) Cải thiện hiệu quả hoạt động và chất lượng tài sản và (3) FE Credit lấy lại đà tăng trưởng và cải thiện đóng góp vào lợi nhuận

Kết quả kinh doanh 9T/2024 ghi nhận khả quan với lợi nhuận trước thuế (LNTT) hợp nhất đạt 13,9 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 67% so với cùng kỳ năm trước (YoY). Trong đó, ghi nhận tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt hơn 44 nghìn tỷ VND, tăng 22,5% YoY. Kết quả này chủ yếu đến từ sự tăng trưởng mạnh mẽ của thu nhập lãi thuần (NII), tăng 32,3% YoY, trong khi thu nhập ngoài lãi (Noll) giảm nhẹ 6,0% so với cùng kỳ. Trong Q3/2024, LNTT hợp nhất đạt 5,2 nghìn tỷ đồng, tăng 16% so với quý trước (QoQ) và 67% YoY. Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu VPB với giá mục tiêu 22.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 22,4%, dựa trên ba luận điểm chính: (1) Tăng trưởng tín dụng khả quan nhờ phục hồi kinh tế, chiến lược mở rộng, và sự hỗ trợ từ phân khúc bán lẻ và SME, với tăng trưởng tín dụng dự kiến đạt 15–17% trong giai đoạn 2024–2025; (2) Cải thiện hiệu quả hoạt động và chất lượng tài sản, khi NIM hợp nhất tăng lên 6,0% năm 2024 và 6,3% năm 2025, trong khi tỷ lệ NPL giảm dần nhờ quản lý rủi ro tốt hơn; (3) FE Credit lấy lại đà tăng trưởng, chuyển từ lỗ sang có lãi từ năm 2025, đóng góp tích cực vào lợi nhuận hợp nhất. Với triển vọng lợi nhuận trước thuế tăng mạnh 84% YoY năm 2024 và 19% YoY năm 2025, VPBank hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng vượt trội trong trung và dài hạn.

Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB)

HOSE: ACB – Ngân hàng vẫn rất nổi bật trong toàn ngành hiện tại với (1) Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhờ vào nhu cầu phục hồi và định hướng chiến lược (2) Chất lượng tài sản ổn định với tỷ lệ nợ xấu thấp và (3) NIM cải thiện và cơ cấu thu nhập bền vững.

Trong Q3/2024, tổng thu nhập hoạt động (TOI) đạt 8,1 nghìn tỷ đồng (-3,4% svck). Thu nhập lãi thuần (NII) đạt 6,9 nghìn tỷ đồng (+10,8% svck). LNTT của ngân hàng đạt 4,8 nghìn tỷ đồng (-3,8% svck). Trong 9T/2024, TOI đạt 25,0 nghìn tỷ đồng (+2,4% svck). NII đạt 20,7 nghìn tỷ đồng, tăng 11,0% nhờ tăng trưởng tín dụng 13,8% YTD, cao hơn nhiều so với mức trung bình ngành 7,8%. Lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 12,2 nghìn tỷ đồng (+1,7% svck). Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu ACB với giá mục tiêu 32.800 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 35,2%, dựa trên ba luận điểm chính: (1) Tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ nhờ nhu cầu phục hồi và định hướng chiến lược, với tăng trưởng tín dụng đạt 13,8% từ đầu năm đến Q3/2024, vượt xa mức trung bình ngành (7,8%), và dự kiến tiếp tục đạt 18% năm 2024 và 19% năm 2025 nhờ động lực từ vay mua nhà, doanh nghiệp lớn, và môi trường lãi suất thấp; (2) Chất lượng tài sản ổn định khi tỷ lệ nợ xấu duy trì ở mức thấp (1,49% cuối Q3/2024), tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt 80,5%, danh mục tín dụng được bảo đảm với 98% khoản vay có tài sản thế chấp, giúp kiểm soát tốt rủi ro tín dụng và duy trì chi phí tín dụng thấp ở mức 0,28% năm 2024F; (3) NIM cải thiện và cơ cấu thu nhập bền vững, với NIM dự kiến đạt 3,8% năm 2024 nhờ tối ưu hóa chi phí vốn, thu nhập từ phí tăng trưởng 8–10% nhờ bancassurance và dịch vụ thẻ, trong khi CIR được kiểm soát ổn định ở mức 33–34%. Với triển vọng tăng trưởng bền vững, ACB là lựa chọn đầu tư tiềm năng trong trung và dài hạn.

HOSE: TCB - Dự kiến đạt KQKD ấn tượng nhờ (1) Tăng trưởng tín dụng vững mạnh và sự phục hồi của thị trường bất động sản, nhất là giai đoạn 2H.2025 trở đi, (2) Chất lượng tài sản được kiểm soát và giảm dự phòng rủi ro tín dụng, và (3) Duy trì vị thế cạnh tranh và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận.

HOSE: STB - Có triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) 2024F - 2025F rất mạnh mẽ nhờ (i) Tăng trưởng lợi nhuận ổn định và triển vọng năm 2025, (ii) Tiềm năng cải thiện từ tái cấu trúc và (iii) Cải thiện hiệu quả hoạt động dài hạn

HOSE: MBB - KQKD đã có sự tăng trưởng tích cực, chúng tôi cho rằng MBB tiếp tục có triển vọng khả quan nhờ (i) Tăng trưởng tín dụng ấn tượng và chiến lược mở rộng bền vững, (ii) Hiệu quả chi phí và quản lý rủi ro vững chắc, (iii) Dịch vụ ngân hàng số và hệ sinh thái tài chính toàn diện.

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (Techcombank)

TCB ghi nhận 9T/2024 lợi nhuận trước thuế 22,8 nghìn tỷ đồng (+33,5% YoY), hoàn thành 82% kế hoạch năm, nhờ tăng trưởng lãi thuần (+22,8% YoY), thu hồi nợ (+88,2% YoY), và chi phí dự phòng giảm (-32,5% QoQ). Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 26.929 tỷ đồng (+17,7% YoY) và 30.162 tỷ đồng (+12,1% YoY), với tiềm năng tăng trưởng tích cực. Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu TCB với giá mục tiêu 30.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 25,8%, dựa trên ba luận điểm chính: (1) Tăng trưởng tín dụng vững mạnh, dự kiến đạt 18,5% năm 2024F và 18,4 - 19,8% năm 2025F, nhờ động lực từ lĩnh vực sản xuất, chế biến và bất động sản, đặc biệt sự phục hồi tích cực của thị trường nhà ở miền Bắc; (2) Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, với tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 1,2% và chi phí dự phòng tín dụng giảm 32,5%, góp phần cải thiện lợi nhuận; (3) Hiệu quả hoạt động vượt trội, với tỷ lệ CIR thấp (29,2%), mục tiêu NIM trên 4%, và tiềm năng cải thiện trong năm 2025F nhờ chiến lược tối ưu hóa nguồn vốn. Các yếu tố này tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn của TCB.

Ngân Hàng TMCP Sài Gòn Thương tín (Sacombank)

Sacombank ghi nhận 9T/2024 lợi nhuận trước thuế 8,1 nghìn tỷ đồng (+18,3% YoY), hoàn thành 73% kế hoạch năm, nhờ thu nhập lãi thuần tăng (+12,1% YoY) và chi phí dự phòng giảm (-25,5% YoY). Tăng trưởng tín dụng đạt 8,9% YTD, cao hơn trung bình ngành. Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 11.891 tỷ đồng (+24% YoY) và 14.070 tỷ đồng (+18,3% YoY), với triển vọng tăng trưởng tích cực. Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu STB với giá mục tiêu 41.100 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 18,4%, dựa trên ba luận điểm chính: (1) Tăng trưởng lợi nhuận ổn định, với LNTT năm 2025 dự kiến tăng 18% lên 14 nghìn tỷ VNĐ, nhờ tăng trưởng tín dụng vững chắc và duy trì biên lãi thuần (NIM) ở mức 3,9%, dù vẫn chịu áp lực từ chi phí dự phòng cao; (2) Tiềm năng cải thiện từ tái cấu trúc, khi quá trình tái cơ cấu kéo dài từ năm 2015 đang gần hoàn thiện, đặc biệt nếu đấu giá thành công 32,5% cổ phần do VAMC sở hữu, tạo điều kiện cho tăng trưởng tín dụng và cải thiện năng lực tài chính dài hạn; (3) Hiệu quả hoạt động dẫn cải thiện, với thu nhập ngoài lãi (Noll) dự kiến tăng 14,7% trong năm 2025, đạt 6 nghìn tỷ VNĐ, nhờ gia tăng dịch vụ bán chéo và mở rộng hệ sinh thái khách hàng doanh nghiệp. Các yếu tố này giúp STB tăng cường vị thế cạnh tranh và triển vọng dài hạn.

Ngân hàng TMCP Quân Đội (MB)

MBB ghi nhận 9T/2024 lợi nhuận trước thuế 20,7 nghìn tỷ đồng (+4% YoY). Trong Q3/2024, lợi nhuận trước thuế đạt 7,3 nghìn tỷ đồng (-4% QoQ; đi ngang YoY). Tăng trưởng tín dụng đạt 13,5%, với cho vay tăng 14,9%, trong khi dư nợ trái phiếu doanh nghiệp giảm 9%. Thu nhập ngoài lãi đạt 8,8 nghìn tỷ đồng (+47% YoY), thấp hơn kỳ vọng. Chúng tôi dự phóng LNTT năm 2024F và 2025F lần lượt đạt 28.476 tỷ đồng (+8,2% YoY) và 32.371 tỷ đồng (+13,7% YoY), với triển vọng tăng trưởng tích cực. Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu MBB với giá mục tiêu 30.100 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 28,0%, dựa trên ba luận điểm chính: (1) Tăng trưởng tín dụng ấn tượng, đạt 13,5% tính đến quý 3/2024, vượt mức trung bình ngành, nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ ở các phân khúc bán lẻ, doanh nghiệp vừa và nhỏ, cùng bất động sản. Trong giai đoạn 2024-2025, MBB dự kiến mở rộng thị phần thông qua nền tảng khách hàng hiện hữu và chiến lược quản lý rủi ro hiệu quả. (2) Hiệu quả chi phí và quản lý rủi ro vững chắc, với tỷ lệ CIR thấp ở mức 31,5% và tỷ lệ nợ xấu (NPL) được kiểm soát ở mức 2,2% năm 2024F, cùng kỳ vọng giảm thêm vào năm 2025F nhờ các biện pháp chủ động như tăng trích lập dự phòng và tối ưu hóa quản lý rủi ro. (3) Dịch vụ ngân hàng số và hệ sinh thái tài chính toàn diện, giúp MBB dẫn đầu trong việc tiếp cận khách hàng trẻ và thúc đẩy doanh thu phi tín dụng (NFI). Với ứng dụng MB Bank tăng trưởng mạnh và chiến lược mở rộng hệ sinh thái từ cho vay, bảo hiểm đến đầu tư, MBB tạo nền tảng vững chắc cho tăng trưởng dài hạn. Những yếu tố này củng cố tiềm năng tăng trưởng bền vững và khả năng cạnh tranh vượt trội của MBB trong tương lai.

2.A – Chứng khoán: Chờ đợi điểm sáng từ nâng hạng

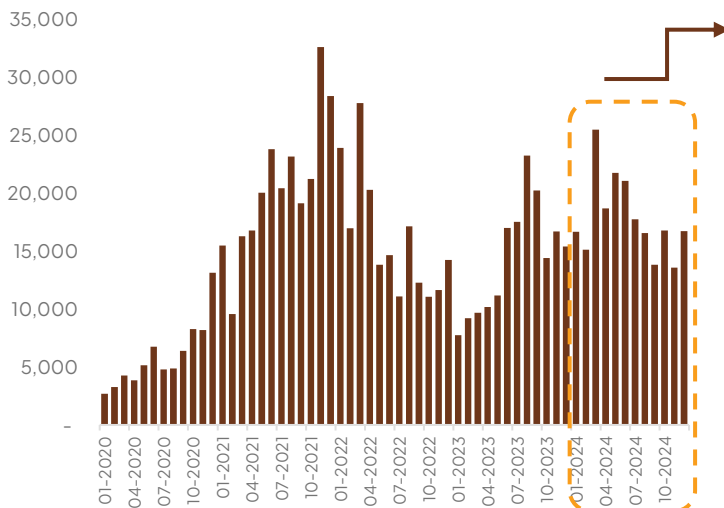
Áp lực từ bán ròng khối ngoại tác động đến triển vọng ngắn hạn của thị trường

VN-Index đã nhúng xuống mức 1.220 vào tháng 11/2024, sau lần thứ 6 bứt phá vùng 1.300 bất thành. Thanh khoản thị trường suy yếu dẫn sau khi đạt đỉnh vào tháng 03/2024, với GTGD trung bình ngày giảm xuống còn 16 - 17 nghìn tỷ đồng trong tháng 12 dù đã có sự hồi phục so với tháng trước. Sự sụt giảm này là do (i) khối ngoại tiếp tục bán ròng mạnh mẽ vào tháng 10 - 11 do áp lực tỷ giá và sự bất định trong bầu cử Tổng thống Mỹ; và (ii) vốn trong nước chuyển sang các lớp tài sản, đặc biệt là bất động sản.

Trước mắt, chúng tôi cho rằng những thách thức trong việc thu hút cả dòng vốn trong và ngoài nước sẽ ảnh hưởng đến triển vọng ngắn hạn của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, về mặt tích cực, nền tảng cho đợt tăng giá tiếp theo của thị trường đã được thiết lập vững chắc, được hỗ trợ bởi (i) việc triển khai giao dịch không yêu cầu ký quỹ trước bằng tiền (Non-prefunding), và (ii) các hoạt động huy động vốn đáng kể của các công ty chứng khoán hàng đầu.

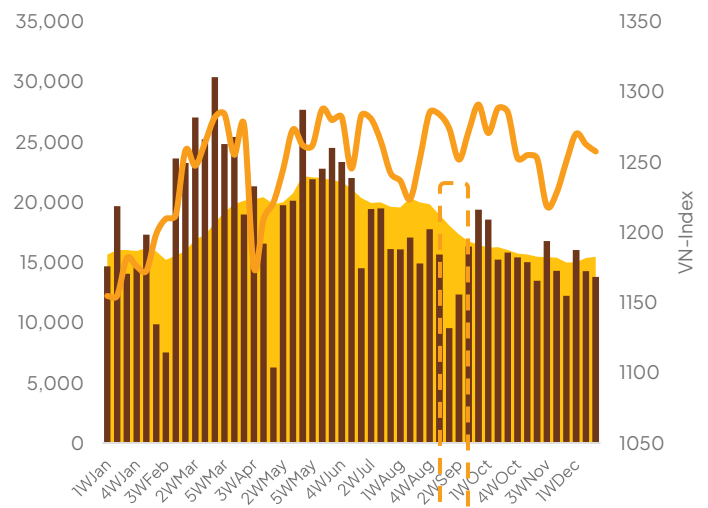
GTGD trung bình/ tháng suy giảm trong 2024

Đơn vị: tỷ đồng



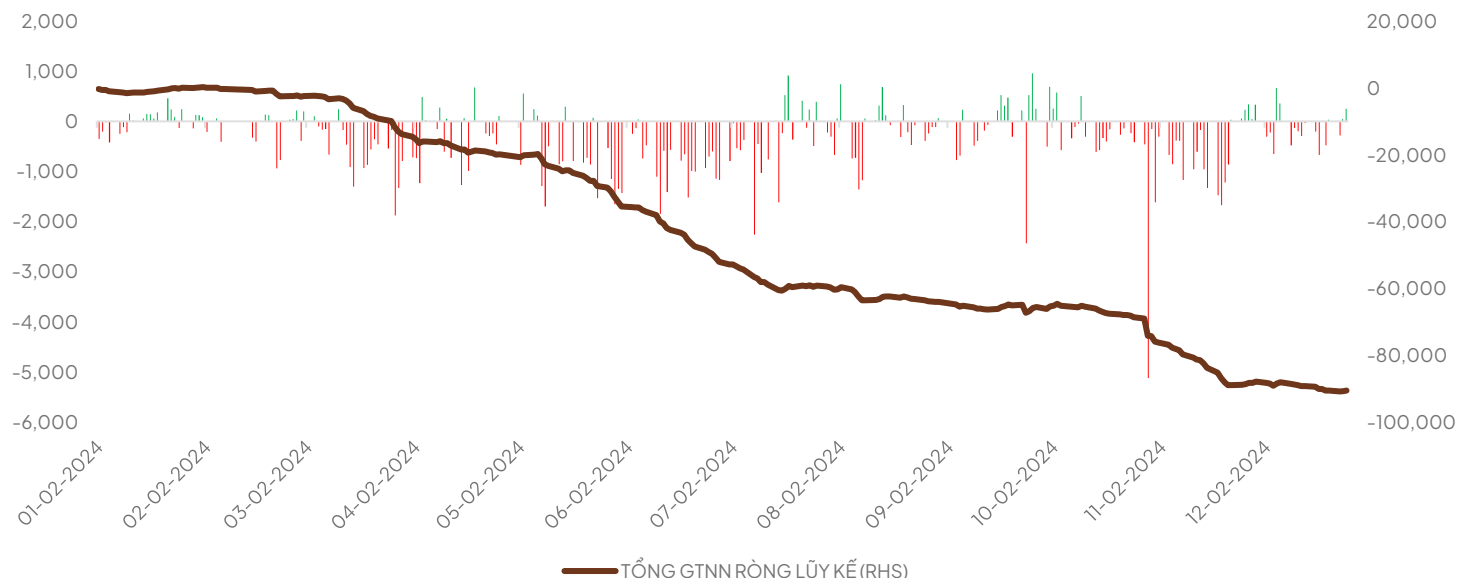
GTGD trung bình ngày (2024) sụt giảm mạnh trong tháng 9

GTGD trung bình ngày vẫn ở mức thấp so với trung bình trượt 3 tháng gần nhất



Khối ngoại bán ròng hơn 90 nghìn tỷ đồng trong 2024, đặc biệt trong tháng 10-11 sau khi tạm dừng trong 02 tháng trước đó

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Fiinpro, LPBS Research



2.A – Chứng khoán: Chờ đợi điểm sáng từ nâng hạng

Triển vọng trung dài hạn vẫn hấp dẫn nhờ chủ đề đầu tư Nâng hạng thị trường

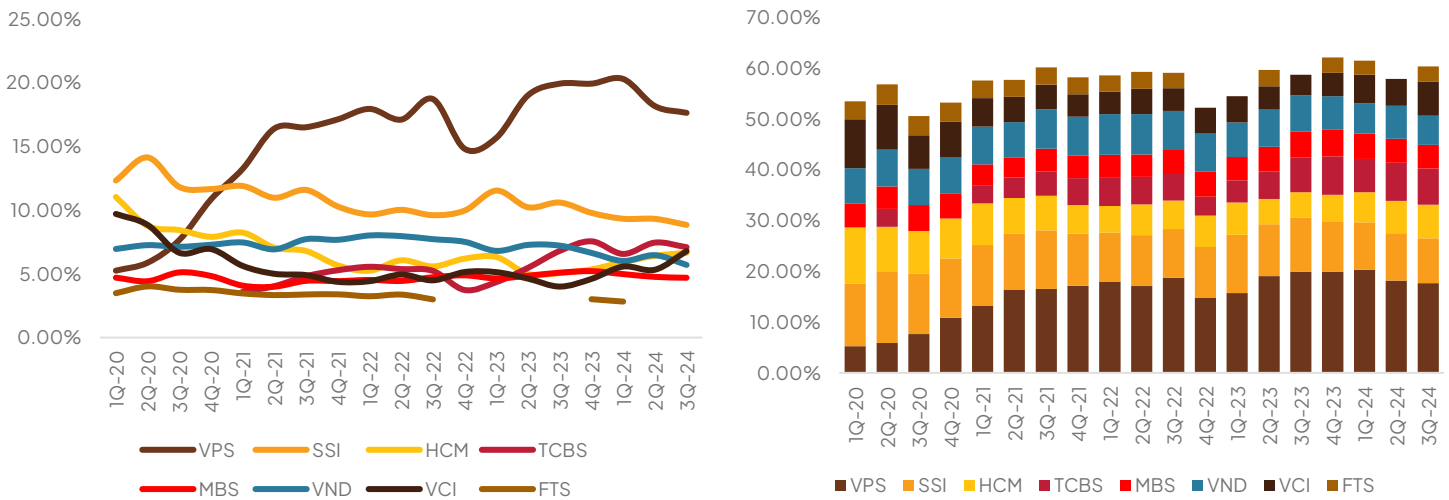
Thị trường chứng khoán Việt Nam được kỳ vọng nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market) vào 09/2025 là xúc tác quan trọng trong trung và dài hạn. Việc này có thể thu hút dòng vốn đầu tư thụ động và kể cả chủ động từ khối ngoại. Tuy vậy, chúng tôi vẫn đang cân nhắc và đánh giá tiềm năng này trong mối quan hệ với rủi ro đầu tư liên quan đến bối cảnh địa chính trị toàn cầu sắp tới.

Ngoài ra, để thị trường chứng khoán Việt Nam lấy lại sức cạnh tranh và thu hút thanh khoản trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng các chất xúc tác sau đây là cần thiết:

- Tăng trưởng thu nhập của các công ty trên sàn. Hiệu quả hoạt động mạnh mẽ của doanh nghiệp sẽ củng cố niềm tin của thị trường.
- Hiệu quả của các quy định và luật mới. Khuôn khổ pháp lý minh bạch và mang tính hỗ trợ sẽ giúp các công ty thực hiện các chiến lược tăng trưởng để thu hút đầu tư.
- Thoái vốn Nhà nước và IPO. Đẩy nhanh quá trình thoái vốn các doanh nghiệp nhà nước và chào bán lần đầu (IPO) các công ty tư nhân chưa niêm yết sẽ mở rộng cơ hội đầu tư và tăng sức hút cho thị trường.

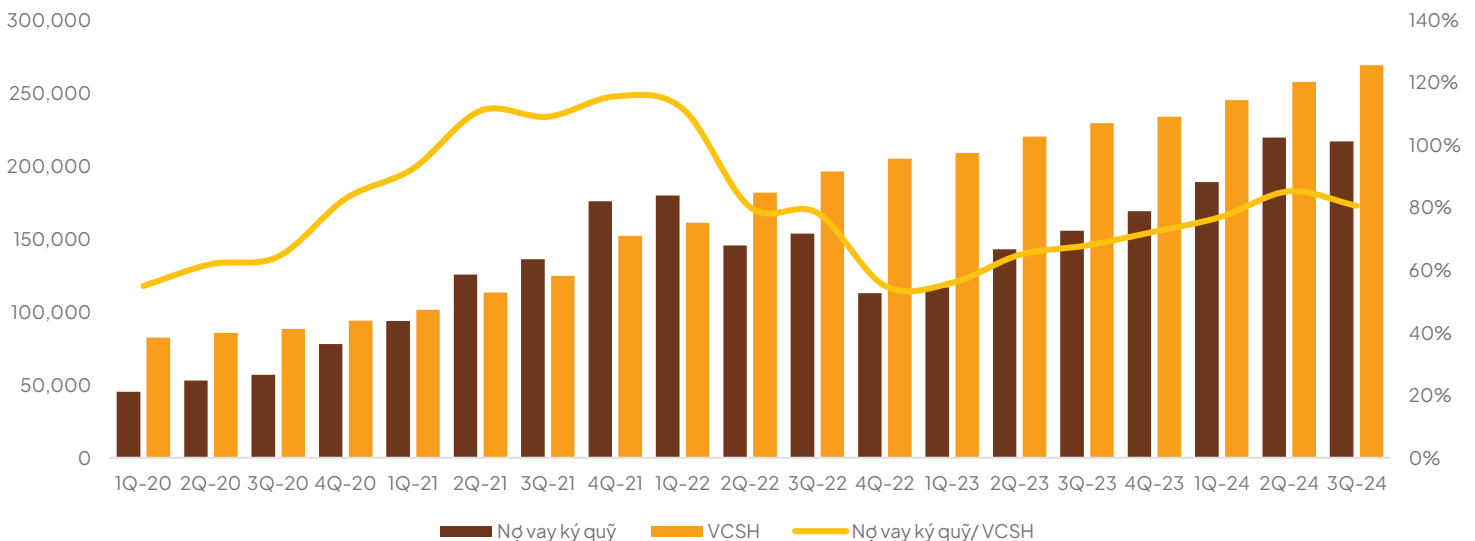
Thị phần giao dịch, top 10 sàn HOSE

Sự quay lại về mặt thị phần của VCI và HCM thể hiện dấu ấn của nhà đầu tư tổ chức, trong khi vai trò nhà đầu tư cá nhân đang suy giảm ...



Cho vay ký quỹ

Đơn vị: tỷ đồng



2.A – Chứng khoán: Chờ đợi điểm sáng từ nâng hạng

Kế hoạch huy động vốn 2024–2025, các công ty chứng khoán hàng đầu

Trong 9T24, ngành chứng khoán đã huy động thành công gần 25 nghìn tỷ vốn từ nhà đầu tư qua các hình thức phát hành khác nhau. Nhiều kế hoạch phát hành mới đã được công bố (HCM, TCBS) và sẽ được thực hiện vào đầu 2025.

Doanh nghiệp	Phương thức phát hành	% số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Số lượng phát hành (triệu CP)	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	SSC chấp thuận (tỷ đồng)	Kế hoạch ĐHCĐ (tỷ đồng)
SSI	Phát hành quyền	10%	151	1.510		
	Phát hành riêng lẻ	7%	104			1.500
	ESOP		10	100		
VND	Phát hành quyền	20%	243,6	2.436		
	Phát hành riêng lẻ	20%	286,6			3.439
	ESOP		30			300
HCM	Phát hành quyền	50%	228,6	2.286		
	ESOP		16	160		
	Phát hành quyền	50%	360			3.600
VCI	Phát hành riêng lẻ	30%	144	2.420		
	ESOP		4,4			44
MBS	Phát hành quyền	25%	109,4	1.094		
	Phát hành riêng lẻ	5%	27		765	
ACBS	Phát hành quyền	42%	300	3.000		
TCBS	Phát hành riêng lẻ	5%	118			1.376
LPBS	Phát hành quyền	1.450%	363,8	3.638		
VIX	Phát hành quyền	95%	636	6.360		
	ESOP		20	200		
SHS	Phát hành quyền	100%	813,1			8.131
ORS	Phát hành quyền	33%	100	1.000		
TCI	Phát hành quyền	44%	50,9			509
	ESOP	4%	5	50		
DSE	Chào bán công khai lần đầu	10%	30	900		
VDS	Phát hành riêng lẻ	38%	81			891

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi đánh giá triển vọng của ngành Chứng khoán rất hứa hẹn theo sau triển vọng nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary EM) của thị trường chứng khoán Việt Nam. Theo đó, chúng tôi đang định giá SSI, HCM và MBS ở mức trung vị PE và PB 05 năm gần nhất (bao gồm giai đoạn hưng phấn 2020-2021) để làm mức kỳ vọng cho giá mục tiêu 2025F.

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với SSI, HCM và MBS do ngoài câu chuyện nâng hạng thì mỗi cổ phiếu lại có câu chuyện riêng từ vị thế cạnh tranh trong ngành:

- SSI: CTCK hàng đầu ngành, vị thế vốn chủ sở hữu mạnh mẽ. Trong trung và dài hạn, SSI có thể tận dụng nền tảng vốn vững chắc của công ty để mở rộng hoạt động kinh doanh trái phiếu, cho vay ký quỹ và môi giới nhanh hơn. Ngoài ra, SSI còn có lợi thế về chi phí thấp khi điều kiện thị trường thuận lợi vì có thể tiếp cận nguồn vốn với chi phí thấp hơn từ các ngân hàng trong nước và các khoản vay hợp vốn nước ngoài.
- HCM: CTCK với vị thế hàng đầu trong phân khúc khách hàng tổ chức. Với xu hướng giá trị giao dịch trong trung dài hạn thuộc về nhóm KHTC, HCM sẽ hưởng lợi chính từ xu hướng này.
- MBS: CTCK thuộc hệ sinh thái của ngân hàng MB, với lợi nhuận và thị phần môi giới chứng khoán tăng trưởng liên tục trong thời gian gần đây.

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu YE2025 VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
SSI	Chứng khoán SSI		47.968	24.450	29.000	21/01/2024	18,4	5,0
HCM	Chứng khoán HSC		20.663	28.700	35.860	21/01/2024	25,0	3,5
MBS	Chứng khoán MBS		15.465	27.000	34.350	21/01/2024	27,2	3,8

2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

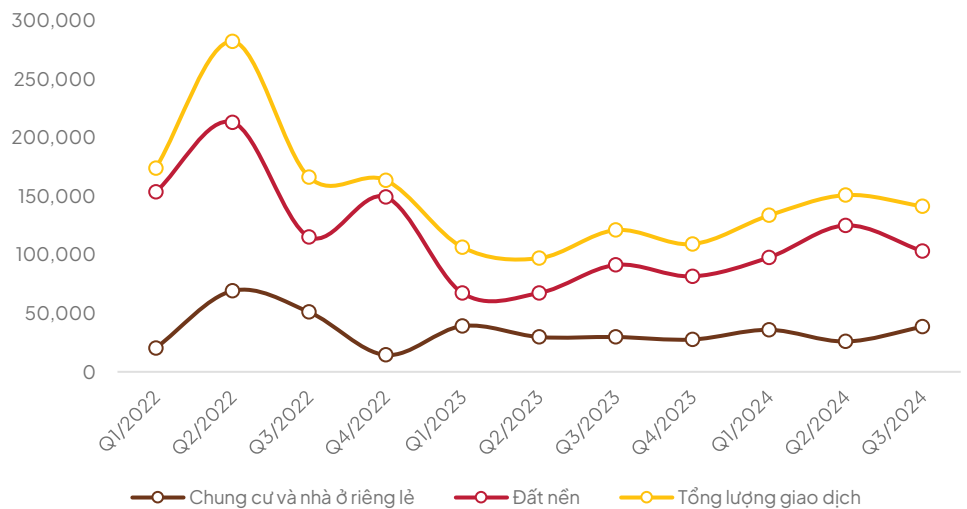
Tổng giao dịch Bất động sản 9T.2024

Theo Bộ xây dựng, trong quý III/2024, thị trường bất động sản dân cư phân hóa rõ rệt, với xu hướng tăng giá tập trung vào các khu vực tiềm năng. Lượng giao dịch Chung cư và nhà ở riêng lẻ tăng nhẹ trong khi lượng giao dịch đất nền thì giảm.

- Lượng giao dịch bất động sản: Trong Quý III/2024, lượng giao dịch thành công căn hộ chung cư và nhà ở riêng lẻ đạt 38.398 giao dịch, tăng mạnh 148,3% so với Quý II/2024 và 129% so với Quý III/2023. Ngược lại, giao dịch đất nền có xu hướng giảm với 102.966 giao dịch, chỉ bằng 82,3% so với Quý II/2024 nhưng vẫn tăng 112,8% so với cùng kỳ năm 2023. Tổng lượng giao dịch toàn thị trường đạt 141.364 giao dịch, giảm so với Quý II/2024 (150.876 giao dịch).
- Tình hình tồn kho bất động sản: Lượng tồn kho bất động sản Quý III/2024 đạt 25.937 căn/nền, trong đó chung cư có 4.688 căn, nhà ở riêng lẻ 12.250 căn, và đất nền 8.999 nền. Riêng tồn kho nhà ở riêng lẻ và đất nền chiếm 21.249 căn/nền, tăng mạnh 150,6% so với Quý II/2024 (14.106 căn/nền). Điều này phản ánh áp lực thanh khoản tại các phân khúc này, đặc biệt khi thị trường chưa đạt kỳ vọng trong một số khu vực.

Tổng lượng giao dịch chung cư, nhà ở riêng lẻ & đất nền (2022–2024)

Đơn vị: sản phẩm



Nguồn: Bộ xây dựng & LPBS Research

Khu vực Hà Nội & lân cận

Trong 9T.2024, thị trường căn hộ tại Hà Nội đã ghi nhận xu hướng tích cực cả về nguồn cung và nhu cầu. Trong giai đoạn này, khoảng 19.490 căn hộ mới đã được ra mắt và 2.867 sản phẩm nhà liền thổ. Trong Q3.2024, khoảng 8.704 căn hộ đã được ra mắt, tăng 14% q/q và tăng 393% y/y. Khoảng 11.200 căn hộ đã được bán trong Q3.2024, trong đó, khối lượng bán căn hộ tại Hà Nội đạt khoảng 9.800 căn, tăng 35% q/q và 296% y/y. Giá bán sơ cấp trung bình gần 2.700 USD/m², tăng 3% q/q và 26% y/y.

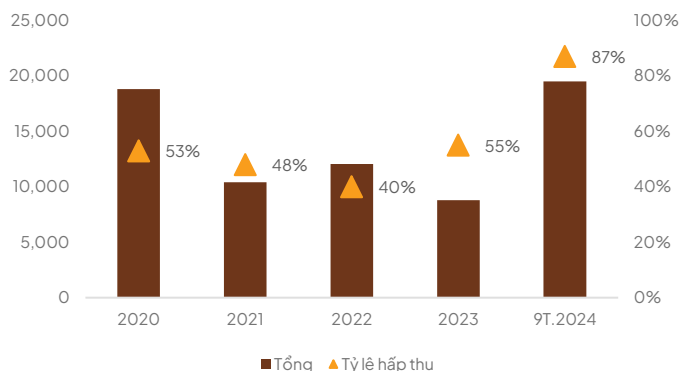
Sự tăng mạnh trong khối lượng bán trong 9T.2024 là do nguồn cung mới tiếp tục khan hiếm trong những năm qua. Các dự án mới ra mắt có tình trạng pháp lý minh bạch, được phát triển bởi các chủ đầu tư uy tín, chính sách bán hàng hấp dẫn và các tiện ích tích hợp đã ghi nhận hiệu suất bán hàng tốt. Hầu hết các dự án này đều nằm trong các khu đô thị lớn ở khu vực phía Tây đối với sản phẩm căn hộ, trong khi đó, phần lớn nguồn cung mới đến từ các đợt mở bán tiếp theo của các dự án nhà liền thổ hiện có tại các khu vực ngoại thành như Hà Đông, Mê Linh và Thường Tín.

Biến động giá bất động sản tại Hà Nội: Tại Hà Nội, giá bán biệt thự và nhà liền kề tiếp tục tăng nhờ lợi thế hạ tầng và dự án mới. Giá trung bình thứ cấp đạt 160 triệu đồng/m², tăng 3% so với quý trước và gần 7% so với năm trước. Một số khu vực có mức tăng cao như Sunshine Capital Tây Thăng Long (221,1 triệu đồng/m², +3,8%) và Louis City (232,1 triệu đồng/m², +4,8%). Các dự án ở Đông Anh, Long Biên hưởng lợi từ hạ tầng đang phát triển, thúc đẩy tăng giá mạnh hơn.

2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

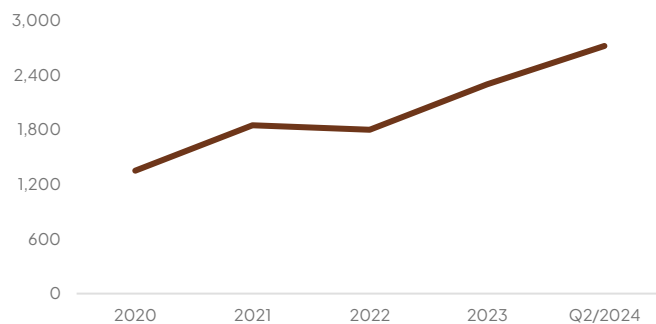
Nguồn cung Căn hộ khu vực Hà Nội

Đơn vị: Sản phẩm



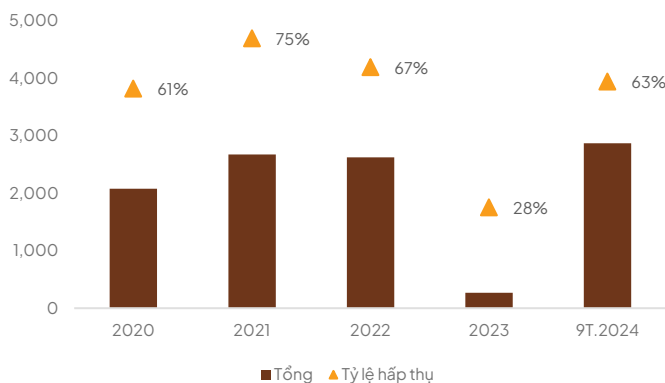
Giá bán trung bình

Đơn vị: USD/m²



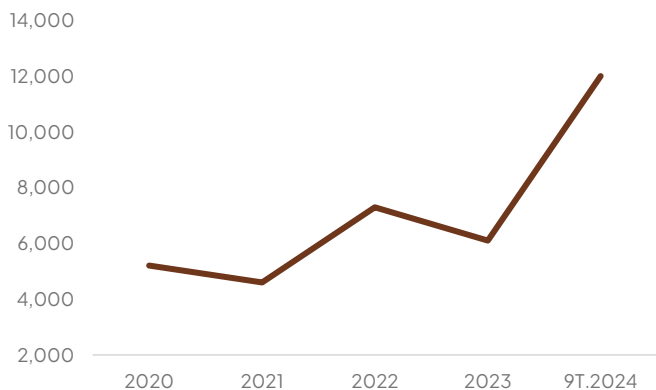
Nguồn cung Đất nền khu vực Hà Nội

Đơn vị: Sản phẩm



Giá bán trung bình

Đơn vị: USD/m²



Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

Khu vực TP.HCM & lân cận

Trong 9T/2024, khoảng 1.944 căn hộ mới đã được ra mắt, giảm 83% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, Q3/2024 ghi nhận khoảng 642 căn hộ mới phần lớn đến từ các dự án ở khu vực lân cận nhờ vào việc hoàn thành các quy định pháp lý bị tồn đọng trước đó. Phân khúc trung cấp tiếp tục chiếm ưu thế với 77% thị phần nguồn cung mới trong chín tháng đầu năm 2024.

Trong khi đó, số lượng nền đất mới đã được đưa ra thị trường tăng 268 căn so với 1H.2024, nâng tổng số nền đất lên 393 sản phẩm trong 9T2024 và chủ yếu tập trung ở khu vực phía Tây. Trong bối cảnh quỹ đất hạn chế ở các khu đô thị đã phát triển, các chủ đầu tư ngày càng sáng tạo và linh hoạt trong thiết kế sản phẩm để tận dụng lợi thế của các nguồn tài nguyên sẵn có và tối đa hóa giá trị dự án.

Trong thời gian thị trường trầm lắng, các chủ đầu tư chiến lược đưa ra các gói thanh toán hấp dẫn được xem như một giải pháp tối ưu cho dòng tiền của người mua, như việc trả trước một phần nhỏ, thời gian thanh toán dài hơn, và giảm giá khi thanh toán trước,... với mục đích kích thích giao dịch trong giai đoạn cuối 2024.

Trong 9T2024, thị trường căn hộ dẫn đầu trong ghi nhận khối lượng bán hàng khoảng 3.642 căn hộ. Phân khúc tầm trung tiếp tục thu hút dòng tiền với hơn 60% khối lượng hàng bán được ghi nhận trong Quý 3/2024, chủ yếu tập trung ở các doanh nghiệp phát triển bất động sản uy tín với những chính sách bán hàng ưu đãi. Tuy vậy, tăng trưởng bán hàng còn chậm do nguồn cung hạn chế, khoảng 62% khối lượng bán hàng trong 9T/2024 đến từ nguồn dự án mới.

Thị trường bất động sản liên thổ tại TP.HCM đã ghi nhận sự hồi phục về khối lượng bán hàng, ghi nhận 501 sản phẩm nền đất được bán ra bao gồm 334 nền đất được giao dịch trong quý này. Quý 3/2024 cho thấy số đất nền giao dịch tăng gần 4 lần so với cùng kỳ năm trước. Tuy vậy, khối lượng bán hàng vẫn tương đối thấp khi người mua tiếp tục thận trọng và theo dõi xu hướng thị trường.



2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

Các chủ đầu tư ưu tiên hoàn thiện các thủ tục pháp lý khi chuẩn bị cho việc triển khai các luật mới được ban hành trong Quý 3/2024, do vậy, không có dự án mới nào được triển khai trong giai đoạn này dẫn đến số lượng sản phẩm ở thị trường sơ cấp giảm 31% so với 6T2024 và 31% so với 9T2023.

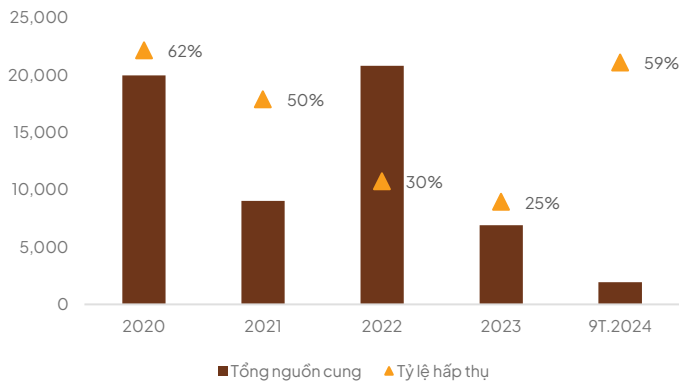
Giá bán sơ cấp trung bình giảm xuống khoảng 3.000 USD/m² chịu ảnh hưởng bởi các nguồn cung mới ở các khu vực xa hơn và sự giảm giá của căn hộ cao cấp và trung cấp, ghi nhận mức giảm trung bình 12% so với 6T2024. Với việc Bộ luật đất đai được áp dụng trong Q3/2024, thị trường bất động sản kỳ vọng sự thiện cải thiện niềm tin ở người mua nhà cùng với số lượng nguồn cung mới đầy đủ điều kiện pháp lý cho hoạt động mở bán ở khu vực TP.HCM.

Trong 9T.2024, Nguồn cung từ dự án mới ra mắt ở khu vực phía Tây đã làm xoa dịu đáng kể giá sơ cấp trung bình trong Q3/2024, đạt khoảng 11.950 USD/m², giảm 39% QoQ và 20% YoY.

Nhìn chung, quỹ đất hạn chế tại TP.HCM đã đẩy giá bán trung bình của bất động sản liên thổ và giá trị bất động sản tăng vọt. Do đó, tính thanh khoản của loại tài sản này đang trở nên tương đối thấp do giá trị bất động sản cao. Dần dần, các nhà đầu tư chuyển hướng ưa chuộng các tài sản bất động sản có giá trị thấp hơn và tính thanh khoản cao hơn trong bối cảnh thị trường trầm lắng và sự bất ổn của kinh tế toàn cầu.

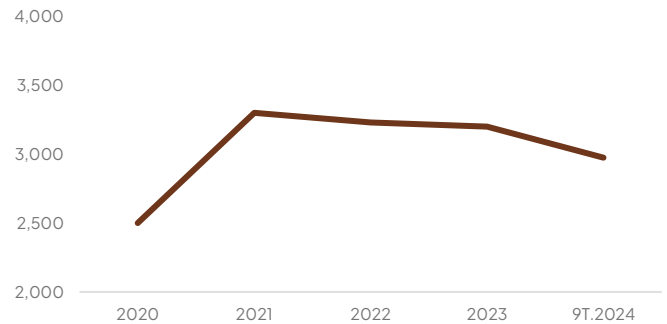
Nguồn cung Căn hộ khu vực TP. HCM

Đơn vị: Sản phẩm



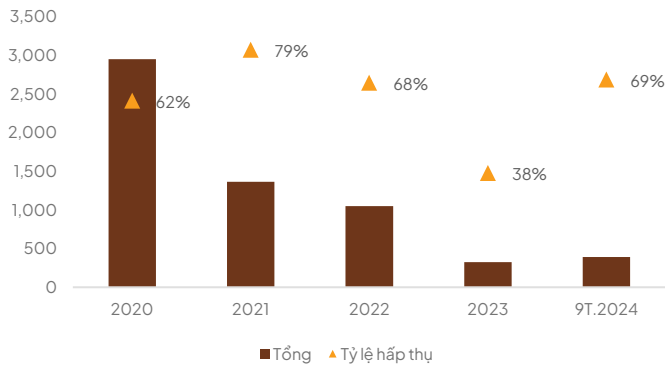
Giá bán trung bình

Đơn vị: USD/m²



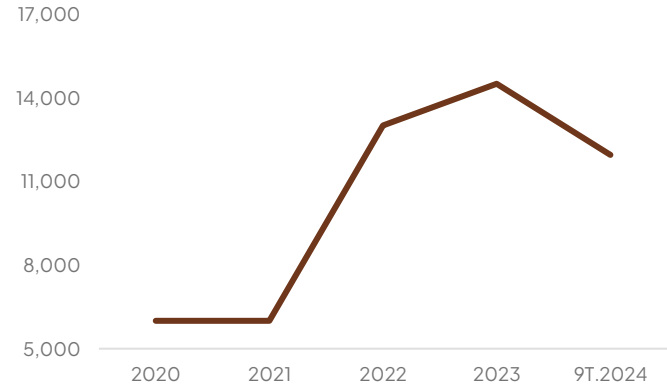
Nguồn cung Đất nền khu vực TP. HCM

Đơn vị: Sản phẩm



Giá bán trung bình

Đơn vị: USD/m²



Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

Kết quả kinh doanh các DN Bất động sản 9T2024: kéo dài chuỗi hồi phục từ đáy

Trong Q3.2024, kết quả kinh doanh của ngành Bất động sản nhà ở có sự phục hồi nhẹ so với quý trước nhưng vẫn đi ngang so với cùng kỳ năm trước. Tổng doanh thu thuần toàn ngành đạt 44,1 nghìn tỷ, +8,7% q/q & +0,2% y/y. Trong đó VHM, KDH, NLG, PDR, DXG, & NVL chiếm 84% tổng doanh thu thuần toàn ngành. LNST toàn ngành đạt 13,1 nghìn tỷ, +120% q/q & +4,6% y/y. Sự tăng trưởng LNST cùng kỳ này chủ yếu là do các doanh nghiệp phát triển bất động sản mở rộng được biên lợi nhuận gộp so với kỳ trước. Chi phí tài chính cũng được kiểm soát ở mức 3,1 nghìn tỷ, -50% y/y do lãi suất cho vay giảm dần so với quý trước.

Tổng doanh thu 9T.2024 toàn ngành đạt 103,2 nghìn tỷ, -19,4% y/y. Mặc dù sự tăng trưởng vẫn đang ghi nhận âm do các khó khăn của các doanh nghiệp bất động sản vẫn còn đó, nhưng sự phục hồi trong Q3.2024 cho thấy tình hình đã dần khả quan hơn. Chúng tôi đánh giá đà hồi phục này sẽ tiếp tục trong Q4.2024 - 2025 khi đây là quý cao điểm ghi nhận doanh thu - lợi nhuận của các DN BĐS, đồng thời các rào cản pháp lý dự án đang dần dần được gỡ bỏ. Ngoài ra, các bộ luật: (A) Luật Đất đai, (B) Luật Kinh doanh Bất động sản, và (C) Luật Nhà ở đã được thông qua và có hiệu lực từ ngày 1/8/2024, sẽ có tác động tích cực và thúc đẩy thị trường tiếp hồi phục và phát triển.

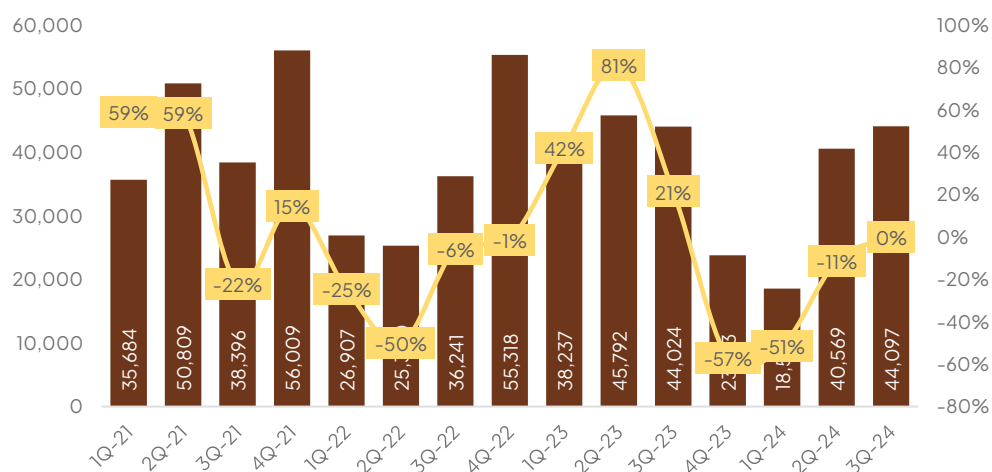
Kết quả kinh doanh 9T.2024 của các doanh nghiệp Bất động sản*

KQKD (tỷ vnd)	Q3 2023	Q2 2024	Q3 2024	q/q (%)	y/y (%)	9T 2023	9T 2024	y/y (%)
Doanh thu thuần	44.024	40.569	44.097	8,7%	0,2%	128.053	103.219	-19,4%
Lợi nhuận gộp	19.319	10.320	13.173	27,6%	-31,8%	47.321	28.841	-39,1%
<i>Biên Lợi nhuận gộp (%)</i>	43,9%	25,4%	29,9%			37,0%	27,9%	
Doanh thu tài chính	5.087	10.200	10.814	6,0%	112,6%	24.092	24.620	2,2%
CP Tài chính	4.291	6.254	3.163	-49,4%	-26,3%	10.483	12.791	22,0%
CP Bán hàng	1.472	1.642	2.219	35,1%	50,7%	5.055	4.882	-3,4%
CP Quản lý doanh nghiệp	1.746	2.060	2.381	15,6%	36,4%	5.453	6.075	11,4%
Lợi nhuận sau thuế	12.563	5.978	13.141	119,8%	4,6%	37.075	20.757	-44,0%
<i>Biên Lợi nhuận ròng (%)</i>	28,5%	14,7%	29,8%			29,0%	20,1%	

Nguồn: Fiinpro & LPBS Research

Tăng trưởng doanh thu thuần ngành Bất động sản

Đơn vị: tỷ vnd



Nguồn: Fiinpro & LPBS Research

Ghi chú: * KQKD của ngành Bất động sản dân cư được tính dựa trên các DN bất động sản dân cư niêm yết trên sàn HOSE, HNX, & Upcom

2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

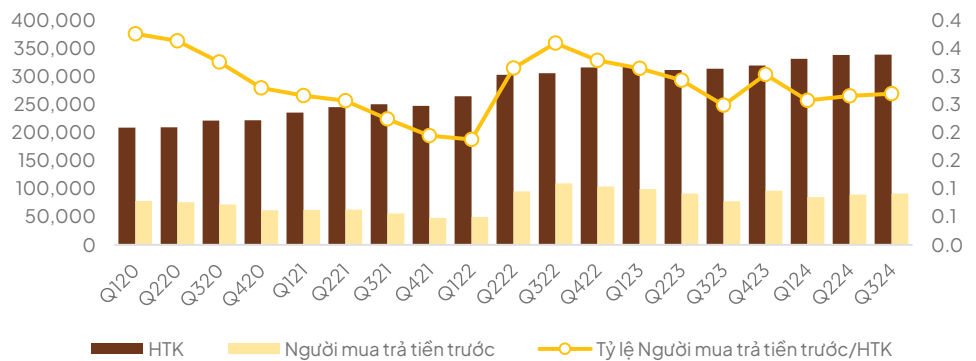
Tình hình tài chính

Tỷ lệ người mua trả tiền trước/HTK của toàn ngành đi ngang trong Q3.2024, đạt 26,6%. Do mặc dù hoạt động mua bán bất động sản trên thị trường bắt đầu phục hồi nhộn nhịp trở lại nhưng chủ yếu chỉ tập trung ở phân khúc thứ cấp. Phân khúc sơ cấp phục hồi nhưng chưa thực sự ấm lên.

Mức đòn bẩy tài chính D/E giảm nhẹ đạt mức 47.5% vào Q3.2024 so với mức 49.1% quý trước nhưng tăng so với cùng kỳ Q2.2023 (43.6%). Tuy D/E có giảm nhẹ trong Q3.2024 nhưng svck thì vẫn tăng là do các dự án đang phát triển hầu hết là đại dự án phát triển dài hạn của các CĐT bất động sản. Tổng chi phí lãi vay trong kỳ đạt mức 2.615 tỷ đồng trong Q3.2024, giảm so với quý trước, phản ánh thực tế lãi suất cho vay đã hạ nhiệt, đồng thời cũng thể hiện giảm đòn bẩy của các DN BĐS trong Q3.2024.

Tỷ lệ tài trợ từ người mua trả trước có xu hướng phục hồi

Đơn vị: tỷ VNĐ



Nguồn: Fiinpro & LPBS Research

Triển vọng nguồn cung trong giai đoạn 2025 – 2027

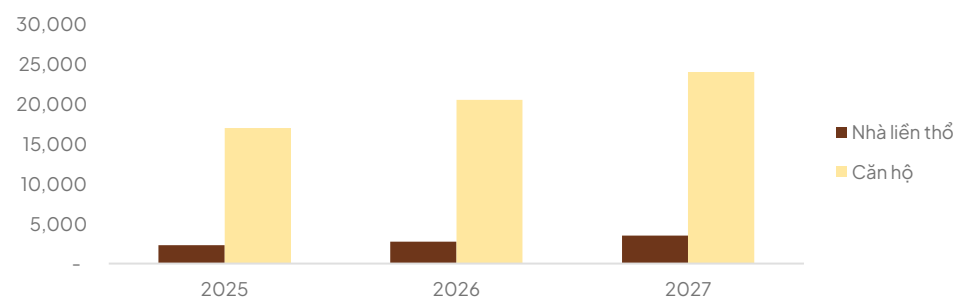
Khép lại nửa cuối năm 2024, thị trường bất động sản Hà Nội chào đón khoảng 9.500 căn hộ mới, chủ yếu tập trung ở khu vực phía Tây và các khu đô thị tích hợp lớn như Vinhomes Ocean Park và Vinhomes Smart City. Từ năm 2025, các quận ngoại thành như Đông Anh, Gia Lâm, Hà Đông, và Hoàng Mai sẽ trở thành nguồn cung căn hộ chính nhờ sự phát triển hạ tầng và quy hoạch đô thị.

Nguồn cung đất liền thổ tại Hà Nội dự kiến tiếp tục tăng trong năm 2025, với sự đóng góp lớn từ các khu đô thị tích hợp của các nhà phát triển uy tín. Khu vực trung tâm và phía Tây sẽ thiếu nguồn cung mới do nguồn cung đất liền thổ sẽ tập trung ở các khu vực ngoại thành như Đông Anh và Gia Lâm.

Từ 2025 đến 2027, Hà Nội dự kiến đón nhận 70.000 căn hộ và 9.800 căn đất liền thổ, thể hiện tiềm năng phát triển mạnh mẽ của thị trường bất động sản, đáp ứng nhu cầu của người dân và nhà đầu tư sau thời gian dài khan hiếm.

Nguồn cung Bất động sản Hà Nội giai đoạn 2025 – 2027

Đơn vị: sản phẩm



Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

Dự địa phát triển các nguồn đất tại các quận nội thành trở nên khan hiếm là nguyên nhân chuyển dịch hướng nguồn cung bất động sản TPHCM sang các khu vực xa hơn, đi cùng với sự phát triển cơ sở hạ tầng. Thành phố Thủ Đức và khu vực phía Đông với nguồn đất dồi dào đang trở thành điểm nhấn quan trọng, trong khi khu vực phía Nam gồm Nhà Bè và Cần Giuộc cũng tham gia quy hoạch nhiều dự án lớn.

Đông Anh và Gia Lâm dự kiến sẽ đóng góp vào nguồn cung từ các khu đô thị tích hợp lớn như Vinhomes Cổ Loa, Vinhomes Ocean Park, và BRG Smart City.



Phần lớn các dự án sắp tới sẽ được triển khai trong phạm vi từ 5 đến 25 km từ trung tâm thành phố HCM. Đồng thời, các dự án khác, dự kiến cho tương lai xa hơn, sẽ mở rộng đến khoảng cách lên đến 50 km

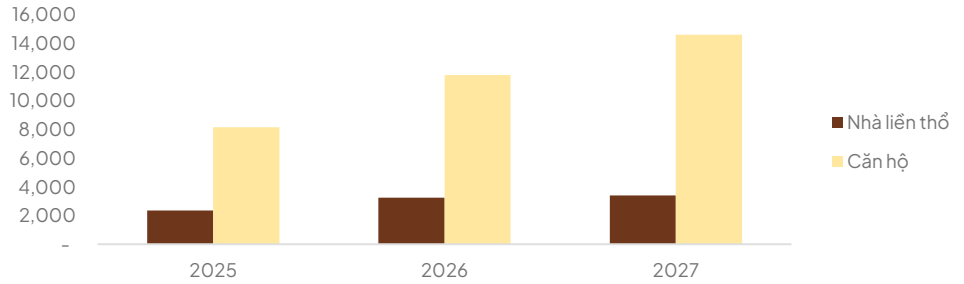
2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

Trong vòng ba năm tới, các dự án mới chủ yếu sẽ triển khai trong phạm vi 5-25 km từ trung tâm thành phố, với những dự án trong tương lai xa hơn mở rộng tới 50 km. Khái niệm phát triển theo hướng giao thông (TOD) cũng đang dần được áp dụng.

Dự kiến từ 2025 đến năm 2027, TPHCM sẽ cung cấp ra thị trường thêm khoảng 34.500 căn hộ và 9.000 căn đất liền thổ. Tiềm năng phát triển của thị trường bất động sản được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà hồi phục mạnh mẽ, tuy vậy, chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng dựa trên cơ sở hiện tại phần lớn giao dịch vẫn chủ yếu vẫn ở thị trường thứ cấp.

Nguồn cung Bất động sản TP. HCM giai đoạn 2025 – 2027

Đơn vị: sản phẩm

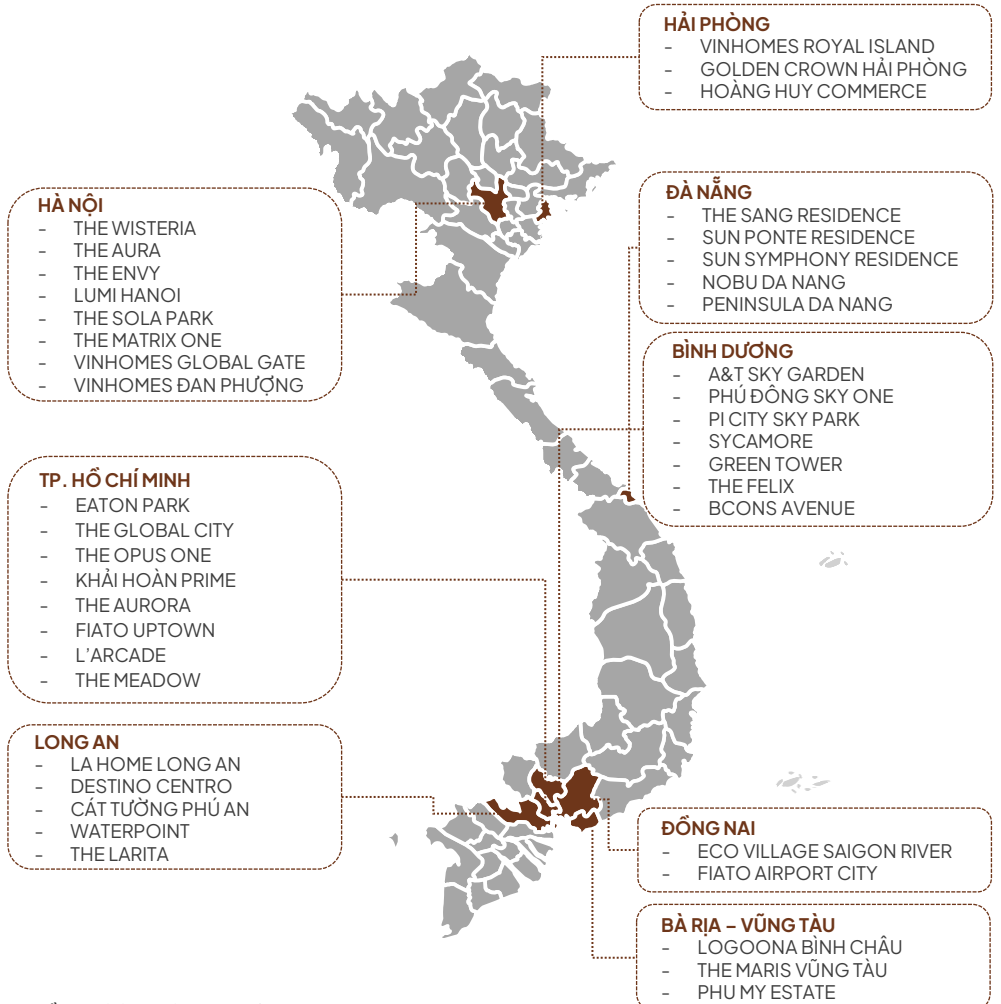


Nguồn: Cushman & Wakefield, Savills, & LPBS Research

Các dự án đã triển khai sẽ đóng góp nguồn cung trong tương lai

Trong 2024, hầu hết các dự án được triển khai được tập trung khu vực kinh tế trọng điểm là Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh, và Đà Nẵng với phần lớn đến từ các giai đoạn của các đại dự án đang sẵn phát triển. Bên cạnh đó do giá đất khu vực trung tâm tăng cao, các chủ đầu tư phát triển dự án bất động sản chủ yếu sẽ triển khai các dự án mới trong phạm vi 5-25 km từ trung tâm thành phố.

Bản đồ các dự án Bất động sản



Nguồn: DXS & LPBS Research

2.B – Ngành Bất động sản Dân cư: Chu kỳ hồi phục tiếp diễn

Tổng quan các cổ phiếu ngành BĐS Dân cư

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
Chủ đề đầu tư 1: Tận dụng tiềm lực								
VHM	Vinhomes	179.400	40.950	50.800	17/12/2024	24,1	0	24,1
NLG	BDS Nam Long	14.314	37.500	45.500	17/12/2024	21,3	1,3	22,6
KDH	Nhà Khang Điền	35.162	34.600	40.400	17/12/2024	16,8	0	16,8
Chủ đề đầu tư 2: Vượt thoát rủi ro								
PDR	BDS Phát Đạt	18.816	21.500	25.500	17/12/2024	18,6	0	18,6
DXG	Địa ốc Đất Xanh	12.937	17.600	19.800	17/12/2024	12,5	0	12,5

Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

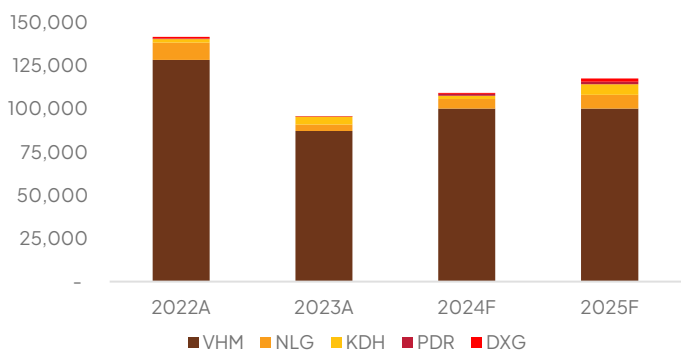
Mở bán mới sẽ tăng tốc từ Q4/2024 trở đi

Chúng tôi tin rằng giao dịch BĐS sẽ có sự tích cực từ Q4/2024 trở đi, với động lực từ (1) sự cải thiện dần dần tâm lý NĐT và theo đó là hoạt động môi giới nhờ triển vọng phục hồi của thị trường BĐS, triển vọng mặt bằng lãi suất vay mua nhà ổn định, và việc đẩy nhanh phát triển cơ sở hạ tầng trọng yếu, và (2) nhu cầu mua ở thực (phân khúc trung cấp) ổn định và nhu cầu mua đầu tư (BDS liên thổ) hồi phục; đồng thời về phía cung nguồn cung sơ cấp mới tăng trưởng nhờ nhiều dự án được mở bán và thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn.

Chúng tôi dự kiến presales của 4 công ty bất động sản đang theo dõi (trừ VHM tăng nhẹ 15% trong 2024F và đi ngang trong 2025F) sẽ tăng nhẹ trong 2024F trước khi bật tăng mạnh mẽ trong 2025F (+4% YoY / +94% YoY). Dự báo doanh số bán hàng giai đoạn 2025-2026 của chúng tôi được thúc đẩy bởi các dự án mới được triển khai và/hoặc các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu được triển khai: VHM sẽ ra mắt Vinhomes Wonder Park; NLG sẽ mở bán đất nền tại Nam Long Cần Thơ và ra mắt Akari GD3; KDH sẽ ra mắt 226 căn thấp tầng của 2 dự án The Emeria và The Clarita; PDR sẽ ra mắt Bình Dương Tower (4,5 ha, Bình Dương) và Bắc Hà Thanh (43 ha, Bình Định). Đối với DXG, các đợt mở bán mới Gem Sky World có thể sẽ dời sang 2025, đây cũng là thời điểm chào bán Gem Riverside.

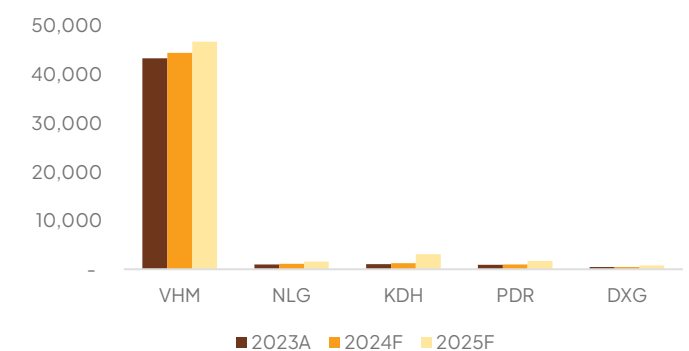
Giá trị hợp đồng (presales) dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng



Lợi nhuận trước thuế dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

Khuyến nghị: Lựa chọn chủ đề đầu tư tùy theo khẩu vị

Trong bối cảnh nhiều sự thay đổi đang chờ đón trong giai đoạn sắp tới, chúng tôi vẫn cho rằng NĐT yêu thích sự thận trọng có thể cân nhắc xây dựng danh mục nắm giữ dài hạn đối với các công ty BĐS có năng lực triển khai dự án và không sử dụng quá nhiều nợ vay (chủ đề đầu tư 01). Tuy nhiên, vì những sự thay đổi trước mắt rất có thể sẽ là những thay đổi tích cực khuyến khích ngành BĐS phát triển bền vững, giúp dỡ bỏ những nút thắt pháp lý, chúng tôi cho rằng chủ đề đầu tư 02 hướng về các doanh nghiệp chịu áp lực tài chính nhưng có khả năng vượt qua khó khăn, kỳ vọng chuyển mình (turnaround) cũng rất xứng đáng nhận được sự cân nhắc của NĐT.



HOSE: VHM - Dự kiến đạt KQKD ấn tượng nhờ (1) sự phát triển bền vững đến từ các quỹ đất lớn tại các thành phố lớn như Wonder Park (133 hecta), Royal Island (877 hecta) và (2) triển vọng dài hạn đến từ các quỹ đất IUT (880 ha), Green Paradise (2.870 ha), Apollo City (5.489).

CTCP Vinhomes

VHM: Kết thúc quý 3 năm 2024, VHM ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng với hơn 33 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 2% so với cùng kỳ và hơn 7,8 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ, giảm 26% so với cùng kỳ do chưa kịp bàn giao tại dự án mới mở bán trong năm. Lợi nhuận Q3 chủ yếu đến từ i) ghi nhận lợi nhuận được chia từ HĐ BCC tại dự án Royal Island (hơn 4 nghìn tỷ đồng) và ii) bàn giao tại các dự án Ocean Park 1, 2, 3 và Golden Avenue. **VHM sở hữu quỹ đất sạch lớn tại các đại đô thị** như Wonder Park (133 ha), Royal Island (877 ha), tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển bền vững của công ty. Ngoài ra, các đại dự án lớn khác như International University Town (Hóc Môn, TP.HCM - 880 ha), Green Paradise (Cần Giẽ, TPHCM - 2.870 ha) và Apollo City (5.489 ha - Hạ Long, Quảng Ninh) sẽ mang lại tiềm lực phát triển cho công ty trong dài hạn. Từ góc độ đầu tư, chúng tôi cho rằng **triển vọng dài hạn của VHM vẫn khả quan nhờ quỹ đất rộng** 178 triệu m² (đủ triển khai trong ~30 năm tới), sức khỏe tài chính lành mạnh (tuy tỷ lệ Nợ ròng/Vốn chủ sở hữu tăng từ 21,2% lên 22,1% nhưng vẫn khá tốt khi so sánh với trung bình ngành), lợi ích cổ đông được gia tăng (cải thiện EPS) sau khi công ty hoàn tất mua lại cổ phiếu quỹ. Bước sang 2025-2026, doanh số bán hàng dự kiến sẽ khó có sự tăng trưởng đột biến từ mức nền 2024F do kế hoạch mở bán dự án mới trong thời gian tới chỉ có Wonder Park trong khi khả năng VEF sẽ chuyển nhượng Global Gate cho đối tác khác.

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền

HOSE: KDH - Có triển vọng tăng trưởng KQKD 2025F rất mạnh mẽ nhờ (1) Kỳ vọng bàn giao dự án Privia cuối 2024 (đầu 2025) và (2) ra mắt Emeria và Clarita với hơn 226 căn nhà thấp tầng.

KDH: Kết thúc quý 3 năm 2024, doanh thu thuần NLG đạt 370,6 tỷ đồng (+3,8% svck) và LNST sau lợi ích CĐTS ghi nhận lỗ ròng 52,4 tỷ đồng (-179% svck). NLG ghi nhận lỗ ròng trong quý 3 do: (1) Biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do doanh thu chủ yếu đến từ phân khúc sản phẩm trung cấp & giá rẻ, (2) Lợi nhuận phân bổ từ công ty liên kết NNH Mizuki giảm 82% svck, và (3) không có thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng 25% cổ phần trong dự án Nam Long Đại Phước như trong Q2/2024. Kết quả này tương tự như Q1/2024, do việc ghi nhận doanh số bán bất động sản thấp và chi phí SG&A cao, với tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu vẫn ở mức cao là 44,3%. Lợi thế kinh doanh của KDH nằm ở **sở hữu quỹ căn hộ cho phân khúc trung cấp được thúc đẩy bởi nhu cầu thực:** Tại thời điểm cuối Q3/2024, dự án The Privia đã bán được toàn bộ 1.043 căn hộ, doanh thu chưa ghi nhận đạt 3,35 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến KDH sẽ bàn giao 70-80% sản phẩm trong Q4/2024, nhờ đó KQKD của KDH sẽ tăng trưởng tích cực với điểm tựa từ bàn giao dự án The Privia. **Triển vọng vẫn rất tích cực với các dự án bao gồm** 226 căn thấp tầng của 2 dự án The Emeria và The Clarita tại TP. Thủ Đức, TP. HCM sẽ được mở bán trong Q4/2024 hoặc chậm nhất vào Q1/2025 và bàn giao cho khách hàng trong 2025. Trong khi đó, KDH đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về đất để làm giai đoạn 1 và hiện đang xin GPXD cho dự án Solina. Chúng tôi cho rằng KDH có thể triển khai xây dựng trong 1H.2025 và mở bán giai đoạn 1 của dự án vào cuối năm 2025. **Hưởng lợi từ Luật đất đai mới:** Bắt đầu từ 01/01/2025, chi phí bồi thường sẽ tăng, và chủ đầu tư sẽ phải đàm phán trực tiếp với chủ đất để bồi thường cho những dự án mới. Bảng giá đất mới và quy định về chi phí bồi thường sẽ được thực hiện vào năm 2026. Khi giá bồi thường cao hơn, chủ đất có thể trì hoãn việc đàm phán với chủ đầu tư, gia tăng độ phức tạp của quá trình bồi thường các dự án bất động sản. Chúng tôi cho rằng KDH đang ở vị thế tốt trên thị trường, vì đất của các dự án của công ty đã được giải phóng mặt bằng mạnh mẽ trong vài năm qua nhằm đẩy nhanh tiến độ triển khai dự án.

CTCP Đầu tư Nam Long

HOSE: NLG - KQKD kỳ vọng sự tăng trưởng tích cực nhờ kế hoạch bàn giao lớn các căn tại các dự án Izumi, Southgate và Nam Long 2 - Cần Thơ Q4/2024.

NLG: Kết thúc quý 3 năm 2024, doanh thu thuần NLG đạt 370,6 tỷ đồng (+3,8% svck) và LNST sau lợi ích CĐTS ghi nhận lỗ ròng 52,4 tỷ đồng (-179% svck). NLG ghi nhận lỗ ròng trong quý 3 do: (1) Biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do doanh thu chủ yếu đến từ phân khúc sản phẩm trung cấp & giá rẻ, (2) Lợi nhuận phân bổ từ công ty liên kết NNH Mizuki giảm 82% svck, và (3) không có thu nhập bất thường từ việc chuyển nhượng 25% cổ phần trong dự án Nam Long Đại Phước như trong Q2/2024. Doanh số bán hàng rất tích cực bất chấp những khó khăn chung của ngành BĐS và **tiền thu từ người mua trả tiền trước thể hiện sức mạnh công tác bán hàng:** Giá trị người mua trả tiền trước của NLG tiếp tục vượt đỉnh, đạt mức 4.638 tỷ. Trong đó, khoản tiền đặt cọc từ khách hàng mua nhà tăng



800 tỷ so với đầu năm. Có thể thấy công tác bán hàng trong năm nay của NLG đang thể hiện rất tốt, mang tới dòng tiền trực tiếp cho doanh nghiệp cũng như đóng vai trò là điểm tựa vững chắc cho kết quả kinh doanh trong giai đoạn 2025-2026. Ngoài ra, **Tiềm năng dài hạn từ những dự án lớn đang hoàn thiện pháp lý**: Quy hoạch phân khu C4 tại TP. Biên Hòa được thông qua tạo điều kiện cho việc tái khởi động dự án Izumi City. Mặt bằng biên lợi nhuận trong dài hạn có nhiều điểm sáng nhờ việc ra mắt phân khúc thấp tầng tại các dự án tại Đồng Nai (Izumi City & Paragon Đại Phước) và VSIP Hải Phòng.

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt

PDR: Kết thúc Q3/2024, PDR ghi nhận kết quả kinh doanh với 2,6 tỷ đồng doanh thu thuần, trong khi doanh thu tài chính đạt 355 tỷ, phần lớn đến từ việc chuyển nhượng cổ phần công ty liên kết, cụ thể là công ty BIDICI. Kết quả, Phát Đạt mang về 79 tỷ đồng lãi trước thuế, giảm 44% so với thực hiện năm trước. Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ đạt 51 tỷ đồng, giảm 50% so với cùng kỳ. Với **chiến lược kinh doanh rõ ràng sau giai đoạn tái cơ cấu**, công ty sẽ ưu tiên các dự án triển khai nhanh chóng và có pháp lý hoàn chỉnh để đẩy nhanh vòng quay vốn. Bắt đầu từ năm 2024, các sản phẩm của PDR sẽ được phân phối thông qua Realty Holdings thay cho đối tác truyền thống là Danh Khôi Holdings. **Triển vọng trong tương lai sẽ phụ thuộc rất nhiều vào khả năng triển khai các dự án trọng điểm**. Nhờ việc đẩy nhanh pháp lý trong giai đoạn nửa cuối năm 2023 - nửa đầu năm 2024, PDR hiện có 04 dự án có thể mở bán trong năm 2024, bao gồm dự án căn hộ khách sạn Cadia Quy Nhơn (0,5 ha; tỉnh Bình Định), khu phức hợp du lịch Poulou Condor (12 ha; tỉnh Vũng Tàu), khu phức hợp cao tầng Thuận An (4,4 ha; tỉnh Bình Dương) và dự án khu dân cư Bắc Hà Thanh (43 ha; tỉnh Bình Định). Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới PDR có thể ưu tiên triển khai các dự án trọng điểm Thuận An và Bắc Hà Thanh; với kịch bản các biện pháp hỗ trợ thâm thấu vào thị trường BĐS làm thị trường này ấm lại, các dự án thuộc phân khúc BĐS nghỉ dưỡng như Poulou Condor và Cadia Quy Nhơn sẽ có sự đóng góp tích cực hơn cho PDR từ 2026 trở đi. Tuy vậy, cũng cần cân nhắc **rủi ro pha loãng do phát hành riêng lẻ hoán đổi nợ** khi PDR dự kiến sẽ phát hành khoảng 34,1 triệu cổ phiếu (tương đương 3,9% SLCP đang lưu hành) với giá phát hành 20.000 VND/CP để hoán đổi khoản nợ 30 triệu USD với ACA Vietnam Real Estate III.

HOSE: PDR - Dự kiến đạt KQKD hồi phục nhờ (1) tiến độ phát triển dự án, (2) triển vọng lợi nhuận vững chắc khi triển khai các dự án trọng điểm và (3) dòng tiền ổn định đến từ việc đặt cọc đất nền Bắc Hà Thanh.

CTCP Tập đoàn Đất Xanh

DXG: Doanh thu Q3/2024 đạt 1.013 tỷ VND (-16,5%YoY), trong đó, mảng môi giới hồi phục theo sự ấm lên của toàn thị trường, đạt doanh thu 353 tỷ (+158% YoY), ngược lại, mảng bán các sản phẩm BĐS chỉ đạt 597 tỷ (-41% YoY) từ bàn giao tại dự án Opal Skyline. LNST công ty mẹ ghi nhận 30,7 tỷ VND (-54,9%YoY). Lũy kế 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 3.204 tỷ VND (+39%YoY) và LNST đạt 95 tỷ VND (-26,6%YoY). **Doanh số bán hàng 2025 kỳ vọng tích cực khi mở bán Gem Riverside** với mức dự phóng doanh số bán hàng năm 2024 ở mức 500 tỷ VND chủ yếu từ dự án Gem Sky World, trong khi doanh số bán hàng năm 2025 sẽ tăng trưởng mạnh mẽ khi dự án Gem Riverside mở bán. Đối với dự án Gem Sky World, DXG hiện đã gần hoàn thiện các tiện ích. Dự án này đã bán khoảng 60% và bàn giao 40% tính đến cuối Q3/2024, hiện đang hoàn tất bàn giao và ký hợp đồng mua bán với các khách hàng hiện hữu. Còn dự án Gem Riverside, DXG đã nhận được GPXD vào tháng 09/2024, theo đó dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025. **Hoàn thiện pháp lý các dự án trọng điểm**: Trong năm 2024, Đất Xanh đặt mục tiêu sẽ hoàn thiện pháp lý các dự án tại khu vực phía Nam như Gem Riverside (đã có GPXD), Gem Sky World (đang hoàn tất bàn giao và ký HĐMB), Opal Luxury (đã lập xong quy hoạch 1/500), Park City (đang chờ phê duyệt đầu tư), Park View và Opal Cityview (đang lập quy hoạch 1/500) để đảm bảo doanh số bán hàng trong giai đoạn 2024-2026. **Với kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi từ năm 2025**, chúng tôi tin rằng DXG sẽ được hưởng lợi từ: i) các dự án mà DXG đặt mục tiêu hoàn thiện các yêu cầu pháp lý trong 2024; và ii) sự phục hồi của mảng dịch vụ môi giới khi thị trường phục hồi.

HOSE: DXG - Có triển vọng đưa KQKD tăng trưởng trở lại nhờ vào dự án trọng điểm Gem Riverside nhờ vào nguồn cung 3,000 căn hộ với mức giá cạnh tranh với các dự án khác thuộc khu vực Thủ Đức và việc định giá lại dự án.



2.B – Ngành Bất động sản Khu Công nghiệp: Vững vàng đón sáng

Tổng quan FDI vào Bất động sản Công nghiệp

Trung Quốc không còn giữ vị trí là quốc gia xuất khẩu hàng đầu sang Mỹ khi mối quan hệ giữa hai nước có dấu hiệu căng thẳng. Từ khi cuộc chiến tranh thương mại giữa hai nước leo thang vào năm 2018, Trung Quốc đã bắt đầu mất dần thị phần xuất khẩu sang Mỹ cũng như đầu tư FDI bị sụt giảm, và ASEAN nổi lên như một trong những bên hưởng lợi lớn.

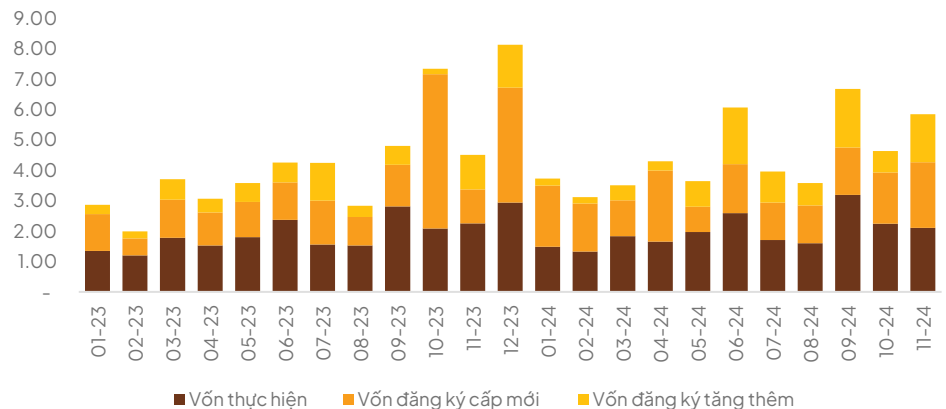
Dưới chính quyền Trump 2.0, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ tiếp tục tận dụng xu thế dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu để gia tăng thêm thị phần, và đồng thời dòng vốn FDI vẫn sẽ tiếp tục ghi nhận tăng trưởng. Vị trí địa lý của Việt Nam trong khu vực ASEAN tạo nên một vị trí chiến lược tự nhiên cho sự phát triển bền vững của giữa mối quan hệ và hoạt động xuất nhập khẩu ở các thị trường Mỹ, Trung Quốc, Châu Âu, ... Ngoài ra, các mặt hàng xuất khẩu sang thị trường Mỹ luôn chịu khoản thuế xuất khẩu nhất định, do đó, mức thuế quan dự kiến 10 – 20% kỳ vọng sẽ không tác động quá tiêu cực dưới chính quyền Trump.

Đầu tư nước ngoài FDI vẫn duy trì ổn định với 21,7 tỷ USD được giải ngân trong 11 tháng đầu năm (+7,1% so với cùng kỳ năm trước). Lượng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm nhưng chậm lại trong giai đoạn cuối năm với mức ghi nhận 31,4 tỷ USD cho cả FDI và FII, tăng 1% svck, bao gồm các dự án quan trọng tại tỉnh Bắc Ninh từ Samsung (1,8 tỷ USD), Amkor, Goertek và Luxshare.

Trong 11T.2024, Bắc Ninh, Quảng Ninh và Hải Phòng có sự thu hút FDI lớn nhất cả nước nhờ vào giá đất cạnh tranh, chiến lược thu hút FDI tích cực và hệ thống cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện.

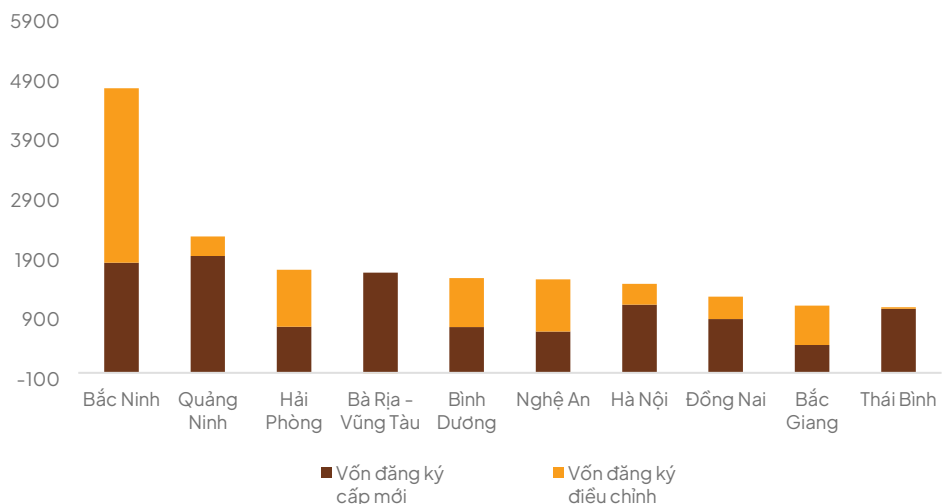
Vốn đầu tư nước ngoài FDI chững lại trong 11T/2024

Đơn vị: Tỷ USD



10 địa phương thu hút FDI cao nhất 11T.2024

Đơn vị: Triệu USD



Nguồn: GSO, Cushman & Wakefield & LPBS Research

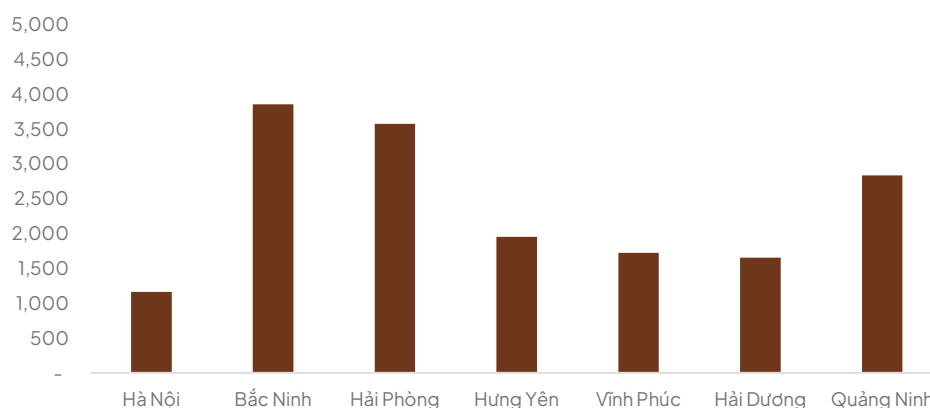
2.B – Ngành Bất động sản Khu Công nghiệp: Vững vàng đón sáng

Khu vực Kinh tế trọng điểm phía Bắc (NKER)

Đất khu công nghiệp (NKEZ): Trong Q3.2024, Vùng Kinh tế trọng điểm miền Bắc (NKEZ) ghi nhận nguồn cung mới từ hai dự án KCN tại Gia Bình II (Bắc Ninh) và Lương Diễn – Ngọc Liên (Hải Dương), bổ sung 274 ha đất KCN cho thuê, nâng tổng nguồn cung đất công nghiệp lên 16.700 ha (+1,7% theo quý, +16% theo năm). Nhu cầu hấp thụ thuần đạt 158 ha, giảm 14% theo quý nhưng tăng 32% theo năm, dẫn đầu bởi Bắc Ninh với 30% tổng diện tích hấp thụ. Giá thuê đất KCN trung bình đạt 130 USD/m²/thời hạn, tăng 1,0% theo quý và 5,7% theo năm, với một số khu vực như Bắc Ninh và Hưng Yên tăng giá tới 10% nhờ nhu cầu cao.

Nguồn cung – Đất KCN

Đơn vị: hecta



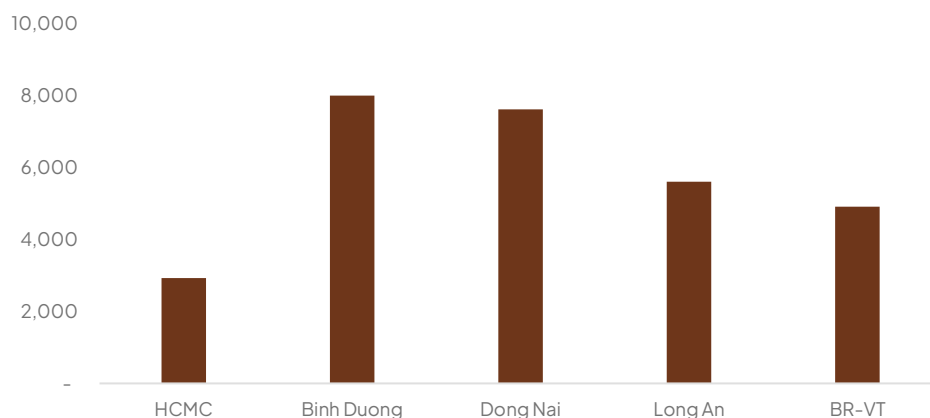
Nguồn: Cushman & Wakefield & LPBS Research

Khu vực Kinh tế trọng điểm phía Nam (SKER)

Đất khu công nghiệp (KCN): Trong Q3.2024, Vùng Kinh tế trọng điểm miền Nam (SKEZ) ghi nhận một dự án KCN mới - Khu công nghiệp sinh thái Prodezi tại Long An, bổ sung 280 ha diện tích cho thuê, nâng tổng nguồn cung đất KCN lên 28.300 ha (+1,0% theo quý, +1,6% theo năm). Nhu cầu hấp thụ đất KCN đạt 108 ha, tăng 37,2% theo quý nhưng giảm 6,6% theo năm, tập trung chủ yếu tại Long An và Bà Rịa - Vũng Tàu (chiếm 85% tổng hấp thụ). Giá thuê đất KCN trung bình đạt 176 USD/m²/thời hạn thuê, ổn định theo quý và tăng 5,6% theo năm. Từ nay đến 2027, khu vực dự kiến bổ sung gần 6.000 ha đất KCN với xu hướng phát triển các mô hình sinh thái và tích hợp đô thị.

Nguồn cung – Đất KCN

Đơn vị: hecta



Nguồn: Cushman & Wakefield & LPBS Research

Đất Khu công nghiệp phía Bắc

Diện tích đất cho thuê

~16.700 (ha) +1,7% q/q & +16,0% y/y

Diện tích đất hấp thụ ròng Q3 2024

~158 (ha) +14,1% q/q & +31,7% y/y

Tỷ lệ lấp đầy

~68 (%) 0 ppts q/q & -3,2 ppts y/y

Đất Khu công nghiệp phía Nam

Diện tích đất cho thuê

~28.300 (ha) +0,6% q/q & +1,2% y/y

Diện tích đất hấp thụ thuần Q3 2024

~108 (ha) +1,0% q/q & +1,6% y/y

Tỷ lệ lấp đầy

~82 (%) +3,9 ppts q/q & +2,3 ppts y/y

2.B – Ngành Bất động sản Khu Công nghiệp: Vững vàng đón sóng**Triển vọng nguồn cung Khu Công Nghiệp 2025 – 2027**

Triển vọng tích cực của nền kinh tế Việt Nam được hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do (FTA), củng cố các mối quan hệ đối tác chiến lược, và chiến lược Trung Quốc+1. **Do đó Chính phủ ban hành các chính sách tạo lợi thế cho Việt Nam trong cuộc đua thu hút đầu tư nước ngoài FDI từ các tập đoàn lớn và thúc đẩy các chủ đầu tư chuẩn bị nguồn cung đất KCN mới để đón đầu làn sóng đầu tư nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng cao từ các ngành công nghiệp có giá trị gia tăng như Điện tử, Bán dẫn và Trí tuệ nhân tạo**, với xu hướng phát triển các nhà kho/xưởng nhiều tầng và mô hình lai kết hợp giữa RBF và RBW.

Từ năm 2025 - 2027, thị trường bất động sản công nghiệp tại Việt Nam sẽ chứng kiến sự gia tăng mạnh mẽ về nguồn cung, đặc biệt tại các khu vực kinh tế trọng điểm. Dự kiến, tổng diện tích đất khu công nghiệp cho thuê mới sẽ đạt khoảng 11.300 ha, bao gồm 5.100 ha ở khu vực kinh tế trọng điểm phía Bắc (NKER) và 6.200 ha ở khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam (SKER). **Phần lớn nguồn cung từ khu vực phía Nam đến từ các chủ đầu tư chuyển đổi đất cao su thành đất khu công nghiệp.**

Hạ tầng phát triển thúc đẩy tiềm năng các KCN

Chúng tôi nhận thấy xu hướng mở rộng đầu tư sang các thị trường cấp 2 ở cả miền Bắc và miền Nam ngày càng rõ ràng hơn nhờ sự kết nối ngày càng tăng với thị trường cấp 1 và giá cho thuê cạnh tranh (so với thị trường cấp 1). Chúng tôi tin rằng Quảng Ninh có tiềm năng trở thành điểm nóng ở miền Bắc trong khi BR-VT sẽ là điểm đến thay thế lý tưởng cho các thị trường cấp 1 ở miền Nam trong thời gian tới, trong khi đó, Hải Phòng được kỳ vọng sẽ tiếp tục là điểm đến dài hạn của dòng vốn FDI, với lĩnh vực cảng biển là một trong 3 mũi nhọn chính của thành phố. Ở khu vực phía Nam, sân bay quốc tế Long Thành (LTIA) được quy hoạch trở thành sân bay lớn nhất cả nước với vị trí đặc biệt ngay trung tâm Đông Nam Á, kỳ vọng trở thành điểm kết nối chung của khu vực và thế giới, cạnh tranh với các sân bay trong khu vực Đông Nam Á. Chúng tôi tin rằng LTIA đi vào hoạt động (giai đoạn 1 dự kiến năm 2026) sẽ giúp các KCN khu vực xung quanh, đặc biệt là Đồng Nai thu hút đầu tư mạnh mẽ. Ở mảng hàng hải, cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ vẫn là dự án trọng điểm với kế hoạch đầu tư ban đầu khoảng 38.500 tỷ đồng.

Các thay đổi pháp lý tích cực nhằm thu hút FDI

Luật và Nghị định sắp tới sẽ có tác động tích cực đối với việc thu hút FDI. Bao gồm:

- Bộ Kế hoạch và Đầu tư đã công bố dự thảo Nghị định về Quỹ hỗ trợ đầu tư vào ngày 09/04/2024 song song với nghiên cứu và chuẩn bị Luật Khu Công nghiệp và Khu Kinh tế với mục tiêu hỗ trợ xây dựng các khu công nghiệp quy mô lớn đáp ứng yêu cầu phát triển chuỗi cung ứng và kinh tế xanh tại Việt Nam.
- Thúc đẩy FDI trong ngành công nghiệp bán dẫn được thông qua Vào ngày 21/9/2024, Thủ tướng đã ký Quyết định số 1018, nêu rõ chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn của Việt Nam đến năm 2030 (với tầm nhìn đến năm 2050) với (1) công thức C=SET+1 và (2) lộ trình 3 giai đoạn: đạt 100/200/300 công ty thiết kế IC; 1/2/3 nhà máy sản xuất chip; 10/15/20 nhà máy đóng gói và kiểm tra chất bán dẫn trong giai đoạn FY24-30/FY30-40/FY40-50. Quyết định này cũng nêu rõ nhiều ưu đãi cho đầu tư vào ngành bán dẫn bao gồm: ưu đãi đầu tư đặc biệt, chi phí R&D, miễn thuế thu nhập cá nhân, miễn tiền thuê đất và chi phí sử dụng mặt nước.

Ngoài ra, **Việt Nam được đánh giá là điểm đến chiến lược cho việc chuyển dịch chuỗi sản xuất trong giai đoạn chuyển mình của chuỗi cung ứng trong giai đoạn tới.** Trong tháng 12/2024, Nvidia ký thỏa thuận cam kết đầu tư vào Việt Nam với giá trị đầu tư từ 4 – 4,5 tỷ USD trong giai đoạn 2025 – 2028 là dấu mốc bước khởi đầu của sự chuyển dịch đối với FDI trong lĩnh vực trí tuệ nhân tạo (AI). Hiện tại, Nvidia đang xem xét ba thành phố Hồ Chí Minh, Đà Nẵng và Hà Nội nhằm thiết lập một trung tâm nghiên cứu về AI. Với lợi thế về chi phí sản xuất và lao động, vị trí địa lý chiến lược, và thành tích mạnh mẽ trong việc thu hút FDI vào lĩnh vực công nghệ cao trong nhiều năm qua, Việt Nam, đặc biệt là các khu công nghiệp ở miền Bắc, được kỳ vọng sẽ thu hút nhiều dự án FDI trong lĩnh vực này.

2.B – Ngành Bất động sản Khu Công nghiệp: Vững vàng đón sáng

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp BĐS Khu Công nghiệp vẫn chịu áp lực Q3.2024

Trong Q3.2024, kết quả kinh doanh của ngành vẫn chưa có sự phục hồi rõ rệt. Tổng doanh thu thuần toàn ngành đạt 10.277 tỷ, -5,9% q/q & -3,8% y/y. LNST toàn ngành đạt 2.208 tỷ, +0,2% q/q & -11,8% y/y. Sự suy giảm LNST so với cùng kỳ chủ yếu là do tình hình HĐKD cốt lõi vẫn còn ảm đạm với doanh thu suy giảm và biên lợi nhuận gộp co hẹp trong khi các chi phí vẫn tăng trưởng khá mạnh svck.

Tổng doanh thu 9T.2024 toàn ngành đạt 30.782 tỷ, +10,9% y/y trong khi LNST chỉ đạt 6.092 tỷ, +5,0% y/y do áp lực suy giảm biên lợi nhuận gộp, đồng thời các đầu chi phí đáng chú ý như chi phí tài chính vẫn tăng khá mạnh so với cùng kỳ.

Nhận định KQKD 9T2024 và Triển vọng Q4/2024

KQKD Q3 và 9T2024 tương đối phân hóa phụ thuộc vào đặc điểm kinh doanh của doanh nghiệp. Các doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận khả quan đến từ các nguyên nhân: IDC do phần lớn doanh thu ghi nhận từ diện tích đất ký MOU từ năm 2023; SZC nhờ bàn giao 6,5 ha giá thuê cao nhất kể từ khi thành lập KCN Châu Đức ở mức 92 USD/m2/chu kỳ thuê (+12,8% svck); BCM nhờ tập trung bàn giao đất tại KCN Bàu Bàng và Bàu Bàng mở rộng với giá cho thuê gia tăng đồng thời nhờ vào đóng góp lớn của công ty liên kết, đặc biệt là VSIP; KBC từ cho thuê và bàn giao 14 ha đất công nghiệp cùng một phần dự án NOXH Thị trấn Nếnh (Bắc Giang). Các doanh nghiệp cho thuê hạn chế tiếp tục ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận âm như: PHR suy giảm đóng góp doanh thu từ mảng cho thuê đất KCN và không còn khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất.

Triển vọng Q4/2024:

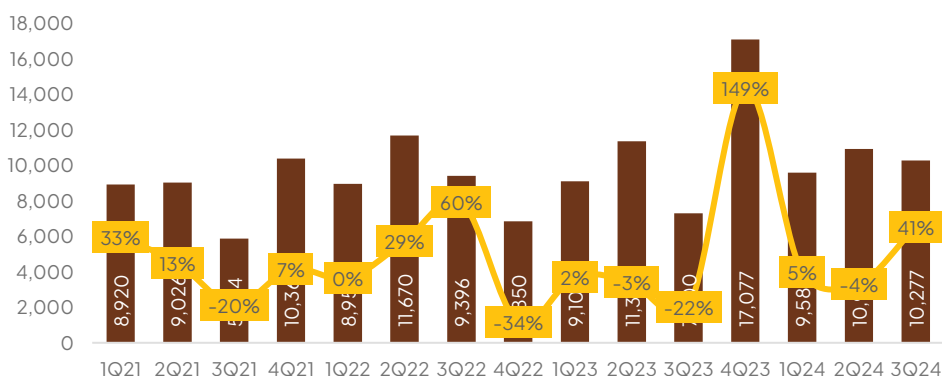
Thị trường BĐS công nghiệp kỳ vọng sẽ tiếp tục hồi phục về diện tích hấp thụ ròng; giá thuê tăng trưởng nhờ: (i) diện tích đất công nghiệp sẵn sàng cho thuê dự kiến tiếp tục mở rộng đến từ các dự án được chấp thuận đầu tư trong giai đoạn 2021-2023, và (ii) vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài dự báo tăng trưởng ổn định.

Kết quả kinh doanh 9T.2024 của các doanh nghiệp BĐS Khu Công nghiệp*

KQKD (tỷ vnd)	Q3 2023	Q2 2024	Q3 2024	q/q (%)	y/y (%)	9T 2023	9T 2024	y/y (%)
Doanh thu thuần	11.357	10.922	10.277	-5,9%	-3,8%	27.762	30.782	10,9%
Lợi nhuận gộp	4.187	3.196	3.150	-1,4%	-23,7%	9.618	9.259	-3,7%
<i>Biên Lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>36,9%</i>	<i>29,3%</i>	<i>30,6%</i>			<i>34,6%</i>	<i>30,1%</i>	<i>-13,2%</i>
Doanh thu tài chính	704	801	749	-6,5%	13,8%	1.683	1.882	11,9%
CP Tài chính	533	699	619	-11,5%	31,2%	1.374	1.646	19,8%
CP Bán hàng	378	489	344	-29,8%	29,5%	1.158	1.145	-1,1%
CP Quản lý doanh nghiệp	475	640	576	-10,0%	34,7%	1.665	1.759	5,6%
Lợi nhuận sau thuế	2.499	2.204	2.208	0,2%	-11,8%	5.801	6.092	5,0%
<i>Biên Lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>22%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>			<i>21%</i>	<i>20%</i>	

Tăng trưởng doanh thu (% svck) các DN ngành BĐS Khu Công nghiệp*

Đơn vị: tỷ vnd



Nguồn: Fiinpro & LPBS Research

Ghi chú: * KQKD của các DN BĐS Khu Công nghiệp niêm yết trên sàn HOSE, HNX, & Upcom



2.B – Ngành Bất động sản Khu Công nghiệp: Vững vàng đón sáng Tổng quan cổ phiếu ngành BĐS Khu Công nghiệp

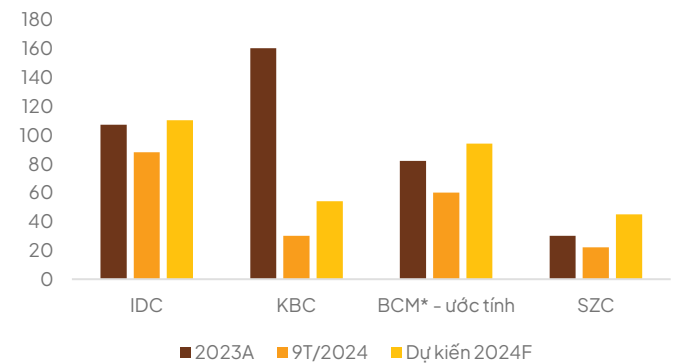
Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
Nhóm Phát triển KCN								
IDC		18.513	56.200	68.300	23/12/2024	21,5%	8,5%	30,0%
KBC		21.186	27.800	33.000	23/12/2024	18,7%	0%	18,7%
BCM		70.070	67.900	82.300	23/12/2024	21,2%	2,0%	23,2%
SZC		7.685	43.500	45.600	23/12/2024	4,8%	2,3%	7,1%
Nhóm Cao su, chuyển đổi đất KCN								
PHR		7.290	53.600	62.800	23/12/2024	17,2%	5,5%	22,8%
DPR		3.302	38.200	45.300	23/12/2024	18,5%	3,9%	22,4%

Thách thức ngắn hạn – Triển vọng dài hạn

- Dù trong ngắn hạn triển vọng của DN BĐS khu công nghiệp có thể bị tác động vì sự chậm trễ trong ưu đãi cho các DN FDI lớn để giải quyết Thuế tối thiểu toàn cầu (GMT) có hiệu lực vào đầu năm nay, Nghị định về Quỹ Hỗ trợ Đầu tư sẽ tập trung vào các chính sách hỗ trợ kỳ vọng giảm thiểu tác động của GMT. Hơn nữa, Luật Khu Công nghiệp và Khu Kinh tế dự kiến có thể giảm bớt các thủ tục hành chính đối với việc đầu tư KCN, đồng thời khuyến khích đầu tư vào các KCN chuyên biệt hơn và có thể thu hút các FDI có giá trị gia tăng cao.**
- Các quy hoạch tổng thể cấp tỉnh giai đoạn 2021–2030 cho thấy quỹ đất KCN mới có thể gia tăng đáng kể trong tương lai, mang lại lợi ích cho các DN BĐS KCN nhiều kinh nghiệm có khả năng thu hút FDI tốt. Trong khi Chính phủ đặt mục tiêu mở rộng quỹ đất KCN tham vọng cho tới 2030, việc phê duyệt KCN chậm lại trong giai đoạn 2022–2023 do hầu hết các tỉnh vẫn đang hoàn tất quy hoạch tổng thể giai đoạn 2021–2030. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng quy trình phê duyệt sẽ cải thiện trở lại trong năm 2024 do hầu hết các quy hoạch tổng thể cấp tỉnh đã hoàn thành. Ngoài ra, Quyết định số 227/QĐ-TTg (ngày 12/03/2024) đã nới lỏng chỉ tiêu đất KCN tại các tỉnh đã hết hạn mức cho tới năm 2025 như Bắc Ninh, Bình Phước và Tiền Giang. Trong giai đoạn 2024–2025, chúng tôi nhận thấy Hải Phòng, Hải Dương và Thái Nguyên là một trong các tỉnh đáng chú ý phía Bắc có dư địa chỉ tiêu đất để phê duyệt các KCN mới.**

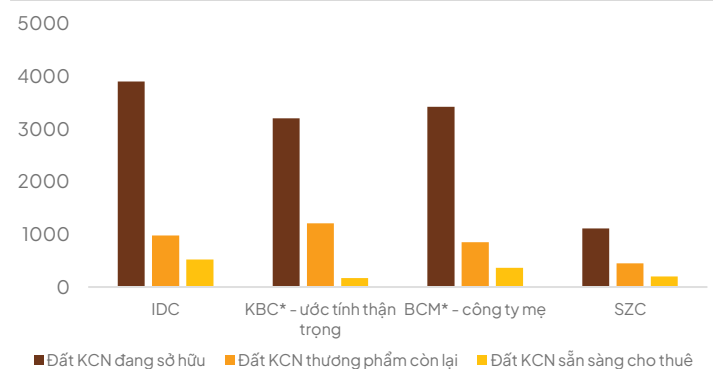
Diện tích đất bàn giao dự phóng

Đơn vị: ha



Quỹ đất thương phẩm còn lại

Đơn vị: ha



Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

Khuyến nghị: Lựa chọn cổ phiếu tùy theo khẩu vị

Trong nhóm doanh nghiệp phát triển dự án KCN, chúng tôi lựa chọn các DN hưởng lợi nhiều nhất từ dòng vốn FDI mạnh mẽ vào Việt Nam nhờ (i) có kinh nghiệm phát triển KCN phù hợp có thể thu hút khách thuê lớn trong lĩnh vực điện tử công nghệ cao và sản xuất vật liệu tiên tiến, (ii) sở hữu quỹ đất hiện hữu lớn, bên cạnh (iii) tình hình tài chính vững mạnh để gia tăng quỹ đất mới.

Trong nhóm DN cao su, chuyển đổi đất KCN, chúng tôi lựa chọn các DN (i) sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh, đảm bảo được khả năng chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao và đều đặn hàng năm, và (ii) sở hữu quỹ đất lớn, sẵn sàng chuyển đổi mục đích sử dụng từ đất cao su sang đất KCN và dự kiến được đưa vào hoạt động trong những năm tới.



Tổng công ty IDICO - CTCP

HOSE: IDC - IDC nổi bật với (1) quỹ đất giá rẻ (977 ha ở những vị trí chiến lược), (2) tình hình tài chính vững mạnh và (3) dòng tiền hoạt động vững chắc (3-4 nghìn tỷ đồng trong năm tài chính 2024-2026), (4) hỗ trợ cổ tức tiền mặt hấp dẫn (lợi tức 7,3%).

IDC: Kết thúc quý 3 năm 2024, KBC ghi nhận kết quả kinh doanh với 950 tỷ đồng doanh thu thuần (+284% YoY), doanh thu tăng mạnh nhờ việc bàn giao 14,4 ha tại Khu Công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh và Khu công nghiệp Quang Châu và bàn giao 13.800 m² tại dự án Nhà ở xã hội thị trấn Nếnh, tỉnh Bắc Giang. LNST cổ đông công ty mẹ ghi nhận 196,2 tỷ VND (tăng gấp 12 lần yoy).

Mảng BĐS KCN sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính khi dòng vốn FDI chảy vào thị trường Việt Nam tiếp tục tích cực. IDC nắm giữ vị thế nhà phát triển KCN hàng đầu với quy mô đất sẵn sàng cho thuê lớn 520ha tại vị trí chiến lược ở các tỉnh phía Bắc như Bắc Ninh, Thái Bình và cả ở các tỉnh phía Nam như Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An, ... Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN đạt 140 ha trong năm 2025F, phục hồi so với dự báo năm 2024F của chúng tôi là 90 ha (so với mức 170 ha vào năm 2023A và 65 ha trong 9T2024A). **IDC đang tích cực mở rộng quỹ đất** với việc triển khai hàng loạt dự án mới như KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang; với tổng diện tích đạt 470 ha; dự án này đã được chấp thuận đầu tư vào tháng 5/2024; IDC đặt mục tiêu hoàn thành giải phóng mặt bằng cho Giai đoạn 1 (khoảng 360 ha) vào cuối năm 2024/đầu năm 2025 và phần còn lại vào năm 2026), KCN Vinh Quang (Hải Phòng; kỳ vọng nhận được phê duyệt đầu tư trong vào năm 2025 vì dự án đã hoàn thành quy hoạch tổng thể 1/2000) và 6 KCN khác với khoảng 1.600 ha tổng diện tích trên cả nước. **Giá cho thuê KCN của IDC dự kiến sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao** nhờ khả năng thu hút các công ty FDI lớn (như Hyosung và PepsiCo) dựa vào quỹ đất lớn đã được giải phóng mặt bằng ở những vị trí đắc địa.

Tổng Công ty Phát triển Đô Thị Kinh Bắc - CTCP

HOSE: KBC - Dự kiến sẽ được hưởng lợi từ (1) sự dịch chuyển sản xuất toàn cầu sang Việt Nam, có khả năng tăng tốc dưới thời tổng thống Donald Trump, (2) nhờ vào quỹ đất lớn (tổng diện tích khoảng 5.700 ha) tại các trung tâm công nghiệp quan trọng và khả năng thu hút các đơn vị thuê lớn như LG, Foxconn và Canon.

KBC: Kết thúc quý 3 năm 2024, KBC ghi nhận kết quả kinh doanh với 950 tỷ đồng doanh thu thuần (+284% YoY), doanh thu tăng mạnh nhờ việc bàn giao 14,4 ha tại Khu Công nghiệp Nam Sơn Hạp Lĩnh và Khu công nghiệp Quang Châu và bàn giao 13.800 m² tại dự án Nhà ở xã hội thị trấn Nếnh, tỉnh Bắc Giang. LNST cổ đông công ty mẹ ghi nhận 196,2 tỷ VND (tăng gấp 12 lần yoy). **Dự án Tràng Duệ 3 sẽ là động lực tăng trưởng mảng Khu công nghiệp cho KBC trong năm 2025.** Backlog lớn tại các dự án KCN hiện hữu sẽ đảm bảo KQKD nửa cuối năm 2024, tuy nhiên chưa đủ để bù đắp cho nửa đầu năm yếu kém. **Dự án Phúc Ninh và Tràng Cát sẽ dần được mở khóa, sẽ là động lực tăng trưởng đối với KBC trong giai đoạn cuối 2025 - 2026.** Ngoài việc bàn giao đất KCN, chúng tôi dự báo việc bàn giao đất KĐT sẽ lần lượt tăng đáng kể để thúc đẩy mức tăng trưởng LNST cổ đông công ty mẹ 2025F -2026F. Chúng tôi kỳ vọng dự án KĐT Phúc Ninh (tổng diện tích là 115 ha; Bắc Ninh) sẽ bàn giao backlog chưa ghi nhận trong năm 2025 và dự án KĐT Tràng Cát (tổng diện tích là 585 ha; Hải Phòng) sẽ mở bán trong năm 2026. Hiện nay KBC đang hoàn thiện các bước đóng tiền sử dụng đất cho phần diện tích tăng thêm tại dự án KĐT Tràng Cát do tiến sử dụng đất sẽ có xu hướng tăng sau khi áp dụng Luật đất đai sửa đổi.

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp - CTCP

HOSE: NLG - KQKD kỳ vọng sự tăng trưởng tích cực nhờ (1) KCN Cây Trường đang dần hoàn thiện pháp lý song song với dòng tiền FDI đổ vào Việt Nam, và (2) doanh thu đóng góp từ KCN VSIP.

BCM: Kết thúc quý 3 năm 2024, BCM ghi nhận doanh thu thuần 1.228 tỷ đồng (+8,9% YoY), lợi nhuận sau thuế công ty mẹ tăng mạnh 58,4% YoY, đạt 344 tỷ đồng nhờ vào đóng góp lớn của công ty liên kết, đặc biệt là VSIP. **Quỹ đất dồi dào thúc đẩy triển vọng tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN & KĐT.** Quỹ đất KCN/KĐT dồi dào của BCM tại Bình Dương sẽ thúc đẩy doanh số cho thuê đất cao trong thập kỷ tới, bao gồm 853 ha đất KCN còn có thể cho thuê và khoảng 1.220 ha đất khu đô thị còn có thể bán được tính đến cuối năm 2023. Sở hữu lợi thế chiến lược này, cùng với tình trạng đất KCN hạn chế trong khu vực, chúng tôi dự báo triển vọng cho thuê đất của BCM là rất tích cực trong dài hạn. **BCM được hưởng lợi thông qua các công ty liên doanh/liên kết có quy mô lớn trong ngành KCN**, bao gồm VSIP (công ty phát triển KCN lớn nhất Việt Nam với khoảng 10.600 ha đất KCN và KĐT đang hoạt động; BCM sở hữu 49%), BW Industrial (đơn vị đứng đầu Việt Nam trong phân khúc nhà kho, nhà xưởng xây sẵn với hơn 900 ha quỹ đất công nghiệp; BCM sở hữu 24%), Becamex Bình Phước (tổng diện tích đất 4.668 ha; BCM sở hữu trực tiếp 40%) và Becamex VSIP Bình Định (tổng diện tích đất 1.374 ha; BCM sở hữu 40%). Chúng tôi kỳ vọng phần đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên kết sẽ tăng dần trong trung hạn khi (i) VSIP sẽ tăng gấp đôi quỹ đất KCN trong khi giá cho thuê đất cao hơn, và (ii) lợi nhuận của BW Industrial sẽ cải thiện khi tỷ lệ lấp đầy cho thuê nhà kho/nhà xưởng xây sẵn tăng.



CTCP Sonadezi Châu Đức

HOSE: SZC – Dự kiến đạt KQKD ấn tượng nhờ (1) Dòng vốn FDI vào Bà Rịa-Vũng Tàu đang tăng trưởng tốt và (2) thu hút nhiều doanh nghiệp nước ngoài quy mô lớn.

SZC: Kết thúc Q3/ 2024, SZC ghi nhận kết quả kinh doanh với 165 tỷ đồng doanh thu (-21% svck) với biên lợi nhuận gộp của KCN 63,8%, nhờ giá thuê tăng cao 92 USD/m2/chu kỳ thuê (+12,8% svck). Lợi nhuận sau thuế đạt 60 tỷ đồng, tăng 8% svck. **Mảng KCN tích cực nhờ giá cho thuê tăng cao và lượng doanh số ký bán tăng trưởng.** Chúng tôi nhận thấy mảng BĐS KCN của SZC có triển vọng khả quan trong giai đoạn 2024-2025 nhờ (i) dòng vốn đầu tư chảy vào tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu (BRVT) trong khi nguồn cung KCN còn thắt chặt (tỷ lệ lấp đầy ở khu vực phía Nam đạt 89%) thì nhu cầu thuê sẽ dần chảy về các địa bàn với quỹ đất lớn với giá thuê "mềm" cùng kỳ vọng kết nối cơ sở hạ tầng được cải thiện đáng kể từ đường cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, (ii) giá cho thuê tiếp tục tăng trưởng trung bình 8-10% mỗi năm, thuận theo xu hướng chung toàn khu vực, trong khi (iii) diện tích đất "sạch" SZC sẵn sàng cho thuê lớn. Điểm rơi bàn giao của Khu đô thị Hữu Phước vào năm 2025. SZC đang sở hữu 2 dự án Bất động sản dân cư là Khu dân cư Hữu Phước (40,5 ha) và Khu đô thị Châu Đức (498 ha). SZC đã triển khai dự án Khu dân cư Hữu Phước từ năm 2020. Tuy nhiên, tiến độ ghi nhận dự án tương đối chậm. Chúng tôi kỳ vọng dự án Hữu Phước sẽ bàn giao mạnh mẽ hơn trong 2025 chủ yếu nhờ việc phát hành thêm thành công 400 tỷ từ cổ đông hiện hữu giúp Công ty có nguồn vốn để triển khai GPMB. Trong dài hạn hơn, dự án KĐT Châu Đức kỳ vọng mang đến tiềm năng tăng giá cho SZC nhờ (i) vị trí tốt, (ii) quỹ đất lớn có chi phí đền bù tương đối thấp. Kỳ vọng SZC sẽ triển khai dự án này sau khi KCN Châu Đức đạt tỷ lệ lấp đầy cao hơn (trên 70%).

CTCP Cao su Phước Hòa

HOSE: PHR – Dự báo KQKD cải thiện nhờ: (1) Tăng trưởng tích cực trong mảng sản xuất cao su và phát triển KCN trong bối cảnh cao su thế giới đang thiếu hụt, (2) nhu cầu cao su cho sự phục hồi của ngành ô tô, và (3) nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su dự báo hồi phục mạnh mẽ từ năm 2026 nhờ hoàn thành quy hoạch chung tỉnh Bình Dương.

PHR: Kết thúc quý 3 năm 2024, PHR ghi nhận gần 412 tỷ đồng doanh thu thuần và hơn 98 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ, lần lượt giảm 9% và 19% so với cùng kỳ năm 2023 do trong quý 3 Công ty không phát sinh doanh thu ghi nhận một lần (từ việc cho thuê mới đất, hạ tầng khu công nghiệp) so với cùng kỳ năm 2023 mà chỉ có các khoản phân bổ từ doanh thu chưa thực hiện. **Mảng cao su hồi phục:** Nhu cầu cao su tự nhiên dự báo phục hồi từ 2024 dựa trên kỳ vọng ngành sẫm lớp hồi phục. Trong khi đó, nguồn cung cao su kỳ vọng tăng trưởng ổn định do diện tích khai thác tăng thêm hạn chế, sản lượng tăng thêm chủ yếu đến từ vườn cây tái canh đưa vào khai thác hàng năm. Giá bán cao su cải thiện do La Nina được dự báo sẽ diễn ra trong giai đoạn này khiến nguồn cung cao su suy giảm. Năm 2024, nhu cầu cao su toàn cầu dự báo ở mức 15,74 triệu tấn, nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu cả năm là 14,50 triệu tấn khiến thị trường thiếu hụt 1,24 triệu tấn, theo ANRPC. Chúng tôi cho rằng ngành kinh doanh cao su tự nhiên truyền thống sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ giá thị trường cao hơn đến hết năm 2025. **Mảng khu công nghiệp sẽ là động lực tăng trưởng chính:** Quỹ đất công nghiệp mở rộng từ cuối năm 2023 đến 9T2024 đều nằm tại Bình Dương: ~1.300 ha tổng diện tích đất công nghiệp từ dự án NTC3 và VSIP III với giá thuê tương đối cao (khoảng 160-180 USD/ m2); dự án khu công nghiệp Tân Lập 1 (tổng diện tích 201,62 ha) dự kiến có thể cho thuê từ năm 2026F.

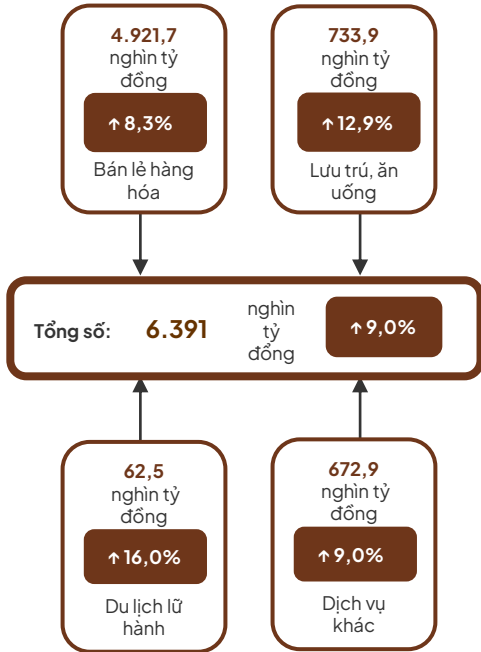
CTCP Cao su Đồng Phú

HOSE: DPR – KQKD kỳ vọng sự tăng trưởng tích cực nhờ kết nối với nhu cầu lớp xe cao su cho sự phục hồi của ngành ô tô dựa trên (i) Khả năng cung ứng ổn định với nhà máy chế biến các loại mũ khối SVR và (ii) khả năng cung ứng với diện tích rừng cao su đạt chuẩn 10,300 ha.

DPR: Kết thúc quý 3 năm 2024, DPR ghi nhận kết quả kinh doanh tiếp tục cải thiện với hơn 348 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng gần 22% svck và hơn 44 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ, tăng 20% svck. Trong quý, sản lượng tiêu thụ cao su của DPR hụt nhẹ còn khoảng 4,6 ngàn tấn, nhưng giá bán tăng mạnh góp phần cải thiện doanh thu. Cùng với **nhu cầu cao su hồi phục**, nhu cầu về các khu công nghiệp tăng rõ rệt ở Bình Phước, khi tỷ lệ lấp đầy của các KCN Bình Dương và Đồng Nai lần lượt đạt 94% và 92%, và cơ sở hạ tầng kết nối thuận tiện cũng là một giá trị gia tăng, bao gồm cả đường cao tốc Bắc - Nam tại Gia Nghĩa - Chơn Thành, TP. Hồ Chí Minh - Thủ Dầu Một - Chơn Thành. **Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú mở rộng là động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2025-2026 của DPR:** Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú mở rộng có diện tích 317 ha (DPR sở hữu 51%) dự kiến được Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng khu công nghiệp Bắc Đồng Phú đạt giá thuê đạt 80-90 USD/m2/chu kỳ thuê, bắt đầu cho thuê vào năm 2025-2026, hàm ý lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng từ năm 2026. **KCN Nam Đồng Phú mở rộng sẽ được đẩy nhanh tiến độ sau khi Bắc Đồng Phú mở rộng được chấp thuận chủ trương đầu tư (kỳ vọng cho thuê từ 2027F).** Ngoài ra, **thu nhập từ chuyển nhượng đất trồng cây cao su sang đất KCN:** DPR dự kiến chuyển nhượng 1.619 ha trong giai đoạn 2025-2030 đất cao su sang làm KCN. Trong năm 2024, DPR có thể sẽ chuyển giao cho UBND tỉnh Bình Phước 100 ha để phát triển Cụm công nghiệp Tiên Hưng 1, với giá trị 118,6 tỷ đồng. Chúng tôi chưa bao gồm khoản lợi nhuận này trong ước tính LNST của DPR năm 2024.



Tổng mức bán lẻ hàng hóa và kinh doanh dịch vụ tiêu dùng năm 2024.
Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Nguồn: Tổng cục Thống kê

2.C – Bán lẻ- Tiêu dùng: Hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H.2025

ĐIỂM NHẤN 2024

Lạm phát kiểm soát, tốc độ tăng trưởng ngành bán lẻ cải thiện

Theo báo cáo từ Tổng cục Thống kê, trong quý IV/2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 1.686,1 nghìn tỷ đồng, tăng 9,3% so với cùng kỳ (YoY). Tính chung năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 6.391 nghìn tỷ đồng, tăng 9% YoY. Riêng doanh thu bán lẻ hàng hóa năm 2024 ước đạt 4.921,7 nghìn tỷ đồng, chiếm 77% tổng mức và tăng 8,3% YoY.

Xu hướng chuyển dịch:

Ngành bán lẻ duy trì xu hướng chuyển dịch từ hình thức truyền thống sang hình thức hiện đại ở cả thành thị và vùng nông thôn. Sự chuyển dịch đến từ sự thay đổi trong yêu cầu tiêu dùng ở vùng thành thị như mức độ tiện lợi (online), yêu cầu về an toàn thực phẩm (siêu thị mini),... trong khi vùng nông thôn đến từ hoạt động đô thị hóa.

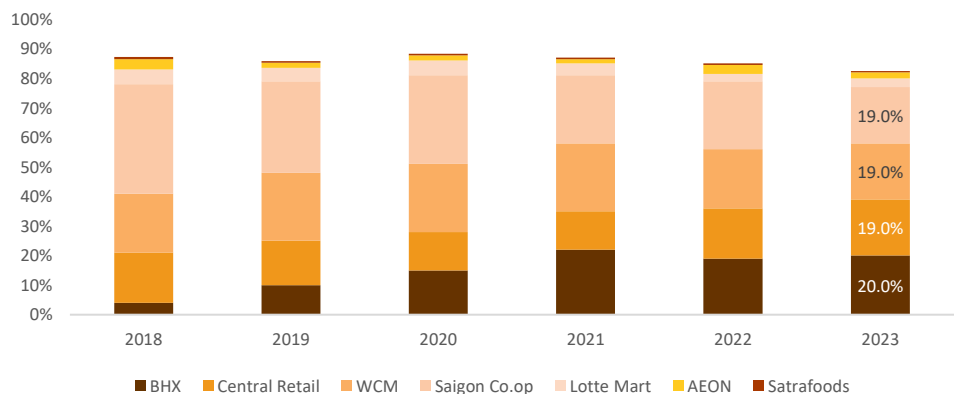
Doanh số bán hàng của Minimart đã tăng trưởng vượt bậc, với điểm nhấn trong thu nhập của hai công ty dẫn đầu vào cuối quý 2 năm 2024. Giữa năm 2024, WCM đã đạt điểm hòa vốn vào tháng 6, trong khi BHX đã báo cáo lợi nhuận ròng dương trong toàn bộ quý 2 năm 2024. Biên lợi nhuận EBIT của WCM và BHX lần lượt là 1,0% và 0,8% trong quý 3 năm 2024. Dự báo BHX sẽ đóng góp lợi nhuận ròng đầy đủ cho MWG trong năm 2024, còn WCM sẽ đạt được điều này cho MSN vào năm 2025.

Các chuỗi bán lẻ bắt đầu ghi nhận những thành công ban đầu:

Thị trường bán lẻ tạp hóa hiện đại ở Việt Nam đang có sự tập trung cao với sáu nhà bán lẻ lớn, trong đó phân khúc siêu thị mini chủ yếu do WinCommerce (WCM) và Bach Hoa Xanh (BHX) chiếm lĩnh. Và chủ yếu bao gồm hai mô hình chính: (1) siêu thị và đại siêu thị, và (2) siêu thị mini. Các nhà bán lẻ dẫn đầu trong phân khúc siêu thị và đại siêu thị bao gồm Central Retail (Thái Lan), Lotte (Hàn Quốc), Aeon (Nhật Bản) và Co.op Mart (do nhà nước sở hữu). Trong năm 2024, các doanh nghiệp bán lẻ như MWG, MSN, FRT đều tập trung tối ưu hóa hiệu quả hoạt động bằng cách cắt giảm các cửa hàng kém hiệu quả, tăng cường doanh thu trên từng cửa hàng và thúc đẩy kinh doanh online.

Thị phần giá trị trong ngành bán lẻ tạp hóa hiện đại tính đến cuối năm 2023.

Đơn vị: triệu tỷ



Nguồn: Euromonitor & LPBS Research

Nhìn chung, bối cảnh kinh tế trong năm 2024 có sự hồi phục, thị trường bán lẻ cuối năm 2024 xuất hiện những dấu hiệu khả quan, tạo động lực tích cực cho tâm lý người tiêu dùng và thúc đẩy chi tiêu, nhưng sự phục hồi tiêu dùng vẫn còn khá chậm do lạm phát cao và thị trường bất động sản chưa phục hồi rõ rệt. Ngoài ra, ảnh hưởng của bão Yagi cũng khiến xu hướng tiết kiệm khi niềm tin của người tiêu dùng vào nền kinh tế chưa được phục hồi hoàn toàn.

2.C – Bán lẻ- Tiêu dùng: Hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H.2025

Triển vọng Bán lẻ 2025– Thay đổi chiến lược tăng trưởng

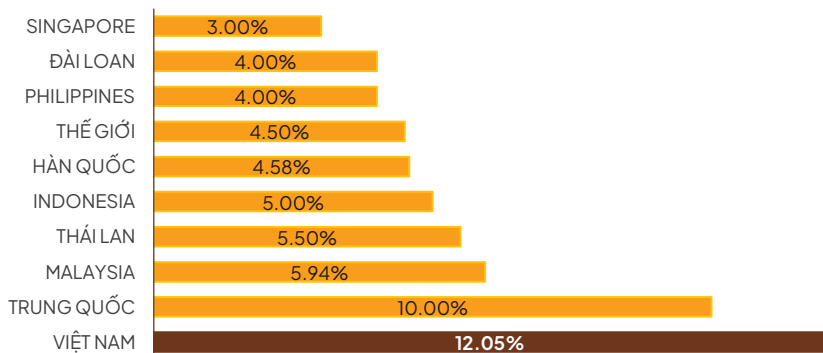
Sang năm 2025, một số yếu tố kinh tế vĩ mô có thể thúc đẩy sự phục hồi tiêu dùng, bao gồm: (1) tăng trưởng xuất khẩu ở các ngành sử dụng nhiều lao động, nhờ vào sự chuyển dịch chuỗi cung ứng từ Trung Quốc sang Việt Nam; (2) sự phục hồi của thị trường bất động sản, tạo ra hiệu ứng tài sản; và (3) việc gia hạn giảm thuế VAT đến tháng 6/2025.

Đặc biệt, năm 2025 sẽ chứng kiến sự phục hồi mạnh mẽ trong tiêu dùng nhờ vào mức thu nhập tăng và sự cải thiện trong sản xuất và xuất khẩu. Các doanh nghiệp dẫn đầu trong các lĩnh vực như siêu thị, FMCG, và đồ trang sức sẽ duy trì sức mạnh và phát triển bền vững nhờ vào chiến lược tối ưu hóa chi phí.

Tầng lớp trung lưu đang ngày càng phát triển, cùng với quá trình đô thị hóa mạnh mẽ, tạo ra nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm có thương hiệu ngày càng cao. Ngoài ra, dân số trẻ và trình độ học vấn ngày càng cao là những yếu tố then chốt thúc đẩy sự phát triển của các công ty công nghệ, đặc biệt trong bối cảnh Chính phủ đang thúc đẩy chuyển đổi công nghệ mạnh mẽ trong nền kinh tế. Với dân số hiện tại ước đạt 99,8 triệu người và dự báo sẽ sớm vượt mốc 100 triệu vào năm 2025, Việt Nam đang chứng kiến sự gia tăng nhanh chóng cả về tầng lớp trung lưu và tỷ lệ dân cư thành thị trong những năm qua. Những yếu tố này đã biến Việt Nam thành một thị trường đầy tiềm năng, hấp dẫn các nhà bán lẻ.

Tốc độ tăng trưởng kép ngành bán lẻ GĐ 2023–2028 của một vài quốc gia

Đơn vị: %

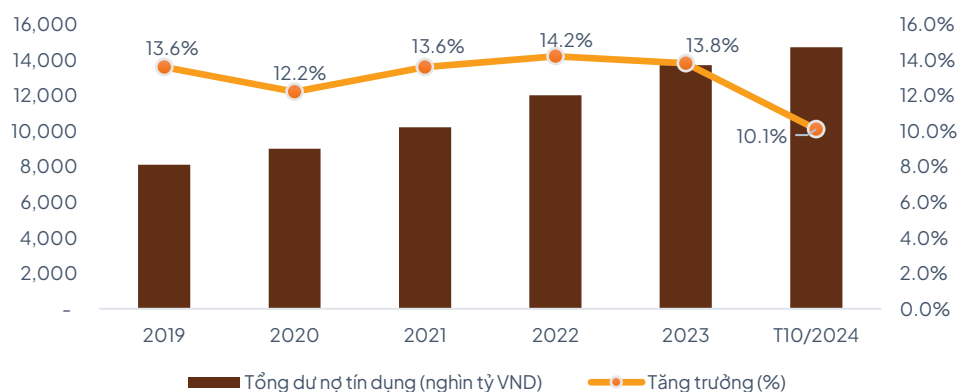


Nguồn: World Data Lab's, Mordor Intelligence và LPBS Research

Tăng trưởng tín dụng, đặc biệt là tín dụng tiêu dùng, được kỳ vọng khả quan trong năm 2025. Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng đạt 16%, cao hơn so với năm 2024, với tín dụng tiêu dùng chiếm ưu thế. Tín dụng tiêu dùng đang phục hồi mạnh mẽ cùng với nền kinh tế, và thị trường vay tiêu dùng giá trị nhỏ dự báo sẽ tăng hơn 40%, đạt gần 2 tỷ USD trong năm 2024, với tiềm năng tăng trưởng gấp 4-5 lần trong 5 năm tới. Các ngân hàng cũng đã triển khai nhiều gói tín dụng phù hợp để kích cầu, đồng thời hợp tác với các bên bán lẻ, giúp người tiêu dùng dễ dàng tiếp cận tín dụng và thúc đẩy chi tiêu.

Dư nợ tín dụng giai đoạn 2019–2024

Đơn vị: nghìn tỷ VND



Nguồn: GSO, IMP, & LPBS Research



2.C – Bán lẻ- Tiêu dùng: Hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H.2025

Cửa hàng tiện lợi và mua sắm trực tuyến dẫn đầu xu hướng:

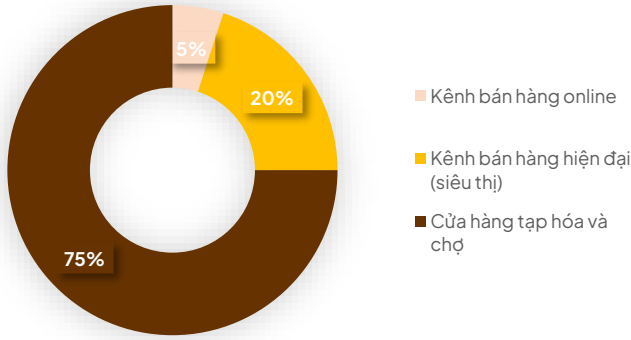
Các yếu tố có tác động tới ngành bán lẻ trong thời gian tới bao gồm: Sự gia tăng của thương mại hiện đại, bao gồm các hình thức bán lẻ có tổ chức như siêu thị, cửa hàng tiện lợi và cả hàng mini đã tăng trưởng đáng kể tại Việt Nam trong những năm gần đây.

Các chuỗi bán lẻ đang mở rộng vào các khu vực ít đô thị hơn, các kênh thương mại số và hiện đại đang dẫn chiếm lĩnh, mang đến khả năng tiếp cận tốt hơn cho người tiêu dùng nông thôn. Bên cạnh đó, mô hình chiến lược toàn diện đa kênh, kết hợp giữa trải nghiệm mua sắm đang kéo khách hàng chuyển hướng từ kênh mua sắm ở chợ truyền thống sang các kênh bán lẻ hiện đại, nhất là các mô hình mini-supermarket vì chủ yếu phục vụ nhóm khách hàng trẻ tuổi, tầng lớp trung lưu, sử dụng xe máy, những người tìm kiếm các lựa chọn thuận tiện cho việc mua sắm tạp hóa nhanh

Quy mô thị trường bán lẻ Việt Nam năm 2024 ước tính khoảng 276,37 tỷ USD, dự báo tăng lên 488,08 tỷ USD vào năm 2029, tương ứng với mức tăng trưởng CAGR giai đoạn 2024 - 2029 là 12,05%

Xu hướng tiêu dùng tính đến tháng 8/2024

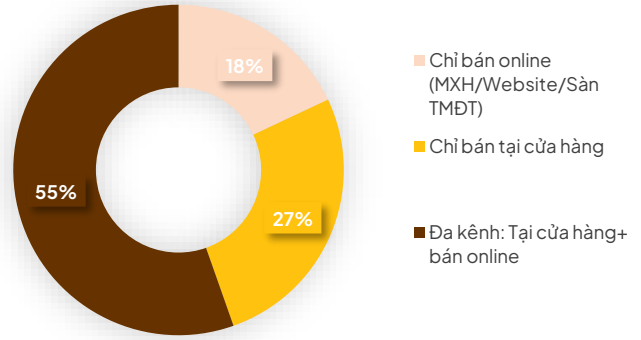
Đơn vị: %



Nguồn: Redseer consulting, LPBS Research

Tỷ trọng các kênh bán lẻ tính đến tháng 8/2024

Đơn vị: %



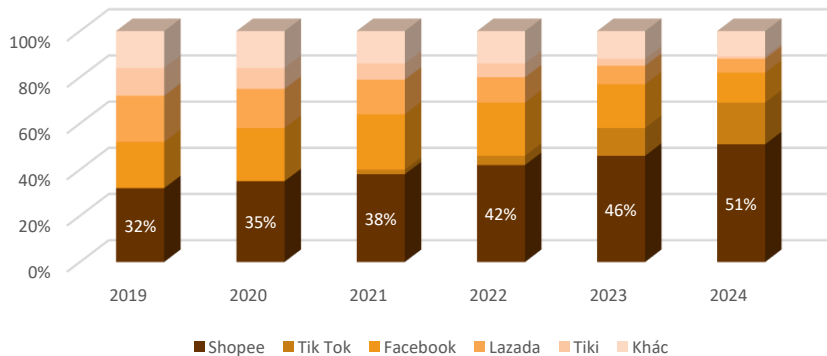
Nguồn: LPBS Research tổng hợp

Thương mại điện tử và sự phát triển của nền kinh tế số đang diễn ra mạnh mẽ.

Thanh toán điện tử đã trở nên phổ biến, với gần 40% người tiêu dùng sử dụng ứng dụng ngân hàng cho các giao dịch mua sắm gần đây. Sự thay đổi này mở rộng khả năng tiếp cận tài chính, đặc biệt là ở các khu vực đô thị, nơi thương mại hiện đại đang phát triển nhanh chóng. Nền kinh tế internet của Việt Nam hiện có giá trị khoảng 30 tỷ USD, chiếm 7% GDP năm 2023. Shopee vẫn giữ vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực thương mại điện tử, nhưng Tiktok đang nhanh chóng trở thành đối thủ cạnh tranh đáng gờm, đặc biệt trong lĩnh vực thương mại xã hội. Facebook và Tiktok đã trở thành động lực thúc đẩy nhu cầu mua sắm, kết nối người tiêu dùng với những xu hướng tiêu dùng mới.

Tỷ lệ đóng góp của nền tảng thương mại điện tử.

Đơn vị: %



Nguồn: Cimigo, Mordorintelligence, & LPBS Research tổng hợp



2.C – Bán lẻ – Tiêu dùng: Hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H.2025

Hướng đến sản phẩm thiết yếu và bền vững

Các mặt hàng thiết yếu và sản phẩm chăm sóc sức khỏe được ưu tiên hàng đầu: Bên cạnh các mặt hàng thiết yếu và quần áo, sản phẩm chăm sóc sức khỏe cũng nằm trong danh sách ưu tiên. Điều này mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp cung cấp sản phẩm tiêu dùng và chăm sóc sức khỏe để xây dựng các chiến lược sản phẩm phù hợp, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường.

Các sản phẩm bền vững và thân thiện với môi trường đang trở thành yếu tố quan trọng đối với người tiêu dùng Việt Nam. Theo báo cáo của PwC, 94% người tiêu dùng cảm nhận tác động tiêu cực của biến đổi khí hậu, và 74% sẵn sàng chi thêm 20% cho sản phẩm tái chế. 85% cho biết sẽ mua sản phẩm điện hoặc hybrid trong 3 năm tới. Điều này cho thấy bền vững không chỉ là xu hướng, mà còn là yếu tố giúp doanh nghiệp xây dựng lòng trung thành và niềm tin từ khách hàng.

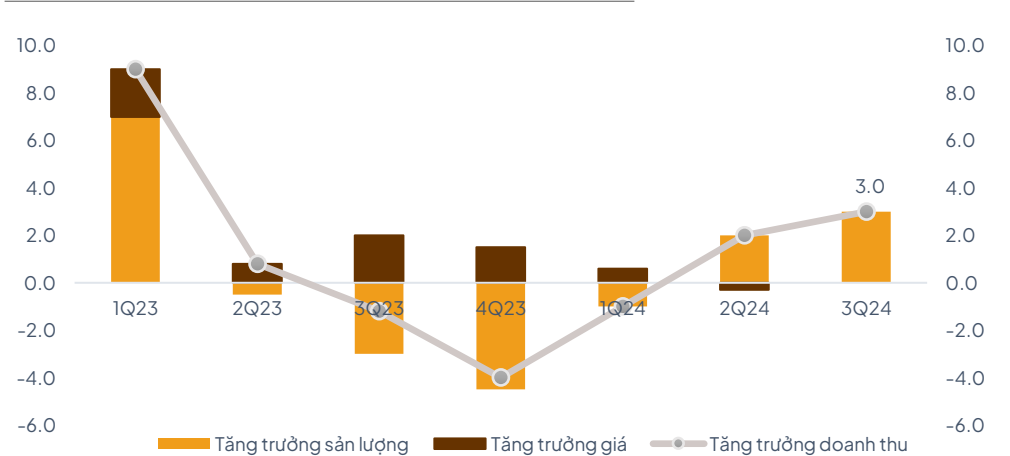
Các thương hiệu uy tín ngày càng được chú ý: Người tiêu dùng Việt Nam hiện đại không chỉ quan tâm đến sản phẩm phù hợp mà còn ưu tiên những thương hiệu uy tín. Họ sẵn sàng gắn bó với các nhãn hàng có giá trị bền vững, cung cấp trải nghiệm đa kênh và đáp ứng đúng nhu cầu. Các doanh nghiệp cần tận dụng những cơ hội này để tạo dựng mối quan hệ lâu dài với khách hàng.

Sự phục hồi của ngành hàng tiêu dùng (FMCG)

Ngành FMCG Việt Nam đã hồi phục từ quý 2/2024, với sự tăng trưởng sản lượng, đặc biệt ở nhóm hàng thiết yếu và sản phẩm không thiết yếu như bia, thuốc lá.

Bước sang năm 2025, ngành FMCG sẽ đối mặt với nhiều cơ hội lẫn thách thức. Để bắt kịp xu hướng tiêu dùng mới, các doanh nghiệp cần tập trung phát triển các sản phẩm bền vững, thân thiện với môi trường và mang lại tiện ích cao. Đồng thời, các chiến lược marketing cần chú trọng vào việc cải thiện trải nghiệm khách hàng và tận dụng sức mạnh của bán hàng đa kênh. Sự cải thiện trong điều kiện tài chính cùng niềm tin tiêu dùng tăng cao dự kiến sẽ là động lực quan trọng thúc đẩy tiêu dùng và tăng trưởng ngành FMCG trong năm 2025. hàng đa kênh

Ngành hàng tiêu dùng nhanh phục hồi từ quý 2/2024
Đơn vị: %



Nguồn: Nielsen & LPBS Research

NGÀNH HÀNG NỔI BẬT

Bán lẻ tạp hóa thông qua cửa hàng tiện lợi

Thị trường cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam đã chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ nhờ vào quá trình đô thị hóa, thay đổi trong lối sống và nhu cầu ngày càng cao về các sản phẩm tiện ích. Ngành bán lẻ, bao gồm cả cửa hàng tiện lợi, dự báo sẽ đạt giá trị 276 tỷ USD và tiếp tục mở rộng nhanh chóng trong những năm tới. Các cửa hàng tiện lợi đáp ứng đa dạng nhu cầu của người tiêu dùng, từ nhu yếu phẩm hàng ngày đến bữa ăn nhanh, trở thành phần không thể thiếu trong đời sống đô thị hiện đại.

Thành công có lãi rủng trong 2H24 của một số chuỗi bán lẻ tạp hóa lớn (WCM và BHX), 2025 sẽ là thời điểm phù hợp để tăng tốc độ phủ sóng mô hình bán hàng hiện đại khi (1) nhu cầu tiêu thụ sản phẩm thiết yếu tiếp tục gia tăng, (2) Thu nhập của người tiêu dùng dự báo sẽ cải thiện so với năm 2024 nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ từ các ngành sản xuất, qua đó thúc đẩy chi tiêu. Hệ thống kho vận và sự đa dạng hóa sản phẩm sẽ giúp các chuỗi bán lẻ linh hoạt đáp ứng nhu cầu người tiêu dùng mới. Sự phục hồi trong chi tiêu kết hợp với việc mở rộng của các chuỗi bán lẻ hiện đại sẽ thúc đẩy thị trường thực phẩm tăng trưởng khoảng 9% trong giai đoạn 2025-2026.

Thiết bị gia dụng và công nghệ (CE và ICT)

Thị trường bán lẻ ICT trong nước đã bước vào giai đoạn bão hòa với tốc độ tăng trưởng dự báo đạt 5% CAGR từ năm 2025 đến 2030. Theo thống kê từ dữ liệu của công ty nghiên cứu thị trường GFK, doanh thu ICT vẫn ở mức yếu, trong đó doanh thu điện thoại di động và máy tính xách tay lần lượt giảm 4% và 7% trong 9T2024 (theo GFK). Ngược lại, kết quả doanh thu điện máy tốt hơn, như điều hòa do thời tiết nóng kỷ lục, và TV nhờ các sự kiện thể thao. Do đó, chuỗi ĐMX/TGDĐ của MWG đã có KQKD tốt hơn chuỗi FPT Shop của FRT. Lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ điện thoại & điện máy được cải thiện nhờ chiến lược tối ưu hóa chi phí hiệu quả và cạnh tranh giá bớt gay gắt hơn.

Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng mảng ICT sẽ khả quan hơn (tăng trưởng doanh thu đạt từ 5-10%) so với điện máy (tăng trưởng đi ngang). Với động lực trong thời gian tới của mảng ICT sẽ đến từ việc Việt Nam đang từng bước hiện đại hóa hạ tầng công nghệ như 5G, trung tâm dữ liệu, ứng dụng AI, chu kỳ thay thế, và sự cải tiến công nghệ của iPhone 17 (dự kiến ra mắt trong tháng 9 - tháng 10). Biên lợi nhuận ngành ITC và CE dự kiến sẽ tăng nhờ các nỗ lực trong tối ưu hóa chi phí đã thực hiện trong năm trước và cấu tốt hơn, cũng như chiến lược tối ưu hóa chi phí hiệu quả và cạnh tranh giá bớt gay gắt hơn.

Trang sức- Còn nhiều dư địa

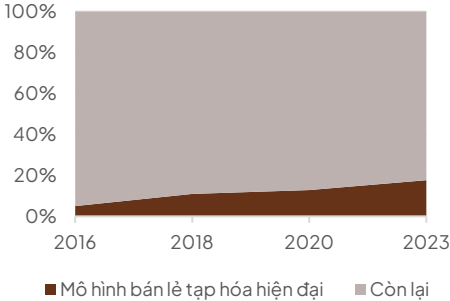
Số liệu cập nhật đến tháng 9/2024 của Statista cho thấy thị trường trang sức Việt Nam tạo ra doanh thu 1,08 tỷ USD vào năm 2024 và kỳ vọng thị trường sẽ có tốc độ CAGR 4,87% giai đoạn 2024-2029 và ước đạt mức 1,37 tỷ USD vào năm 2029.

Đây là mặt hàng có giá trị cao và ít chịu ảnh hưởng từ biến động giá, mang lại sự ổn định trong quá trình tăng trưởng so với các thị trường lớn như Ấn Độ, nơi yếu tố giá cả tác động mạnh mẽ hơn. Đồng thời, vàng cũng gắn liền với truyền thống tích trữ tài sản trong văn hóa châu Á. Hơn nữa, sự phát triển của ngành trang sức chủ yếu phụ thuộc vào tốc độ gia tăng thu nhập của người dân.

Việt Nam sẽ trở thành một trong 10 thị trường tiêu dùng lớn nhất toàn cầu nhờ tầng lớp trung lưu đang mở rộng nhanh chóng. Sự bùng nổ của ngành trang sức ở Việt Nam trong vài năm qua là kết quả của quá trình đô thị hóa ngày càng tăng và thay đổi sở thích của người tiêu dùng như PNJ, SJC. Ngành trang sức Việt Nam có thể được kỳ vọng về sự tăng trưởng tích cực trong năm 2025.

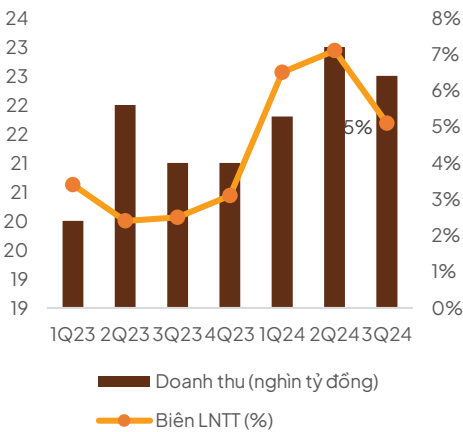
Tuy nhiên, mặc dù tình trạng khan hiếm vàng nguyên liệu đã giảm, nhưng vẫn tồn tại, buộc các doanh nghiệp phải quản lý chặt chẽ nguồn cung và hàng tồn kho, hy vọng sẽ được giải quyết trong năm 2025.

Mô hình bán lẻ tạp hóa hiện đại tính đến 2023
Đơn vị: %



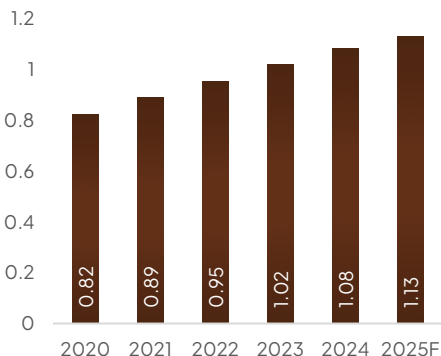
Nguồn: Euromonitor, LPBS Research

Tình hình tài chính của ĐMX, TGDĐ & Topzone
Đơn vị: Nghìn tỷ đồng



Nguồn: MWG, LPBS Research

Doanh thu thị trường trang sức Việt Nam giao đoạn 2020-205F
Đơn vị: Tỷ USD



Nguồn: Statista, LPBS Research



Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu MWG với các lợi thế về quy mô, thị phần rộng lớn, sản phẩm đa dạng. MWG hứa hẹn mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn và giá trị đầu tư hấp dẫn: (1) Chuỗi Bách hóa xanh mở rộng và (2) EraBlue với động lực mới trong 3-5 năm tới (3) Chiến lược tái cấu trúc.

Công ty cổ phần Thế Giới Di Động – (HOSE: MWG)

Trong 9T24, MWG với doanh thu thuần đạt 99.767 tỷ đồng (+14,9% svck), trong đó tăng trưởng mạnh nhất là chuỗi Bách Hóa Xanh với doanh thu tăng 35,9%, chuỗi Điện Máy Xanh và Thế Giới Di Động có doanh thu thuần tăng lần lượt 8,2% và 4,7%. Nhờ tăng trưởng doanh thu tốt cùng với quản lý chi phí hiệu quả mà LNST của cổ đông công ty mẹ 9T2024 đạt 2.875 tỷ đồng, gấp gần 37 lần svck. Nợ vay của công ty cuối Q3/2024 ở mức 23.968 tỷ đồng, giảm 4,6% so với đầu năm, chiếm 35,8% tổng nguồn vốn. Bù lại lượng tiền và tiền gửi ngắn hạn của công ty rất dồi dào, đạt 31.301 tỷ đồng. Tỷ lệ D/E ở mức 0,88 lần, chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của công ty ở mức an toàn. **Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu MWG với giá mục tiêu 80.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 38%**, dựa trên các luận điểm chính sau: **(1) Chuỗi Bách hóa xanh mở rộng mạnh mẽ:** Doanh thu chuỗi BHX tăng 26% trong quý 3, với doanh thu bình quân mỗi cửa hàng đạt 2,1 tỷ đồng/tháng. Đồng thời BHX đã bắt đầu mở mới cửa hàng sau khi thành công với 25 cửa hàng mở mới. Chuỗi BHX cũng đã bắt đầu mở rộng và tăng độ phủ tại khu vực miền Trung. Tính đến hiện tại, MWG đang có 15 cửa hàng tại Đà Nẵng, Quảng Nam và Quảng Ngãi đánh dấu bước đầu tiên trong chiến lược mở rộng thị trường; **(2) EraBlue là động lực lớn trong 3-5 năm tới:** Erablue đã bắt đầu có lãi ở mức 329 triệu đồng đánh dấu bước đầu thành công tại thị trường giàu tiềm năng với quy mô dân số gấp gần 3 lần Việt Nam. MWG có thể bước vào giai đoạn mở rộng chuỗi Erablue khi đã bắt đầu có lãi, hiện tại Erablue đang có 76 cửa hàng, tăng gấp đôi so với đầu năm và kỳ vọng tiếp tục gia tăng nhanh chóng thời gian tới, mục tiêu đạt 150 cửa hàng trong năm 2025; **(3) Chiến lược tái cấu trúc giúp tối ưu hóa chi phí đầu tư:** Mục tiêu của MWG trong thời gian tới là không mở thêm cửa hàng điện thoại và điện máy (Thế Giới Di Động, Điện Máy Xanh), mà tập trung điều chỉnh cơ cấu sản phẩm phù hợp với thị hiếu người tiêu dùng và hợp tác với các hãng để triển khai các chương trình khuyến mãi hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng chiến lược này sẽ giúp tiết kiệm chi phí mở cửa hàng trong năm 2025, đồng thời doanh số mảng điện thoại và điện máy vẫn tiếp tục tăng trưởng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận mảng này có thể không tăng trong năm 2025.

Công ty cổ phần Vàng Bạc đá quý Phú Nhuận – (HOSE: PNJ)

PNJ hiện là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trang sức của nước ta với thương hiệu ngày càng vững mạnh. Lũy kế 11T24, PNJ với doanh thu thuần đạt 35.210 tỷ đồng (+19,4% svck). Trong đó, doanh thu trang sức bán lẻ tăng 15,9%, doanh thu trang sức bán sỉ tăng 33,8% và doanh thu vàng 24K tăng 25%. LNST của công ty đạt 1.876 tỷ đồng, tăng 8,3% svck. Tình hình tài chính ở mức an toàn. Theo BCTC quý 3/2024, nợ vay của công ty ở mức thấp, đạt 1.470 tỷ đồng, chiếm 9,8% tổng nguồn vốn. Tỷ lệ D/E ở mức 0,14 lần. **Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PNJ với giá mục tiêu 120.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 30%**, dựa trên ba luận điểm chính: **(1) Vị thế dẫn đầu và mạng lưới cửa hàng ngày càng mở rộng:** Tính đến cuối tháng 11, PNJ có 424 cửa hàng trên toàn quốc, tăng 3 cửa hàng so với tháng trước. Từ đầu năm, công ty đã mở 35 cửa hàng mới và đóng 11 cửa hàng cũ. PNJ đang tập trung mở rộng mạng lưới cửa hàng, đặc biệt ở các tỉnh phía Bắc, nhằm tăng cường nhận diện thương hiệu và hướng tới trở thành nhà bán lẻ số 1 tại Việt Nam **(2) Duy trì biên lợi nhuận ổn định từ kênh bán lẻ và bán sỉ:** doanh thu trang sức bán lẻ tăng 16% (so với cùng kỳ) nhờ chiến lược marketing, mở rộng mạng lưới; Doanh thu trang sức bán sỉ tăng 34% (so với cùng kỳ) trong bối cảnh nhà nước thắt chặt các yêu cầu về kiểm soát nguồn gốc sản phẩm tạo lợi thế cho các doanh nghiệp sản xuất chính quy, uy tín và tuân thủ tốt các quy định; Doanh thu vàng miếng tăng 25% (so với cùng kỳ) chủ yếu nhờ sự sôi động của thị trường trong nửa đầu năm; **(3) Thiết kế sản phẩm ngày càng tinh xảo và thu hút người tiêu dùng:** Việc liên tục đổi mới và cải tiến sản phẩm nhằm đón đầu xu hướng, như chuyển sang trang sức thời trang có giá trị gia tăng cao, giúp PNJ thu hút khách hàng và duy trì sự cạnh tranh. Hiện tại, PNJ đang nghiên cứu các sản phẩm mới với hàm lượng vàng thấp hơn nhưng vẫn đảm bảo độ bền, tinh xảo, và đáp ứng nhu cầu cơ bản của khách hàng về trang sức.

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu PNJ từ kỳ vọng cho chu kỳ tăng trưởng mới, với tiềm năng mở rộng thị phần và cải thiện biên lợi nhuận, là lựa chọn đầu tư hấp dẫn trong ngành trang sức: (1) Vị thế dẫn đầu và mạng lưới bán lẻ ngày càng mở rộng; (2) Biên lợi nhuận ổn định từ kênh bán lẻ và bán sỉ và (3) Thiết kế sản phẩm ngày càng tinh xảo và thu hút người tiêu dùng

(***) Lựa chọn cổ phiếu ngành Bán lẻ theo quan điểm LPBS Research



2.D- Cảng- Vận tải biển: Tiếp đà tăng trưởng

Trong 9T.2024, tổng kim ngạch và khối lượng hàng hóa thông quan cảng biển có chiều hướng tiếp tục tăng trưởng tích cực khi lạm phát ở Mỹ và Châu Âu hạ nhiệt. Dịch vụ và nhu cầu tiêu dùng ở hai khu vực này vẫn tăng trưởng ổn định dẫn đến đơn đặt hàng tiếp tục tăng trưởng trong 9T.2024. Dẫn đến tổng sản lượng xuất khẩu 9T.2024 đạt 299,63 tỷ USD, +15,4% yoy và nhập khẩu đạt hơn 278,8 tỷ USD, +17,3% yoy

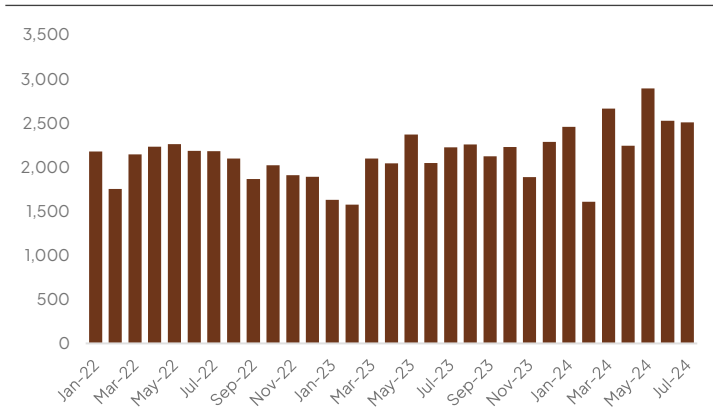
Theo dữ liệu mới nhất của Cục Hàng Hải Việt Nam (Vinamarine) thì tổng container thông quan 9T.2024 đạt 22 triệu tues (+19% yoy svck). Trong đó, container mặt hàng xuất khẩu, nhập khẩu và nội địa khá là đồng đều. Mỗi mặt hàng container chiếm 33,3% tỷ trọng trên tổng lượng container hàng hóa.

Số lượng hàng container xuất khẩu thông quan cảng biển Việt Nam phụ thuộc vào các khu vực nền kinh tế có sức tiêu dùng lớn. Đặc biệt là thị trường Mỹ với tỷ trọng xuất khẩu là 28% trên tổng sản lượng xuất khẩu; đứng thứ 2 là tỷ trọng xuất khẩu tới Trung Quốc là 18%, và đứng thứ 3 là khu vực khối EU với tỷ trọng xuất khẩu là 13%.

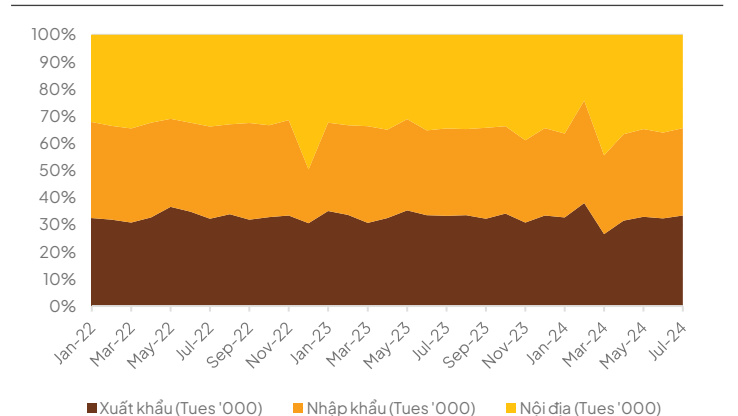
Về sản lượng hàng hóa nhập khẩu Việt Nam phụ thuộc rất lớn vào thị trường Trung Quốc khi mà tỷ trọng sản lượng hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm 35% trên tổng sản lượng nhập khẩu. Ngoài ra, Hàn Quốc và Nhật Bản cũng đóng góp không nhỏ vào tỷ trọng sản lượng nhập khẩu Việt Nam theo thứ tự là 17% và 7%. Phần lớn mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, và Nhật Bản là điện thoại, máy tính và linh kiện điện tử.

Động lực chính đến từ (1) nền kinh tế toàn cầu đã có xu hướng phục hồi (2) nhu cầu nhập khẩu hàng hoá đến sớm hơn mọi năm.

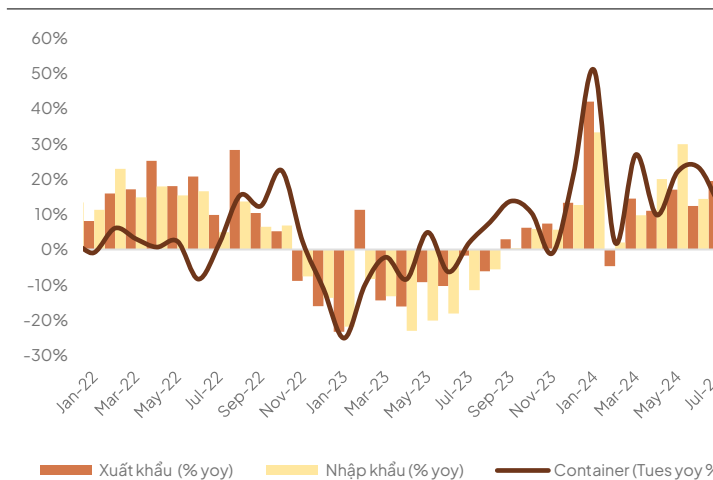
Sản lượng container qua cảng Việt Nam
Đơn vị: 000s TEUS



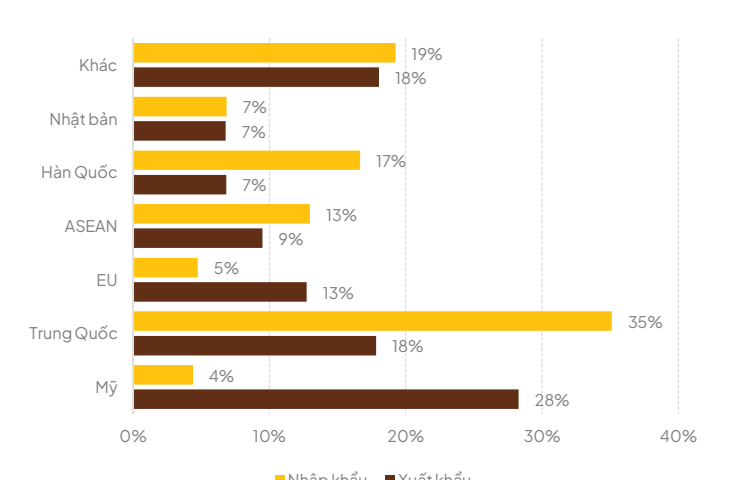
Tỷ trọng hàng container thông qua các cảng Việt Nam
Đơn vị: %



Tăng trưởng XNK thúc đẩy tăng trưởng container qua cảng
Đơn vị: %



Tỷ trọng XNK thương mại của Việt Nam với các nước đối tác
Đơn vị: %



Nguồn: Vinamarine & LPBS Research

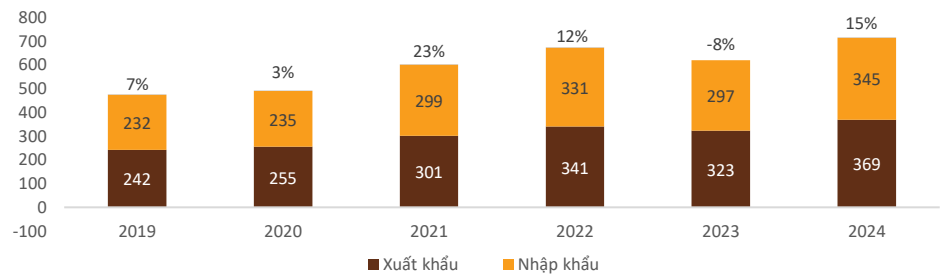


Triển vọng ngành cảng biển năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2025, hoạt động xuất nhập khẩu sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng nhờ vào ba yếu tố chính: **(1)** Lạm phát toàn cầu đã hạ nhiệt **(2)** Sản lượng hàng hóa thông cảng cải thiện và **(3)** Nhu cầu từ thị trường quốc tế hồi phục, theo làn sóng giảm lãi suất của các ngân hàng trung ương. Bên cạnh đó, ngành cảng biển cũng sẽ chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ với nhiều dự án cảng mới, đặc biệt ở miền Bắc Việt Nam, như các dự án Lạch Huyện 3+4, Lạch Huyện 5+6 tại Hải Phòng và giai đoạn 3 của Nam Đình Vũ. Tổng cộng, ba dự án này sẽ bổ sung thêm 3,5 triệu TEU công suất, góp phần thúc đẩy sản lượng cảng biển. Tuy nhiên, tăng trưởng sản lượng có thể gặp phải một số thách thức từ chính sách thuế quan mới của chính quyền Trump, với dự báo tăng trưởng sản lượng của Việt Nam đạt khoảng 9% trong năm 2025, chủ yếu tập trung trong nửa đầu năm trước khi các mức thuế mới được áp dụng.

Kim ngạch XNK phục hồi tích cực: Tính đến tháng 11 năm 2024, tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam tăng 15,4% YoY, đạt 715 tỷ USD. Các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng bao gồm thành công của các công ty vận tải biển, việc bổ sung hàng tồn kho tại thị trường Hoa Kỳ và EU, và việc tích trữ hàng hóa để giảm thiểu rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng. Xuất khẩu tăng 14,4%, trong khi nhập khẩu tăng 16,3%. Đặc biệt, xuất khẩu sang Hoa Kỳ tăng mạnh 17,4%, vượt mức tăng trưởng chung của xuất khẩu là 8,2%.

Kim ngạch XNK 11 tháng GD 2019-2024
Đơn vị: tỷ USD

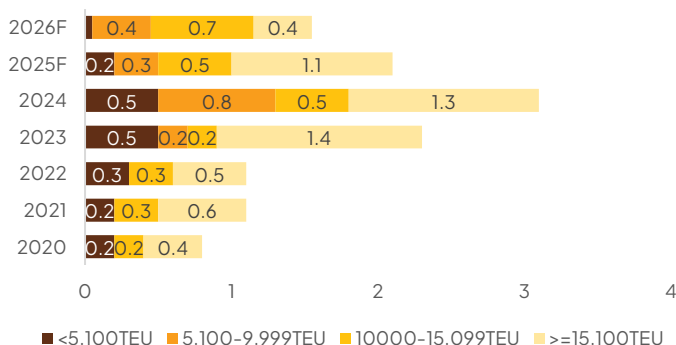


Nguồn: Bộ KH&ĐT, GSO, S&P Global và LPBS Research

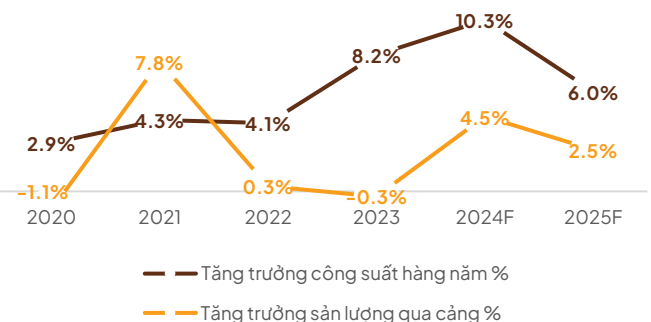
Vận tải hàng lỏng là một phân khúc được hỗ trợ bởi những gián đoạn chuỗi cung ứng, đặc biệt là xung đột Nga-Ukraine. Mặc dù giá cước và tỷ lệ thuê tàu chở hàng lỏng đã giảm, nhưng vẫn duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, với những yếu tố gần đây, chúng tôi tin rằng mảng tàu chở hàng lỏng có thể đã đạt đỉnh chu kỳ. Nếu xung đột ở Ukraine kết thúc vào năm 2025, đặc biệt nếu ông Trump thực hiện cam kết nhanh chóng chấm dứt chiến tranh, thị trường này có thể sẽ bước vào một giai đoạn chuyển mình đáng kể.

Dịch vụ chuyển phát nhanh tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2024, với số lượng bưu kiện tăng 30% và doanh thu tăng 20%. Dự báo xu hướng này sẽ kéo dài đến 2025, với số lượng bưu kiện tăng 20-25%, nhờ vào sự phát triển của thương mại điện tử. Tuy nhiên, cạnh tranh gay gắt và áp lực giảm giá sẽ tác động đến biên lợi nhuận. Các công ty cần linh hoạt thay đổi và đầu tư để đáp ứng nhu cầu của các mô hình thương mại điện tử mới, như xuyên biên giới.

Lượng cung tàu mới theo kích cỡ
Đơn vị: triệu TEU



Tăng trưởng đội tàu và tăng trưởng sản lượng qua cảng toàn cầu
Đơn vị: %



Nguồn: Alphaliner và LPBS Research



Triển vọng ngành cảng biển năm 2025

Dòng vốn FDI tạo động lực tăng trưởng cho XNK Container

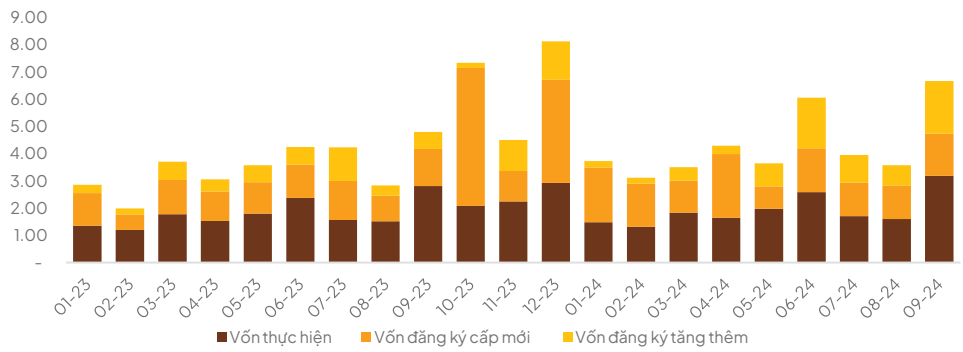
Trong cả năm 2024, vốn thực hiện của các dự án đầu tư nước ngoài (FDI) ước đạt khoảng 25,35 tỷ USD, tăng 9,4% so với năm trước đó, đánh dấu mức giải ngân cao nhất từ trước đến nay. Tổng vốn FDI đăng ký mới, điều chỉnh, góp vốn, mua cổ phần và phần vốn góp từ đầu năm đến nay đạt gần 38,23 tỷ USD.

Các dự án FDI lớn giúp Việt Nam trở thành điểm đến đầu tư quan trọng trong khu vực và trên thế giới. Đặc biệt, trong năm 2024, Việt Nam nhận được sự chú ý từ các tập đoàn lớn trên thế giới với các dự án từ Hàn Quốc, Đài Loan, và Singapore. Sự gia tăng sản xuất, xuất khẩu và yêu cầu về cơ sở hạ tầng hiện đại đã tạo ra những cơ hội lớn cho ngành cảng biển phát triển, đồng thời nâng cao vai trò của Việt Nam trong chuỗi cung ứng toàn cầu.

Luật và Nghị định sắp tới sẽ có tác động tích cực đối với việc thu hút FDI. Việt Nam đặt mục tiêu có 100/200/300 công ty thiết kế IC; 1/2/3 nhà máy sản xuất chip; 10/15/20 nhà máy đóng gói và kiểm tra chất bán dẫn trong giai đoạn FY24-30/FY30-40/FY40-50. Quyết định này cũng nêu rõ nhiều ưu đãi cho đầu tư vào ngành bán dẫn bao gồm: **ưu đãi đầu tư đặc biệt, chi phí R&D, miễn thuế thu nhập cá nhân, miễn tiền thuê đất và chi phí sử dụng mặt nước**

Vốn đầu tư nước ngoài FDI tăng mạnh trong T9.2024

Đơn vị: Tỷ USD



Nguồn: GSO & LPBS Research

Sự phục hồi tiêu dùng tại các thị trường chính

Dự báo chi tiêu tiêu dùng tại Mỹ tăng 2,7% trong năm 2024, nhưng sẽ giảm còn 2,2% vào năm 2025 do ảnh hưởng từ sự chậm lại của thị trường lao động và mức lãi suất, giá cả cao.

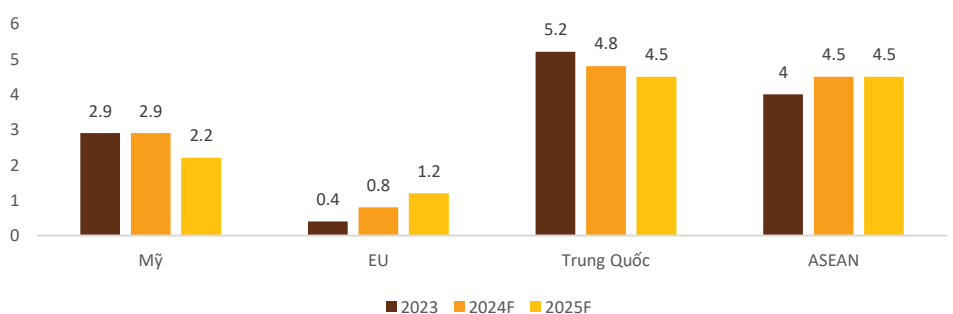
Tăng trưởng kinh tế châu Âu dự kiến đạt 1,2% trong năm 2025, mặc dù gặp phải thách thức từ bất ổn chính trị, thuế quan và khó khăn trong ngành sản xuất. Tuy nhiên, tiêu dùng có thể phục hồi nhờ tăng thu nhập thực tế và giảm tỷ lệ tiết kiệm.

Trung Quốc dự báo tăng trưởng 4,8% trong năm 2025, với doanh số bán lẻ tháng 11 chỉ tăng 3% so với cùng kỳ, giảm so với tháng trước. Tuy nhiên, chính sách tiền tệ nới lỏng và tài khóa chủ động sẽ thúc đẩy tiêu dùng và tăng trưởng.

Các quốc gia ASEAN kỳ vọng tăng trưởng từ 4,5% đến 4,7% trong năm 2025 nhờ sự phục hồi ngành du lịch và tiềm năng từ thị trường bán dẫn

Dự báo tăng trưởng GDP tại các thị trường chính

Đơn vị: %



Nguồn: FED & LPBS Research



Triển vọng ngành cảng biển năm 2025

Áp lực cạnh tranh gia tăng (tt)

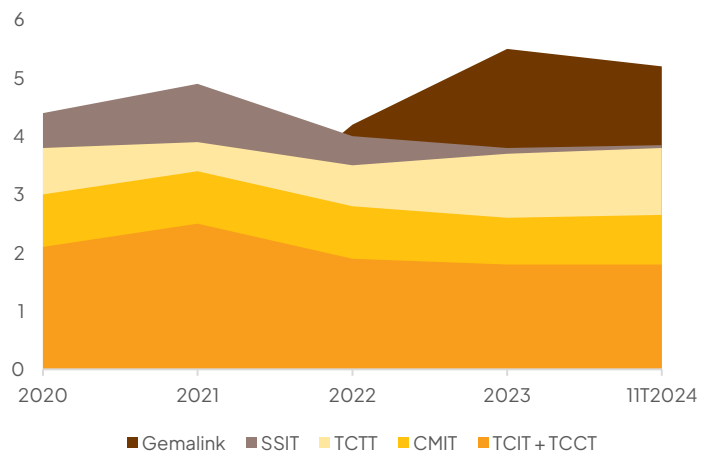
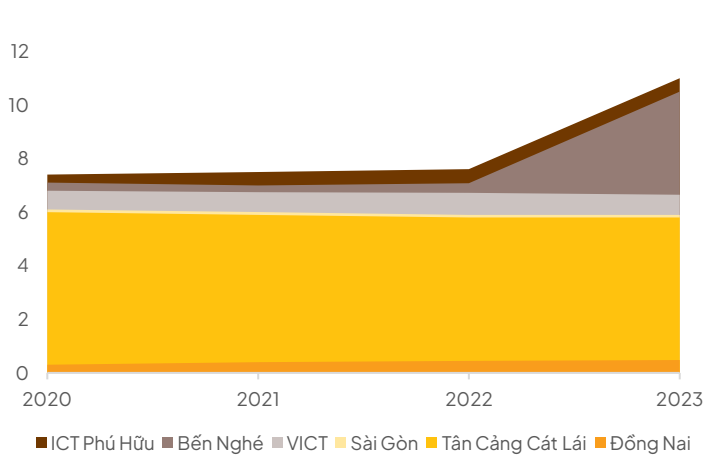
Khu vực cảng miền Nam sẽ đối mặt với áp lực cạnh tranh thấp hơn và là động lực tăng trưởng trong năm 2025.

Cụm Cảng Cái Mép - Thị Vải, với định hướng phát triển thành trung tâm chuyển tải quốc tế trong 2025, sẽ tận dụng lợi thế cảng nước sâu tự nhiên và vị trí chiến lược gần các tuyến hàng hải quốc tế. Áp lực nguồn cung tại đây sẽ thấp, với chỉ dự án Gemalink 2A của GMD dự kiến hoạt động vào nửa cuối năm 2027. Dự án cảng Cần Giờ, lớn nhất khu vực, vẫn đang thẩm định và dự kiến hoàn thành trước 2030.

Cụm Cảng Hồ Chí Minh - Cát Lái sẽ hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế tại châu Âu và châu Mỹ cùng với hoạt động FDI sôi động. Sản lượng container qua cảng khu vực TP Hồ Chí Minh dự báo tăng trưởng nhờ nguồn hàng từ các khu công nghiệp lớn tại Bình Dương, Đồng Nai, Long An. Cảng Tân Cảng Cát Lái sẽ tiếp tục giữ vai trò chủ đạo, chiếm gần 75% thị phần khu vực trong năm 2024.

Sản lượng container khu vực TPHCM
Đơn vị: triệu TEU

Sản lượng container khu vực TPHCM
Đơn vị: triệu TEU



Nguồn: VPA & LPBS Research

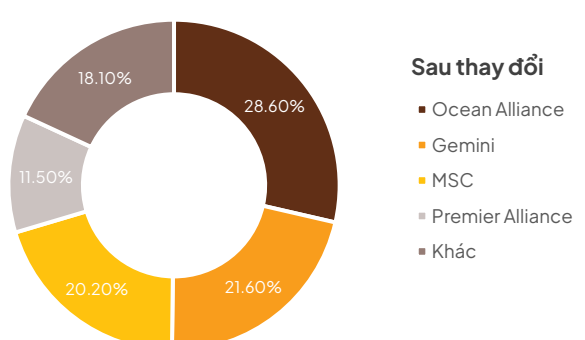
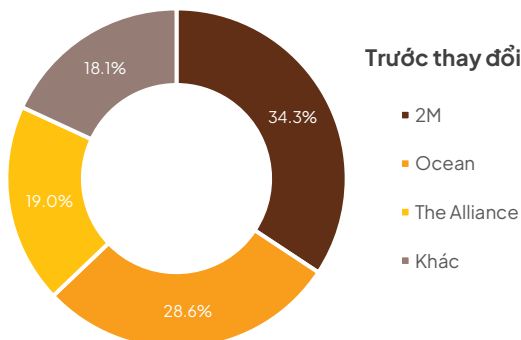
Sự Thay Đổi Liên Minh Hãng Tàu Và Cấu Trúc Thị Phần

Năm 2025, cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cảng biển sẽ gia tăng, đặc biệt tại khu vực Lạch Huyện do công suất dư thừa

Từ 2025, liên minh 2M và THE Alliance tan rã, thay thế bằng 3 liên minh mới: Gemini Cooperation, Ocean Alliance và Premier Alliance, cùng MSC hoạt động riêng biệt. Thay đổi này sẽ tái cấu trúc các tuyến thương mại, phân bổ lại công suất và ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng toàn cầu, cũng như định vị lại các cảng trung chuyển.

Việc thay đổi cấu trúc liên minh các hãng tàu mở ra cơ hội cho các cảng Việt Nam, đặc biệt là cảng nước sâu, thu hút lượng khách trung chuyển quốc tế, từ đó ảnh hưởng lớn đến sản lượng xếp dỡ và hiệu suất cảng. Khu vực Cái Mép - Thị Vải, với lợi thế cạnh tranh mạnh, sẽ hưởng lợi khi nhiều hãng tàu hàng đầu thế giới hoạt động tại đây.

Sự thay đổi về thị phần khi liên minh tái cấu trúc
Đơn vị: %



Nguồn: Alphaliner & LPBS Research

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu GMD với các lợi thế về quy mô, thị phần rộng lớn, hàng hóa XNK gia tăng. GMD hứa hẹn mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn và giá trị đầu tư hấp dẫn: (1) Vị trí thuận lợi với thị phần rộng lớn; (2) Các dự án mới hứa hẹn gia tăng công suất và (3) Ảnh hưởng từ ối tác chiến lược lâu dài.

Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ cổ phiếu HAH từ kỳ vọng cho chu kỳ tăng trưởng mới, khi hoạt động xuất nhập khẩu ngày càng tăng trưởng với tiềm năng: (1) Tiếp tục mở rộng công suất; (2) Hưởng lợi từ việc gia hạn các hợp đồng cho thuê; (3) Căng thẳng Mỹ-Trung tác động tích cực đến nguồn cung ứng trong nước và (4) Mở rộng các tuyến dịch vụ góp phần thúc đẩy lợi nhuận

Công ty cổ phần Gemadept- (HOSE: GMD)

Trong 9T24, Doanh thu thuần GMD tăng trưởng mạnh svck đạt 3.420 tỷ đồng (+22% svck) nhờ đà phục hồi thương mại đặc biệt tại cảng Nam Đình Vũ và Gemalink. Sản lượng thông quan tại Cảng Nam Đình Vũ là 680.000 TEUs, tăng 66,5% svck trong khi sản lượng thông quan tại Gemalink đạt 998.000 TEUs, tăng 102% svck. LNST của Cổ đông Công ty mẹ đạt 1.225 tỷ đồng (-42% svck), chủ yếu do không còn khoản lãi bất thường 1.840 tỷ đồng chuyển nhượng vốn đầu tư cảng Nam Hải Đình Vũ. **Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu GMD với giá mục tiêu 72.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 20%**, dựa trên các luận điểm chính sau: **(1) Vị trí thuận lợi góp phần tăng trưởng sản lượng hàng hóa vận chuyển:** Cảng nước sâu Gemalink hưởng lợi nhờ có vị trí thuận lợi nhất tại khu vực Cái Mép - Thị Vải, hợp tác cùng hãng tàu quốc tế giúp thu hút khách hàng và xu hướng gia tăng kích cỡ tàu container cũng như hàng hóa vận chuyển gia tăng. Trong Q3/2024, khối lượng dẫn ổn định vào tháng 8 và tháng 9, đạt 150.000 TEUs/tháng. Trung bình, cảng đón 5-6 lượt tàu/tuần, tương đương cùng kỳ năm trước, nhưng khối lượng trung bình tăng lên 6.500 TEUs/tàu (+82% y/y) nhờ sự thay đổi sang các tàu lớn hơn từ tháng 5/2024; **(2) Kế hoạch mở rộng các dự án:** Dự án Nam Đình Vũ 3 sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2025 dự kiến nâng công suất của cụm cảng Nam Đình Vũ lên 1,8 triệu TEU. Ngoài ra việc nâng cấp, nạo vét luồng kênh Hà Nam sẽ giúp Nam Đình Vũ đón được thêm tàu cỡ 48.000 DWT từ đó gia tăng sản lượng. Riêng Gemalink GD 2A và 2B sẽ bắt đầu xây dựng vào Q2.2025. Hai dự án sẽ nâng tổng công suất của Gemalink khi các dự án đạt mức tối đa trong hoạt động lên thêm lần lượt 600.000 TEUs cho GML 2A từ Q3/2026 và 900.000 TEUs cho GML 2B từ Q3/2028. Ngoài ra, **Gemalink muốn làm cụm cảng Cái Mép Hạ với quy mô 50.000 tỷ đồng** dựa vào khả năng đảm bảo lưu lượng hàng hóa ổn định từ mối quan hệ hợp tác chặt chẽ cùng Tập đoàn CMA - CGM thuộc liên minh Ocean Alliance; Và **(3) Đối tác chiến lược lâu dài:** CMA - CGM giữ vai trò trong liên minh Ocean Alliance (Với COSCO/OOCL và Evergreen) và thỏa thuận được gia hạn đến năm 2032. Sự bền vững trong mối quan hệ chiến lược kỳ vọng sẽ duy trì sản lượng đi qua khu vực Gemalink được duy trì ổn định trong dài hạn.

Công ty cổ phần Vận tải và Xếp dỡ Hải An- (HOSE: HAH)

HAH hiện là một trong những doanh nghiệp đầu ngành vận tải biển. Lũy kế 9T24, công ty ghi nhận doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ lần lượt là 2.781 tỷ đồng (+43% svck) và 370 tỷ đồng (+15% svck). HAH đã hoàn thành 70% kế hoạch doanh thu và 82% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2024. Kết quả ấn tượng này nhờ vào sản lượng container vận chuyển tăng mạnh trong khi giá cước vận tải biển quốc tế và giá cho thuê tàu tiếp tục neo cao. **Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ cổ phiếu HAH với giá mục tiêu 56.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 9,1%**, dựa trên ba luận điểm chính: **(1) Mở khai thác tàu tiếp tục mở rộng công suất:** Hoạt động mở rộng công suất và đội tàu của doanh nghiệp sẽ tiếp tục trong giai đoạn 2025 - 2026 để đáp ứng nhu cầu vận chuyển ngày càng tăng và mở rộng các tuyến vận tải. Dự kiến đến năm 2026, doanh nghiệp sẽ bổ sung thêm 2 tàu, nâng tổng số tàu lên 18 chiếc và công suất đạt khoảng 30,100 TEU, tăng 13.6% so với cùng kỳ; **(2) Hưởng lợi từ việc gia hạn các hợp đồng thuê ở mức giá tốt hơn:** HAH có 7 con tàu đang cho thuê vận hành. Hợp đồng cho thuê thường kéo dài khoảng 6 tháng sau đó ký lại. Vì vậy, một loạt tàu của HAH được ký lại vào khoảng từ tháng 12/24 - 01/25 với giá cước cho thuê cao đảm bảo KQKD khả quan của HAH trong Q4.2024 - 1H.2025; **(3) Hưởng lợi từ căng thẳng Mỹ - Trung:** Căng thẳng Mỹ - Trung sẽ tác động đến chuỗi cung ứng, chuyển từ giao thương xuyên lục địa sang giao thương nội khu vực. Thuế quan điều chỉnh khiến nhu cầu chuyển hàng hóa bán thành phẩm từ Trung Quốc qua Việt Nam để gia công và xuất khẩu tăng, từ đó thúc đẩy nhu cầu vận chuyển tàu container trên các tuyến nội Á, dự báo sẽ duy trì xu hướng tích cực trong thời gian tới. Và **(4) Mở rộng thêm các tuyến dịch vụ góp phần tăng trưởng lợi nhuận trong các quý tiếp theo.** Trong 2024 HAH đã mở thêm tuyến từ cảng tại HCM, Đà Nẵng ↔ Nam Sa, Khâm Châu, cũng như tuyến nội địa có đi từ cảng Nghi Sơn ↔ cảng Hải Phòng, HCM, Cái Mép Thị Vải.

(***) Lựa chọn cổ phiếu ngành Bán lẻ theo quan điểm LPBS Research



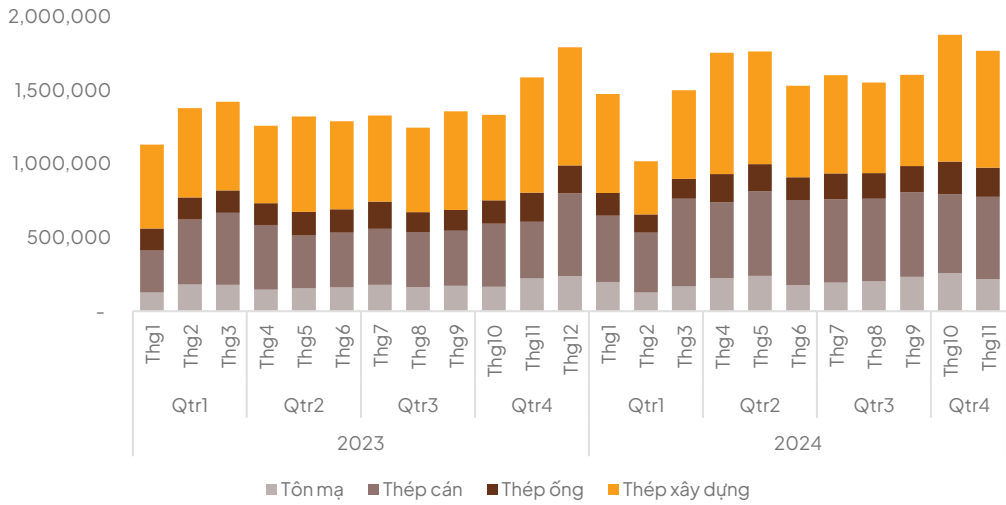
2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Tiêu thụ nội địa vẫn ở mức khả quan

Trong 11 tháng đầu năm 2024, ngành thép ghi nhận sự tăng trưởng đáng kể cả ở thị trường nội địa và xuất khẩu. Tiêu thụ nội địa tăng mạnh nhờ sự phục hồi của ngành xây dựng và bất động sản. Các dự án hạ tầng lớn như đường cao tốc Bắc - Nam, sân bay Long Thành và các khu đô thị mới được triển khai tích cực, tạo nhu cầu lớn cho thép xây dựng. Đồng thời, các ngành công nghiệp chế tạo và sản xuất cũng thúc đẩy tiêu thụ các sản phẩm như thép cán nguội và thép cuộn. Động lực chính cho sự tăng trưởng này đến từ việc giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh, thị trường bất động sản khởi sắc và giá thép nội địa ổn định nhờ chi phí nguyên liệu giảm.

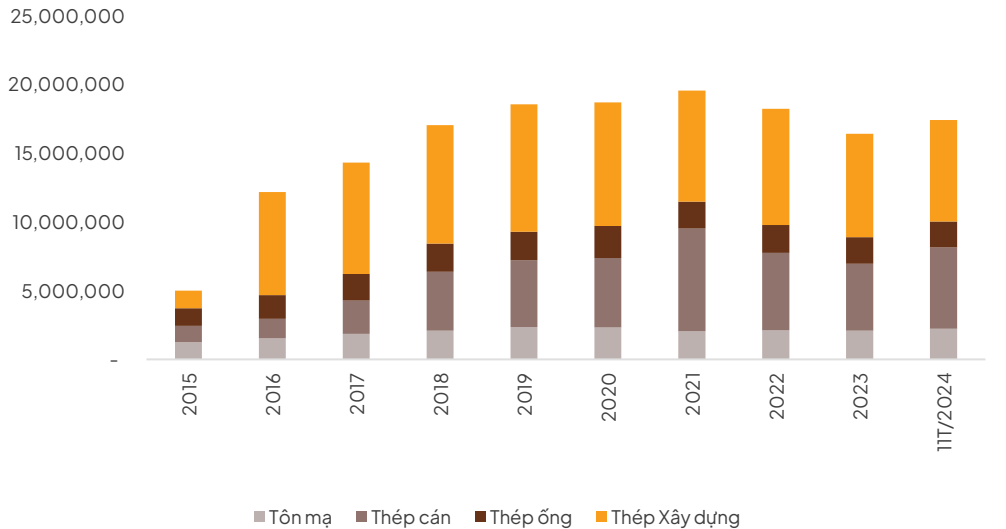
Sản lượng toàn ngành tiêu thụ trong nước theo tháng

Đơn vị: tấn



Sản lượng toàn ngành tiêu thụ trong nước theo năm

Đơn vị: tấn



Chúng tôi kỳ vọng rằng ngành thép Việt Nam sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025 nhờ vào các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nội địa. Tiêu thụ nội địa có thể tăng trưởng ổn định nhờ sự tiếp tục của các dự án đầu tư công quy mô lớn, đặc biệt là các công trình hạ tầng và giao thông trọng điểm. Kế hoạch đầu tư công được chính phủ tăng thêm 30% so với năm 2024, đạt mức 31,6 tỷ USD, tập trung vào các dự án giao thông và hạ tầng đô thị tại TP.HCM và Hà Nội. Việc này không chỉ hỗ trợ các dự án xây dựng lớn mà còn tạo ra nhu cầu thép ổn định cho các công trình dân dụng và cơ sở hạ tầng nhỏ hơn. Cùng với đó, thị trường bất động sản có khả năng phục hồi mạnh mẽ hơn, tạo thêm nhu cầu tiêu thụ thép trong nước.



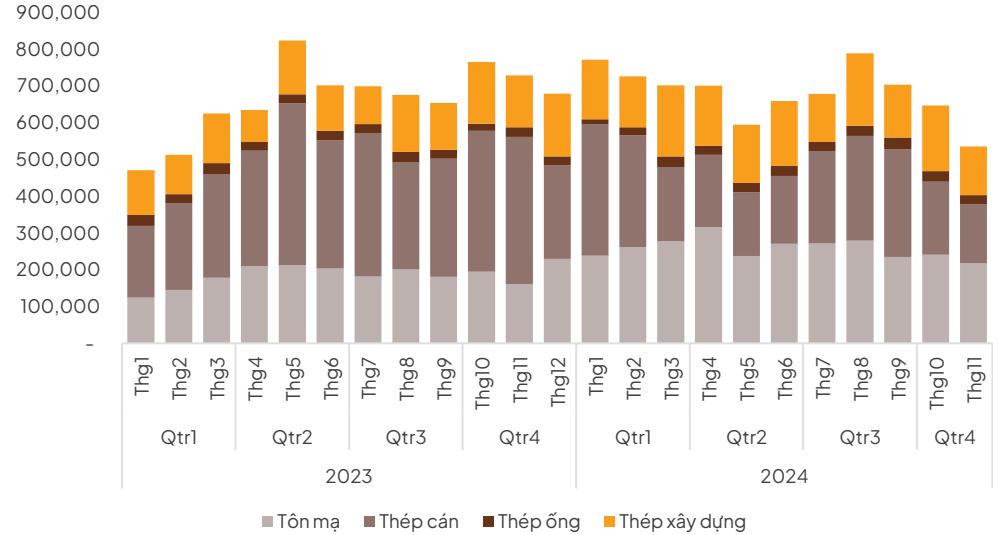
2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Xuất khẩu có suy yếu nhưng vẫn nhiều triển vọng

Sản lượng xuất khẩu thép cũng ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, đặc biệt ở các sản phẩm như tôn mạ kim loại và thép cuộn cán nóng (HRC). Các thị trường xuất khẩu chính bao gồm ASEAN, Mỹ và EU, nhờ nhu cầu gia tăng trong các ngành công nghiệp xây dựng và sản xuất ở các nước này.

Sản lượng toàn ngành xuất khẩu theo tháng

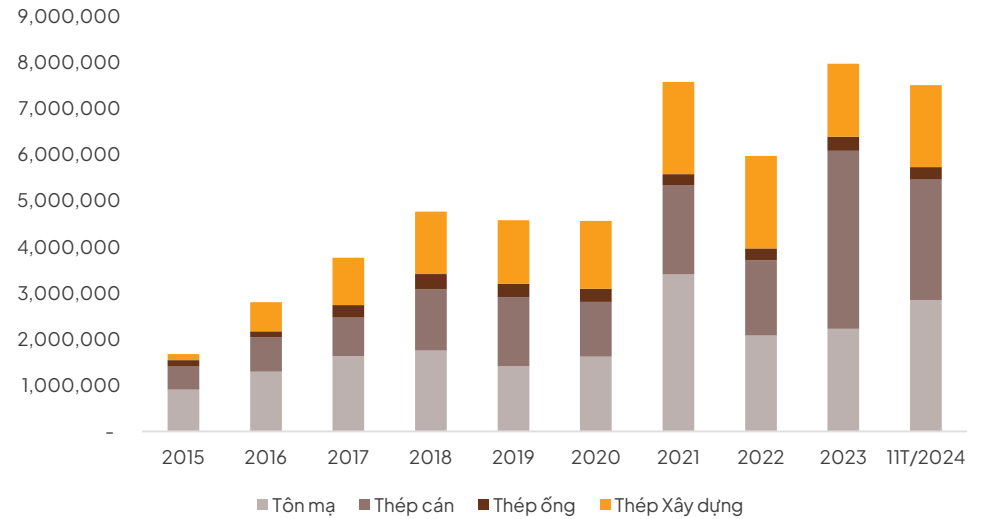
Đơn vị: tấn



Sản lượng xuất khẩu thép theo tháng trong năm 2024 duy trì ổn định ở mức cao, với các tháng từ Q2 đến Q3 đạt đỉnh, nhờ nhu cầu gia tăng từ các thị trường quốc tế và sự phục hồi kinh tế toàn cầu.

Sản lượng toàn ngành xuất khẩu theo năm

Đơn vị: tấn



Tôn mạ và thép cán chiếm tỷ trọng lớn trong xuất khẩu, khẳng định vai trò chủ đạo của các sản phẩm này trong việc cạnh tranh trên thị trường quốc tế, đặc biệt tại ASEAN và EU. Sản lượng xuất khẩu 11T/2024 đang gần đạt mức năm 2022 và 2023, phản ánh khả năng duy trì xuất khẩu ổn định của ngành thép Việt Nam trong bối cảnh cạnh tranh quốc tế và các rào cản thương mại.

Việc nâng cao chất lượng sản phẩm, mở rộng thị trường và tận dụng ưu đãi từ các hiệp định thương mại tự do (FTA) đã giúp thép Việt Nam cải thiện khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Tuy nhiên, xuất khẩu vẫn đối mặt với các thách thức từ bảo hộ thương mại và sự cạnh tranh gay gắt. Nhìn chung, cả tiêu thụ nội địa và xuất khẩu đều cho thấy xu hướng tăng trưởng tích cực, tạo động lực lớn để ngành thép Việt Nam tiếp tục phát triển mạnh mẽ trong năm 2025.

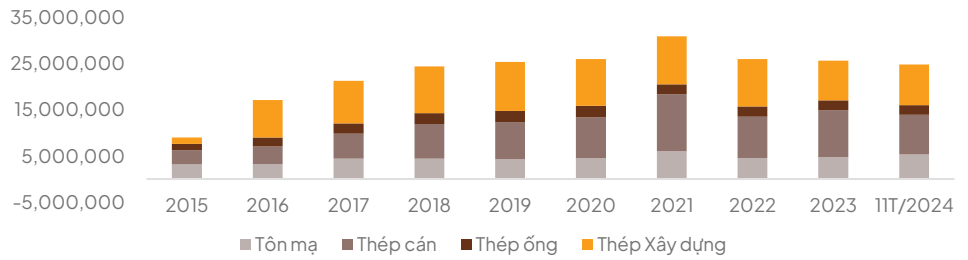
2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Tăng trưởng nội địa, biến động toàn cầu

Trong 11T/2024, sản xuất thép tại Việt Nam duy trì sự ổn định và phát triển với hoạt động sản xuất ghi nhận sự cải thiện ở nhiều phân khúc sản phẩm. Các doanh nghiệp thép trong nước đã tập trung tăng cường công suất và tối ưu hóa quy trình sản xuất để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ trong nước và quốc tế. Hệ thống sản xuất được mở rộng, đặc biệt là trong các lĩnh vực như thép xây dựng, tôn mạ, và thép cán nguội, dù vẫn tồn tại một số phân khúc ghi nhận sự giảm nhẹ do áp lực cạnh tranh và thay đổi nhu cầu thị trường.

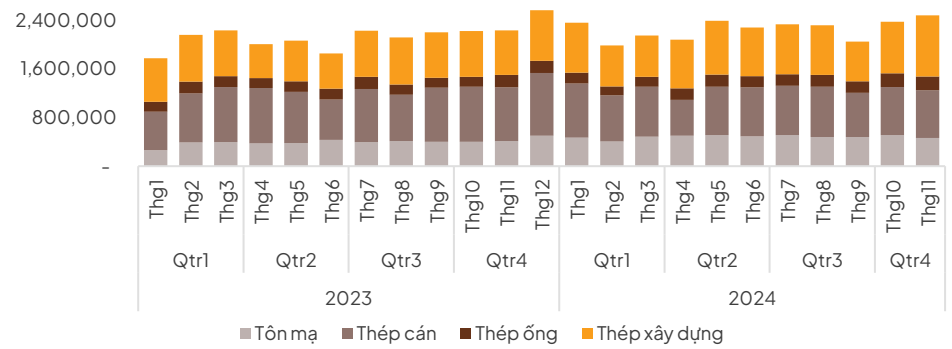
Sản lượng toàn ngành sản xuất theo năm tại Việt Nam

Đơn vị: tấn



Sản lượng toàn ngành sản xuất theo tháng tại Việt Nam

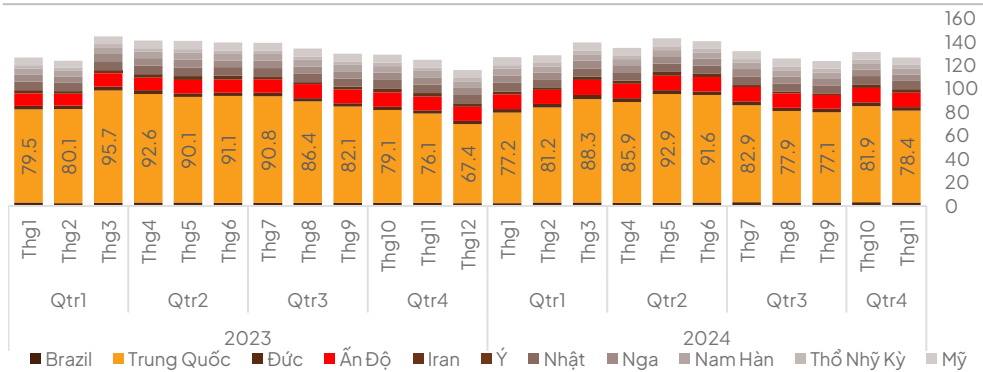
Đơn vị: tấn



Tuy nhiên, bối cảnh sản xuất cũng chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố như biến động giá nguyên liệu đầu vào, tình hình tiêu thụ thép trong ngành xây dựng và công nghiệp, cũng như các chính sách hỗ trợ từ chính phủ nhằm khuyến khích sản xuất trong nước. Dù gặp phải những thách thức, ngành sản xuất thép Việt Nam vẫn giữ vững được đà phát triển và khẳng định vai trò quan trọng trong nền kinh tế.

Sản lượng toàn ngành sản xuất 10 nước dẫn đầu toàn cầu theo tháng

Đơn vị: triệu tấn



Triển vọng ngành sản xuất thép toàn cầu năm 2025 dự kiến sẽ có sự phục hồi, dẫn dắt bởi tăng trưởng kinh tế tại các thị trường mới nổi và nhu cầu gia tăng từ quá trình chuyển đổi năng lượng. Các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn tại Ấn Độ, Đông Nam Á và châu Phi sẽ tạo động lực tích cực cho sản xuất và tiêu thụ thép. Đồng thời, xu hướng chuyển đổi xanh tiếp tục là yếu tố trọng tâm, khi các quốc gia và doanh nghiệp tăng cường đầu tư vào công nghệ sản xuất thép không carbon và thép tái chế nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn phát thải mới. Dù vậy, ngành thép vẫn phải đối mặt với thách thức từ sự cạnh tranh gia tăng, áp lực giá nguyên liệu và những bất ổn kinh tế toàn cầu. Nhìn chung, năm 2025 được kỳ vọng sẽ là giai đoạn chuyển đổi quan trọng, tạo nền tảng cho sự phát triển bền vững và tái cấu trúc ngành thép trong dài hạn.

Nhìn chung, sản xuất thép thành phẩm tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong chuỗi cung ứng, với sự đầu tư mạnh mẽ vào công nghệ và cải thiện chất lượng sản phẩm để nâng cao giá trị gia tăng. Các nhà sản xuất trong nước không chỉ đáp ứng nhu cầu nội địa mà còn duy trì vị thế cạnh tranh trên thị trường quốc tế, góp phần thúc đẩy xuất khẩu. Điều này thể hiện rõ trong việc gia tăng sản lượng thép đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu, mở rộng thị trường ra nhiều khu vực tiềm năng.

Ngành sản xuất thép toàn cầu năm 2024 đối mặt với nhiều biến động, từ nhu cầu giảm tại Trung Quốc đến sự nổi lên của Ấn Độ nhờ đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng. Các chính sách giảm phát thải tại châu Âu và Bắc Mỹ đang thúc đẩy phát triển thép xanh, trong khi cạnh tranh toàn cầu đòi hỏi đổi mới công nghệ và tối ưu hóa sản xuất.



2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào và tồn kho

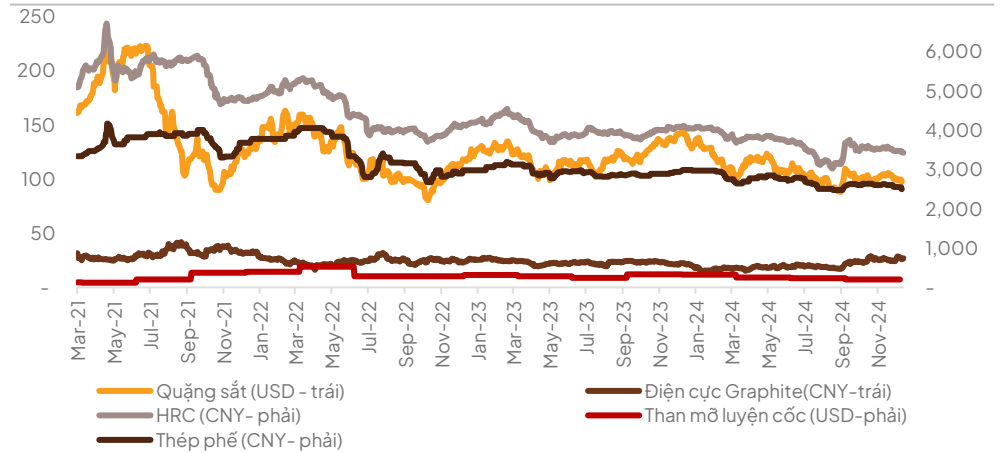
Trong 11 tháng đầu năm 2024, giá nguyên vật liệu đầu vào của ngành thép, bao gồm quặng sắt, than luyện cốc và thép phế, ghi nhận những biến động lớn do ảnh hưởng từ thị trường quốc tế và các yếu tố kinh tế vĩ mô. Giá quặng sắt dao động giảm dần, chịu tác động từ nhu cầu suy yếu tại Trung Quốc, nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới. Than luyện cốc cũng đối mặt với áp lực giảm giá nhờ nguồn cung cải thiện, đặc biệt từ Úc, nhưng vẫn bị ảnh hưởng bởi chi phí vận chuyển tăng cao. Trong khi đó, giá thép phế biến động mạnh hơn, chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu từ các nhà máy thép điện hồ quang và sự cạnh tranh trong thu mua nguyên liệu tái chế toàn cầu.

Chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu đầu vào của ngành thép năm 2025 sẽ chịu tác động mạnh mẽ từ xu hướng phát triển kinh tế toàn cầu, chính sách môi trường và cân đối cung cầu trên thị trường quốc tế. Giá quặng sắt được kỳ vọng sẽ ổn định hơn nhờ nhu cầu tăng từ các thị trường mới nổi như Ấn Độ và Đông Nam Á, trong khi nguồn cung được hỗ trợ bởi các dự án khai thác mới. Than luyện cốc sẽ chịu áp lực bởi các sáng kiến giảm phát thải carbon, thúc đẩy sự chuyển dịch sang các nguồn năng lượng tái tạo, nhưng giá cả có thể duy trì ở mức cao nếu các mỏ khai thác tiếp tục hạn chế sản lượng. Thép phế, vốn ngày càng được ưa chuộng do xu hướng sản xuất thép xanh, dự kiến sẽ tăng giá trong bối cảnh cạnh tranh thu mua gay gắt từ các nhà sản xuất điện hồ quang. Đồng thời, các yếu tố như chi phí vận chuyển, tỷ giá và sự biến động chính trị sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc định hình giá nguyên liệu. Nhìn chung, năm 2025 được kỳ vọng là một năm chuyển đổi với sự ổn định hơn trong giá cả, nhưng áp lực từ xu hướng bền vững sẽ làm thay đổi cấu trúc chi phí của ngành thép toàn cầu.

Sự biến động giá nguyên liệu phản ánh tình hình thị trường không đồng đều giữa các khu vực, cùng với những thay đổi trong chính sách thương mại và áp lực từ xu hướng phát triển bền vững. Dù giá giảm trong một số giai đoạn, chi phí sản xuất vẫn bị ảnh hưởng bởi các yếu tố như tỷ giá, lạm phát và chi phí năng lượng gia tăng.

Giá nguyên vật liệu đầu vào

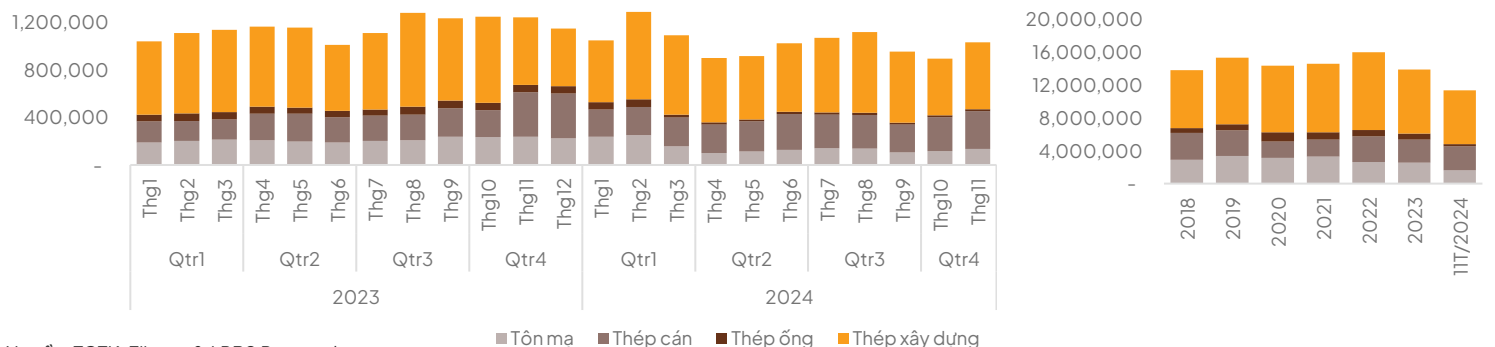
Đơn vị: USD & CNY



Mặc dù sản xuất và nhập khẩu đều tăng, lượng tồn kho vẫn được kiểm soát, cho thấy các doanh nghiệp đã điều chỉnh linh hoạt hoạt động sản xuất và kinh doanh để thích ứng với biến động thị trường. Việc duy trì mức tồn kho hợp lý giúp các doanh nghiệp thép giảm áp lực tài chính và tối ưu hóa dòng tiền, đồng thời sẵn sàng đáp ứng nhu cầu thị trường khi có biến động. Tuy nhiên, các doanh nghiệp cần tiếp tục theo dõi sát sao diễn biến thị trường, đặc biệt là nhu cầu tiêu thụ trong nước và quốc tế, để điều chỉnh kế hoạch sản xuất và kinh doanh phù hợp, tránh tình trạng dư thừa tồn kho hoặc thiếu hụt nguồn cung.

Khối lượng tồn kho

Đơn vị: tấn



Nguồn: TCTK, Fiiipro & LPBS Research



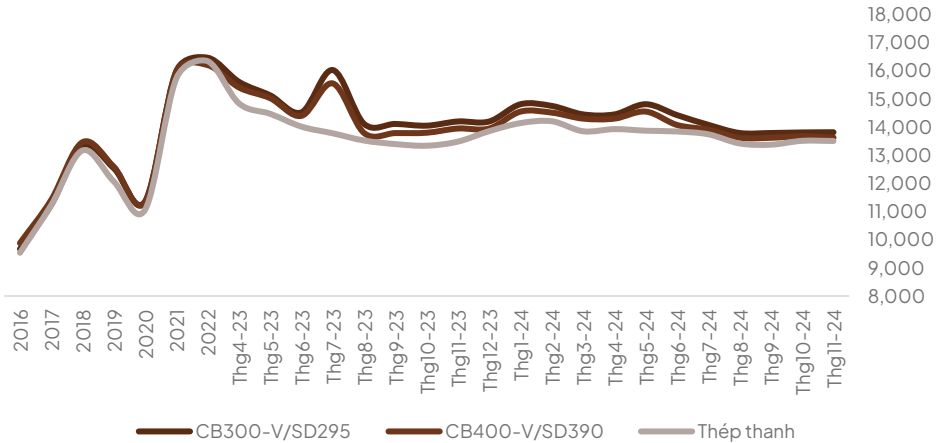
2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Giá thép nội địa vẫn duy trì

Từ đầu năm 2024 đến nay, giá thép tại Việt Nam và Trung Quốc đã trải qua nhiều biến động phản ánh sự khác biệt trong nội lực thị trường của hai quốc gia. Tại Việt Nam, giá thép nhìn chung duy trì sự ổn định với xu hướng tăng nhẹ vào giữa năm, được hỗ trợ bởi nhu cầu nội địa phục hồi trong bối cảnh đầu tư công được đẩy mạnh và lĩnh vực xây dựng khởi sắc. Tuy nhiên, sự ổn định này cũng phần nào chịu áp lực từ giá thép nhập khẩu, đặc biệt khi Trung Quốc đã trải qua giai đoạn suy giảm kéo dài trong nửa đầu năm do nhu cầu nội địa yếu và cuộc khủng hoảng bất động sản.

Giá thép nội địa

Đơn vị: VND/kg

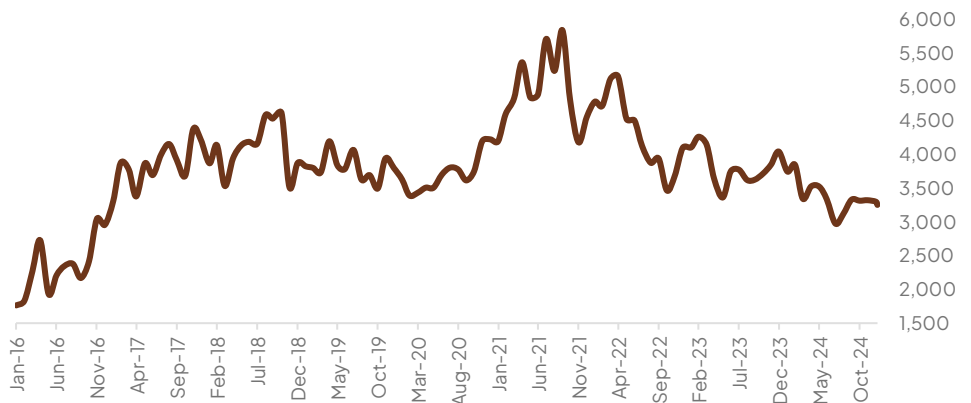


Nhìn chung, xu hướng giá thép năm 2024 tại cả hai quốc gia cho thấy tác động mạnh mẽ từ các yếu tố kinh tế vĩ mô, trong đó Việt Nam hưởng lợi từ nhu cầu nội địa ổn định, trong khi Trung Quốc cần thời gian để phục hồi sau giai đoạn suy yếu.

Đối với Trung Quốc, giá thép có xu hướng giảm mạnh trong nửa đầu năm, phản ánh tình trạng dư cung và sự đình trệ của các hoạt động xây dựng. Tuy nhiên, từ cuối quý III trở đi, giá thép đã dần phục hồi nhờ các chính sách kích thích kinh tế của chính phủ, bao gồm hỗ trợ ngành xây dựng và nỗ lực tái cơ cấu thị trường bất động sản. Sự hồi phục này cũng tạo ra tín hiệu tích cực cho thị trường thép khu vực và quốc tế, gián tiếp ảnh hưởng đến giá thép tại Việt Nam.

Giá thép hợp đồng tương lai tại Trung Quốc

Đơn vị: CYN/tấn



Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng giá thép tại Việt Nam và Trung Quốc sẽ có những diễn biến trái chiều, phản ánh sự khác biệt về nhu cầu thị trường và chính sách nội địa. Tại Việt Nam, giá thép dự kiến sẽ tăng sự gia tăng đầu tư công và phát triển các dự án hạ tầng lớn như cao tốc Bắc - Nam và sân bay Long Thành. Ngoài ra, các biện pháp phòng vệ thương mại như áp thuế chống bán phá giá đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ cũng được kỳ vọng giảm áp lực cạnh tranh, hỗ trợ doanh nghiệp thép trong nước.

Trái lại, tại Trung Quốc, nhu cầu thép dự báo giảm do ngành xây dựng tiếp tục suy yếu, diện tích khởi công xây dựng mới giảm, và thị trường bất động sản đối mặt với nhiều thách thức. Sản lượng thép thô có thể giảm khiến giá thép tại đây dao động ở mức thấp hơn so với năm 2024. Trong bối cảnh này, thị trường thép Việt Nam nhiều khả năng sẽ duy trì mức giá cao nhờ nhu cầu nội địa, trong khi Trung Quốc đối mặt với áp lực giảm giá do dư cung và nhu cầu yếu.

2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

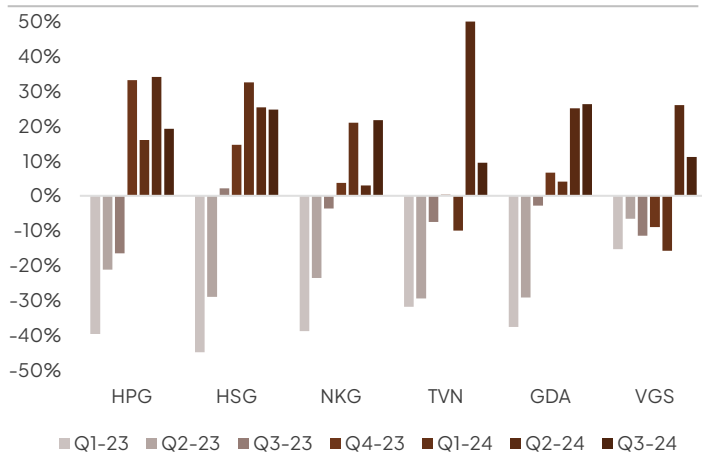
Kết quả kinh doanh phục hồi

Các yếu tố hỗ trợ thúc đẩy phục hồi doanh thu có thể kể đến như:

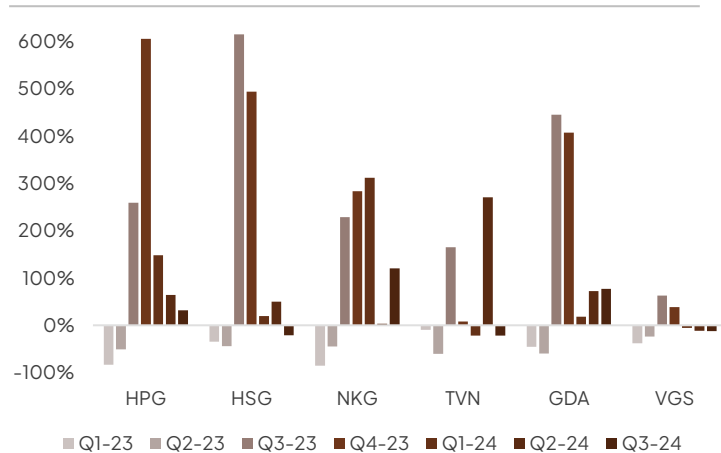
- Đầu tư công: Các dự án hạ tầng lớn, như cao tốc Bắc-Nam và các công trình đô thị trọng điểm, đã tạo ra nhu cầu đáng kể cho thép xây dựng. Doanh nghiệp lớn như Hòa Phát (HPG) hưởng lợi lớn nhờ năng lực cung ứng vượt trội.
- Thị trường xuất khẩu: Dù thị trường Mỹ và châu Âu có sự suy giảm nhưng doanh thu xuất khẩu được cải thiện nhờ việc tìm kiếm các thị trường ngách như châu Phi, Trung Đông. Một số doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng khả quan tại các thị trường này.

Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp dẫn đầu ghi nhận phục hồi và cải thiện trong 2 quý vừa qua nhưng có phân hóa

Tăng trưởng doanh thu thuần



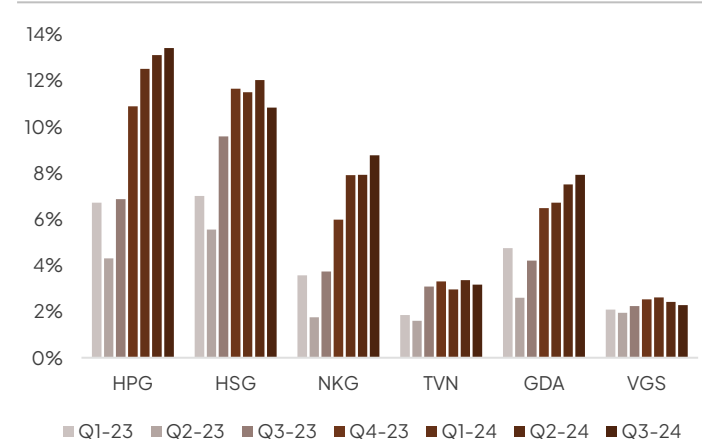
Tăng trưởng lợi nhuận gộp



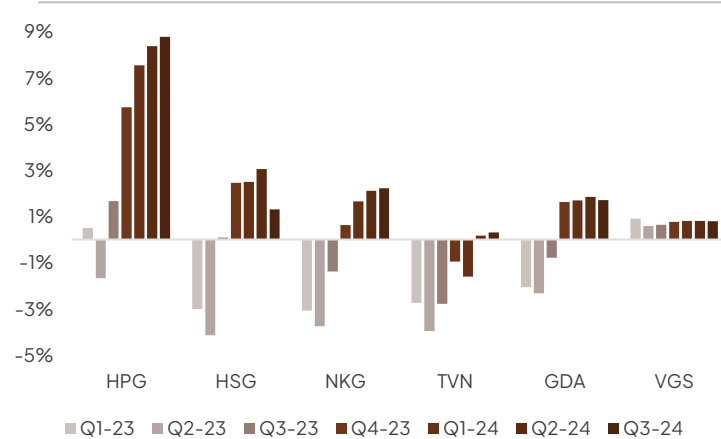
Lợi nhuận gộp nhìn chung cải thiện nhờ giá nguyên liệu giảm và hiệu quả sản xuất tăng.

Các doanh nghiệp lớn với chuỗi sản xuất khép kín và quy mô lớn thường có lợi thế trong việc giảm chi phí sản xuất. Lợi nhuận gộp của những doanh nghiệp này được cải thiện rõ rệt nhờ hiệu quả kinh tế theo quy mô và khả năng điều tiết thị trường tốt hơn (Hòa Phát, Nam Kim), Hoa Sen ghi nhận biên lợi nhuận gộp giảm do trữ nguyên liệu giá cao. Các doanh nghiệp nhỏ hơn thường bị ảnh hưởng nặng bởi biến động chi phí nguyên liệu và giảm giá bán. Biên lợi nhuận gộp của nhóm này thường thấp hơn và khó duy trì ổn định.

Tỷ suất lợi nhuận gộp



Tỷ suất lợi nhuận thuần



Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp có nhiều dấu hiệu khả quan nhờ xu hướng giảm giá nguyên liệu như quặng sắt và than cốc. Chi phí sản xuất thấp hơn giúp các doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận ổn định. Đồng thời, việc gia tăng đầu tư công trong hàng loạt dự án hạ tầng quan trọng như giao thông, cầu cảng, đường cao tốc đang tạo đà cho nhu cầu thép xây dựng gia tăng, mở ra nhiều cơ hội tích cực cho các doanh nghiệp trong ngành.

Tuy nhiên, ngành thép vẫn đối mặt với nhiều thách thức như: cạnh tranh về giá bán sản phẩm tiếp tục gia tăng do nguồn cung thép giá rẻ từ Trung Quốc. Đồng thời, chi phí tài chính cao, bao gồm lãi suất vay vốn, có thể ảnh hưởng đến khả năng duy trì biên lợi nhuận tổng thể dù lợi nhuận gộp được cải thiện. Do đó, các doanh nghiệp cần tiếp tục đầu tư vào quản trị chi phí, tối ưu hóa chuỗi cung ứng, và khai thác thị trường mới để đảm bảo tăng trưởng bền vững.

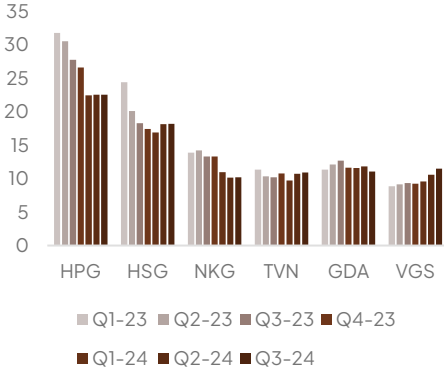
2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Hiệu quả quản lý duy trì nhưng thanh khoản suy yếu

Trong 3 quý đầu năm 2024, hiệu quả quản lý của ngành thép Việt Nam cho thấy nhiều sự phân hóa giữa các doanh nghiệp.

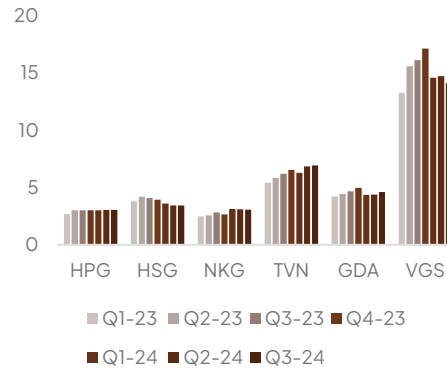
Vòng quay phải thu KH

Đơn vị: lần



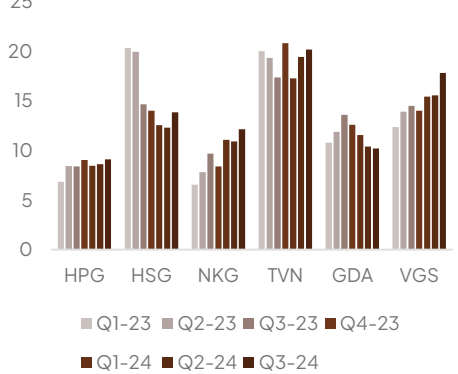
Vòng quay hàng tồn kho

Đơn vị: lần



Vòng quay phải trả

Đơn vị: lần



Trong bối cảnh không quá thuận lợi dẫn đến hệ số vòng quay phải thu nhìn chung suy giảm nhẹ. Tuy nhiên, khả năng quản trị hàng tồn kho tốt và uy tín doanh nghiệp tiếp tục được duy trì với hệ số vòng quay phải trả duy trì cao.

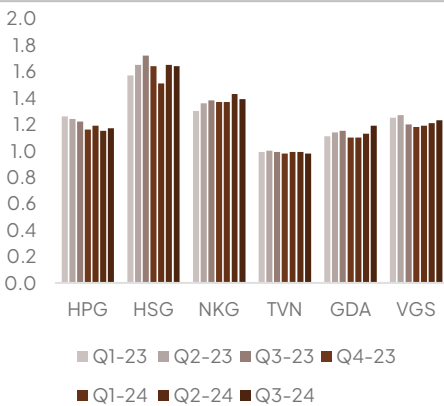
Đối với hệ số vòng quay hàng tồn kho, những doanh nghiệp lớn như Hòa Phát có khả năng quản trị tốt, duy trì mức tồn kho hợp lý (quy mô lớn nhưng hệ số vòng quay không quá thấp). Trong khi đó, các doanh nghiệp nhỏ và trung bình gặp khó khăn trong việc xử lý tồn kho cao, nhất là trong bối cảnh nhu cầu biến động.

Hệ số phải thu khách hàng cũng cho thấy xu hướng khác biệt. Những doanh nghiệp có thương hiệu mạnh và hệ sinh thái khép kín duy trì được khả năng thu hồi nợ nhanh chóng. Tuy nhiên, nhiều doanh nghiệp nhỏ gặp khó khăn do khách hàng trễ nợ chậm ảnh hưởng đến dòng tiền.

Hệ số phải trả nhà cung cấp cũng ghi nhận nhiều thay đổi. Các doanh nghiệp lớn thường đàm phán được điều kiện trả chậm, giảm báo động thanh khoản trong ngắn hạn. Ngược lại, các doanh nghiệp nhỏ phụ thuộc nhiều vào tài trợ nhà cung cấp, dẫn đến rủi ro về chi phí tài chính tăng cao khi chuỗi cung ứng gặp khó khăn.

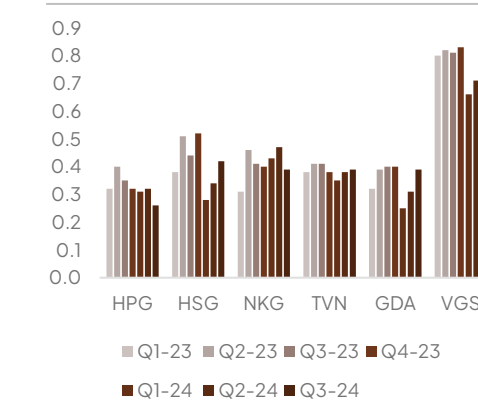
Thanh toán hiện thời

Đơn vị: lần



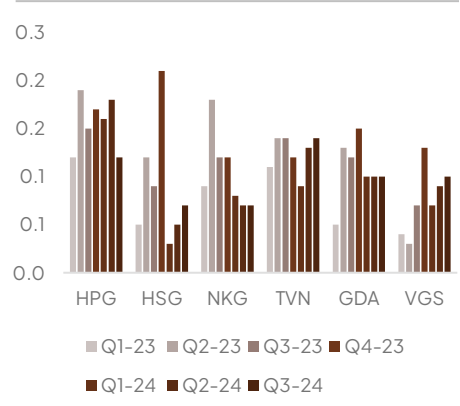
Thanh toán nhanh

Đơn vị: lần



Thanh toán tiền mặt

Đơn vị: lần



Tình hình thanh khoản của các doanh nghiệp thép gặp nhiều thách thức. Kỳ vọng sẽ phục hồi trở lại trong năm 2025 với các viễn cảnh tươi sáng hơn.

Hệ số thanh toán hiện thời của ngành cho thấy sự phân hóa rõ rệt. Các doanh nghiệp như Hoa Sen (HSG) và Nam Kim (NKG) duy trì mức trên 1,5 lần, cho thấy khả năng thanh toán nợ ngắn hạn tương đối tốt. Ngược lại, Hòa Phát (HPG), TVN và GDA duy trì dưới 1,2 lần, phản ánh áp lực thanh khoản cao.

Về hệ số thanh toán nhanh, đa số doanh nghiệp trong ngành đều dưới 0,8 lần, cho thấy phụ thuộc lớn vào hàng tồn kho để đáp ứng nghĩa vụ ngắn hạn. HSG và NKG có những dấu hiệu cải thiện nhưng vẫn chưa đạt ngưỡng lý tưởng, trong khi HPG, TVN, và GDA gặp khó khăn khi hệ số này dưới 0,5 lần.

Đáng chú ý, hệ số thanh toán tiền mặt của các doanh nghiệp thép rất thấp, chủ yếu dao động từ 0,1 đến 0,2 lần, cho thấy năng lực thanh toán tức thời còn hạn chế, với HPG thậm chí dưới 0,1 lần trong cả ba quý. Nhìn chung, dù có những cải thiện nhỏ, thanh khoản toàn ngành vẫn yếu, đòi hỏi các doanh nghiệp phải tăng cường quản trị dòng tiền, kiểm soát hàng tồn kho, và tối ưu hóa công tác thu hồi công nợ để cải thiện sức khỏe tài chính và giảm thiểu rủi ro thanh khoản trong giai đoạn sắp tới.



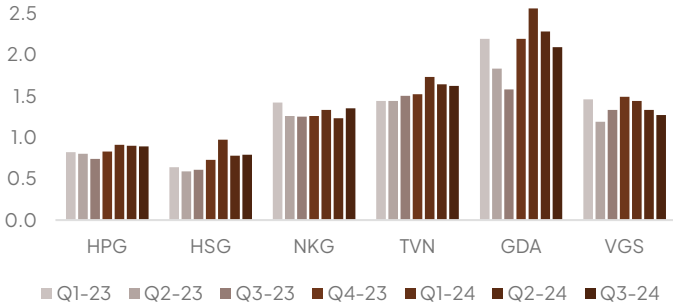
Trong ba quý đầu năm 2024, tình hình đòn bẩy của các doanh nghiệp thép Việt Nam biến động tăng nhẹ, được thể hiện rõ qua các chỉ số về cơ cấu vốn.

2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

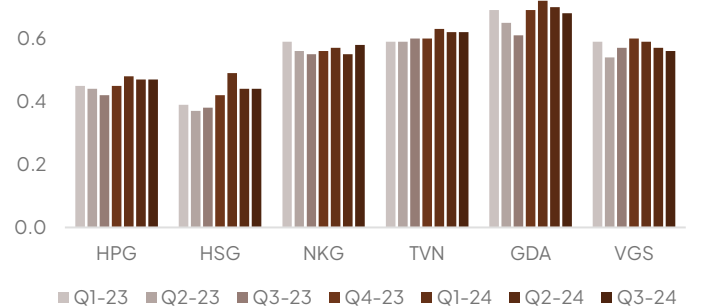
Đòn bẩy biến động – hiệu suất sinh lợi phân hóa

Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu của các doanh nghiệp có xu hướng tăng, phản ánh rủi ro tài chính gia tăng khi các công ty sử dụng đòn bẩy cao để duy trì hoạt động trong bối cảnh chi phí đầu vào biến động. Đáng chú ý, GDA có hệ số nợ/vốn chủ sở hữu cao nhất, vượt 2,5 lần trong quý 1 và giảm dần về gần 2 lần trong quý 3/2024. HSG và NKG duy trì mức tăng nhẹ nhưng giảm so với thời điểm quý đầu năm. Trong khi đó, HPG kiểm soát nợ tốt hơn với hệ số dưới 1 lần. Hệ số nợ trên tổng tài sản cũng cho thấy áp lực lớn về nghĩa vụ nợ. Hầu hết các doanh nghiệp đều có tỷ lệ nợ trên tài sản từ 0,5 đến 0,7 lần, cho thấy các công ty phụ thuộc khá nhiều vào nguồn vốn vay.

Hệ số Nợ/Vốn chủ sở hữu
Đơn vị: lần

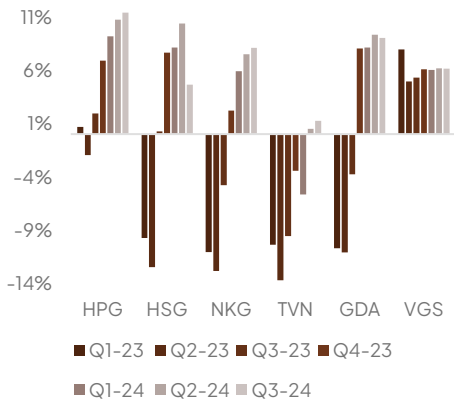


Hệ số Nợ/Tổng tài sản
Đơn vị: lần

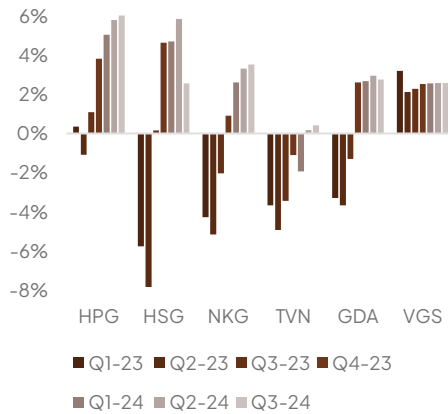


Năm 2025, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp thép dự kiến sẽ đối mặt với nhiều thách thức lớn hơn liên quan đến chi phí lãi vay và áp lực trả nợ. Nếu tình hình thị trường thép tiếp tục biến động và nhu cầu chưa phục hồi mạnh mẽ thì các công ty có tỷ lệ nợ cao như GDA và TVN có thể gặp rủi ro thanh khoản. Ngược lại, những doanh nghiệp như HPG và HSG, với khả năng quản lý nợ tốt hơn, sẽ có vị thế tài chính ổn định hơn để ứng phó với những biến động.

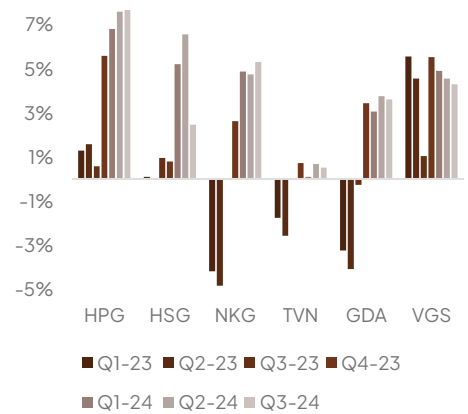
Lợi suất trên vốn chủ sở hữu – ROE



Lợi suất trên tổng tài sản – ROA



Lợi suất trên tổng vốn đầu tư – ROIC



ROE của các doanh nghiệp thép như Hòa Phát (HPG), Hoa Sen (HSG), và Nam Kim (NKG) trong ba quý đầu năm 2024 có sự hồi phục so với giai đoạn 2023 nhưng vẫn ở mức chưa ổn định. HPG ghi nhận mức ROE cải thiện rõ rệt nhờ phục hồi nhu cầu thép xây dựng trong nước và quốc tế. Trong khi đó, HSG vẫn gặp khó khăn về biên lợi nhuận khi giá nguyên liệu biến động, dẫn đến ROE thấp hơn kỳ vọng. NKG, GDA và VGS cũng ghi nhận cải thiện nhẹ.

HPG tiếp tục dẫn đầu với mức ROA ổn định và dần tăng qua các quý, phản ánh chiến lược quản lý tài sản hiệu quả.

Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng ngành thép sẽ phục hồi rõ ràng hơn nhờ các yếu tố hỗ trợ như chính sách kích thích đầu tư công tại Việt Nam, việc mở rộng thị trường xuất khẩu, và sự bình ổn của giá nguyên liệu. Nếu các doanh nghiệp duy trì được chiến lược kinh doanh bền vững, kiểm soát nợ vay và chi phí sản xuất, thì các chỉ số ROE, ROA, và ROIC có thể đạt mức tăng trưởng tích cực hơn. HPG vẫn tiếp tục nắm giữ vị trí dẫn đầu về hiệu quả sử dụng vốn và tài sản nhờ lợi thế quy mô lớn và chiến lược đa dạng hóa sản phẩm.

Nguồn: TCTK, Fiiipro & LPBS Research



2.D – Ngành Thép: Động lực phát triển từ nội lực và cơ hội toàn cầu

Tổng quan Ngành Thép năm 2024

1. Tăng trưởng nội địa dẫn dắt ngành thép: Ngành thép Việt Nam trong năm 2024 ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ nhờ nhu cầu nội địa tăng cao. Động lực chính đến từ các dự án đầu tư công quy mô lớn như cao tốc Bắc-Nam, sân bay Long Thành và các khu đô thị trọng điểm tại Hà Nội và TP.HCM. Chính phủ tăng ngân sách đầu tư công thêm 30%, đạt 31,6 tỷ USD trong năm 2025, tạo ra nhu cầu ổn định cho thép xây dựng và các sản phẩm liên quan. Thị trường bất động sản hồi phục tích cực sau giai đoạn khó khăn, kéo theo tiêu thụ thép tăng mạnh từ quý II năm 2024. Ngành công nghiệp chế tạo và sản xuất cũng đóng góp đáng kể vào việc tăng tiêu thụ thép cán nguội và thép cuộn.
2. Xuất khẩu ổn định nhưng vẫn đối mặt thách thức: Xuất khẩu thép Việt Nam giữ được đà tăng trưởng tốt, đặc biệt ở các sản phẩm như tôn mạ kim loại và thép cuộn cán nóng (HRC), nhờ nhu cầu xây dựng tăng tại ASEAN, Mỹ và EU. Việc nâng cao chất lượng sản phẩm và tận dụng các ưu đãi từ hiệp định thương mại tự do (FTA) giúp ngành cải thiện năng lực cạnh tranh. Tuy nhiên, các doanh nghiệp xuất khẩu đối mặt với áp lực từ bảo hộ thương mại và cạnh tranh từ các nhà sản xuất thép giá rẻ quốc tế. Sản lượng xuất khẩu trong năm 2024 gần đạt mức cao nhất từ năm 2022, kỳ vọng tiếp tục giữ vững trong năm 2025 nhờ nhu cầu quốc tế ổn định và chiến lược mở rộng thị trường.
3. Sản xuất ổn định, tồn kho kiểm soát hiệu quả: Trong năm 2024, ngành thép Việt Nam duy trì sản xuất ổn định, tập trung vào các phân khúc chủ lực như thép xây dựng, tôn mạ và thép cán nguội, nhằm đáp ứng cả nhu cầu nội địa lẫn xuất khẩu. Dù giá nguyên liệu đầu vào biến động, các doanh nghiệp lớn đã tối ưu hóa quy trình sản xuất và quản trị hàng tồn kho hiệu quả, giúp giảm áp lực tài chính và đảm bảo dòng tiền. Mức tồn kho được kiểm soát tốt, tránh tình trạng dư thừa hoặc thiếu hụt nguồn cung. Tuy nhiên, các doanh nghiệp nhỏ và vừa vẫn đối mặt với khó khăn trong xử lý hàng tồn kho và áp lực chi phí, đòi hỏi sự điều chỉnh linh hoạt hơn để thích ứng với thị trường biến động.
4. Biến động giá nguyên liệu và xu hướng sản xuất xanh: Giá nguyên liệu đầu vào (quặng sắt, than luyện cốc, thép phế liệu) trong năm 2024 biến động lớn do cung cầu toàn cầu không ổn định. Giá quặng sắt giảm nhờ nhu cầu suy yếu tại Trung Quốc, trong khi giá thép phế tăng mạnh do sự cạnh tranh thu mua từ các nhà máy điện hồ quang. Xu hướng phát triển thép xanh đang gia tăng, đặc biệt tại châu Âu và Bắc Mỹ, khi các quốc gia và doanh nghiệp đầu tư vào công nghệ sản xuất thép không carbon và thép tái chế. Đây vừa là cơ hội vừa là thách thức lớn, đòi hỏi các doanh nghiệp Việt Nam phải đổi mới công nghệ để đáp ứng yêu cầu phát thải mới.
5. Kết quả kinh doanh có dấu hiệu khả quan: Các doanh nghiệp lớn trong ngành thép như Hòa Phát (HPG) ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2024. HPG duy trì thị phần thép xây dựng lớn nhất (38%) nhờ các dự án hạ tầng lớn và cải thiện biên lợi nhuận nhờ giá nguyên liệu giảm và hiệu quả sản xuất tăng. Tuy nhiên, thanh khoản ngành gặp nhiều thách thức, với hệ số thanh toán nhanh và hiện thời của một số doanh nghiệp ở mức thấp, dưới 0,8 lần. Các doanh nghiệp cần tối ưu hóa dòng tiền và quản lý hàng tồn kho để giảm áp lực tài chính trong bối cảnh chi phí lãi vay cao và sự cạnh tranh từ thép giá rẻ Trung Quốc.
6. Triển Vọng Ngành và Lựa Chọn Đầu Tư: Năm 2025, ngành thép dự kiến phục hồi mạnh mẽ nhờ nhu cầu gia tăng từ các dự án cơ sở hạ tầng lớn và thị trường bất động sản khởi sắc. Hòa Phát (HPG) và Hoa Sen (HSG) được kỳ vọng dẫn đầu nhờ khả năng quản trị tốt, quy mô sản xuất lớn và chiến lược mở rộng thị phần. Dự án Dung Quất 2 của HPG sẽ là yếu tố then chốt, giúp nâng cao năng lực sản xuất và biên lợi nhuận gộp trong dài hạn. Cổ phiếu HPG và HSG được khuyến nghị mua với kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận lần lượt 21% và 15% YoY trong năm 2025, nhờ sự phục hồi giá thép và mở rộng xuất khẩu.

Ngành thép Việt Nam đang phục hồi nhờ đầu tư công lớn, thị trường bất động sản dẫn vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và xuất khẩu ổn định tại các thị trường chính như ASEAN, Mỹ và EU. Dù giá nguyên liệu biến động và áp lực cạnh tranh gia tăng, một số doanh nghiệp lớn vẫn cải thiện kết quả kinh doanh nhờ hiệu quả sản xuất và giá thép thuận lợi. Năm 2025 kỳ vọng tăng trưởng tích cực, với động lực từ các dự án hạ tầng và chiến lược mở rộng thị trường của các doanh nghiệp đầu ngành.

Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát – (HOSE: HPG)

HPG là công ty sản xuất thép lớn nhất Việt Nam với các lợi thế vượt trội về quy mô, công suất và thị phần, đặc biệt trong lĩnh vực thép xây dựng và HRC. Đây là những nền tảng vững chắc giúp HPG duy trì tăng trưởng bền vững và gia tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường. Dự án Dung Quất 2 là mảnh ghép quan trọng, góp phần mở rộng công suất và nâng cao hiệu quả vận hành trong dài hạn. Trong Q3/2024, Hòa Phát (HPG) ghi nhận doanh thu thuần 34 nghìn tỷ đồng (+19% YoY) và lợi nhuận ròng 3,02 nghìn tỷ đồng (+51% YoY), nhờ sản lượng tiêu thụ thép xây dựng tăng mạnh (+39% YoY) và lợi nhuận từ mảng bất động sản và nông nghiệp tăng đáng kể (+206% YoY). Lũy kế 9T/2024, doanh thu đạt 105 nghìn tỷ đồng (+15% YoY) và lợi nhuận ròng đạt 9,2 nghìn tỷ đồng (+140% YoY), hoàn thành 72% kế hoạch năm. Sản lượng thép xây dựng tăng 29% YoY, trong khi HRC tăng 14% YoY nhờ nhu cầu nội địa ổn định. Hiệu quả kinh doanh được cải thiện với biên lợi nhuận gộp đạt 13,9% trong Q3/2024 và thị phần thép xây dựng tăng từ 33% (9T/2023) lên 38% (9T/2024), phản ánh sức cạnh tranh vượt trội của HPG. **Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu HPG với giá mục tiêu 31.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 19%:** (1) **Tăng trưởng sản lượng tích cực** với thép xây dựng và HRC lần lượt dự kiến tăng 10% và 59% YoY trong năm 2025, nhờ lò cao đầu tiên của Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Thị phần thép xây dựng tăng từ 33% năm 2023 lên 38% năm 2024, được hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng nội địa gia tăng nhờ đầu tư công tăng 30% và thị trường bất động sản phục hồi; (2) **Biên lợi nhuận gộp cải thiện**, tăng từ 13,3% năm 2024 lên 14,2% năm 2025 nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm, hiệu quả sản xuất cao hơn từ Dung Quất 2, và tác động tích cực từ biện pháp chống bán phá giá HRC nhập khẩu. Đồng thời, HPG tận dụng được lợi thế từ công nghệ hiện đại tại Dung Quất 2 để giảm tiêu hao năng lượng và tăng hiệu suất vận hành; (3) **Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khả quan** với doanh thu năm 2025 dự kiến đạt 152 nghìn tỷ đồng (+17% YoY) và lợi nhuận ròng tăng 21% YoY lên 14,5 nghìn tỷ đồng. Kết quả này đến từ sự phục hồi của giá thép, nhu cầu gia tăng từ các dự án cơ sở hạ tầng lớn, cùng với lợi nhuận ổn định từ các mảng kinh doanh bất động sản (+3% YoY) và nông nghiệp (+8% YoY).

Công ty cổ phần Tập đoàn Hoa Sen – (HOSE: HSG)

Doanh thu thuần cả năm 39,3 nghìn tỷ đồng (+24% YoY). Quý 4 ghi nhận 10,1 nghìn tỷ đồng doanh thu, (+25% YoY) nhưng giảm 7% so với quý trước. Biên lợi nhuận gộp cả năm đạt 10,8%, thấp hơn dự báo (11,6%). Riêng quý 4, biên lợi nhuận gộp giảm xuống 8,4%, so với 12,3% ở quý 3 và 13,2% YoY, do áp lực giá thép cuộn cán nóng (HRC) giảm. Lợi nhuận sau thuế cả năm đạt 510 tỷ đồng, tăng mạnh 17 lần YoY. Trong quý 4, HSG lỗ 186 tỷ đồng, trái ngược với lãi 273 tỷ đồng quý 3 và lãi 438 tỷ đồng cùng kỳ năm trước. **Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu HSG với giá mục tiêu 20.500 đồng/cổ phiếu, tương ứng lợi tức kỳ vọng 15%**, dựa trên ba luận điểm chính: (1) **Tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ từ thị trường nội địa:** Với dự báo nhu cầu tôn mạ tăng nhờ các biện pháp bảo hộ như thuế chống bán phá giá (CBPG) áp dụng từ năm 2025, HSG có khả năng gia tăng thị phần nội địa lên 31%-33% trong giai đoạn 2025-2026 (tăng từ 29% năm 2024). Đồng thời, sự phục hồi của ngành xây dựng trong nước và dòng vốn FDI được kỳ vọng thúc đẩy đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu và sản lượng tôn mạ (2) **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ xu hướng giá thép thuận lợi:** được kỳ vọng tăng lên 10,8%-11,2% trong giai đoạn 2025-2026 nhờ giá thép cuộn cán nóng (HRC) phục hồi, giá bán sản phẩm tăng, và chênh lệch giá giữa HRC và HDG mở rộng. Thuế chống bán phá giá đối với thép nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc sẽ giảm cạnh tranh, giúp HSG gia tăng thị phần và cải thiện hiệu suất sản xuất. Ngoài ra, chiến lược lưu trữ nguyên liệu giá thấp và cải thiện hiệu suất sản xuất cũng góp phần nâng cao khả năng sinh lời; (3) **Khả năng phục hồi xuất khẩu và đa dạng hóa thị trường:** Trong bối cảnh nhu cầu thép toàn cầu dự kiến phục hồi 1,2% vào năm 2025, HSG đang tận dụng cơ hội từ các thị trường xuất khẩu lớn như ASEAN và EU. Sản lượng xuất khẩu của HSG có thể tăng nhẹ 4%-4,5% mỗi năm trong 2025-2026, nhờ sự tăng trưởng trong lĩnh vực xây dựng và ô tô tại các thị trường này, bất chấp áp lực từ chủ nghĩa bảo hộ và cạnh tranh quốc tế.

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu HPG với các lợi thế về quy mô, công suất vượt trội và triển vọng từ các dự án mới, HPG hứa hẹn mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn và giá trị đầu tư hấp dẫn:(1) **Tăng trưởng sản lượng tích cực với thép xây dựng và HRC** (2) **Biên lợi nhuận gộp cải thiện và** (3) **Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận khả quan.**

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu HSG từ kỳ vọng cho khởi đầu chu kỳ tăng trưởng mới, với tiềm năng mở rộng thị phần và cải thiện biên lợi nhuận, là lựa chọn đầu tư hấp dẫn trong ngành thép:(1) **Tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ từ thị trường nội địa;** (2) **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ xu hướng giá thép thuận lợi;** và (3) **Khả năng phục hồi xuất khẩu và đa dạng hóa thị trường**

Nguồn: Fiinpro, LPBS Research

(***) Lựa chọn cổ phiếu các Ngân hàng hàng đầu theo quan điểm LPBS Research



2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

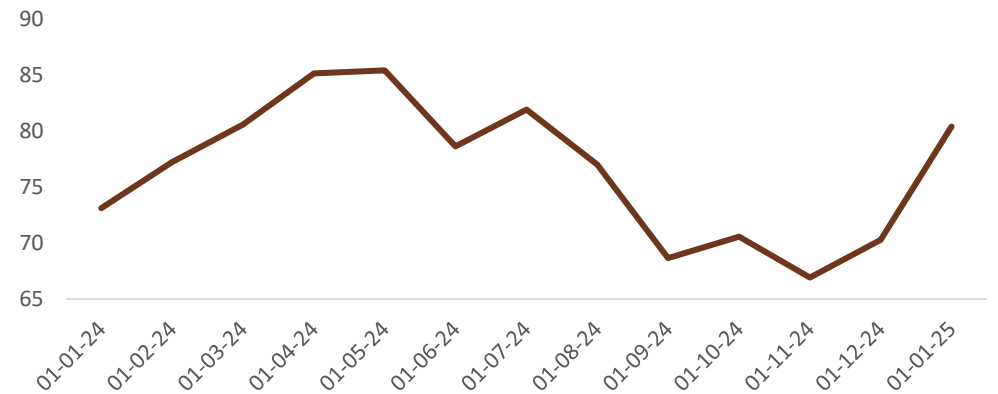
Giá dầu được dự báo duy trì quanh mức 70USD/thùng trong dài hạn

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2025 là 70 USD/thùng với mức dao động quanh vùng 70-80 USD/thùng. Giá dầu thấp hơn so với cùng kỳ năm trước phản ánh dự báo thận trọng của EIA về thặng dư nguồn cung 0,3 triệu thùng/ngày vào năm 2025 so với thâm hụt nguồn cung 0,5 vào năm 2024. Điều này phản ánh tác động tiềm tàng của chính quyền tổng thống Mỹ mới. Ngoài ra, việc cắt giảm sản lượng của OPEC+, trung bình 5,9/4,7 triệu thùng/ngày trong năm 2024/2025 là một hỗ trợ quan trọng cho giá dầu OPEC+ đã thực hiện một loạt các đợt cắt giảm sản lượng kể từ cuối năm 2022 trong bối cảnh nhu cầu tăng trưởng chậm. Mức cắt giảm sản lượng trung bình của OPEC+ trong năm 2024 là 5,9 triệu thùng/ngày (5,7% nhu cầu toàn cầu), với kế hoạch giảm xuống còn 3,7 triệu thùng/ngày vào cuối năm 2025. Điều này ngụ ý mức cắt giảm trung bình là 4,7 triệu thùng/ngày (4,5% nhu cầu toàn cầu) vào năm 2025, giúp tăng sản lượng trung bình khoảng 1,2 triệu thùng/ngày so với năm 2024.

Giá dầu thô cơ sở thấp hơn dự kiến vào năm 2025 có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty dầu khí trong nước ở mọi phân khúc. Đối với phân khúc thượng nguồn, tác động được dự báo là tối thiểu, vì giá dầu thô trung bình có thể giảm nhưng vẫn cao hơn điểm hòa vốn toàn cầu, đảm bảo triển khai các dự án thăm dò và sản xuất. Đối với phân khúc hạ nguồn, nhu cầu sản phẩm dầu yếu hơn dự kiến trong bối cảnh công suất lọc dầu tăng ở Trung Quốc có thể dẫn đến chênh lệch giá crack cơ sở thấp và có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các nhà máy lọc dầu. 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 hoãn các hoạt động thăm dò và sản xuất.

Giá dầu Brent 2024 – 2025

Đơn vị: USD/thùng



Nguồn: S&P Global, Trading Economics & LPBS Research

Nguồn cung

Nguồn cung: Nguồn cung dầu năm 2025 dự kiến sẽ tăng với sự đóng góp lớn từ các quốc gia không thuộc OPEC+ như Hoa Kỳ và Brazil. Dưới thời Tổng thống Trump thứ hai, Hoa Kỳ có khả năng sẽ tăng sản lượng dầu khí, gây áp lực giảm giá dầu. Trước đó, OPEC+ đã có kế hoạch tăng sản lượng từ đầu năm 2025, nhưng dưới áp lực của nhu cầu yếu và nguồn cung tăng bên ngoài nhóm, nhóm đã quyết định gia hạn cắt giảm sản lượng cho đến tháng 4 năm 2025. Các xung đột địa chính trị có khả năng sẽ chưa được tìm được điểm chung vào năm 2025, nhưng rủi ro gián đoạn nguồn cung dầu thực tế sẽ vẫn rất hạn chế và sẽ không phải là yếu tố hỗ trợ mạnh mẽ cho giá dầu vào năm tới, vì nhu cầu yếu có thể lấn át mối lo ngại của thị trường.

Nguồn cầu

Tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu năm 2025 dự kiến chủ yếu được thúc đẩy bởi các nước không thuộc OECD. Động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ dầu toàn cầu năm 2025 có thể không đến từ Trung Quốc như dự kiến trước đây. Tăng trưởng kinh tế chậm lại, việc áp dụng xe điện ngày càng tăng và việc sử dụng khí tự nhiên hóa lỏng có thể hạn chế sự tăng trưởng tiêu thụ dầu ở quốc gia này ngay trong năm tới. Thay vào đó, Ấn Độ dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng mới cho tiêu thụ dầu toàn cầu năm 2025 nhờ nhu cầu nhiên liệu vận tải tăng.

Về lâu dài, chúng tôi cũng duy trì dự báo giá dầu Brent năm 2026-2029F là 69-70 USD/thùng.

Vào năm 2025, EIA dự kiến thị trường sẽ thặng dư nhẹ, chủ yếu là do OPEC+ nới lỏng cắt giảm sản lượng và tăng trưởng nguồn cung ngoài OPEC+ và nhu cầu đạt 104,3 triệu thùng/ngày (tăng 1,2 triệu thùng/ngày so với cùng kỳ năm trước).



2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

Hoạt động khoan dầu khả quan sẽ là điều kiện thuận lợi kỳ vọng giá thuê giàn tăng

- Sư Tử Trắng, giai đoạn 2B: GAS vẫn đang làm việc với PVN và các chủ mỏ để phát triển dự án nhằm hoàn thiện báo cáo tài chính/nghiên cứu khả thi dự án.
- Kho cảng LNG: Nghiên cứu khả thi cho giai đoạn mở rộng của kho cảng Thị Vải đã được phê duyệt, dự kiến sẽ giúp công suất kho cảng Thị Vải tăng gấp 3 lần và sẽ hoàn thành trong năm 2026. Nghiên cứu khả thi dự án LNG Sơn Mỹ tại tỉnh Bình Thuận đã được phê duyệt. Giai đoạn đầu tiên của dự án dự kiến có công suất đạt 3,6 triệu tấn và sẽ hoàn thành trong Q4/2027. Giai đoạn 2 dự kiến sẽ có công suất lớn hơn, đạt 6 triệu tấn và có thể đi vào hoạt động trước năm 2030.
- Giai đoạn mở rộng Dung Quất: BSR đã hoàn thành quá trình bồi thường đất và dự kiến sẽ hoàn thiện thiết kế kỹ thuật – FEED, và lựa chọn tổng thầu EPC trong năm 2025. Dự án này sẽ giúp BSR tăng 15,5% công suất từ 148.000 thùng/ngày lên 171.000 thùng/ngày để đáp ứng tiêu chuẩn
- Euro B. Dự án Lô B – Ô Môn: PQOC (công ty sở hữu phần thượng nguồn của dự án) đã trao nhiều hợp đồng EPC của hầu hết các phần thượng nguồn và trung nguồn (bao gồm giàn đầu giếng, khu sinh hoạt và CPP, đường ống và bọc ống) cho PVS VN (cùng với các đối tác) và PVB VN. Tại thời điểm báo cáo, EPCI #1 và EPCI #2 đã lần lượt đạt 12,8% và 24,4% tiến độ xây dựng. Công việc khoan cũng dự kiến sẽ bắt đầu từ Q1/2026, do đó việc đấu thầu và ký hợp đồng khoan sẽ cần phải hoàn thiện trong năm 2025. Phần hạ nguồn (các nhà máy điện Ô Môn II, III, IV) chưa bắt đầu xây dựng, và quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án chưa được PVN quyết định mặc dù MOECO (một trong những nhà đầu tư phần thượng nguồn cùng với PVN và PTTEP) đã thông báo FID trong năm 2024. Trong trường hợp phần hạ nguồn bị trì hoãn mặc dù dự kiến khai thác dòng khí đầu tiên vào năm 2027, toàn bộ dự án sẽ phải đợi đến sau năm 2027 mới có thể bắt đầu cung cấp điện cho hệ thống lưới điện quốc gia.

Cải tiến trong Luật Dầu khí của Việt Nam

Luật sửa đổi có tác động tích cực nhẹ đối với ngành vì nó có thể tạo điều kiện thuận lợi cho các hoạt động E&P và đẩy nhanh các dự án dầu khí trong nước.

- Vào ngày 14 tháng 11 năm 2022, Quốc hội Việt Nam đã thông qua Luật Dầu khí sửa đổi, có hiệu lực từ ngày 1 tháng 7 năm 2023. Luật Dầu khí sửa đổi cho phép các nhà khai thác dầu khí tăng cường các hoạt động E&P của mình thông qua việc giảm tỷ lệ chia sẻ lợi nhuận của quốc gia sở tại và giảm thuế cho các dự án quan trọng.
- Theo Tổng giám đốc Tổng công ty Thăm dò Khai thác Dầu khí (PVEP), Luật Dầu khí sửa đổi nêu rõ quy trình đầu tư rõ ràng hơn và đặt ra các điều khoản đầu tư ưu đãi sẽ giúp PVEP và các nhà khai thác mỏ khác phát triển các mỏ dầu khí nhỏ/biên giới. Do đó, PVEP ước tính rằng ít nhất 12 dự án có thể được thực hiện nhờ luật dầu khí sửa đổi.

Ngoài Luật Dầu khí sửa đổi, Quy hoạch phát triển điện VIII của Việt Nam được phê duyệt ngày 15/5/2023 sẽ tạo khuôn khổ pháp lý vững chắc cho việc phát triển hai mỏ khí lớn tại Việt Nam là Lô B và Cá Voi Xanh.

Tình hình thượng nguồn và hạ nguồn

Thượng nguồn – Không nhận thêm giàn khoan tự nâng mới: Trong đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2024 của PV Drilling, công ty đã có kế hoạch mua giàn khoan tự nâng mới để tận dụng môi trường thuận lợi của thị trường giàn khoan toàn cầu. Tuy nhiên, kế hoạch này đã không thành hiện thực trong năm 2024 vì (1) Thị trường giàn khoan toàn cầu và khu vực đang dư thừa do Saudi Aramco hoãn kế hoạch mở rộng nhưng (2) PVD muốn giàn khoan mới hoạt động với các hợp đồng dài hạn ngay lập tức.

Hạ nguồn – Thiếu khí từ các nguồn trong nước: Các nhà phân phối dầu khí trong nước đã gặp nhiều khó khăn trong năm 2024 do thiếu khí tự nhiên từ các nguồn trong nước. Các mỏ khí chính hiện đang khai thác 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 thiên nhiên hóa lỏng (LNG), được nhập khẩu từ nhiều nguồn khác nhau theo giá giao ngay.

2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

Quy trình thăm dò, chế xuất và phân phối Ngành Dầu khí

Thượng nguồn:
Gián tiếp chịu tác động bởi giá dầu



Cung cấp dịch vụ Thăm dò và khai thác dầu khô và khí ẩm : PVS PVD

Trung nguồn:
Trực tiếp chịu tác động của giá dầu đến doanh thu



Lọc hóa dầu: BSR



Thu gom, vận chuyển, tồn trữ, chế biến khí và sản phẩm khí: GAS

Hạ nguồn:
Trực tiếp chịu tác động của giá dầu đến doanh thu



Kinh doanh và Phân phối sản phẩm xăng dầu: PLX, OIL



Kinh doanh và Phân phối sản phẩm khí: PGS, PVG, CNG, PGD

2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

Khu vực Thương nguồn

Hoạt động khoan dầu khả quan sẽ là điều kiện thuận lợi kỳ vọng giá thuê giàn tăng

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

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

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

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

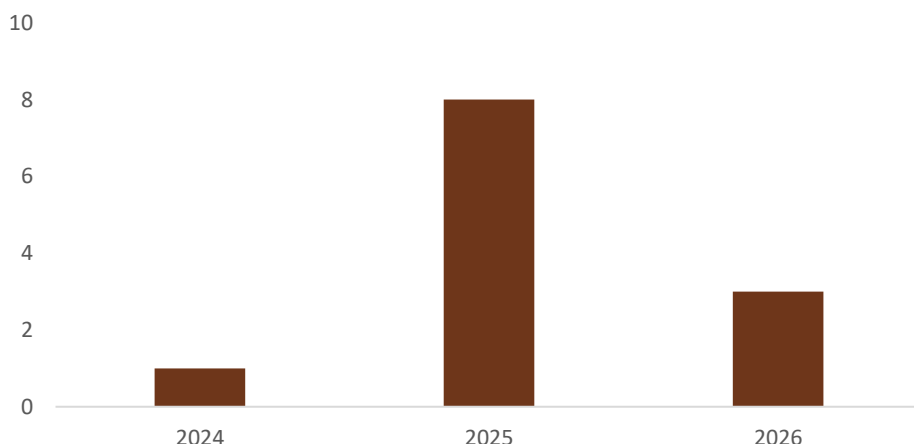
Euro B. Đại dự án Lô B – Ô Môn: PQOC (công ty sở hữu phần thương nguồn của dự án) đã trao nhiều hợp đồng EPC của hầu hết các phần thương nguồn và trung nguồn (bao gồm giàn dầu giếng, khu sinh hoạt và CPP, đường ống và bọc ống) cho PVS VN (cùng với các đối tác) và PVB VN. Tại thời điểm báo cáo, EPCI #1 và EPCI #2 đã lần lượt đạt 12,8% và 24,4% tiến độ xây dựng. Công việc khoan cũng dự kiến sẽ bắt đầu từ Q1/2026, do đó việc đấu thầu và ký hợp đồng khoan sẽ cần phải hoàn thiện trong năm 2025. Phần hạ nguồn (các nhà máy điện Ô Môn II, III, IV) chưa bắt đầu xây dựng, và quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án chưa được PVN quyết định mặc dù MOECO (một trong những nhà đầu tư phần thương nguồn cùng với PVN và PTTEP) đã thông báo FID trong năm 2024. Trong trường hợp phần hạ nguồn bị trì hoãn mặc dù dự kiến khai thác đồng khí đầu tiên vào năm 2027, toàn bộ dự án sẽ phải đợi đến sau năm 2027 mới có thể bắt đầu cung cấp điện cho hệ thống lưới điện quốc gia.

Hoạt động khoan dầu khả quan sẽ là điều kiện thuận lợi kỳ vọng giá thuê giàn tăng

Nhu cầu giàn khoan tự nâng trên thế giới cũng như Đông Nam Á dự kiến sẽ có sự tăng trưởng mạnh từ nay cho đến năm 2025 do thiếu hụt giàn khoan mới sau nhiều năm giá dầu ở mức thấp và các giàn khoan hiện tại đều có việc làm.

Số lượng giàn khoan JU đóng mới hoàn toàn

Đơn vị: Giàn khoan



Nguồn: S&P Global, Fiiipro & LPBS Research

Theo báo cáo tháng 3/2024 của S&P Global, thị trường JU Đông Nam Á có khả năng sẽ phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt giàn khoan giai đoạn 2024-2025 do nhu cầu tăng cao, đặc biệt nhu cầu giàn khoan tự nâng. Nhu cầu trung bình tại Đông Nam Á sẽ tăng từ khoảng 35,2 giàn vào năm 2024 lên 37,6 giàn vào năm 2025.

Nhu cầu về các mỏ dầu khí mới dự kiến sẽ tạo ra khối lượng công việc đáng kể cho các nhà thầu EPCI dầu khí Việt Nam. Hầu như tất cả các dự án thương nguồn dầu khí trong nước gần đây đã có những bước tiến đáng kể hướng tới các cột mốc khí/dầu đầu tiên, tạo ra cơ hội lớn cho các nhà thầu EPCI trong nước.

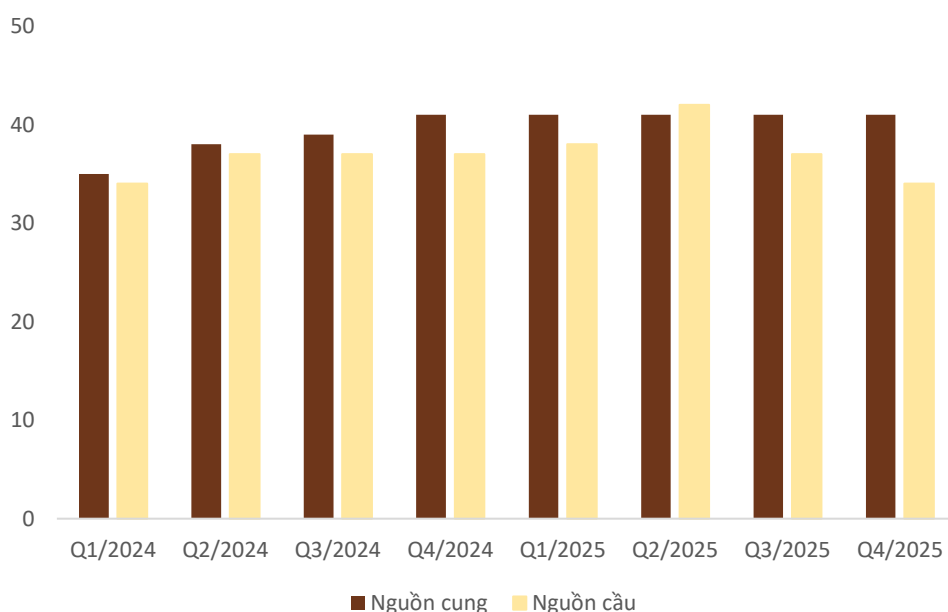
2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

Bên cạnh đó, số lượng giàn khoan thặng dư trên thị trường dự kiến sẽ giảm từ 50 giàn vào đầu năm 2024 xuống 40 giàn trong cuối năm 2024 trước khi duy trì ở mức này cho đến tháng 11/2025. Với bối cảnh trên, dự báo giá cho thuê giàn khoan khu vực ĐNA sẽ tiếp tục neo cao, giá cho thuê giàn khoan tại Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng chung.

Việt Nam là một trong những quốc gia có hoạt động E&P lớn nhất Đông Nam Á cùng với là Malaysia, tiếp theo là Indonesia, Thái Lan. Petronas (công ty dầu khí quốc gia Malaysia) đặt mục tiêu capex là 113 tỷ RM (24 tỷ USD) cho ngành dầu khí trong giai đoạn 2023-2027F, cao hơn 12% so với giai đoạn 2018-2022. Ngoài ra, PTT Exploration and Production (PTTEP) - công ty thăm dò và khai thác dầu khí quốc gia tại Thái Lan - hướng tới mục tiêu tăng trưởng sản lượng 5,0% CAGR trong giai đoạn 2023-2028F. Công ty cũng đặt mục tiêu chi 20,8 tỷ USD cho các hoạt động E&P trong giai đoạn 2023-2028F.

Cung cầu giàn khoan khu vực Đông Nam Á

Đơn vị: Giàn khoan



Nguồn: S&P Global, Fiinpro & LPBS Research

Ngoài ra, S&P Global tuyên bố rằng Trung Đông sẽ chứng kiến nhu cầu tăng đáng kể. Các động lực thúc đẩy nhu cầu ở Trung Đông là Saudi Aramco (công ty dầu khí và khí đốt tự nhiên công cộng của Ả Rập Xê Út) và Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC). Hai công ty này sẽ chiếm khoảng 70% nhu cầu của khu vực, thu hút một số lượng lớn giàn khoan tự nâng đến Trung Đông. Các quốc gia Trung Đông được kỳ vọng sẽ dẫn đầu sự phục hồi của hoạt động E&P

Lọc dầu

Các nhà máy lọc dầu thiếu động lực tăng trưởng vì công suất vẫn ổn định và chênh lệch giá crack có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu yếu: Chúng tôi không kỳ vọng chênh lệch giá crack sẽ tăng đáng kể trong trung hạn vì công suất lọc dầu toàn cầu sẽ tăng dần đến năm 2028, với hầu hết tăng trưởng sản lượng lọc dầu theo kế hoạch được thúc đẩy bởi Trung Quốc, Ấn Độ và Trung Đông, có thể bổ sung vào nguồn cung dầu mỏ thế giới. Bên cạnh đó, thỏa thuận ngừng bắn ở Trung Đông đã làm giảm bớt lo ngại của thị trường về sự gián đoạn nguồn cung các sản phẩm dầu mỏ toàn cầu.

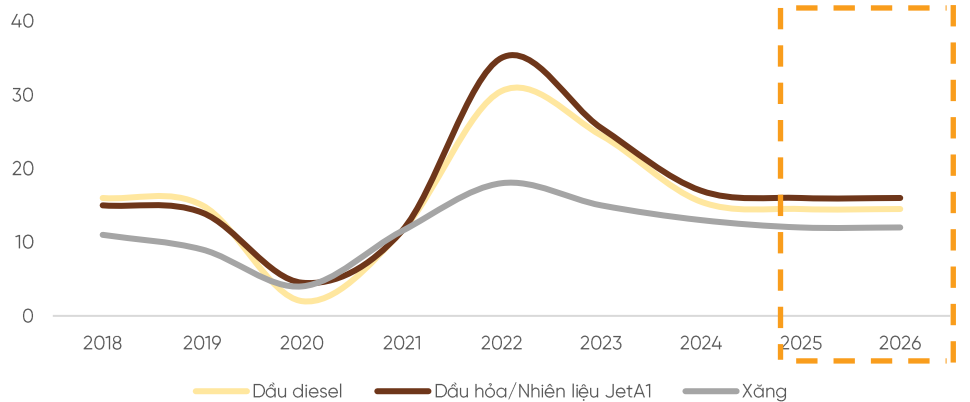
Công suất lọc dầu trong nước sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn 2025-2026, không tạo động lực tăng trưởng cho các nhà máy lọc dầu trong nước. Dự án nâng cấp và mở rộng của BSR dự kiến có hiệu lực vào quý 28 năm 2020 sẽ làm tăng tổng công suất của công ty thêm 15% và tăng chỉ số phức tạp của nhà máy lọc dầu. Sau đó, chênh lệch crack của BSR dự kiến sẽ đạt mức khu vực kể từ năm 2029 khi dự án mở rộng hoàn thành toàn bộ.

2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

Năm 2025, sản lượng của BSR dự kiến sẽ tăng theo từng năm do Nhà máy lọc dầu Dung Quất không còn quá trình bảo dưỡng.

Chênh lệch giá crack của các sản phẩm dầu khí khu vực Đông Nam Á

Đơn vị: USD/thùng



Nguồn: S&P Global, Fiinpro & LPBS Research

Các doanh nghiệp phân phối khí: Tập trung vào quá trình chuyển đổi LNG sang điện

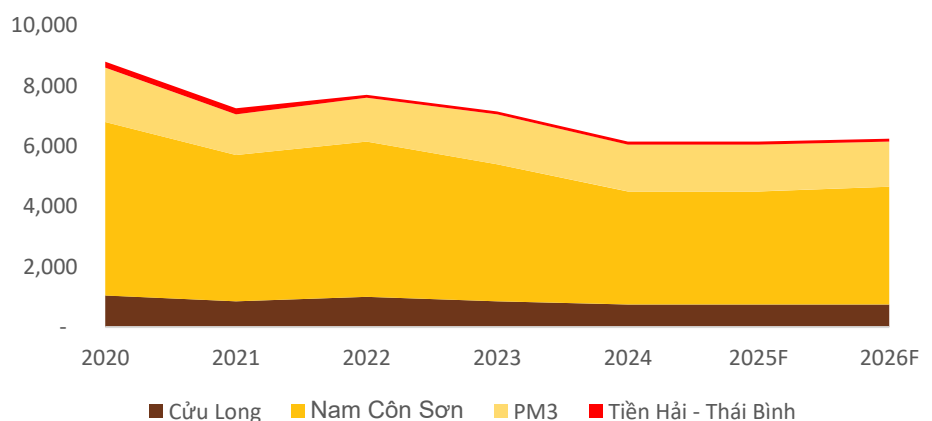
Tổng công suất điện LNG đến năm 2030 sẽ đạt 22.400 MW, tương đương 14,9% tổng công suất điện của Việt Nam, theo Quy hoạch điện 8 (PDP8). Tiến trình chuyển đổi năng lượng này đòi hỏi nỗ lực mạnh mẽ trong việc nhập khẩu LNG trong trung hạn.

Trong bối cảnh giá khí đốt trong nước đang tăng do các mỏ khí mới đang chậm tiến độ, trong khi nguồn cung LNG toàn cầu có thể tăng dưới nhiệm kỳ thứ hai của Tổng thống Trump, chúng tôi tin rằng giá LNG sẽ có thể cạnh tranh với giá khí đốt trong nước ít nhất là cho đến hết năm 2026. Giá LNG nhập khẩu trong giai đoạn 2025-2026F dự báo sẽ vào khoảng 13 USD/mmBtu. Các nhà phân phối LNG có hợp đồng liên kết với các nhà máy nhiệt điện LNG sẽ được hưởng lợi trong trung hạn nhờ xu hướng chuyển dịch sang điện LNG. Chúng tôi kỳ vọng khối lượng LNG nhập khẩu vào Cảng Thị Vải sẽ đạt 560 tấn vào năm 2025F khi các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động.

Thiếu khí trong nước do sản lượng từ các mỏ hiện tại giảm và không có mỏ chính mới nào đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025-2026. Các nhà phân phối khí có thể phải tìm nguồn khí khác ngoài các mỏ trong nước để đáp ứng nhu cầu của khách hàng, do sản lượng từ các mỏ trong nước đang giảm đáng kể, đặc biệt là ở bể Nam Côn Sơn (Lô O6.1). Chúng tôi kỳ vọng rằng chỉ khi dự án Lô B đạt được cột mốc khí đầu tiên thì sản lượng khí trong nước mới cải thiện đáng kể.

Dự báo nguồn khí LNG trong giai đoạn 2020 – 2026F

Đơn vị: Triệu m³



Nguồn: S&P Global, Fiinpro & LPBS Research

Trong giai đoạn 2025-2026), một số mỏ khí & dầu có thể đạt được khí đầu tiên/dầu đầu tiên, chẳng hạn như Thiên Nga - Hải Âu (dự kiến khí đầu tiên: 2026, sản lượng hàng năm dự kiến: 600 triệu m³); nhưng các mỏ này không đủ để giải quyết nhu cầu dài hạn của khách hàng trong nước.

Trong Kế hoạch phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2021-2030, Chính phủ định hướng nhu cầu khí đốt của Việt Nam tăng 3,5 lần trong giai đoạn 2020-2030, chủ yếu do nhu cầu điện mạnh mẽ để cung cấp cho nền kinh tế đang phát triển.

2.E – Ngành Dầu khí: Đẩy mạnh tiềm năng

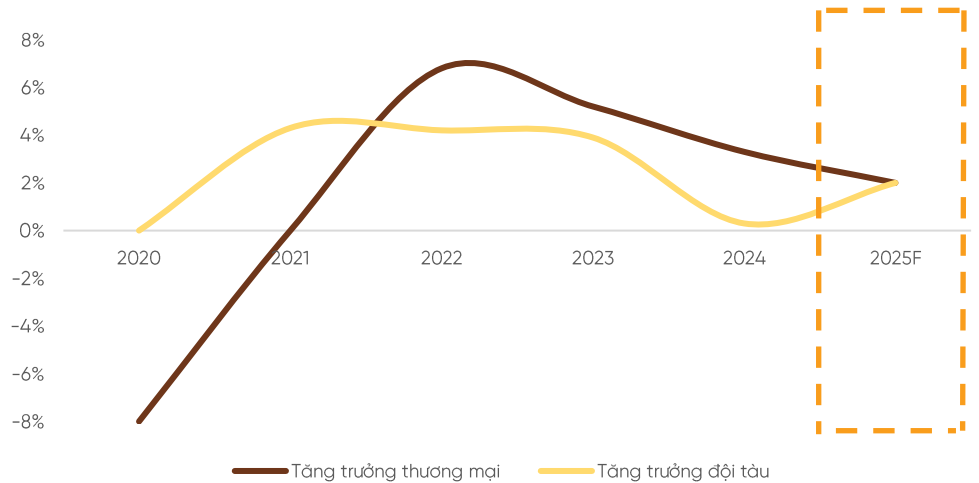
Khu vực Hạ nguồn

Vận tải dầu khí: Tìm kiếm chất xúc tác tăng trưởng từ sự mở rộng

Tàu chở dầu thô – Các yếu tố hỗ trợ chính vẫn sẽ tồn tại: Khi châu Âu có khả năng tiếp tục lệnh trừng phạt đối với Nga và tăng lượng dầu thô nhập khẩu từ Trung Đông, nhu cầu về tàu chở dầu được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng trong hoạt động thương mại Đại Tây Dương-Châu Á đường dài và nhu cầu dầu toàn cầu. Ngoài ra, khi nguồn cung dầu đang tăng ở Châu Mỹ trong khi khối lượng lọc dầu đang tăng ở Châu Á, nhu cầu về vận tải dầu thô có thể tăng theo do sự mất cân bằng này. Quan điểm của chúng tôi chỉ ra rằng giá thuê tàu chở dầu thô theo thời gian sẽ vẫn ở mức cao vào năm 2025.

Cung và cầu tàu chở dầu thô giai đoạn 2024 – 2025F

Đơn vị: %



Nguồn: S&P Global, Fiinpro & LPBS Research

Tàu chở dầu/hóa chất – Mối lo ngại về giá thuê theo thời gian thấp hơn: Về phía cung, thị trường tàu chở dầu/hóa chất mạnh mẽ cùng với đội tàu già cỗi đã khuyến khích đầu tư nhiều hơn vào các công trình mới. Tốc độ tăng trưởng của đội tàu dự kiến sẽ nhanh hơn vào năm 2025 nhờ vào ngày giao hàng của sổ đặt hàng hiện tại. Về phía cầu, chúng tôi dự kiến tàu chở dầu/hóa chất sẽ không được hưởng lợi từ sự mất cân bằng ngày càng tăng giữa Đại Tây Dương và Thái Bình Dương giống như tàu chở dầu thô. Cả khối lượng lọc dầu và nhu cầu cuối cùng đều tăng chủ yếu ở Châu Á, điều này không tạo ra sự mất cân bằng dẫn đến việc tăng khoảng cách di chuyển.

Nhà phân phối xăng dầu: Ngày tươi sáng hơn nhờ hỗ trợ pháp lý

Nhà phân phối xăng dầu có thể tận dụng Nghị định mới về Kinh doanh xăng dầu: Nghị định mới về Kinh doanh xăng dầu dự kiến có hiệu lực vào năm 2025 với một số thay đổi quan trọng bao gồm: (1) sửa đổi cách tiếp cận điều chỉnh chi phí kinh doanh chuẩn (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 đơn vị kinh doanh xăng dầu đưa ra quyết định chủ động về giá bán lẻ nhiên liệu, tạo điều kiện điều chỉnh dễ dàng dựa trên chi phí thực tế phát sinh.

Chi phí kinh doanh chuẩn cho các nhà phân phối xăng dầu đã được điều chỉnh tăng kể từ ngày 01 tháng 7 năm 2024. Việc điều chỉnh này cho phép các nhà phân phối xăng dầu trong nước phản ánh chính xác hơn chi phí kinh doanh thực tế của họ vào giá đầu ra, do các chi phí này thường xuyên biến động. Điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của hầu hết các nhà phân phối dầu. Ngoài ra, các công ty có cơ sở vật chất tốt và thị phần lớn có thể được hưởng lợi nhiều hơn từ những thay đổi này, vì chi phí cho mỗi lít của họ có thể thấp hơn các công ty khác nhờ vào quy mô kinh tế.

Tăng trưởng tiêu thụ xăng trực tuyến sẽ được thúc đẩy bởi: (1) Tăng trưởng phương tiện: Ô tô và xe máy tăng trưởng ở mức CAGR 12% và 5% trong giai đoạn 2017-2022 và dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng (2) Sản xuất công nghiệp với sự gia tăng hoạt động công nghiệp sẽ thúc đẩy nhu cầu về dầu nhiên liệu và dầu diesel.

Kết quả kinh doanh Q3/2024 toàn ngành Dầu khí*

Q3/2024: Sự phân hóa giữa các ngân hàng tiếp tục hiện hữu

Hoạt động E&P của Việt Nam sẽ phục hồi vào năm 2024 và tăng tốc từ năm 2025F: Chúng tôi dự báo capex E&P trong nước là 14 tỷ USD cho giai đoạn 2023-2033F. Chúng tôi ước tính chi tiêu E&P trong nước sẽ tăng 14% so với cùng kỳ năm trước vào năm 2024 lên 0,8 tỷ USD, tăng thêm lên 1,3 tỷ USD vào năm 2025 (+63% so với cùng kỳ năm trước) và đạt đỉnh ở mức 2,8 tỷ USD vào năm 2027. Điều này ngụ ý trung bình 2,1 tỷ USD mỗi năm cho giai đoạn 2025-2029F, gấp 2,6 lần mức trung bình mỗi năm trong chu kỳ trước (2016-2023). Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi lễ động thổ chính thức của Lô B Giai đoạn 1 vào tháng 9 và sự phát triển hơn nữa của các mỏ dầu khí Yellow Camel và White Lion giai đoạn 2B. Điều này sẽ có lợi cho PVS và PVD.

PVS (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi E&P toàn cầu/trong nước và tiềm năng to lớn của các dự án điện gió ngoài khơi: PVS đã ký kết ba hợp đồng của Lô B (EPCI#1-3, tổng cộng 1,1 tỷ USD) và đã bắt đầu xây dựng. Ngoài ra, PVS sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng điện gió ngoài khơi toàn cầu. Chúng tôi dự báo EPS CAGR là 19% trong giai đoạn 2023-26F, được thúc đẩy bởi giả định vốn động đã ký và chưa ký về cơ khí & xây dựng là 5,1 tỷ USD và lợi nhuận từ liên doanh FSO/FPSO là 822 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-28F. PVS có vẻ hấp dẫn ở mức P/E năm 2025 là 13,2 lần, ngụ ý PEG ba năm là 0,7.

PVD (sau thời gian tạm dừng hoạt động đầu tư mở rộng đội tàu và kế hoạch mua từ 1-2 giàn khoan do Saudi Aramco tạm dừng 22 giàn khoan vào tháng 4/2024) đã quyết định đầu tư vào một giàn khoan đã qua sử dụng, dự kiến hoàn tất vào cuối năm 2024 khi thị trường Đông Nam Á có vẻ tương đối ổn định. Do giàn khoan này đã được coldstacked (một giàn khoan đã loại bỏ thiết bị và không hoạt động trong thời gian dài), giàn khoan này sẽ cần được kích hoạt lại. Điều này có thể mất từ 6-8 tháng, và công ty dự kiến sẽ đưa giàn khoan mới vào hoạt động từ đầu năm 2026. Tổng đầu tư (bao gồm cả kích hoạt lại) ước tính khoảng 90 triệu USD.

Nhóm thượng nguồn được kỳ vọng sẽ duy trì được mức tăng trưởng tốt, và PVS là lựa chọn hàng đầu nhờ vào các hợp đồng khai thác dầu khí cùng với khả năng lấn sang mảng nhiên liệu tái tạo.

(* Lựa chọn cổ phiếu các Dầu khí hàng đầu theo quan điểm LPBS Research



HNX: PVS – Ký kết được ba hợp đồng của Lô B (EPCI#1-3, tổng giá trị 1,1 tỷ USD) và bắt đầu xây dựng. Ngoài ra, PVS còn được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của điện gió ngoài khơi toàn cầu.

HOSE: PVD – KQKD đã có sự tăng trưởng tích cực, chúng tôi cho rằng PVD tiếp tục có triển vọng khả quan nhờ đảm bảo chiến dịch khoan dài hạn cho Lô B O Mon trong giai đoạn 2025 – 2030 và nhiều công việc dịch vụ khoan. Nhờ chiến dịch khoan dài hạn này, cũng như nhu cầu mạnh mẽ ở khu vực Đông Nam Á, PVD có thể đảm bảo tỷ lệ sử dụng cao cho đội tàu hiện có của mình và có thể mở rộng đội tàu.

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

PVS ghi nhận lợi nhuận ròng 9T24 tăng 8,8% svck lên 631 tỷ đồng. PVS có vị thế tài chính vững chắc hơn với tỷ lệ tiền mặt ròng/VCSH tăng lên 68,2% vào cuối Q3/24 so với mức 57,9% vào cuối Q2/24. Đây là bệ đỡ để PVS phát triển lĩnh vực điện gió ngoài khơi trong tương lai. Chúng tôi dự phóng LN ròng tăng 26,1%/30,5% svck năm 2025-26 nhờ các dự án dầu khí trong nước ngày càng sôi động và đóng góp vững chắc từ các liên doanh FSO/FPSO. Hiện tại, PVS đã được trao hợp đồng toàn phần cho EPCI#1 và EPCI#2 tại dự án Lô B – Ô Môn thay vì hợp đồng hạn chế, điều này sẽ đẩy nhanh tiến độ triển khai của công ty và thúc đẩy doanh thu của mảng M&C. Biên lợi nhuận gộp của mảng M&C có khả năng cải thiện vào năm 2025 nhờ **(1) đóng góp từ các dự án dầu khí trong nước như Lô B – Ô Môn hoặc Lạc Đà Vàng**, nơi công ty có kinh nghiệm tương đối mạnh và **(2) cải thiện hiệu quả hoạt động** tại các dự án điện gió ngoài khơi sau khi tích lũy kinh nghiệm từ các dự án trước. Biên lợi nhuận gộp dự kiến của mảng M&C năm 2025 là 2,2%, cao hơn 0,7 điểm phần trăm so với biên lợi nhuận gộp dự kiến của mảng M&C năm 2024. **(3) Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVS trong năm tài chính 2024-26F** sẽ tăng lần lượt là 5,4%/ 22,8% và 14,0% nhờ tiến độ đẩy nhanh của Lô B và lượng tổn động mới từ các hợp đồng EPCI điện gió ngoài khơi. Việc chậm trễ FID và hợp đồng hạn chế cho Lô B đã khiến công ty không thể đạt được mức tăng đáng kể vào năm 2024, nhưng khi toàn bộ hợp đồng được cấp, tác động tích cực sẽ rõ ràng hơn vào năm tới.

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí

Trong Q3/2024, PVD công bố kết quả ấn tượng với doanh thu đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (+77% svck) và NPATMI đạt 181 tỷ đồng (+21% svck) nhờ các mảng hoạt động đều ghi nhận kết quả tốt hơn. Lũy kế 9T2024, doanh thu và LNST hợp nhất của PVD lần lượt đạt 6,5 nghìn tỷ đồng (+60% svck) và 475 tỷ đồng (+25% svck), thấp hơn ước tính NPATMI cả năm của chúng tôi là 839 tỷ đồng. Một số điểm chính trong Q3/2024 bao gồm: **Mảng Khoan:** Tăng trưởng doanh thu đạt 71% svck và 5% so với quý trước phần lớn nhờ giá cho thuê ngày cao hơn (+30% svck) và công suất hoạt động của giàn khoan tự nâng tăng. Lợi nhuận gộp cũng tăng 69% svck theo đà tăng trưởng của doanh thu lên 305 tỷ đồng trong quý, nhưng thấp hơn 10% so với quý trước do chi phí dịch vụ thuê ngoài cao hơn. Với nhu cầu giàn khoan tự nâng trong những năm tới vẫn vững chắc nhờ các NOC triển khai các dự án dầu khí thượng nguồn, chúng tôi kỳ vọng giá thuê giàn khoan tự nâng trung bình của **PVD sẽ vẫn khá ổn định ở mức khoảng 96.800/ 94.800/ 94.800 USD/ngày trong năm tài chính 24-26F**. Giàn khoan tự nâng mới có thể bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của PVD trong quý 4 năm 2025, thấp hơn kỳ vọng trước đó (quý 2 năm 2025) và sẽ đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận gộp của PVD trong năm tới. Đóng góp từ giàn khoan tự nâng mới có thể bù đắp cho sự sụt giảm lợi nhuận gộp của PVD trong năm 2025 do PVD 11. Phân khúc dịch vụ giếng khoan cũng không được kỳ vọng sẽ tăng trưởng đáng kể trong năm tới vì tất cả các giàn khoan tự nâng đều đang hoạt động ở thị trường nước ngoài. **Lợi nhuận ròng của PVD dự kiến sẽ tăng 4,7%/ 5,4%/ 17,5% trong năm tài chính 2024-2026 và giàn khoan tự nâng mới là động lực chính cho tăng trưởng trong năm 2026**. Cổ phiếu dường như thiếu động lực tăng trưởng mạnh vào năm 2025 nếu giàn khoan tự nâng mới được bàn giao vào cuối năm. Nếu giàn khoan mới này bắt đầu hoạt động sớm hơn (Quý 2 năm 2024), chúng tôi dự kiến lợi nhuận ròng của PVD trong năm 2025 sẽ tăng 15,5% so với cùng kỳ năm trước.

3. CỔ PHIẾU TRỌNG ĐIỂM 2025

DANH SÁCH CỔ PHIẾU TRỌNG TÂM CHO NĂM 2025*

Mã CK	Tên	Vốn hóa thị trường Tỷ VND	Giá đóng cửa điều chỉnh VND	Giá mục tiêu YE2025 VND	Ngày cập nhật giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá Upside (%)	Tỷ suất cổ tức (%)	Tổng lợi tức kỳ vọng TSR (%)
NGÀNH TÀI CHÍNH - NGÂN HÀNG								
Ngành Ngân hàng								
CTG	VietinBank	200.301	37.300	42.900	21-01-24	15,0	2,20	20,7
VPB	VPBank	145.984	18.400	22.200	21-01-24	20,7	5,30	22,4
ACB	ACB	111.443	24.950	32.800	21-01-24	31,5	4,00	35,2
TCB	Techcombank	170.969	24.200	30.200	21-01-24	24,8	0,00	25,8
STB	Sacombank	67.962	36.050	41.100	21-01-24	14,0	0,00	18,4
MBB	MBBank	133.335	21.850	30.100	21-01-24	37,8	2,10	28,0
Ngành Chứng khoán								
SSI	Chứng khoán SSI	47.968	24.450	29.000	21/01/2024	18,4	5,0	23,4
HCM	Chứng khoán HSC	20.663	28.700	35.860	21/01/2024	25,0	3,5	28,5
MBS	Chứng khoán MBS	15.465	27.000	34.350	21/01/2024	27,2	3,8	31,0
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN								
Ngành Bất động sản Dân cư								
VHM	Vinhomes	164.296	40.000	50.800	21-01-24	27,0	0	24,1
NLG	BĐS Nam Long	12.650	32.850	45.500	21-01-24	38,5	1,3	22,6
KDH	Nhà Khang Điền	34.783	34.400	40.400	21-01-24	17,4	0	16,8
PDR	BĐS Phát Đạt	16.066	18.400	25.500	21-01-24	38,6	0	18,6
DXG	Địa ốc Đất Xanh	10.738	14.900	19.800	21-01-24	32,9	0	12,5
Ngành Bất động sản Khu công nghiệp								
IDC	IDICO	18.051	54.700	68.300	21-01-24	24,9	8,5	30,0
KBC	Kinh Bắc	22.529	29.350	33.000	21-01-24	12,4	0,0	18,7
BCM	Becamex	71.105	68.700	82.300	21-01-24	19,8	2,0	23,2
SZC	Sonadezi Châu Đức	7.541	41.900	45.600	21-01-24	8,8	2,3	7,1
PHR	Cao su Phước Hòa	6.951	51.300	62.800	21-01-24	22,4	5,5	22,8
DPR	Cao su Đồng Phú	3.371	38.800	45.300	21-01-24	16,8	3,9	22,4
NGÀNH BÁN LẺ - TIÊU DÙNG								
MWG	Thế giới Di động	84.328	57.700	80.000	21-01-24	38,6	0	38,6
PNJ	PNJ	32.304	95.600	120.000	21-01-24	25,5	0	25,5
NGÀNH THÉP								
HPG	Hòa Phát	168.221	26.300	29.800	21-01-24	13,3	0	12,3
NGÀNH CẢNG & VẬN TẢI BIỂN								
GMD	Gemadep	25.667	62.000	72.500	21-01-24	16,9	2,3	15,6
HAH	Hải An	6.164	50.800	51.800	21-01-24	2,0	0	8,3
NGÀNH DẦU KHÍ								
PVD	PVDrilling	13.063	23.500	34.500	21-01-24	46,8	0	46
PVS	PTSC	15.821	33.100	49.600	21-01-24	49,8	0	49

(*) Lựa chọn cổ phiếu các Ngân hàng hàng đầu theo quan điểm LPBS Research

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo, Phòng Phân tích chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích cùng các định giá nằm trong báo cáo phân tích (nếu có) nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích – CTCP Chứng Khoán LPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng khoán LPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

Công ty Cổ phần Chứng khoán LPBank

Tòa nhà Thaisquare The Merit

43-45-47 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (028) 730 98198

Phòng Phân tích

Email: research@lpbs.com.vn