BAOVIET Securities

Sector outlook 2025

Chinh phục chặng đường mới

BVSC RESEARCH | THÁNG 12, 2024

NỘI DUNG

BỨC TRANH LỢI NHUẬN 2025

03 Tổng hợp dự báo các ngành 2024-2025

04 2024 đánh dấu năm bản lề cho sự phục hồi lợi nhuận các ngành để 2025 bứt phá & tăng trưởng

05 Củng cố nội lực, 2025 nối tiếp đà tăng trưởng trong bối cảnh thế giới bất định

CÂU CHUYỆN ĐỊNH GIÁ

06 LN tăng trưởng tốt kéo mặt bằng chung P/E xuống thấp nhưng có sự mất cân đối đến từ ngân hàng và VHM

07 Định giá đang ở vùng thấp nhưng chúng tôi không điều chỉnh P/E mục tiêu 2025

Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ

08 Xây dựng chiến lược đầu tư 2025

CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ 2025

09 Danh sách mã cổ phiếu & giá mục tiêu

NGÀNH TIÊU BIỂU

10 Ngân hàng | Chất lượng tài sản cải thiện nhờ kinh tế tăng trưởng và BĐS hồi phục

66 BĐS | Nguồn cung phục hồi cùng với định giá về mức an toàn là điểm tựa

86 Khu công nghiệp | Đẩy mạnh thu hút FDI nhờ đồng thuận chính sách, lợi thế về thương mại thuế quan, cơ sở hạ tầng

119 Dầu khí | Doanh nghiệp thượng nguồn hưởng lợi từ các dự án dầu khí lớn đang triển khai

152 Chứng khoán | Thanh khoản còn yếu, định giá chưa hấp dẫn

176 Bảo hiểm | Mảng phi nhân thọ hưởng lợi từ các công trình lớn đang triển khai

187 Tiêu dùng, bán lẻ | Niềm tin người tiêu dùng đang dần hồi phục, suất cổ tức hấp dẫn

238 Dệt May | Chờ đợi chính sách thuế quan thời kỳ Trump 2.0, Việt Nam vẫn là nguồn cung quan trọng của Mỹ

252 Thủy sản | Mức thuế quan thấp hơn đối thủ

263 Cảng biển, vận tải biển | Ngắn hạn tích cực, trung và dài hạn duy trì đà tăng trưởng

278 Xây dựng | Backlog tăng, dòng tiền cải thiện

300 Thép | Thị trường nội địa là động lực chính

326 Phân bón | Biên LN cải thiện nhờ hoàn thuế VAT đầu vào, đã phản ánh vào giá

333 Điện | Hành lang pháp lý tháo gỡ nhiều thách thức trong phát triển nguồn cung ứng điện

356 Chăn nuôi | Doanh nghiệp lấn át hộ gia đình khi Luật Chăn nuôi có hiệu lực từ 01/01/2025

2025

Tăng trưởng LNST 2024

12.3% Ngân hàng	-15.2% Bất động sản	-34.8% Dầu khí
25.1% Hàng tiêu dùng	32.1% Phân phối	246.9% Bán lẻ
23.5% Chứng khoán	-6.1% Bảo hiểm	20.8% CNTT
28.2% Dệt may	16.5% Thủy sản	32.0% Gỗ & sản phẩm gỗ
2.1% Hóa chất	33.1% Phân bón	-24.9% Cảng biển
NA Xây dựng	92.7% Thép	5.9% Ống nhựa
13.1% Bán lẻ xăng dầu	-24.1% Điện	-18.3% Dược phẩm
-0.2% Khu công nghiệp	NA Hàng không	29.9% Cảng hàng không
-31.1% Cao su tự nhiên	6.4% Cao su săm lốp	14.9% BVS-80

Tổng hợp dự báo 2024-2025

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DỰA TRÊN NỘI LỰC:

- Nguồn cung BĐS hồi phục nhờ tháo gỡ các nút thắt về pháp lý các dự án đang bị tồn đọng, khơi thông dòng vốn cho nhiều doanh nghiệp BĐS.
- Lạm phát ổn định, tăng lương cơ sở giúp niềm tin người tiêu dùng quay trở lại.
- Môi trường lãi suất ổn định là yếu tố giúp nợ xấu không gia tăng. Thêm vào đó, bức tranh lợi nhuận chung khả quan là điểm tựa cho nợ xấu ngân hàng cải thiện.
- Các dự án dầu khí lớn đã được triển khai nhằm đảm bảo an ninh năng lượng.
- Quyết tâm rất lớn của Chính phủ trong việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng đối với các dự án trọng điểm.

YẾU TỐ RỦI RO:

- Dịch chuyển dòng vốn đầu tư gián tiếp, dòng vốn FDI, dịch chuyển chuỗi sản xuất tiếp tục diễn ra mạnh mẽ. Việt Nam không còn nhiều lợi thế như thời điểm trước đại dịch trong việc thu hút dòng vốn đầu tư nêu trên cũng như né được lệnh áp đặt thuế quan.
- Kinh tế thế giới nhiều bất định khi Trump dự định áp 60% thuế lên Trung Quốc và 10-20% các quốc gia khác.

Tăng trưởng LNST 2025

17.2% Ngân hàng	14.6% Bất động sản	21.6% Dầu khí
8.4% Hàng tiêu dùng	29.3% Phân phối	35.4% Bán lẻ
18.3% Chứng khoán	9.9% Bảo hiểm	24.3% CNTT
15.8% Dệt may	23.7% Thủy sản	20.1% Gỗ & sản phẩm gỗ
34.4% Hóa chất	43.9% Phân bón	-11.6% Cảng biển
NA Xây dựng	13.8% Thép	2.8% Ống nhựa
33.1% Bán lẻ xăng dầu	15.2% Điện	15.5% Dược phẩm
23.9% Khu công nghiệp	-33.3% Hàng không	3.6% Cảng hàng không
43.8% Cao su tự nhiên	10.1% Cao su săm lốp	15.7% BVS-80

2024 đánh dấu năm bản lề cho sự phục hồi các ngành

Khó khăn toàn diện | Năm bản lề | Tăng trưởng

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	CAGR 2013-2023
TÀI CHÍNH	Ngân hàng	13.8%	9.5%	7.5%	24.9%	38.2%	30.2%	26.8%	13.4%	26.8%	36.6%	5.3%	12.3%	17.2%	21.4%
	Chứng khoán	2.4%	4.0%	56.5%	19.5%	57.9%	21.3%	-28.4%	29.9%	150.6%	-42.1%	19.5%	23.5%	18.3%	19.6%
	Bảo hiểm	-10.7%	7.0%	5.5%	-0.6%	18.8%	-13.8%	9.8%	24.3%	14.8%	-8.6%	14.3%	-6.1%	9.9%	6.5%
BÁN LẺ, TIÊU DÙNG	Bán lẻ	1.9%	146.2%	35.9%	72.9%	44.1%	30.0%	25.2%	-4.4%	27.1%	-1.1%	-71.5%	246.9%	35.4%	16.6%
	Phân phối	-16.6%	52.8%	-13.8%	-23.9%	0.1%	6.4%	27.9%	41.1%	127.3%	-13.6%	-41.3%	32.1%	29.3%	8.3%
	Hàng tiêu dùng	-8.0%	7.2%	32.9%	28.3%	7.5%	6.6%	9.4%	-18.0%	32.9%	-22.2%	-16.4%	25.1%	8.4%	5.0%
BĐS, XD, VLXD	Bất động sản	900.6%	-20.7%	84.1%	82.4%	10.2%	432.7%	45.8%	16.1%	46.5%	-27.3%	13.2%	-15.2%	14.6%	41.4%
	Xây dựng	-19.1%	40.5%	88.2%	165.4%	26.3%	-14.8%	-47.3%	-62.7%	-69.8%	NA	NA	NA	NA	
	Thép	99.9%	42.5%	18.4%	105.1%	12.0%	-11.8%	-8.0%	89.6%	168.7%	-79.0%	-18.9%	92.7%	13.8%	10.5%
	Ống nhựa	1.2%	6.4%	26.1%	15.8%	-6.6%	-20.7%	9.6%	16.6%	-29.7%	72.1%	36.3%	5.9%	2.8%	9.3%
KCN & LIÊN QUAN	Khu công nghiệp	NA	525.9%	52.5%	28.7%	6.3%	12.6%	33.7%	10.1%	35.1%	57.6%	-6.6%	-0.2%	23.9%	45.7%
	Cao su tự nhiên	-37.2%	-35.5%	-25.4%	4.8%	44.2%	60.3%	-26.7%	99.1%	-27.9%	25.7%	-27.4%	-31.1%	43.8%	1.1%
DẦU KHÍ	Dầu khí	70.5%	-0.5%	-4.0%	-29.2%	45.6%	-11.6%	-1.7%	-63.5%	175.1%	89.1%	-28.1%	-34.8%	21.6%	1.6%
	Bán lẻ xăng dầu	149.3%	NA	NA	39.8%	-24.6%	6.0%	6.3%	-80.0%	293.0%	-39.0%	61.7%	13.1%	33.1%	9.4%
HÀNG KHÔNG	Hàng không	NA	714.8%	173.5%	171.5%	63.6%	3.0%	-19.8%	NA	NA	NA	NA	NA	-33.3%	
	Cảng hàng không	61.8%	17.6%	-32.2%	189.6%	-16.9%	48.7%	31.7%	-75.7%	-35.9%	482.1%	13.7%	29.9%	3.6%	14.5%
XUẤT KHẨU	Dệt may	-16.4%	74.1%	0.4%	-2.5%	40.8%	75.5%	22.8%	-40.8%	79.9%	-4.5%	-39.6%	28.2%	15.8%	12.3%
	Thủy sản	-11.7%	162.6%	-16.3%	59.4%	7.1%	126.3%	-13.2%	-32.9%	44.5%	67.2%	-47.7%	16.5%	23.7%	20.1%
	Cảng biển	30.2%	80.1%	-12.5%	-6.0%	16.2%	188.3%	-65.0%	-18.7%	57.6%	36.0%	81.5%	-24.9%	-11.6%	18.6%
	Cao su săm lốp	29.9%	-7.0%	3.1%	-3.5%	-67.5%	-33.5%	106.1%	14.5%	-4.1%	16.1%	-20.6%	6.4%	10.1%	-8.4%
HÓA CHẤT	Hóa chất	8.7%	-9.3%	42.8%	1.1%	-11.8%	204.4%	-27.6%	33.6%	139.3%	127.9%	-44.1%	2.1%	34.4%	26.4%
	Phân bón	-28.8%	-28.3%	22.2%	-24.7%	-24.3%	1.8%	-40.7%	68.2%	265.3%	100.0%	-83.5%	33.1%	43.9%	-4.8%
PHÒNG THỦ	Điện	58.8%	123.8%	-74.0%	196.0%	21.0%	-5.9%	47.4%	14.9%	-59.6%	50.4%	-28.9%	-24.1%	15.2%	3.7%
	Dược phẩm	16.9%	-1.6%	33.0%	5.7%	2.3%	-4.7%	-1.6%	19.2%	7.2%	23.5%	9.2%	-18.3%	15.5%	8.6%
	CNTT	13.1%	4.1%	21.0%	2.2%	47.4%	-11.2%	18.6%	13.3%	23.3%	22.9%	21.0%	20.8%	24.3%	15.3%
	BVS-80	**23.3%**	**6.9%**	**16.8%**	**25.7%**	**22.7%**	**23.1%**	**14.3%**	**-9.4%**	**50.8%**	**5.6%**	**-1.8%**	**14.9%**	**15.7%**	14.4%

Thấp | Trung bình | Cao

DẦU KHÍ, HÓA CHẤT, KHU CÔNG NGHIỆP, BÁN LẺ, CNTT TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC 2025, TRONG KHI XÂY DỰNG ĐANG CHO THẤY XU HƯỚNG HỒI PHỤC MẠNH MẼ

CNTT — Xu hướng mạnh mẽ từ Data Center, AI, clouds services

DẦU KHÍ THƯỢNG NGUỒN — Nguồn việc dồi dào từ Lô B Ô Môn

DẦU KHÍ HẠ NGUỒN — Lợi nhuận hồi phục nhờ giá dầu ổn định trở lại

BÁN LẺ — Phục hồi về trước đại dịch và đi lên nền cao mới

XUẤT KHẨU — Có hưởng lợi nhưng không tích cực như nhiệm kỳ Trump 2018

XÂY DỰNG — Trên đà hồi phục

KCN — Xu hướng chuyển dịch chuyển FDI vào Việt Nam đi lên chuỗi cao hơn

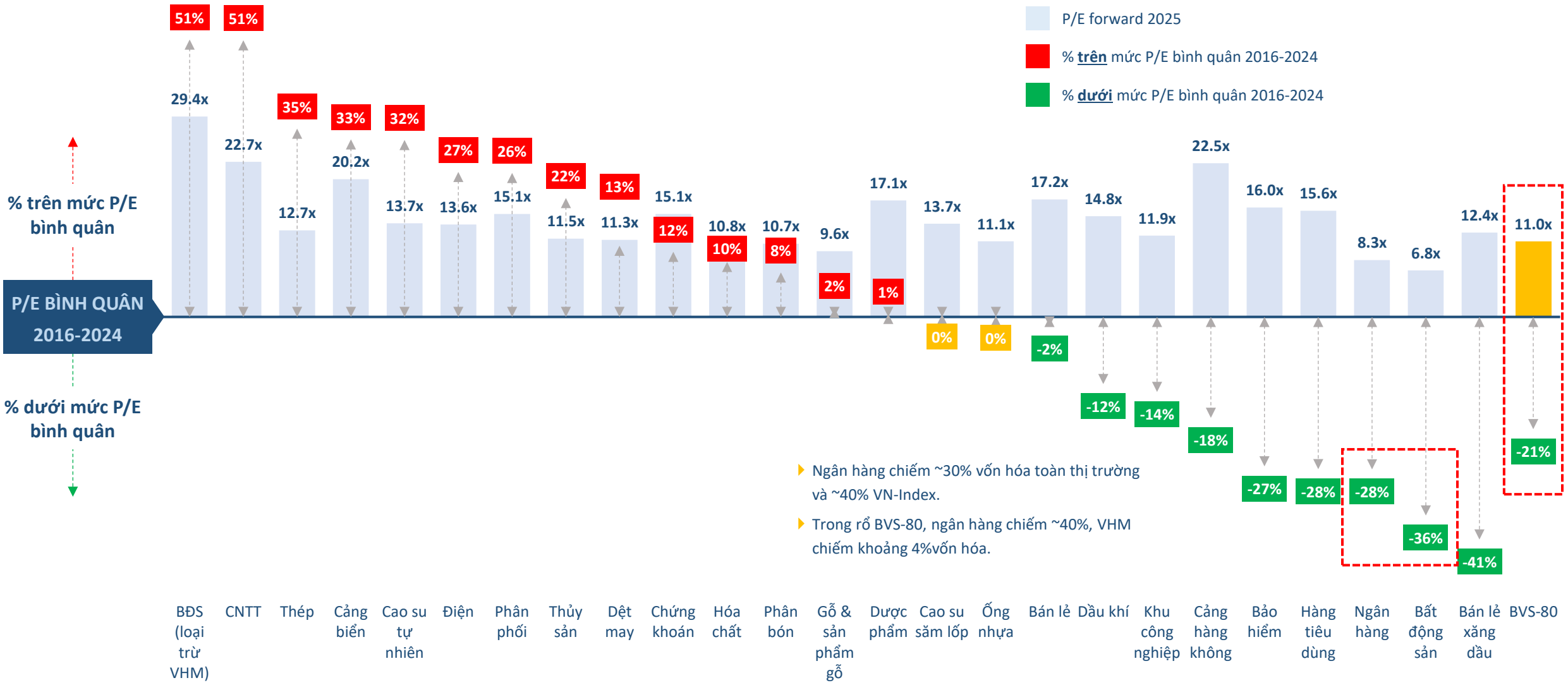
2025 nối tiếp đà tăng trưởng trong bối cảnh thế giới bất định

LNST dự báo 2025 | tỷ đồng

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
TÀI CHÍNH	Ngân hàng	56,026	71,035	80,534	102,110	139,439	146,860	164,983	193,344
	Chứng khoán	3,678	2,632	3,420	8,571	4,959	5,926	7,318	8,660
	Bảo hiểm	2,135	2,343	2,912	3,344	3,056	3,492	3,279	3,605
BÁN LẺ, TIÊU DÙNG	Bán lẻ	4,186	5,241	5,012	6,372	6,301	1,793	6,220	8,422
	Phân phối	224	287	404	919	794	466	615	796
	Hàng tiêu dùng	20,856	22,806	18,696	24,848	19,333	16,158	20,209	21,905
BĐS, XD, VLXD	Bất động sản	17,034	24,840	28,843	42,255	30,705	34,743	29,476	33,781
	Xây dựng	2,140	1,128	421	127	-2,585	-923	-102	24
	Thép	8,767	8,065	15,289	41,083	8,610	6,982	13,453	15,304
	Ống nhựa	759	832	970	682	1,174	1,600	1,696	1,743
KCN & LIÊN QUAN	Khu công nghiệp	1,977	2,644	2,910	3,932	6,197	5,788	5,775	7,154
	Cao su tự nhiên	864	633	1,260	909	1,142	829	571	821
DẦU KHÍ	Dầu khí	16,304	16,033	5,847	16,083	30,411	21,867	14,259	17,332
	Bán lẻ xăng dầu	4,129	4,388	876	3,444	2,101	3,397	3,840	5,111
HÀNG KHÔNG	Hàng không	7,670	6,153	-10,858	-12,833	-13,561	-5,700	8,423	5,617
	Cảng hàng không	6,610	8,703	2,112	1,353	7,878	8,958	11,636	12,054
XUẤT KHẨU	Dệt may	728	894	530	953	910	550	705	817
	Thủy sản	1,623	1,409	945	1,366	2,284	1,195	1,392	1,722
	Cảng biển	2,148	751	611	962	1,308	2,374	1,783	1,577
	Cao su săm lốp	147	303	347	333	386	307	326	359
HÓA CHẤT	Hóa chất	1,122	812	1,085	2,597	5,919	3,309	3,377	4,538
	Phân bón	1,356	804	1,352	4,941	9,881	1,628	2,168	3,119
PHÒNG THỦ	Điện	2,605	3,839	4,412	1,783	2,682	1,907	1,447	1,667
	Dược phẩm	1,111	1,093	1,303	1,397	1,725	1,883	1,538	1,776
	CNTT	2,758	3,272	3,709	4,574	5,621	6,802	8,217	10,211
	BVS-80	**169,523**	**193,699**	**175,571**	**264,709**	**279,516**	**274,531**	**315,537**	**365,156**

P/E thấp nhưng vẫn chịu tác động lớn từ banks và một vài cổ phiếu vốn hóa lớn

LN tăng trưởng kéo mặt bằng P/E Việt Nam xuống thấp nhưng có sự mất cân đối

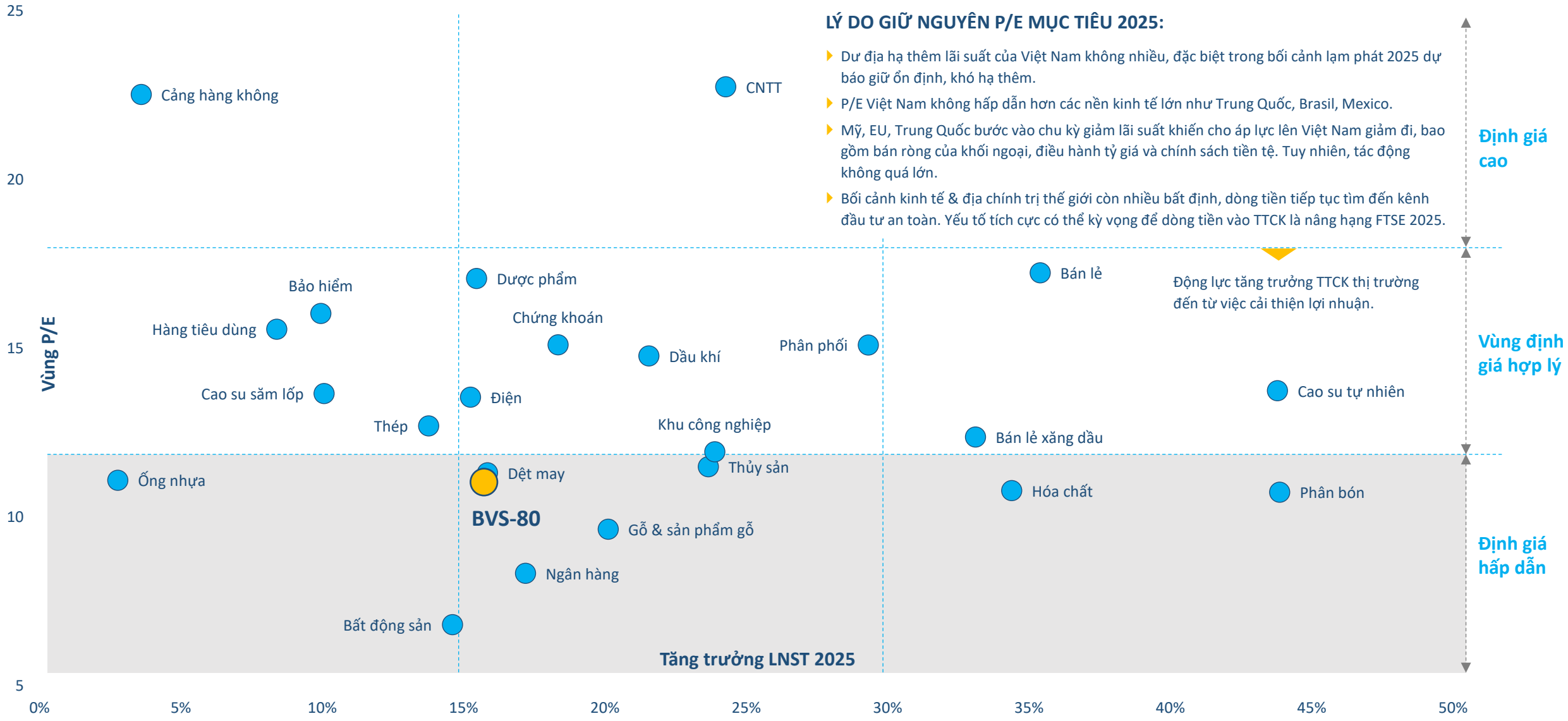


- Ngân hàng chiếm ~30% vốn hóa toàn thị trường và ~40% VN-Index.
- Trong rổ BVS-80, ngân hàng chiếm ~40%, VHM chiếm khoảng 4%vốn hóa.

BAOVIET Securities

Tương quan tăng trưởng và định giá 2025, nhiều ngành rơi về vùng định giá hấp dẫn

Định giá đang ở vùng thấp nhưng chúng tôi không điều chỉnh P/E mục tiêu 2025



LÝ DO GIỮ NGUYÊN P/E MỤC TIÊU 2025:

- Dư địa hạ thêm lãi suất của Việt Nam không nhiều, đặc biệt trong bối cảnh lạm phát 2025 dự báo giữ ổn định, khó hạ thêm.
- P/E Việt Nam không hấp dẫn hơn các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Brasil, Mexico.
- Mỹ, EU, Trung Quốc bước vào chu kỳ giảm lãi suất khiến cho áp lực lên Việt Nam giảm đi, bao gồm bán ròng của khối ngoại, điều hành tỷ giá và chính sách tiền tệ. Tuy nhiên, tác động không quá lớn.
- Bối cảnh kinh tế & địa chính trị thế giới còn nhiều bất định, dòng tiền tiếp tục tìm đến kênh đầu tư an toàn. Yếu tố tích cực có thể kỳ vọng để dòng tiền vào TTCK là nâng hạng FTSE 2025.

BAOVIET Securities

Chiến lược đầu tư 2025

THEMES ĐẦU TƯ	NHÓM NGÀNH	CATALYSTS CHÍNH	TOP PICKS
BƯỚC VÀO CHU KỲ MỚI	→ Lĩnh vực hạ tầng	*trong đó:* *- Nhà thầu công trình hạ tầng* *- Nhà thầu công trình, dự án điện* *- Thép công trình, dự án* *- Bảo hiểm công trình*	 CTD PC1, PVS HPG, HSG, NKG, GDA PVI
	→ Khu công nghiệp	*Xu hướng chuyển dịch chuyển FDI vào Việt Nam đi lên chuỗi sản xuất cao hơn*	SIP, SZC, KBC, PHR, DPR
	→ Dầu khí (thượng nguồn)	*Các dự án dầu khí lớn đã được triển khai nhằm đảm bảo an ninh năng lượng*	PVS, PVD
	→ CNTT, viễn thông	*Xu hướng mạnh mẽ từ Data Center, AI, clouds services, 5G*	FPT
HỒI PHỤC	→ Dầu khí (hạ nguồn)	*Lợi nhuận hồi phục nhờ giá dầu ổn định trở lại*	BSR, PLX
	→ Bất động sản	*Nguồn cung hồi phục nhờ tháo gỡ pháp lý các dự án đang bị tồn đọng, khơi thông dòng vốn cho DN*	KDH, NLG, IJC, CEO
	→ Thép xây dựng	*Nhu cầu tiêu thụ hồi phục, kỳ vọng thuế CBPG có hiệu lực*	HPG, GDA
	→ Bán lẻ, tiêu dùng	*Lạm phát ổn định, tăng lương cơ sở giúp niềm tin người tiêu dùng quay trở lại*	MWG, PNJ, MSN, VNM
ĐỊNH GIÁ RẺ	→ Ngân hàng	*Môi trường lãi suất ổn định là yếu tố giúp nợ xấu không gia tăng. Đồng thời, bức tranh chung khả quan là điểm tựa cho nợ xấu ngân hàng cải thiện. Định giá rẻ*	CTG, VPB, VIB

BAOVIET Securities

Cổ phiếu khuyến nghị 2025

Top picks | Outperform | Neutral

PVS Target: 47.600 | +40%	PVD Target: 29.900 | +24,8%	PLX Target: 49.700 | +26,1%	BSR Target: 26.100 | +21,4%	GAS Target: 81.900 | +19,6%	MWG Target: 74.900 | +25%	PNJ Target: 117.300 | +21%	FRT Target: 204.200 | +12%
IJC Target: 19.900| +44%	CEO Target: 19.900 | +41%	NLG Target: 49.700| +31%	HDC Target: 32.000 | +23%	KDH Target: 42.600 | +23%	VCI Target: 45.500 | +32%	HCM Target: 35.600 | +22%	SSI Target: 31.600 | +22%
KBC Target: 40.300 | +42,7%	PHR Target: 73.000 | +24,1%	SZC Target: 51.700 | +21,5%	SIP Target: 99.500 | +19,2%	DPR Target: 46.000 | +17,9%	IDC Target: 69.100 | +10,1%	DGW Target: 49.900 | +18,8%	DHC Target: 43.500 | +22%
GDA Target: 41.200 | +50,4%	NKG Target: 27.300| +40%	HPG Target: 37.000 | +34,5%	HSG Target: 23.000 | +22,6%	CTD Target: 86.700 | +30,4%	BMP Target: 145.550 | +15%	PTB Target: 70.900 | +10,1%	VCS Target: 74.300 | +14,0%
MSN Target: 98.000 | +36%	VNM Target: 78.300 | +21,2%	QNS Target: 60.200 | +17,5%	MCH Target: 254.300 | +13%	SAB Target: 65.000 | +13%	BAF Target: 24.000 | -5%	VEA Target: 50.400| +31,6%	FPT Target: 180.000 | +20%
MBB Target: 31.000 | +27,6%	VIB Target: 24.200 | +26,7%	CTG Target: 45.900 | +26,4%	VCB Target: 117.400 | +25%	VPB Target: 23.800 | +23,3%	STB Target: 41.400 | +22,5%	TCB Target: 29.200 | +20,4%	ACB Target: 29.400 | +16,2%
PC1 Target: 29.500 | +29%	REE Target: 79.700 | +21%	HDG Target: 35.500 | +17%	POW Target: 13.900 | +13%	NT2 Target: 22.200 | +11%	VSC Target: 17.700 | 11,3%	DGC Target: 129.300 | +11%	PVI Target: 62.000 | +18,1%
GMD Target: 80.500 | +21,2%	VHC Target: 86.000 | +17%	PVT Target: 31.800 | + 17,3%	HAH Target: 58.400 | + 17,0%	FMC Target: 54.400 | +14%	TNG Target: 27.400 | +7%	MSH Target: 54.800 | +4%	STK Target: 25.300 | +2%

Ngành Ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng và chất lượng tài sản cải thiện

BAOVIET Securities

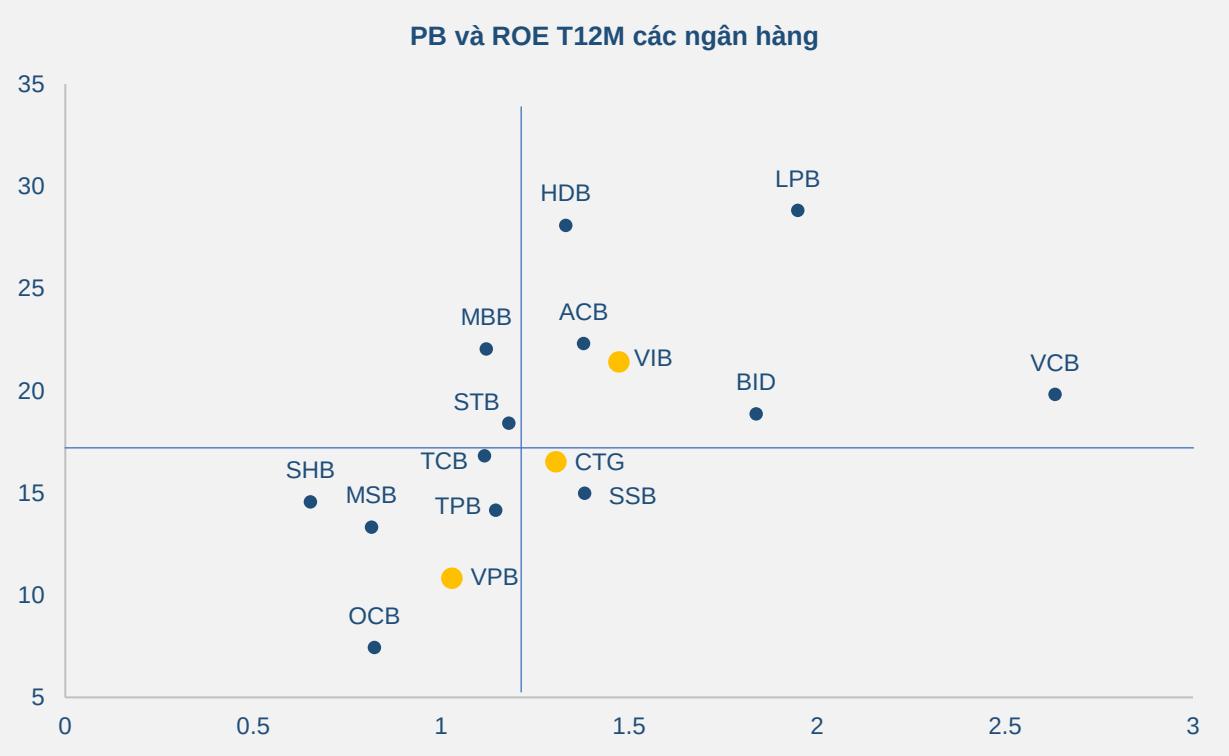
Catalyst ngành Ngân hàng

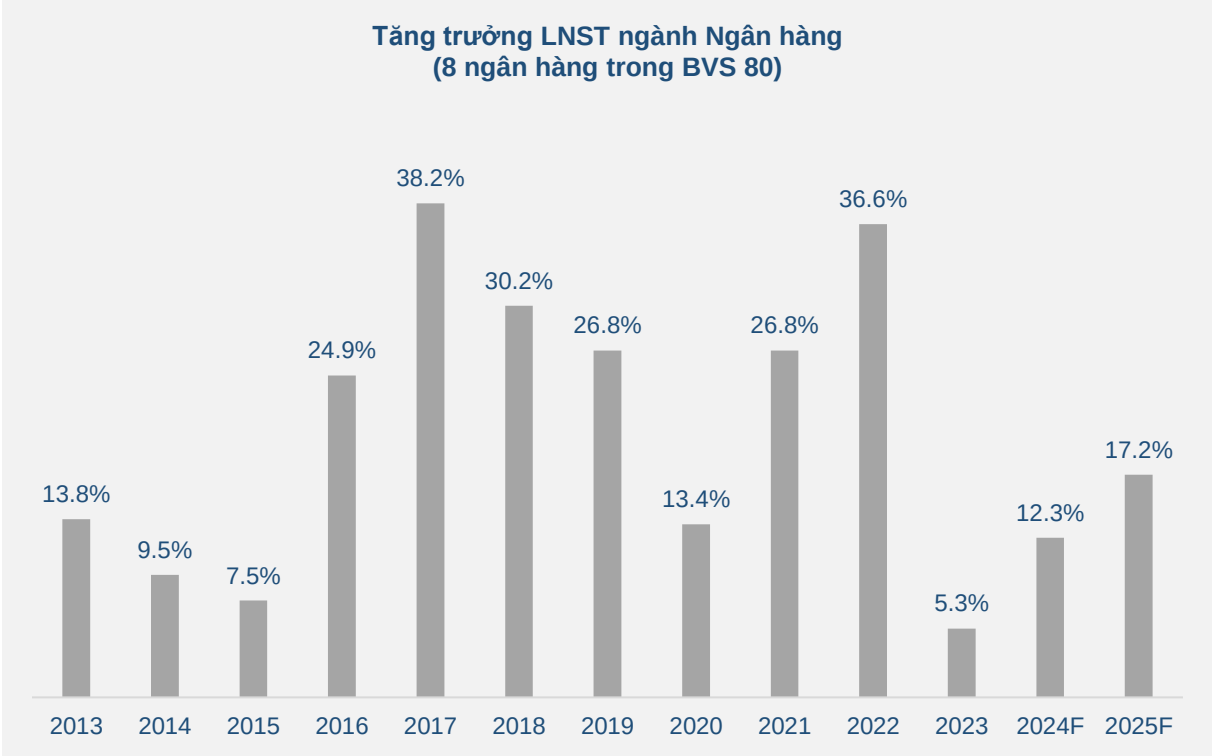
Ngành Ngân hàng

Tăng trưởng tín dụng tích cực	• Mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao. • Tiêu dùng cá nhân, hộ gia đình hồi phục. • Đầu tư công.
Chất lượng tài sản cải thiện	• Thị trường bất động sản hồi phục. Nguồn cung BĐS hồi phục. • Niềm tin kinh doanh tích cực. Đầu tư tư nhân tăng trưởng. • Tác động nợ tái cơ cấu theo TT02 giảm xuống. • Ảnh hưởng tiêu cực từ thị trường TPDN giảm xuống.
Định giá hấp dẫn	• P/B hấp dẫn. • Tăng trưởng LNST 2025F dự báo đạt 17% y/y.

Triển vọng 2025

Ngành Ngân hàng





Dự phóng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
Tăng trưởng tín dụng	10.7%	13.6%	12.2%	13.6%	14.2%	13.8%	15.0%	15.0%
NIM	3.10%	3.33%	3.24%	3.52%	3.70%	3.22%	3.19%	3.19%
Tỷ lệ nợ xấu	1.71%	1.50%	1.40%	1.37%	1.61%	1.93%	2.00%	1.90%
Chi phí tín dụng	1.38%	1.44%	1.52%	1.79%	1.54%	1.35%	1.30%	1.30%
Thu nhập ngoài lãi	29.4%	19.4%	17.1%	21.3%	10.5%	3.4%	2.0%	10.0%
Tăng trưởng LNST (BVS80)	30.2%	26.8%	13.4%	26.8%	36.6%	5.3%	12.3%	17.2%

BAOVIET Securities

Danh mục khuyến nghị

Ngành Ngân hàng

Quan điểm ngành: KQKD tăng trưởng tích cực, những khó khăn trước mắt đến từ áp lực nợ xấu, trích lập dự phòng và NIM có thể giảm nhẹ.

Điểm nhấn của ngành: định giá hấp dẫn và những khó khăn nhất đã qua.

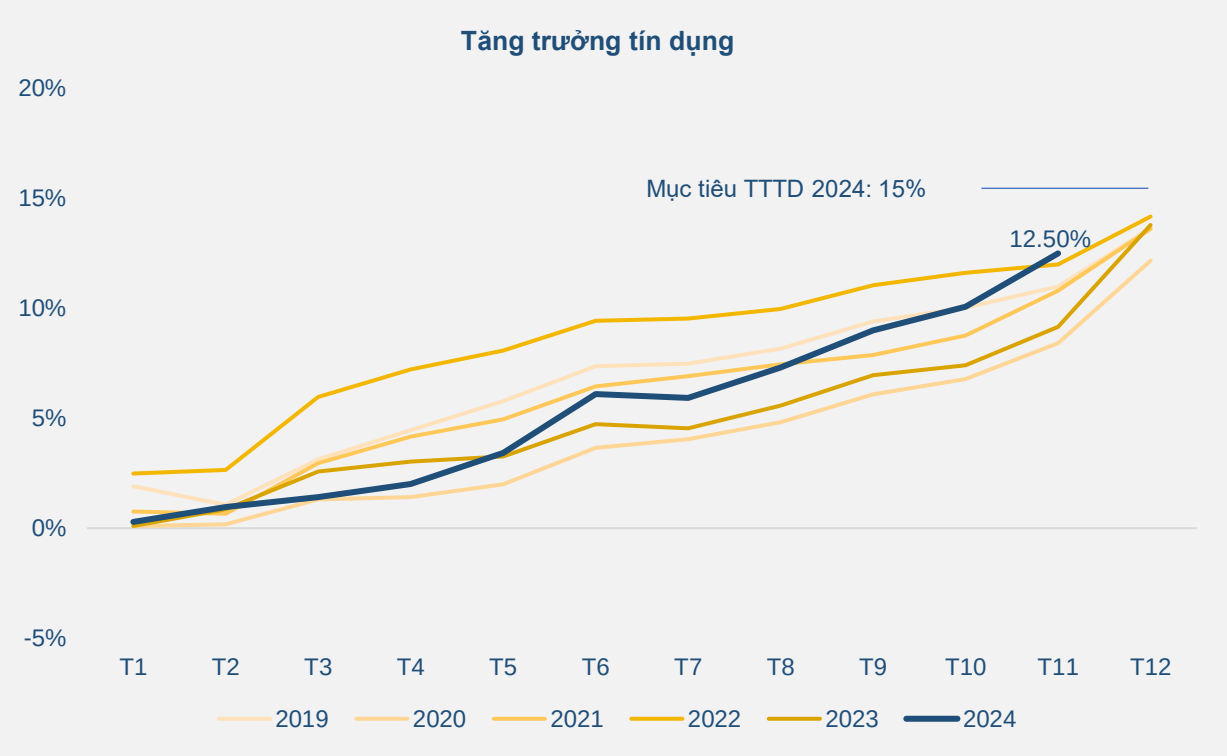
Mục tiêu đầu tư: dài hạn.

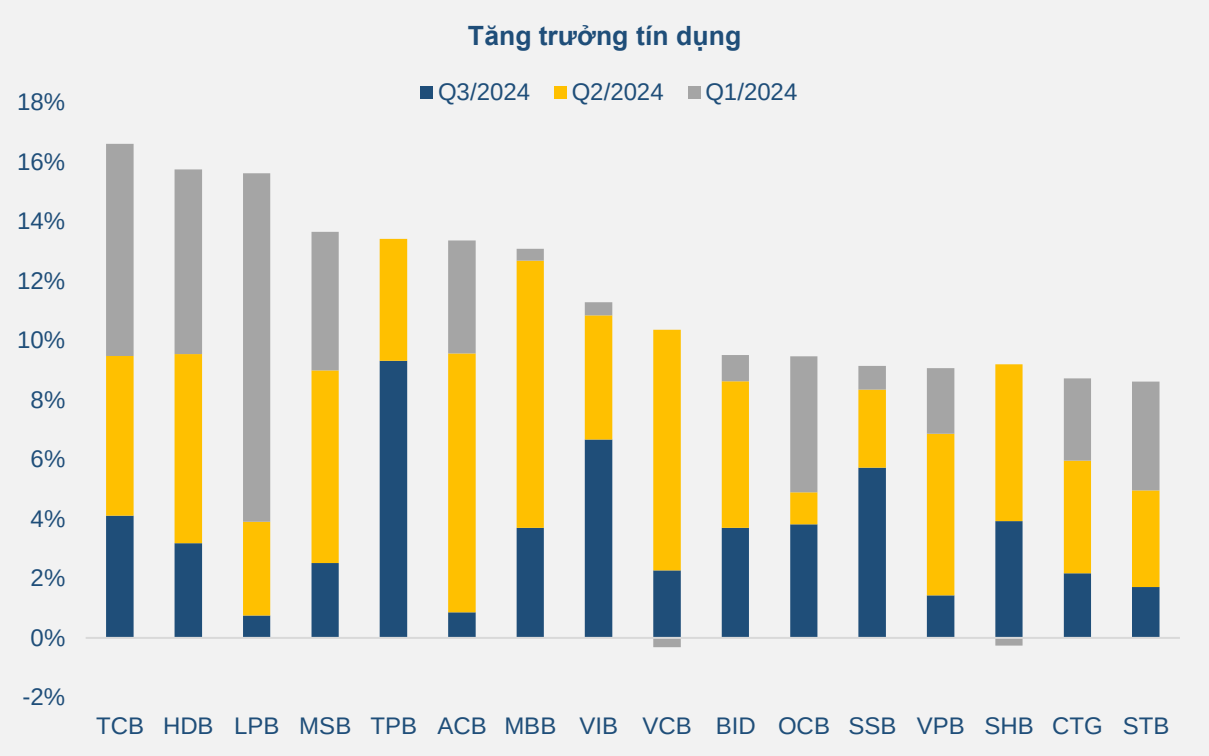
Rủi ro: FED giảm lãi suất chậm hơn kỳ vọng, lạm phát tăng cao, rủi ro tỷ giá và chính sách thuế của Mỹ.

MCK	Khuyến nghị	Giá hiện tại (đồng/cp)	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Tăng trưởng LNST 2025F	P/B 2025F	P/B trung bình 5 năm
BID	OUTPERFORM	46.600	59.500	27,7%	12,1%	1,75	2,19
VCB	OUTPERFORM	93.500	117.400	25,6%	14,1%	2,3	3,25
CTG	OUTPERFORM	36.300	45.900	26,4%	15,1%	1,16	1,36
ACB	OUTPERFORM	25.300	29.400	16,2%	16,5%	1,17	1,51
MBB	OUTPERFORM	24.300	31.000	27,6%	19,7%	0,98	1,32
TCB	OUTPERFORM	24.250	29.200	20,4%	20,4%	0,97	1,28
STB	OUTPERFORM	33.800	41.400	22,5%	21,6%	0,97	1,21
VPB	OUTPERFORM	19.300	23.800	23,3%	22,9%	0,95	1,41
VIB	OUTPERFORM	19.100	24.200	26,7%	24,0%	1,21	1,91

1. Tăng trưởng tín dụng

Ngành Ngân hàng





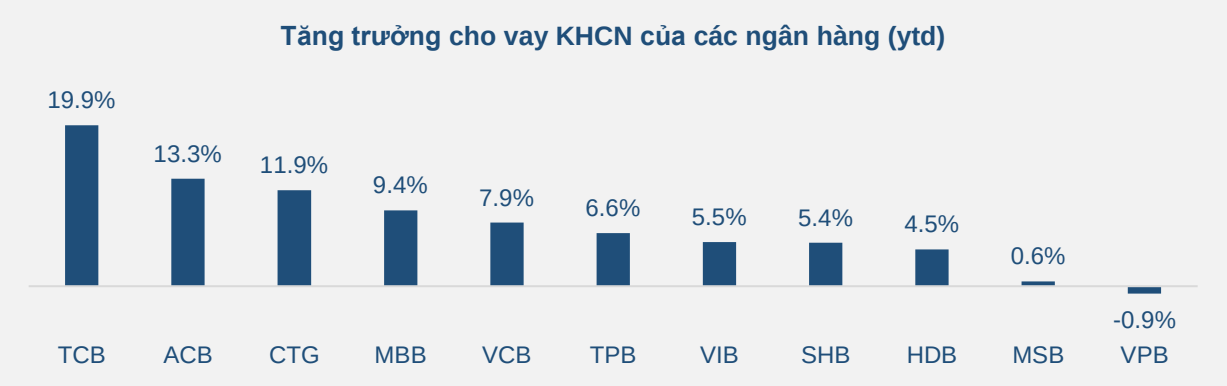
Tăng trưởng tín dụng tương đối tích cực so với các năm trước tính đến đầu tháng 12/2024:

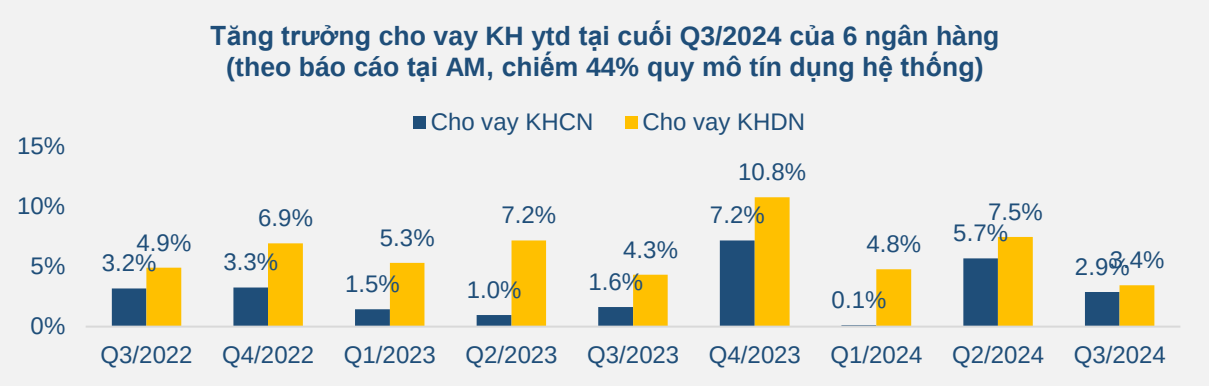
- Tăng trưởng tín dụng cao tập trung ở những nhóm NHTM tư nhân và có tỷ trọng BĐS cao như TCB, HDB, LPB và MSB.
- Nhóm các NHTM vốn Nhà nước có tăng trưởng tín dụng thấp hơn.
- Dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ cao trong Q4 và cả năm đạt mục tiêu 15%.
- Tín dụng dự báo tăng trưởng 15% trong 2025, động lực chính đến từ: (1) mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao; (2) tăng trưởng cho vay KHCN hồi phục; và (3) đầu tư công.

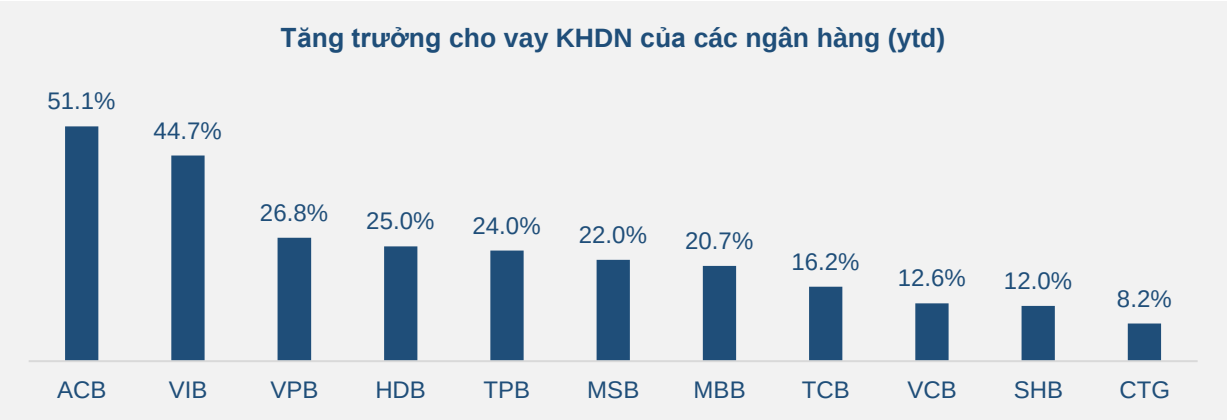
BAOVIET Securities

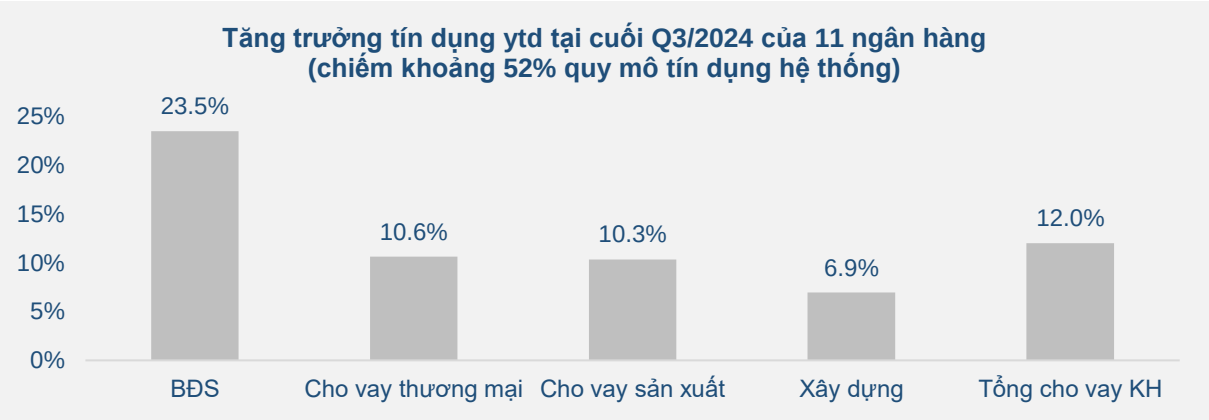
1. Tăng trưởng tín dụng

Ngành Ngân hàng







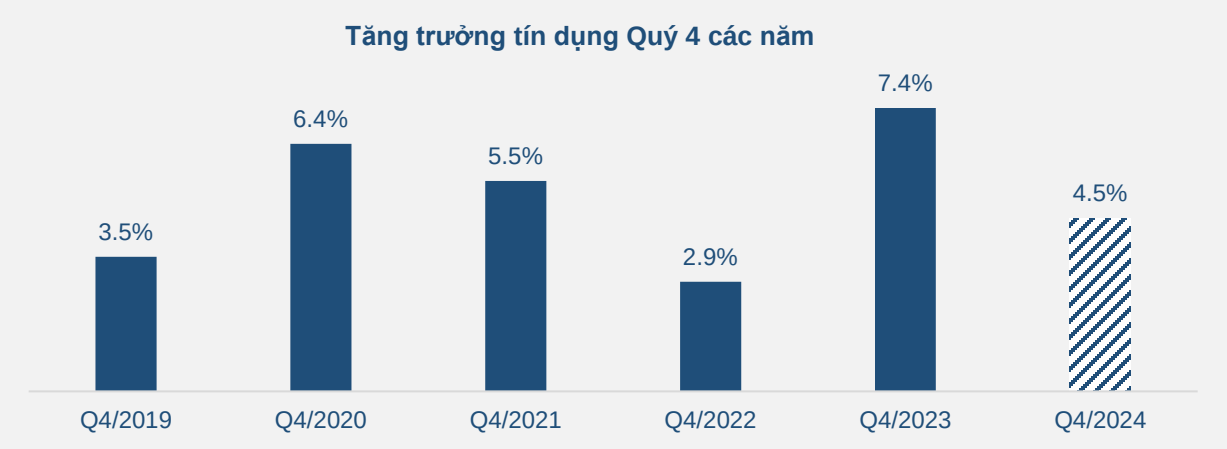


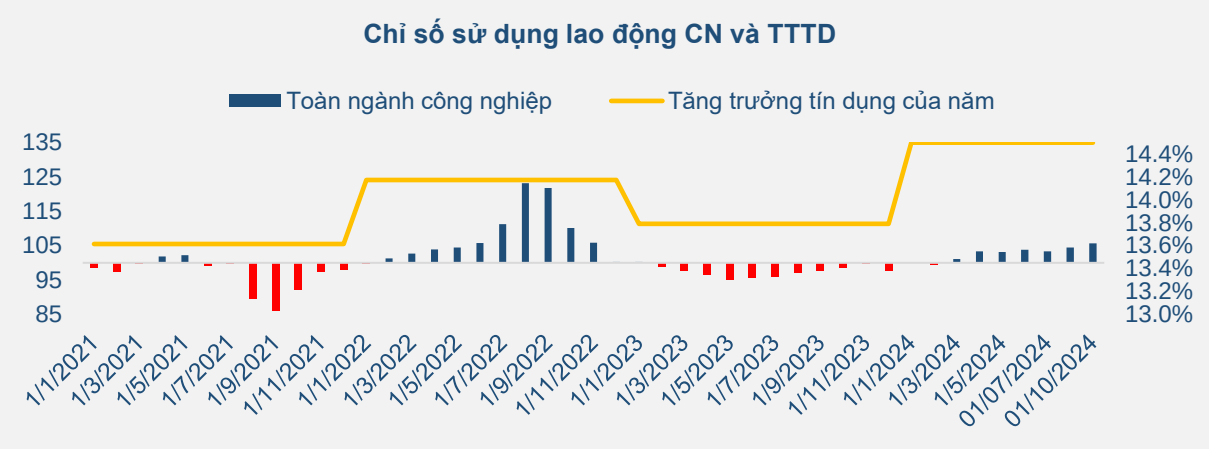
- Tăng trưởng tín dụng nhóm KHDN vẫn cao hơn KHCN, tuy nhiên, đã có dấu hiệu tăng trưởng hồi phục trong Q2 và Q3/2024 sau khi không tăng trưởng trong Q1/2024.
- Một số NH tư nhân có tỷ trọng KHCN cao đã đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng mảng KHDN trong 2024 để tận dụng hạn mức tín dụng và phát triển đa dạng hơn.
- Tín dụng cho lĩnh vực BĐS ở mức cao trong 9T2024, đạt 23,5% ytd. Trong đó, chủ yếu nguồn vốn là cho DN BĐS.
- Cho vay thương mại và sản xuất kinh doanh cũng tăng trưởng tích cực ở mức 10% ytd.

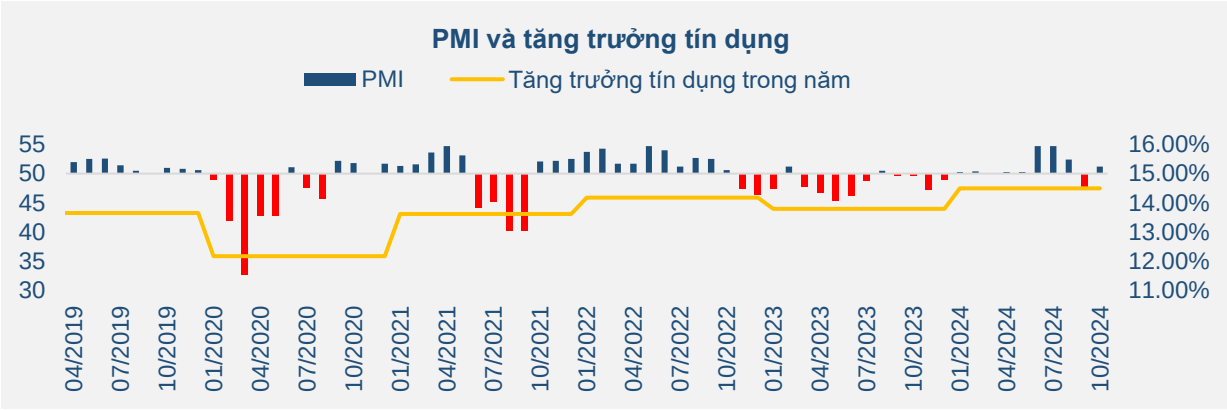
BAOVIET Securities

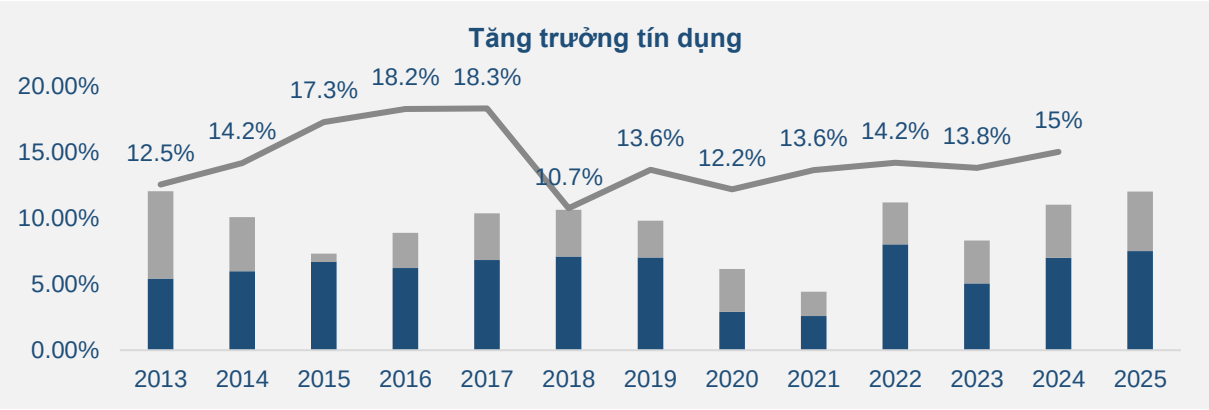
1. Tăng trưởng tín dụng

Ngành Ngân hàng









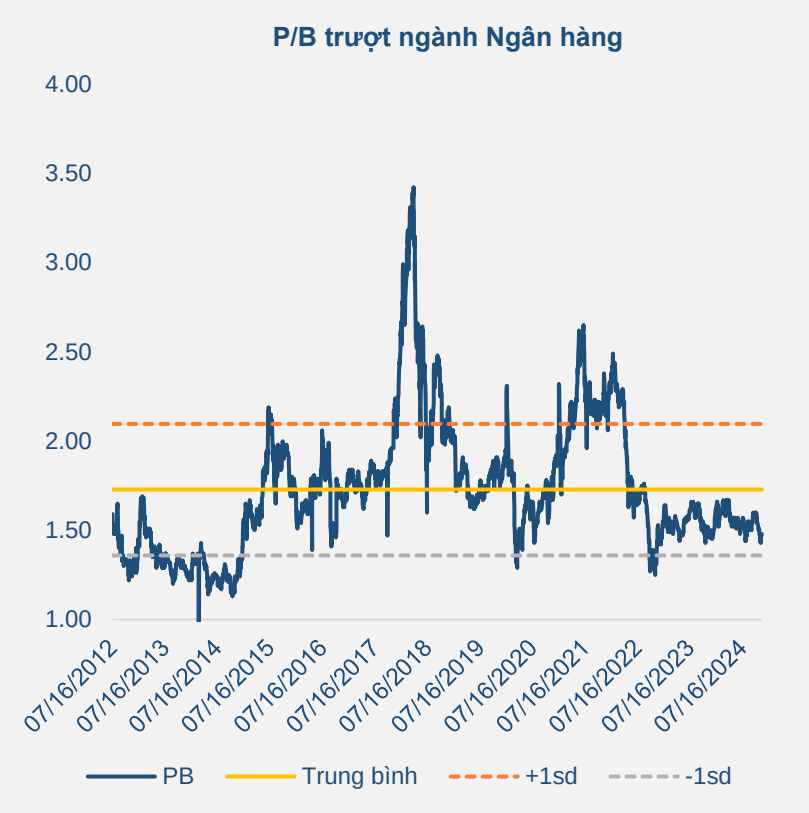
- Dự báo tăng trưởng tín dụng 15% trong năm 2024 và 15% trong 2025.
  - ✓ Chỉ báo sớm PMI đang duy trì mức trên 50, chỉ số lao động cũng duy trì mức trên 100.
  - ✓ BĐS hồi phục từ chủ đầu tư giúp tăng nguồn cung và kỳ vọng tăng nhu cầu cho vay KHCN mua nhà.
  - ✓ Kinh tế chung hồi phục với kỳ vọng tăng trưởng GDP cải thiện.

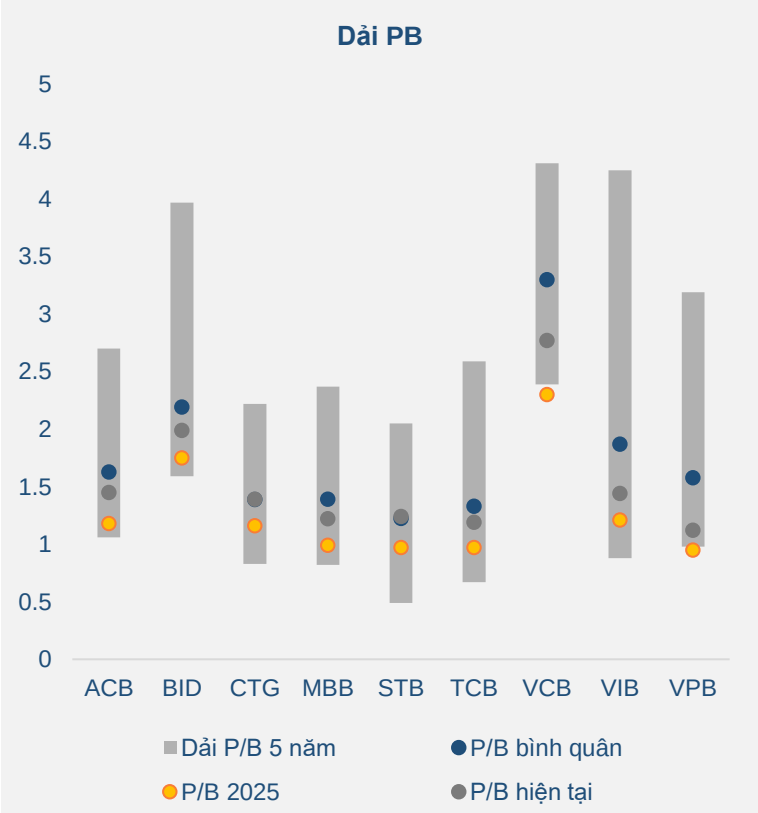
BAOVIET Securities

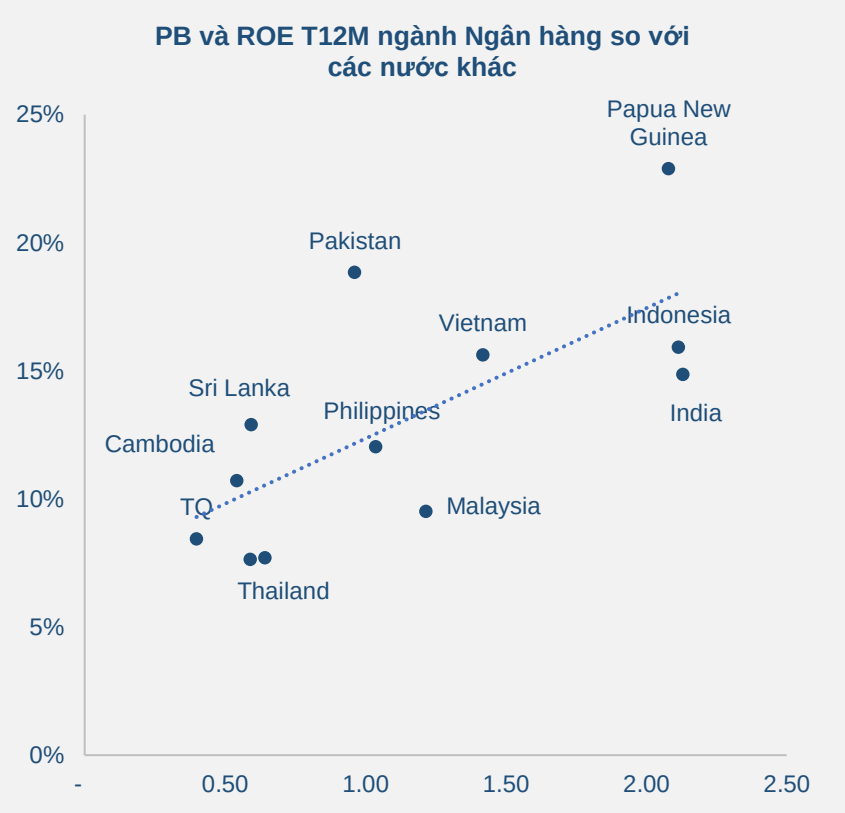
2. Định giá ở mức thấp

Ngành Ngân hàng

- Cổ phiếu ngành Ngân hàng đang giao dịch ở mức P/B thấp trong lịch sử.
- Mức P/B 2024 của nhiều ngân hàng đang ở quanh mức thấp của P/B từ năm 2016 đến nay.
- Dự báo LNST của các ngân hàng tăng trưởng 17% y/y trong 2025.
- Định giá ngành Ngân hàng của Việt Nam hấp dẫn so với các nước trong khu vực với ROE ở mức cao và P/B ở mức hợp lý.



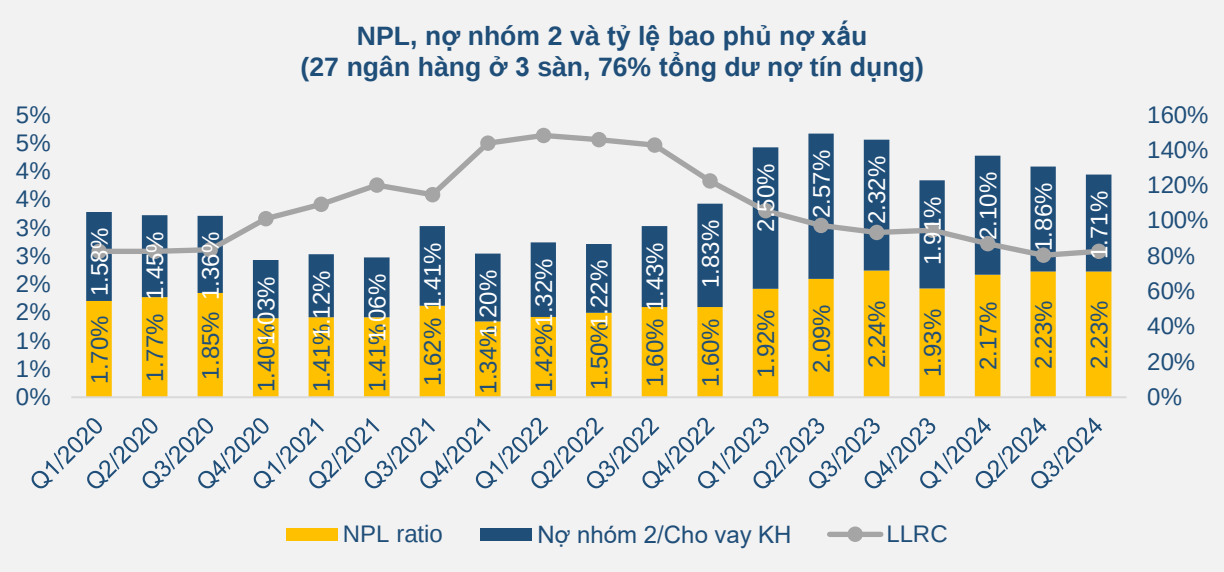


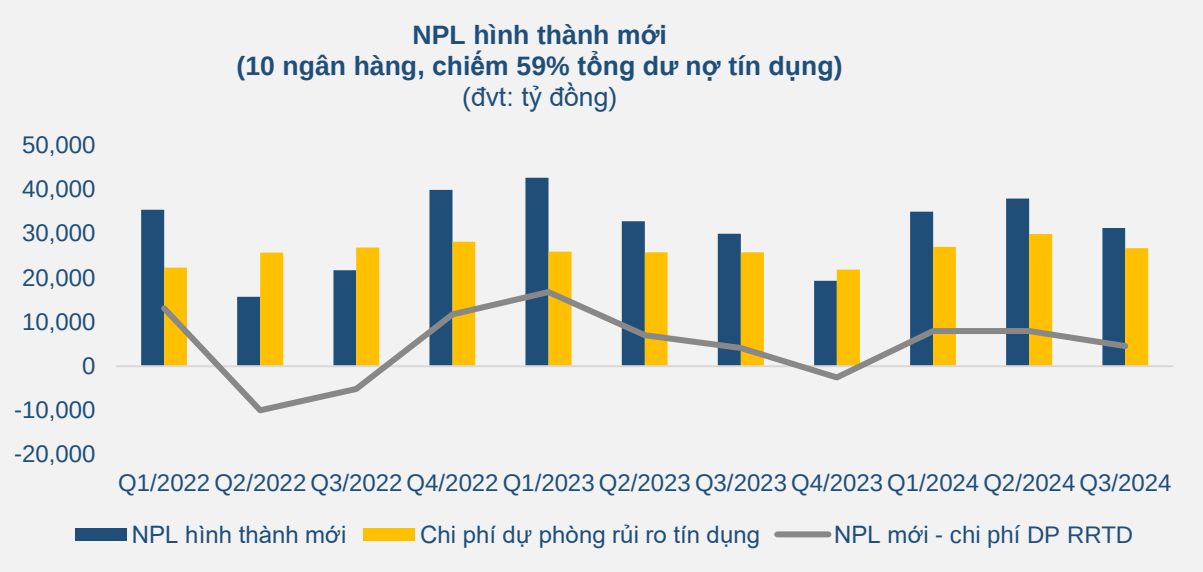


BAOVIET Securities

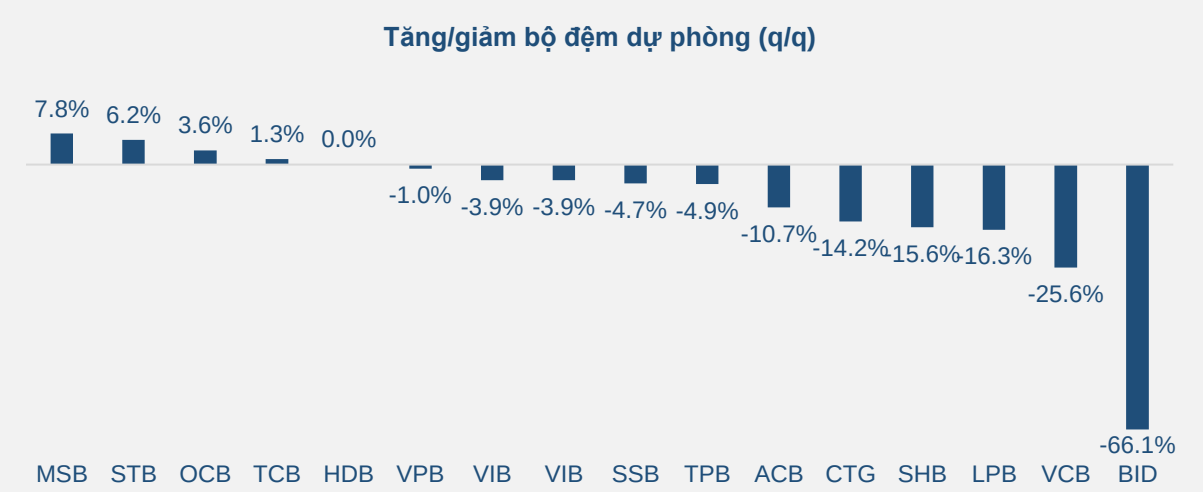
3. Tỷ lệ nợ xấu

Ngành Ngân hàng





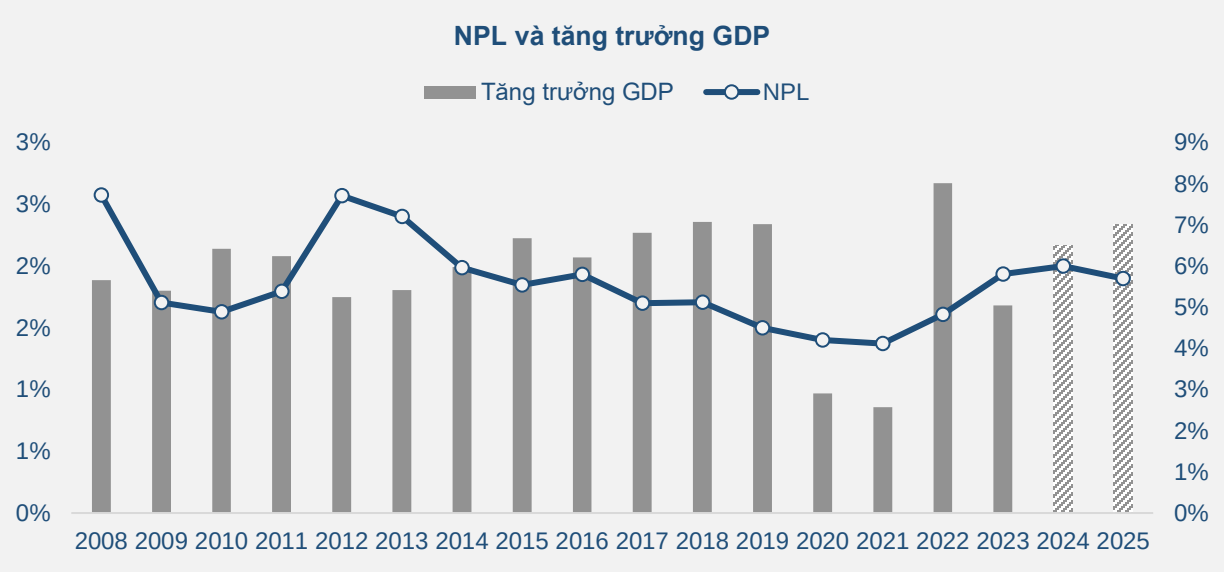
- NPL tăng so với đầu năm. Nguyên nhân chính:
  - ✓ Một số doanh nghiệp hết thời hạn tái cơ cấu nợ.
  - ✓ Thị trường BĐS tại khu vực phía Nam hồi phục chậm.
  - ✓ Doanh nghiệp trong một số ngành nghề như năng lượng, xăng dầu, sản xuất khó khăn.
- Các ngân hàng sử dụng bộ đệm dự phòng để giảm áp lực trích lập giúp hỗ trợ KQKD trong 9T2024.
- Triển vọng: NPL đã tạo đỉnh và kỳ vọng giảm trong thời gian tới.
  - ✓ Thị trường BĐS hồi phục, khó khăn tháo gỡ với luật mới.
  - ✓ Tăng trưởng kinh tế hồi phục và mặt bằng lãi suất thấp.

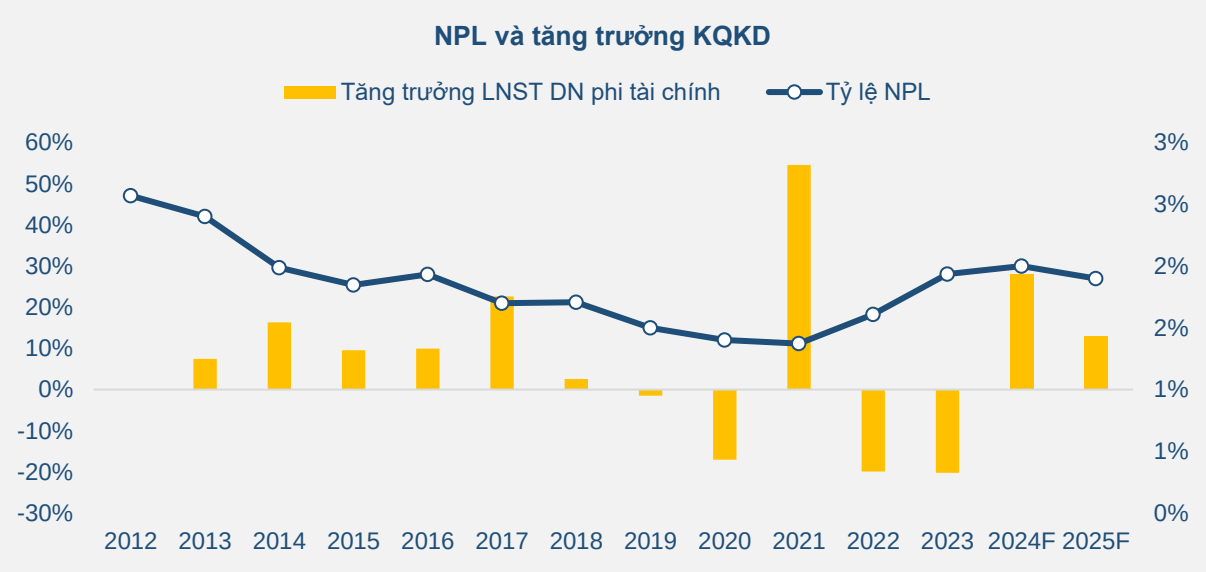


BAOVIET Securities

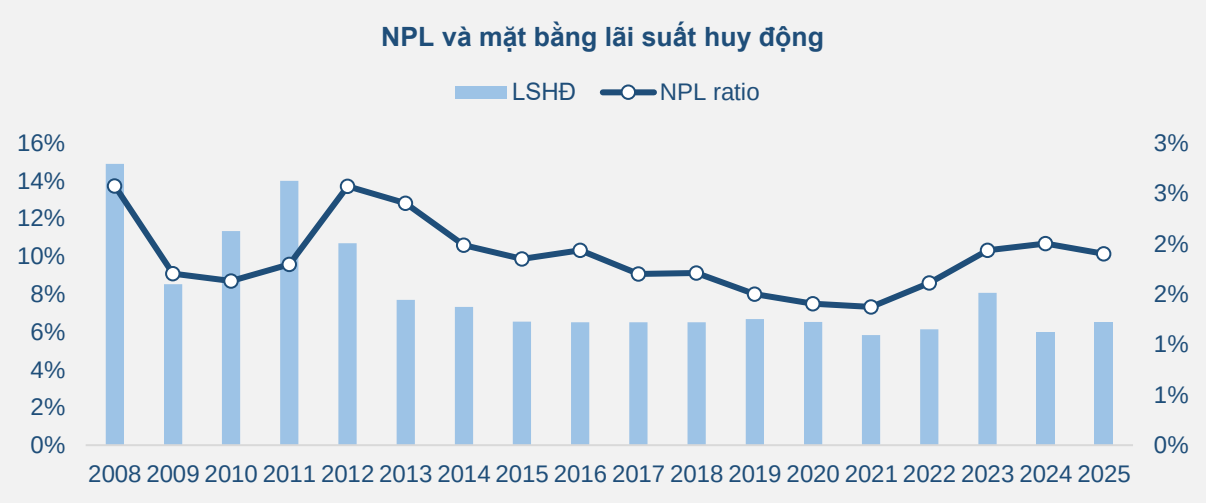
3. Tỷ lệ nợ xấu kỳ vọng cải thiện

Ngành Ngân hàng





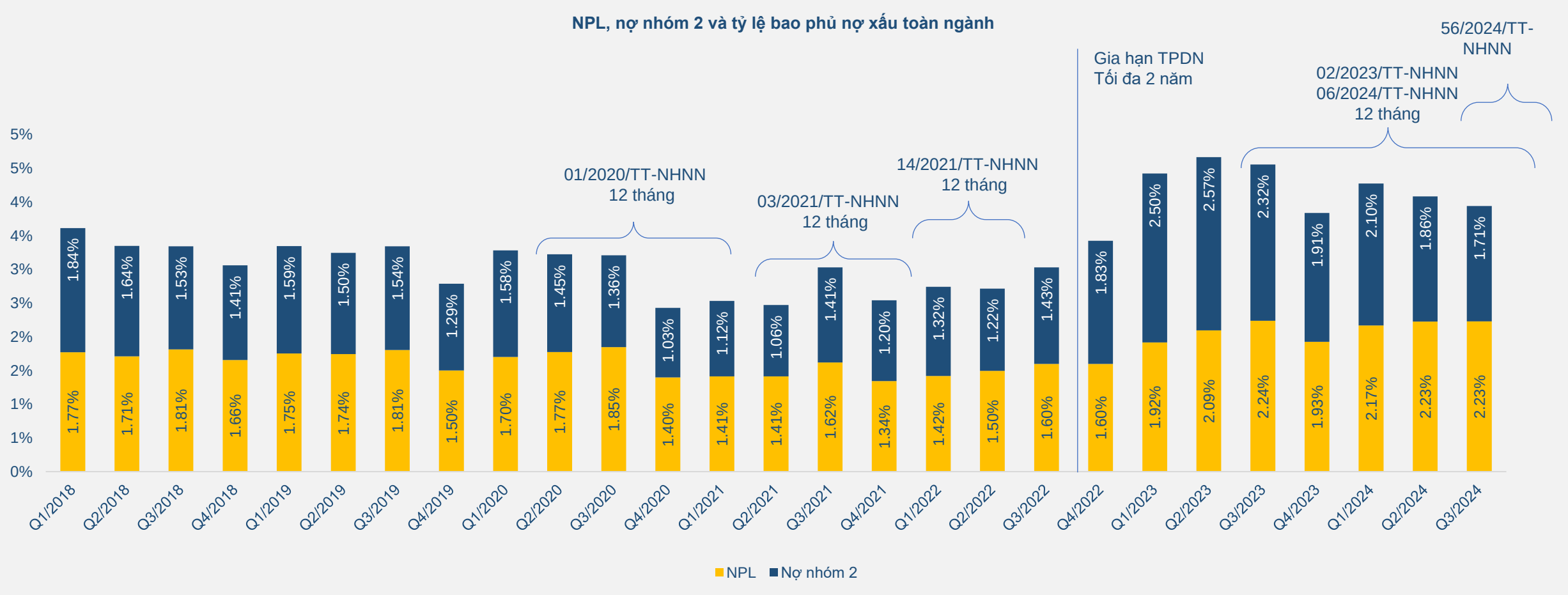
- Tỷ lệ NPL kỳ vọng giảm trong 2025:
  - ✓ Tăng trưởng kinh tế hồi phục trong 2025. Đặc biệt, tiêu dùng và đầu tư tư nhân dự kiến tiếp tục hồi phục.
  - ✓ Mặt bằng lãi suất thấp giúp giảm áp lực tài chính đối với doanh nghiệp.
  - ✓ Áp lực các khoản nợ tái cơ cấu trong quá khứ giảm xuống.



BAOVIET Securities

3. Tỷ lệ nợ xấu

Ngành Ngân hàng

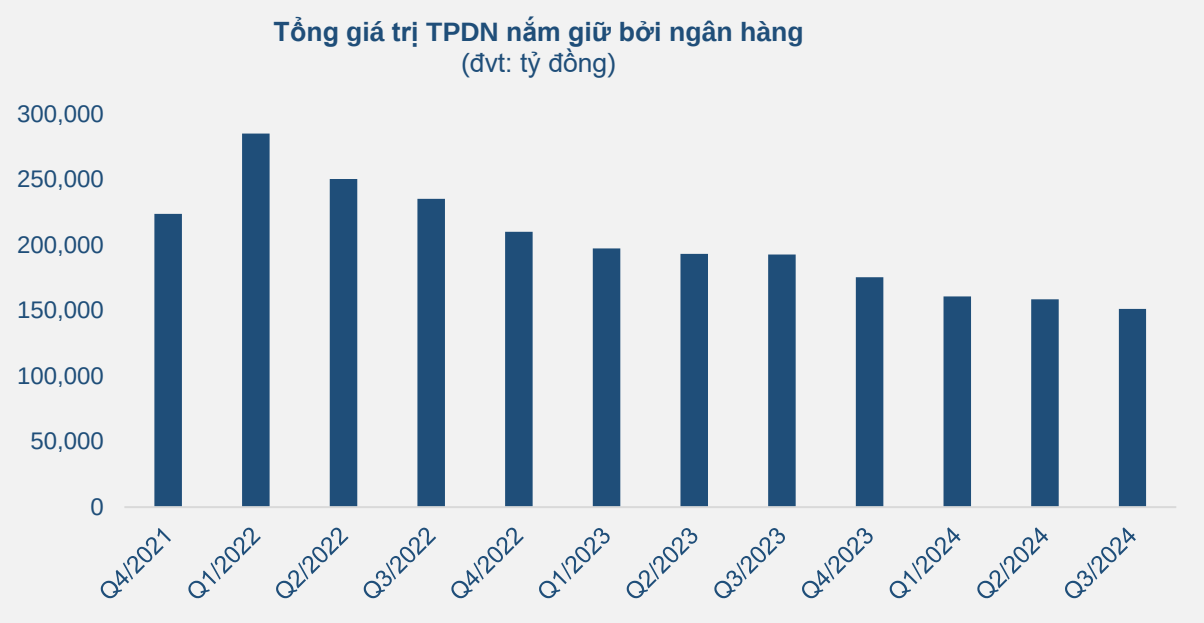


- Áp lực các khoản TPDN tái cơ cấu với thời gian gia hạn tối đa 2 năm bắt đầu đến điểm rơi vào năm 2024.
- Các khoản tái cơ cấu theo TT02 hết thời hạn tái cơ cấu tiếp tục gây áp lực lên tỷ lệ NPL trong năm 2024.

BAOVIET Securities

3. Tỷ lệ nợ xấu: Rủi ro trái phiếu doanh nghiệp

Ngành Ngân hàng



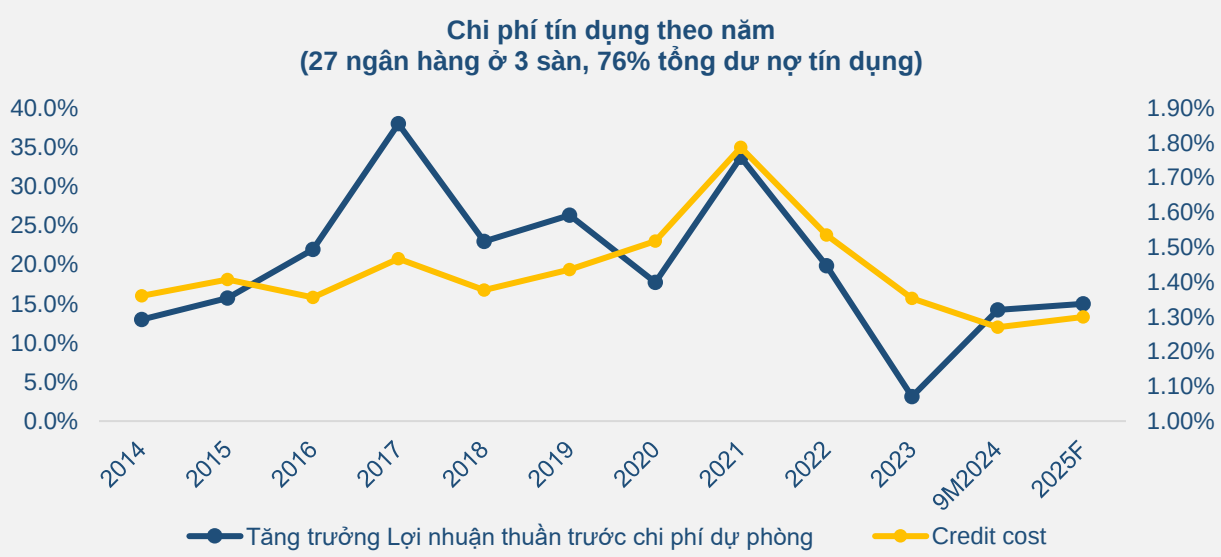
- Quy mô đáo hạn đã qua giai đoạn căng thẳng nhất. Nhiều DN đã mua lại trái phiếu trước hạn, quy mô nắm giữ TPDN của các ngân hàng cũng đã giảm mạnh trong thời gian vừa qua.
- Giá trị TPDN chậm trả phát sinh mới đã giảm mạnh trong 2024 và dự kiến sẽ giảm tiếp trong thời gian tới, điều này giảm bớt áp lực về nợ xấu trong tương lai.

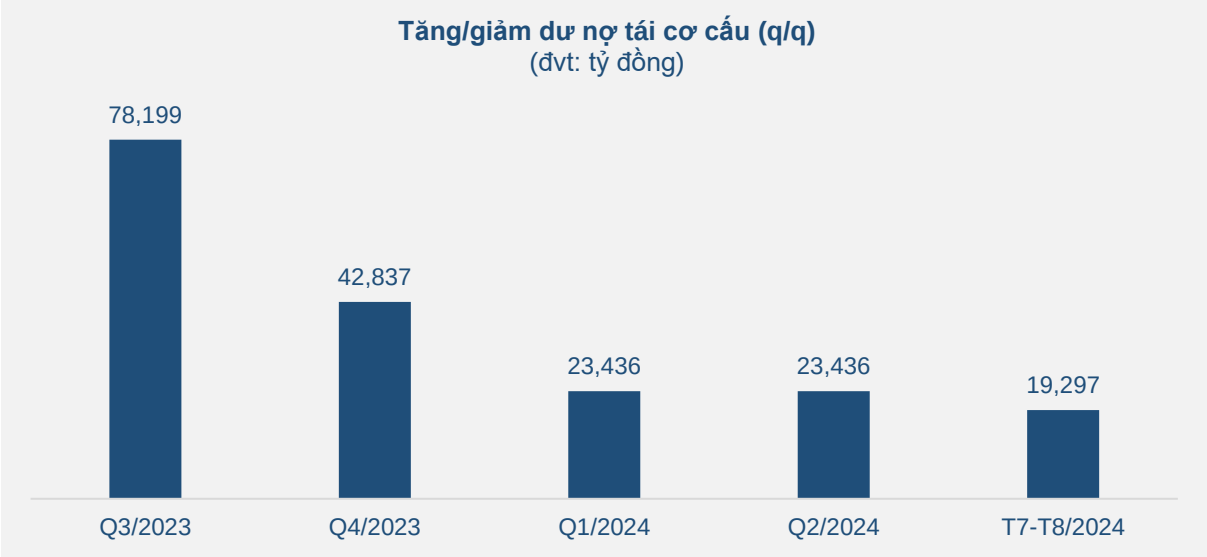
Nguồn: BCTC các ngân hàng, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

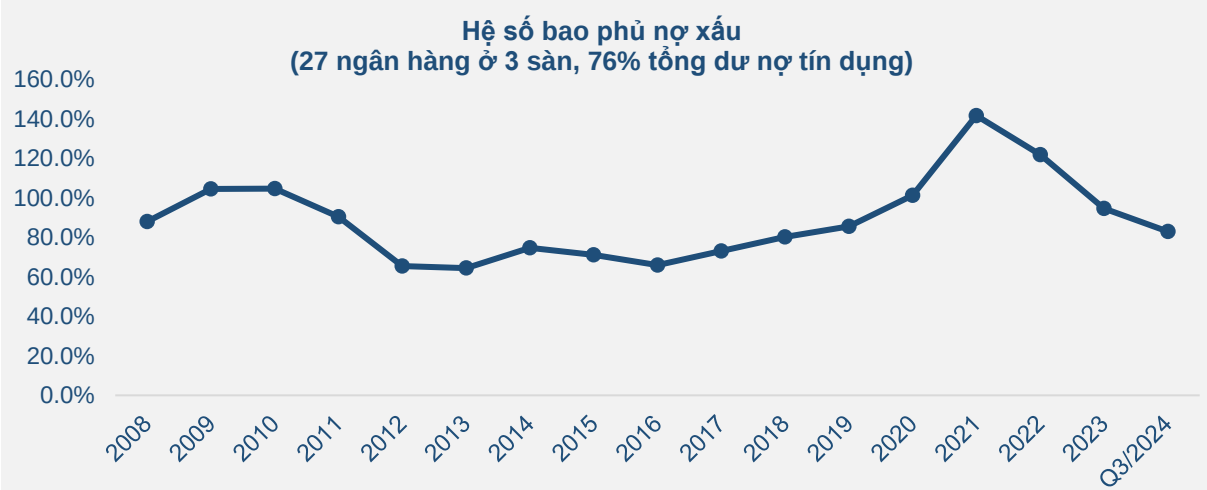
Chi phí tín dụng

Ngành Ngân hàng





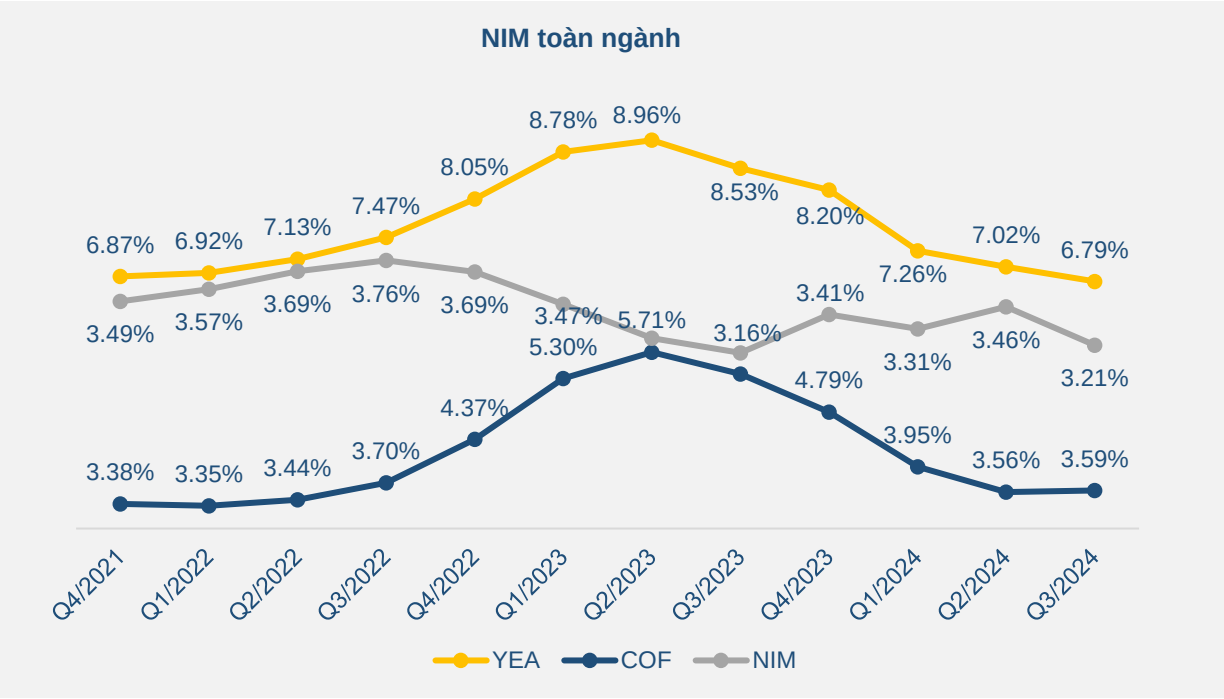
- Chi phí tín dụng 2025 dự báo đi ngang ở mức 1,2%-1,3%:
  - ✓ Áp lực nợ xấu giảm xuống.
  - ✓ Tăng trưởng PPOP khoảng 15%.
  - ✓ Hệ số bao phủ nợ xấu về mức tương đương giai đoạn trước Covid.
- Nợ tái cơ cấu theo TT02 và TT06 là 126.403 tỷ đồng, tương đương 0,87% tổng dư nợ tín dụng.
- Mức tăng dư nợ tái cơ cấu đang có xu hướng giảm dần.

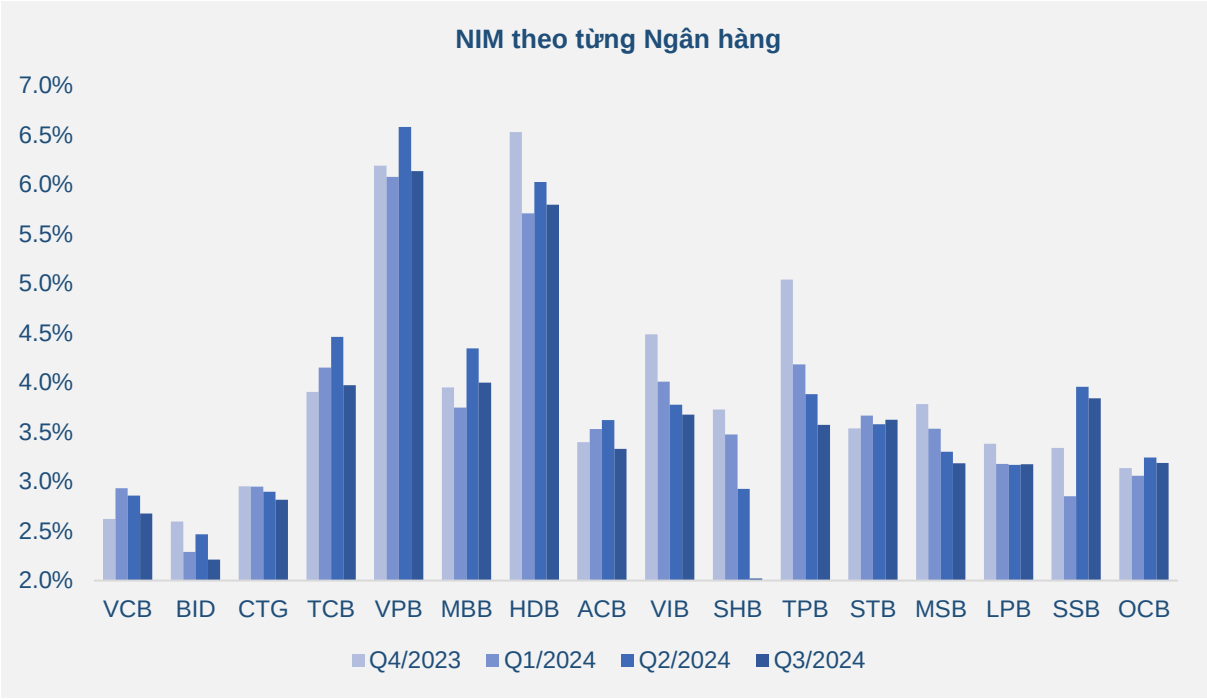


BAOVIET Securities

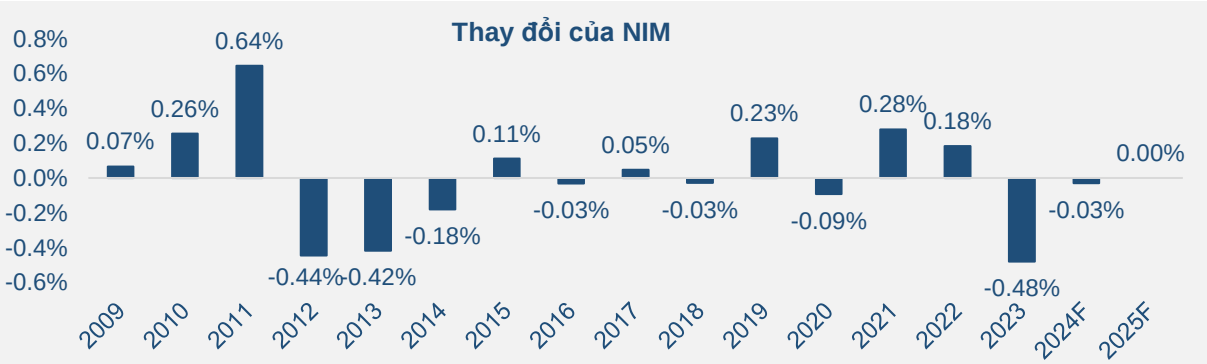
NIM

Ngành Ngân hàng





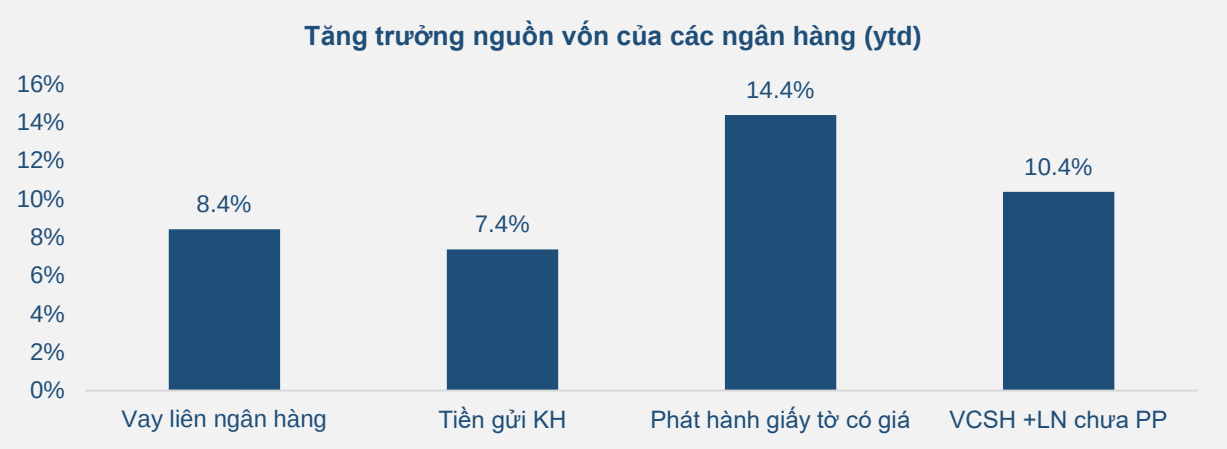
- NIM giảm trong Q3/2024:
  - ✓ Các ngân hàng vẫn phải duy trì lãi suất cho vay thấp và cạnh tranh các khoản vay.
  - ✓ COF bắt đầu tạo đáy và có áp lực tăng lên.
- NIM dự báo đi ngang trong 2025:
  - ✓ Tín dụng KHCN tăng trưởng trở lại, đặc biệt cho vay mua nhà.
  - ✓ Nhu cầu tín dụng hồi phục.

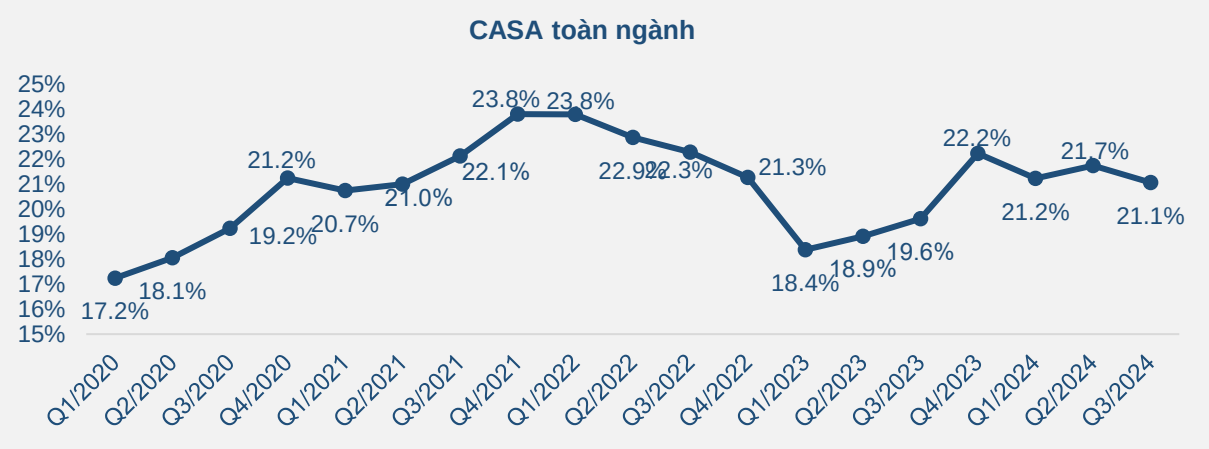


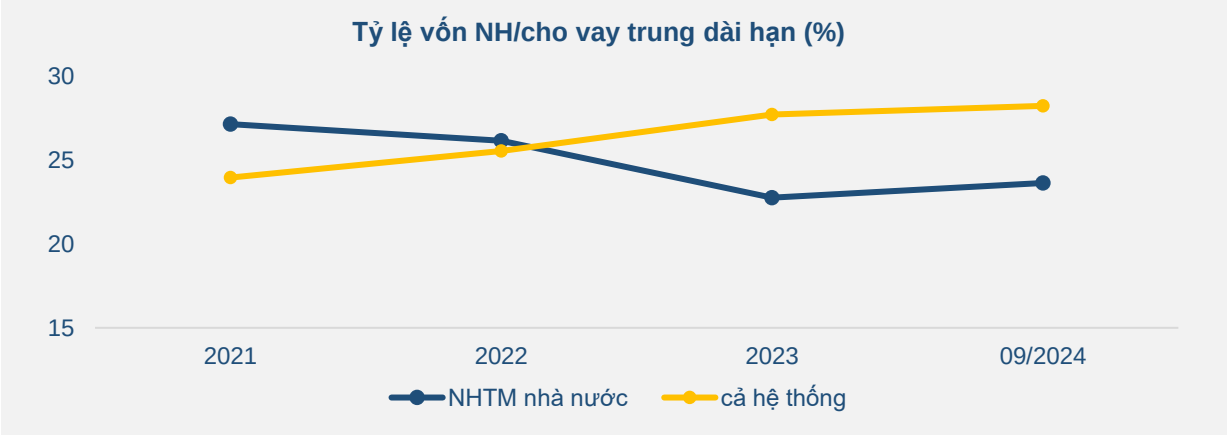
BAOVIET Securities

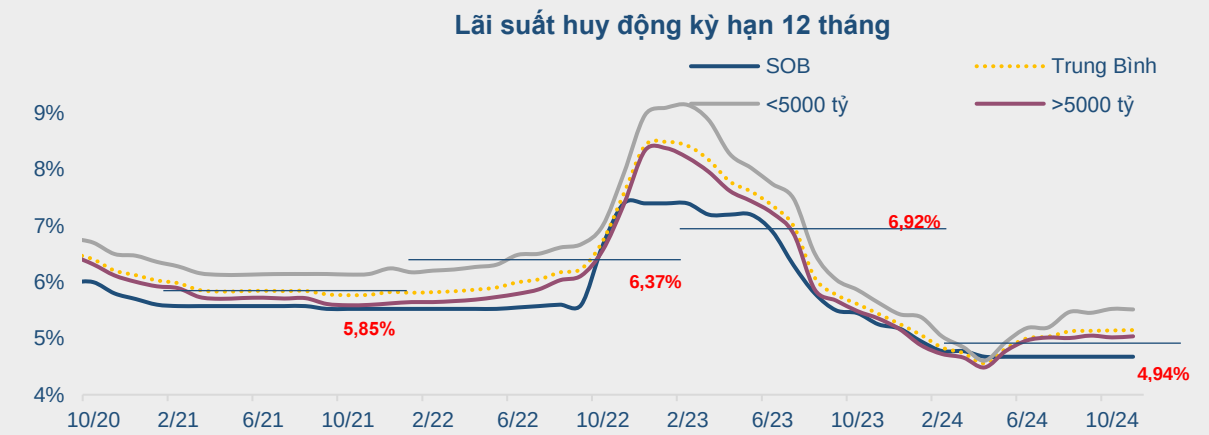
NIM: COF tiếp tục tăng

Ngành Ngân hàng







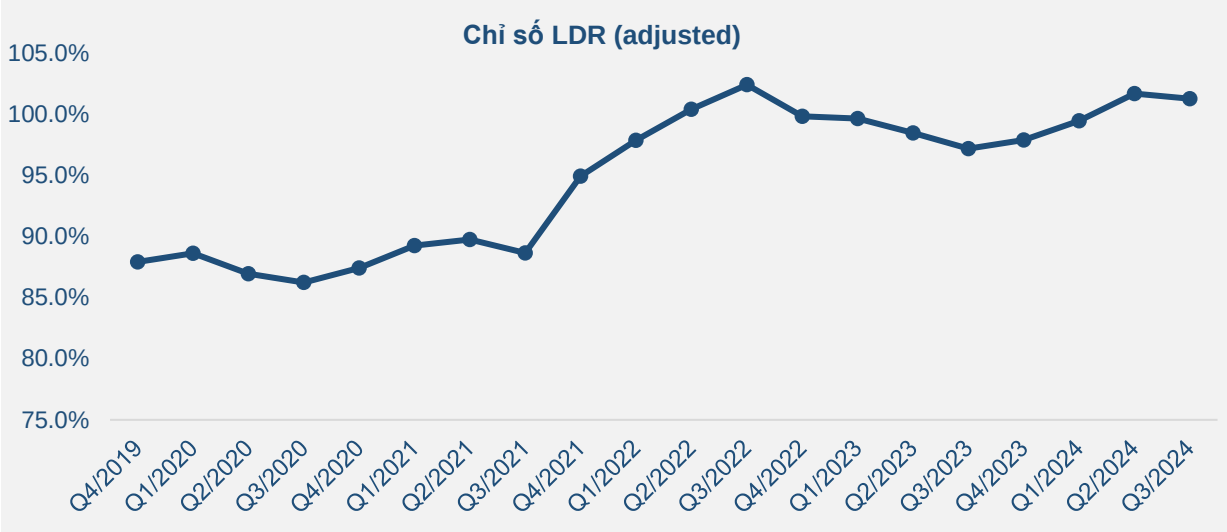


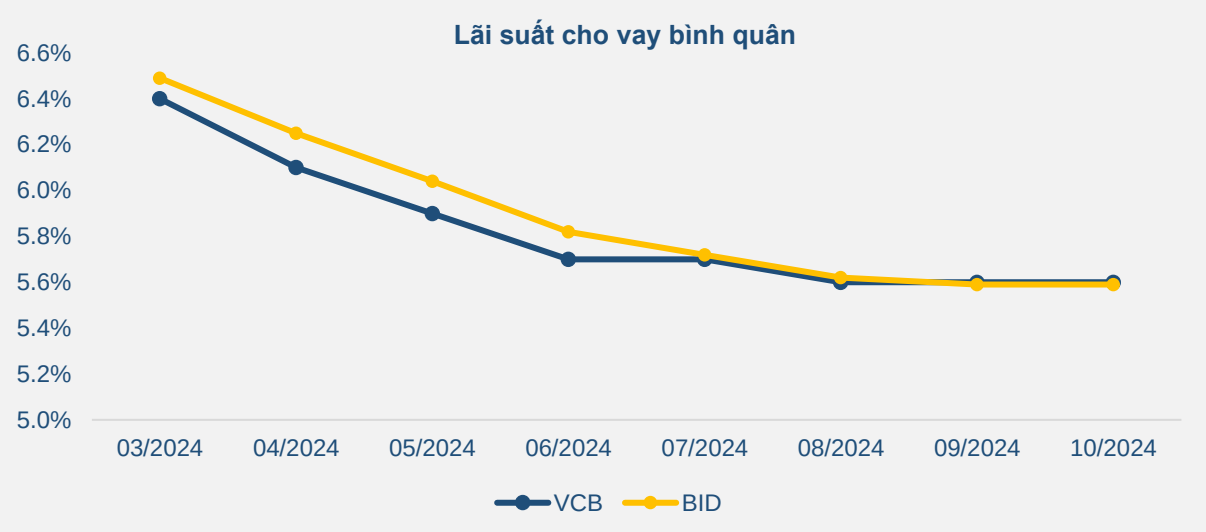
- Tỷ trọng phát hành giấy tờ có giá đang tăng dần, hệ số tỷ lệ vốn NH/cho vay trung dài hạn cũng đã tăng trong 2023 và 9T2024.
- Lãi suất huy động dự kiến tăng lên, CASA ổn định mức quanh 20%.

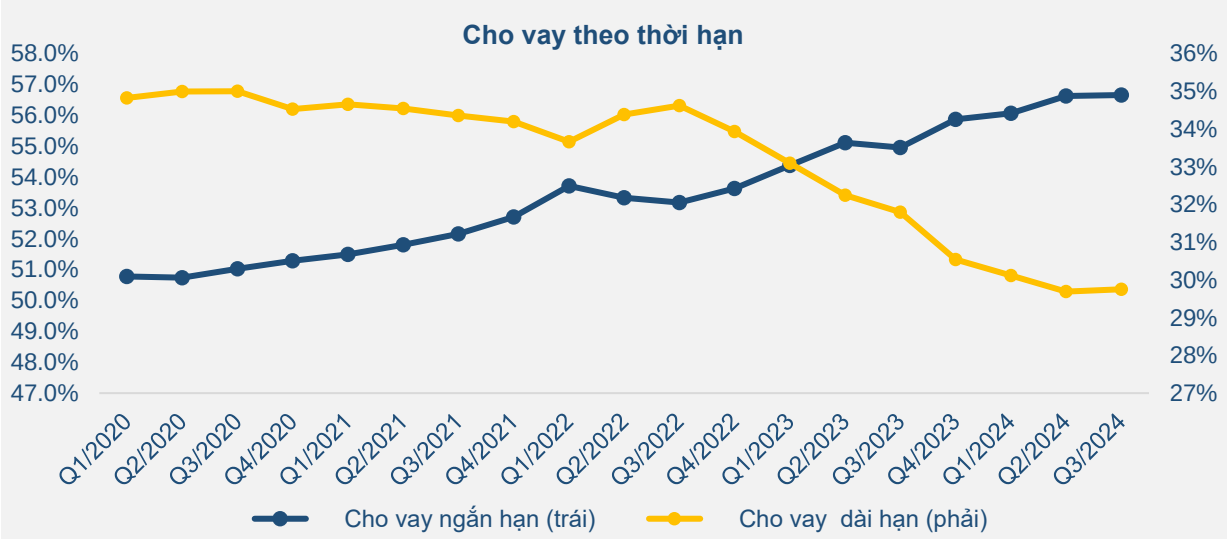
BAOVIET Securities

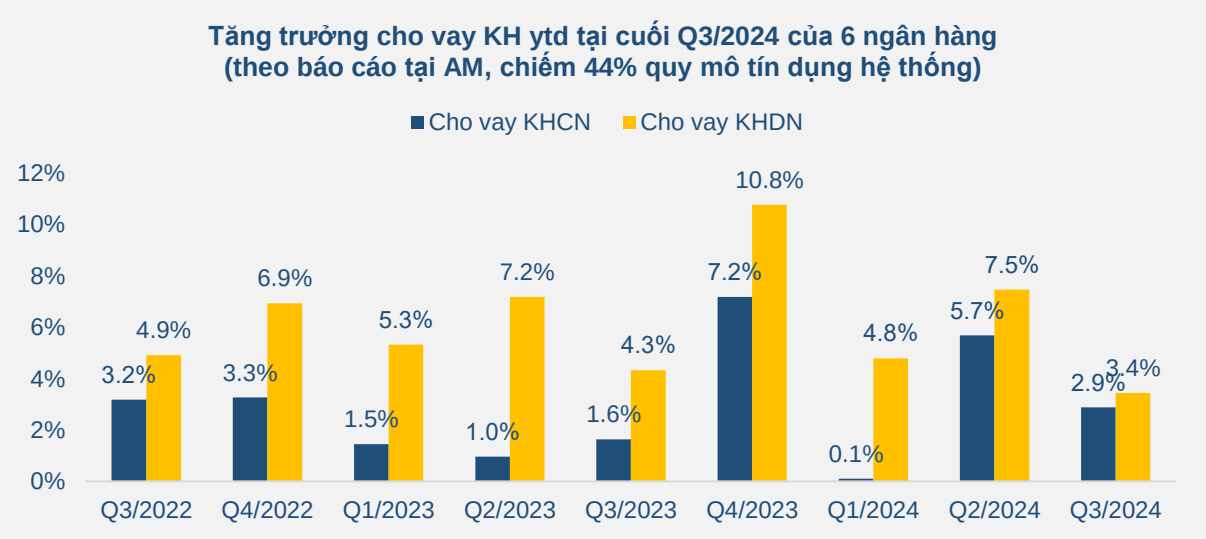
NIM: YEA dự báo sẽ cải thiện

Ngành Ngân hàng









Cập nhật KQKD 9T2024

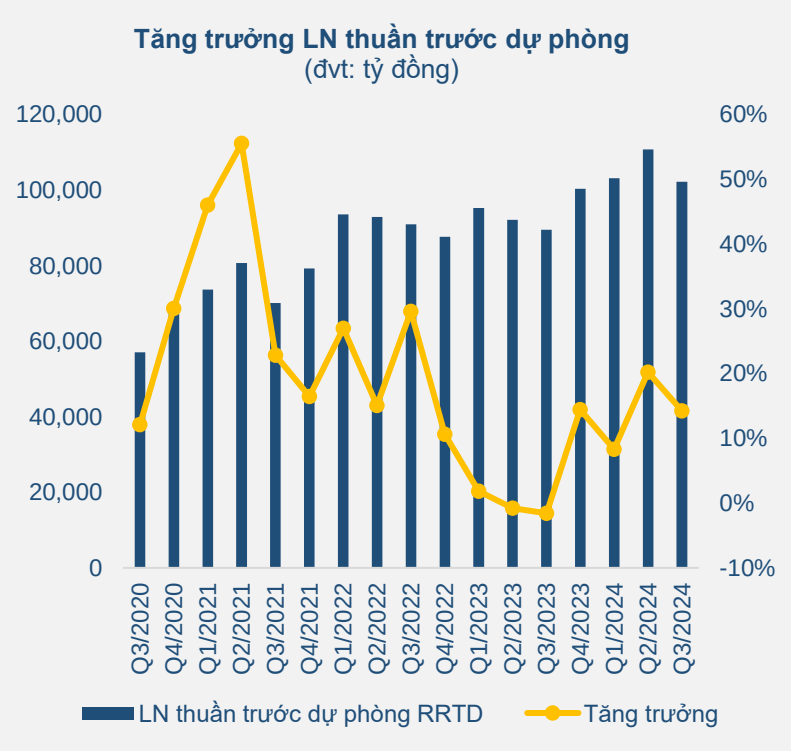
Ngành Ngân hàng

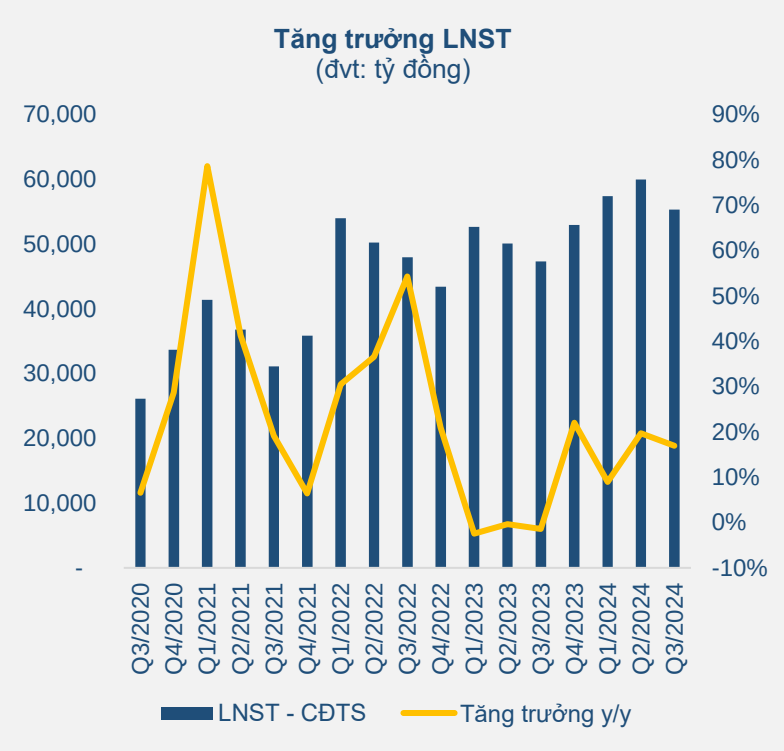
LNTT của 27 ngân hàng niêm yết đạt 217.386 tỷ đồng (+16% y/y). Động lực tăng trưởng chính:

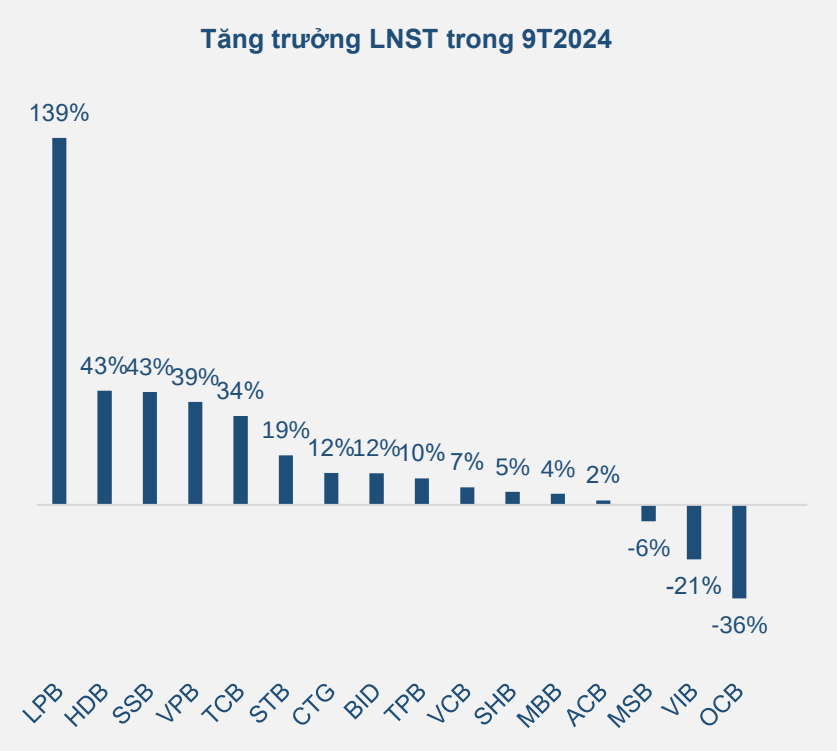
- Tăng tưởng tín dụng đạt 11,1% ytd. Dư nợ tín dụng so với cùng kỳ đã tăng 19,3% y/y.
- Credit cost giảm nhẹ.

Dự kiến lợi nhuận của ngành Ngân hàng (ước tính dựa trên nhóm cổ phiếu ngân hàng BVSC phân tích) tăng trưởng 12% trong năm 2024 và tăng trưởng khoảng 15% trong năm 2025. Động lực chính:

- Tăng trưởng tín dụng.
- Chất lượng tài sản cải thiện.



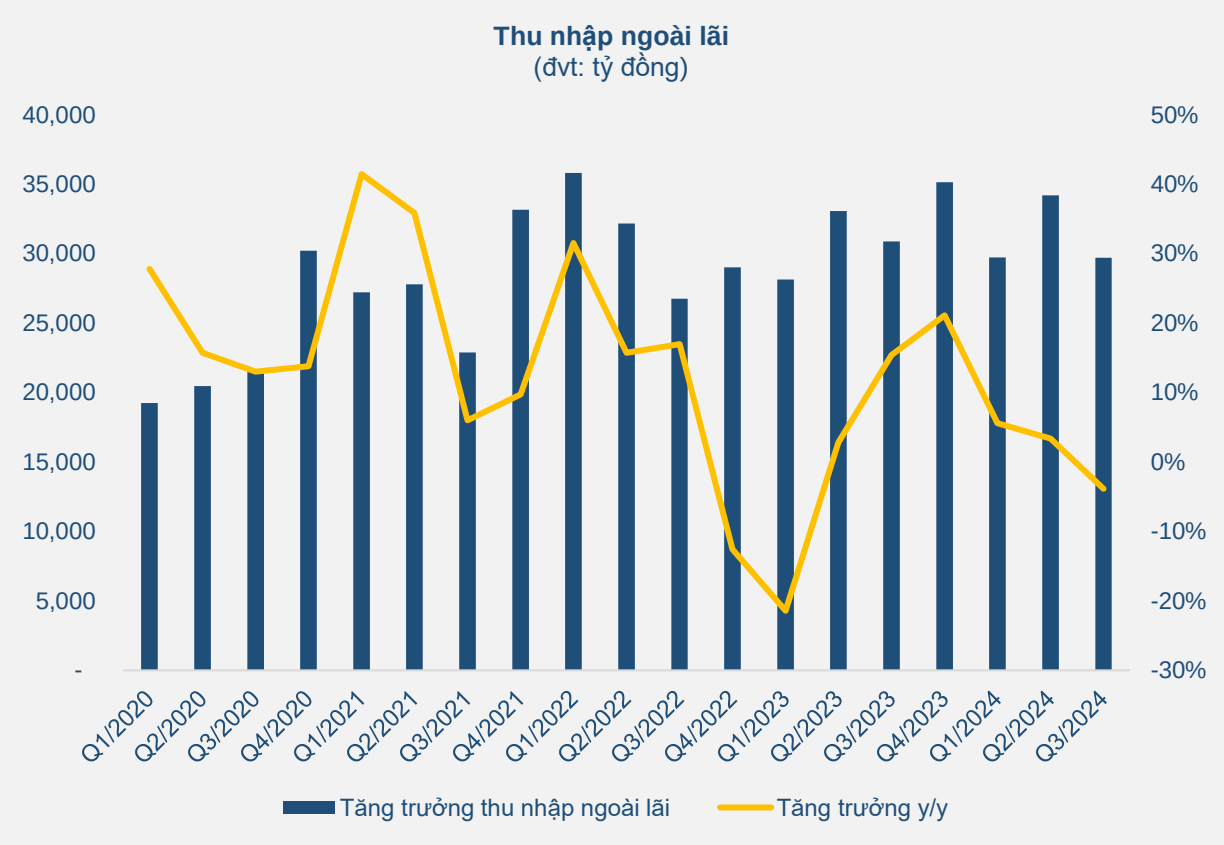


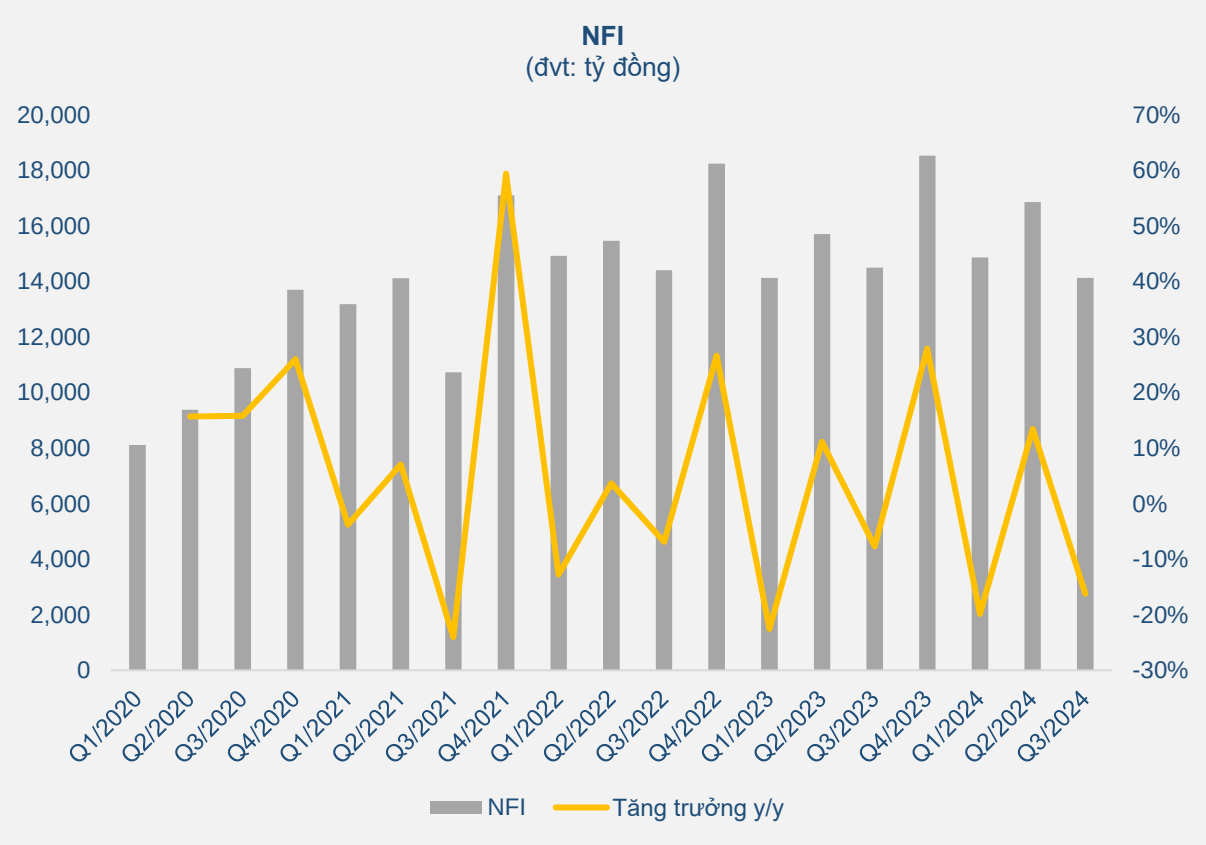


BAOVIET Securities

Cập nhật KQKD 9T 2024

Ngành Ngân hàng





- Thu nhập ngoài lãi trong 9T2024 chỉ tăng 2% y/y. Trong đó:
  - ✓ NFI tăng 3% y/y chủ yếu do thu nhập từ hoạt động banca vẫn yếu và thu phí dịch vụ UPAS LC được đánh giá lại thành thu nhập lãi.
  - ✓ Thu nhập mua bán chứng khoán giảm mạnh do lãi suất TPCP tăng lên từ mức đáy của năm 2023, thu nhập lãi từ các khoản TPCP giảm xuống.

VIB

OUTPERFORM | Target: 24.200 VNĐ/CP | Upside: +26,7%

BAOVIET Securities

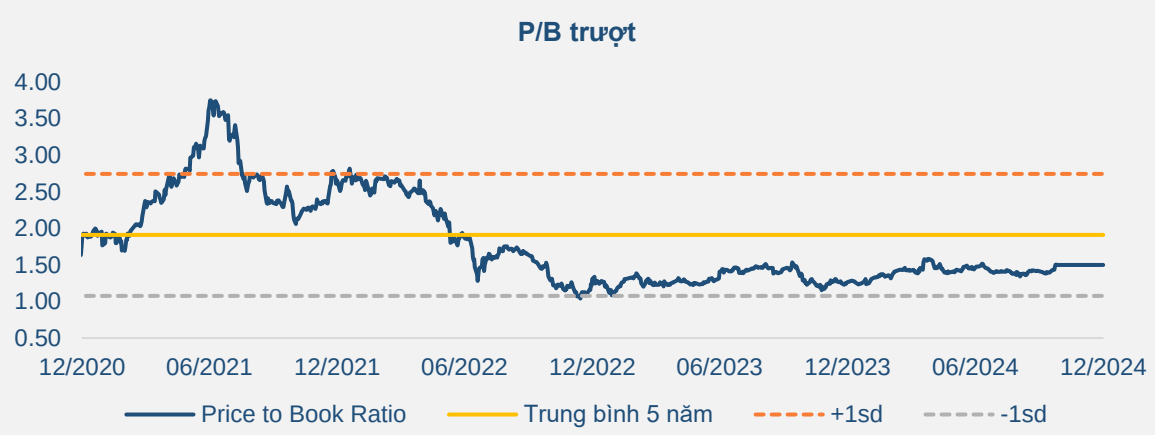
VIB – Thời điểm khó khăn nhất đã qua

Current price: **19,100 VND/share** - Target price: **24,200 VND/share –** Upside: **+26.7% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

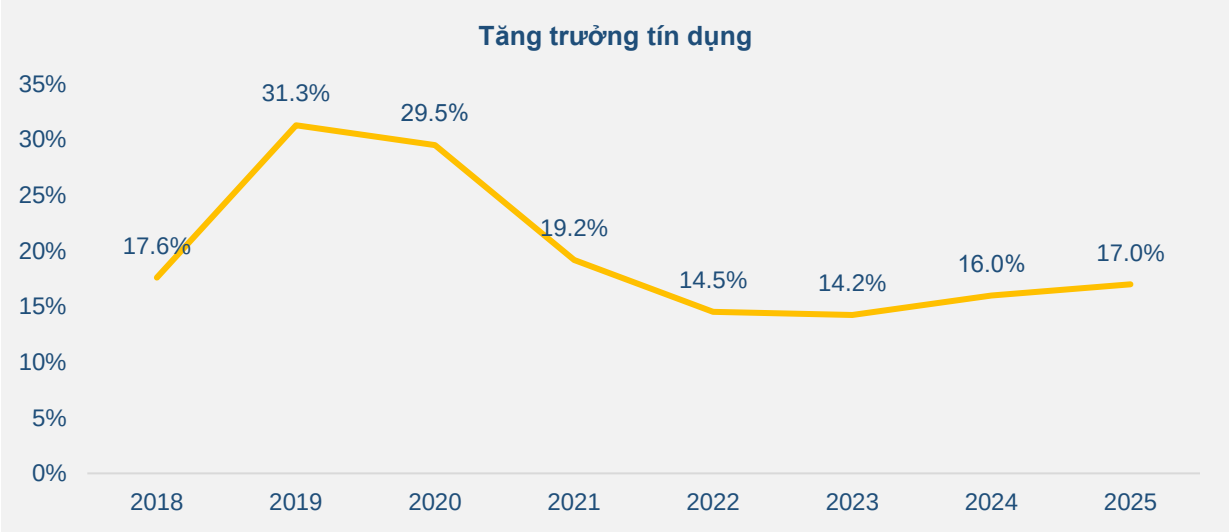
- **Chúng tôi kỳ vọng KQKD năm 2025 của VIB sẽ tăng trưởng tích cực,** động lực chính đến từ: (1) tăng trưởng tín dụng hồi phục, (2) NIM cải thiện, (3) chi phí tín dụng giảm xuống, và (4) hoàn nhập dự phòng tăng lên.
- **Hiệu quả sinh lời của VIB cao so với các ngân hàng khác.** Nhờ duy trì tỷ lệ cho vay khách hàng cá nhân khoảng 90%, ROE TTM của VIB cao nhất trong nhóm 12 ngân hàng niêm yết có quy mô tài sản lớn nhất.
- **CBA - cổ đông chiến lược của VIB, đã thoái 15,03% tỷ lệ sở hữu.** Sau khi CBA thoái 4,7% tỷ lệ sở hữu còn lại, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội mở ra cho VIB để tìm đối tác chiến lược mới trong tương lai.
- **Nợ xấu VIB dự báo đạt đỉnh và KQKD phục hồi trong thời gian tới.** Tỷ lệ NPL trong Q3/2024 tăng lên mức 3,85%, tuy nhiên, tỷ lệ nợ nhóm 2 đã tiếp tục giảm xuống 3,65% từ mức đỉnh Q1/2024 là 5,65%. Tỷ lệ nợ xấu (NPL ratio) tiếp tục giảm trong thời gian tới nhờ: (1) môi trường lãi suất thấp giúp tăng khả năng trả nợ của khách hàng, và (2) tăng trưởng kinh tế cũng tốt dần trở lại giúp cải thiện thu nhập của khách hàng. Ngoài ra, nhờ tài sản đảm bảo chất lượng tốt, VIB sẽ hoàn nhập lại dự phòng rủi ro.
- **Chiến lược cạnh tranh của VIB hiệu quả.** Các sản phẩm cho vay mua nhà của VIB có ưu thế: (1) hệ thống xét duyệt tự động và được chuẩn hóa; (2) các khoản cho vay BĐS của VIB đa phần có pháp lý đầy đủ nên thủ tục xét duyệt nhanh; và (3) thời hạn cho vay của VIB tương đối dài, tối đa lên tới 30 năm và 90% nhu cầu vốn. VIB cũng duy trì các ưu thế cạnh tranh trong các sản phẩm thẻ tín dụng và cho vay mua ô tô.
- **Định giá.** VIB đang giao dịch ở mức P/B 1,4 lần thấp hơn so với P/B bình quân lịch sử là 1,8 lần.

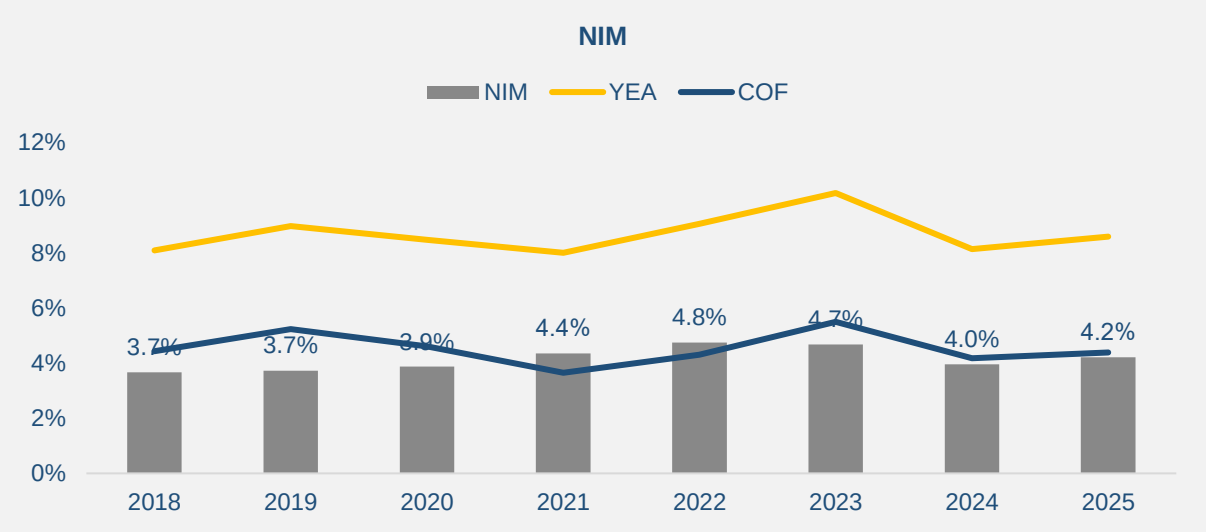
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**18.058**	**22.160**	**20.649**	**24.717**
POPP	11.861	15.550	13.418	16.061
PAT	**8.469**	**8.563**	**7.106**	**8.809**
NIM	4,75%	4,67%	3,96%	4,21%
NPL	4,8%	4,7%	4,0%	4,2%
CIR	34,3%	29,8%	35,0%	35,0%
P/B (x)	1,81	1,31	1,44	1,21
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**24.200**

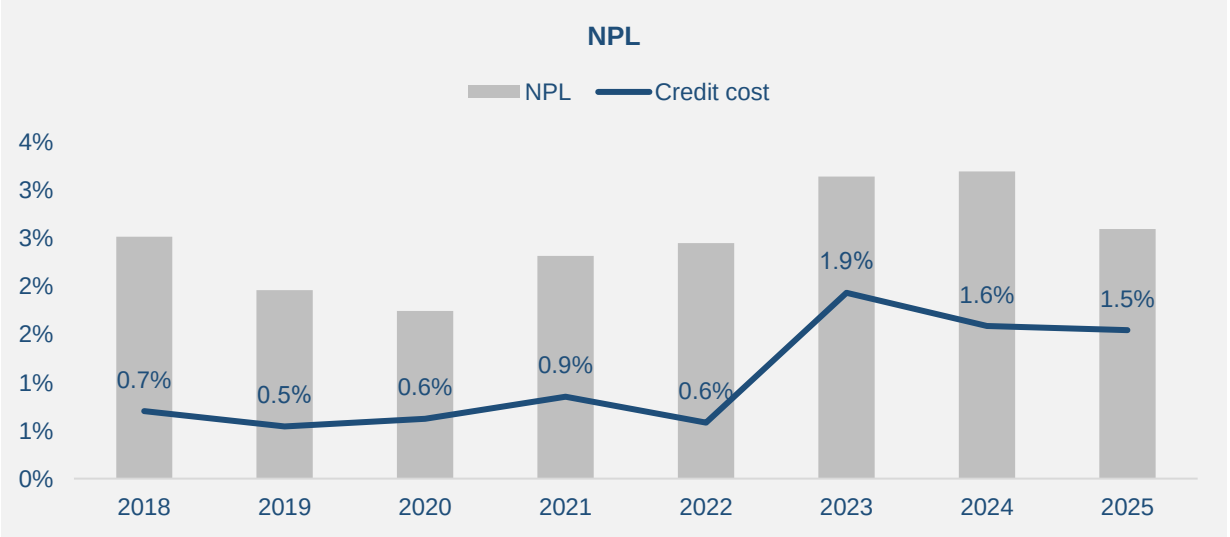


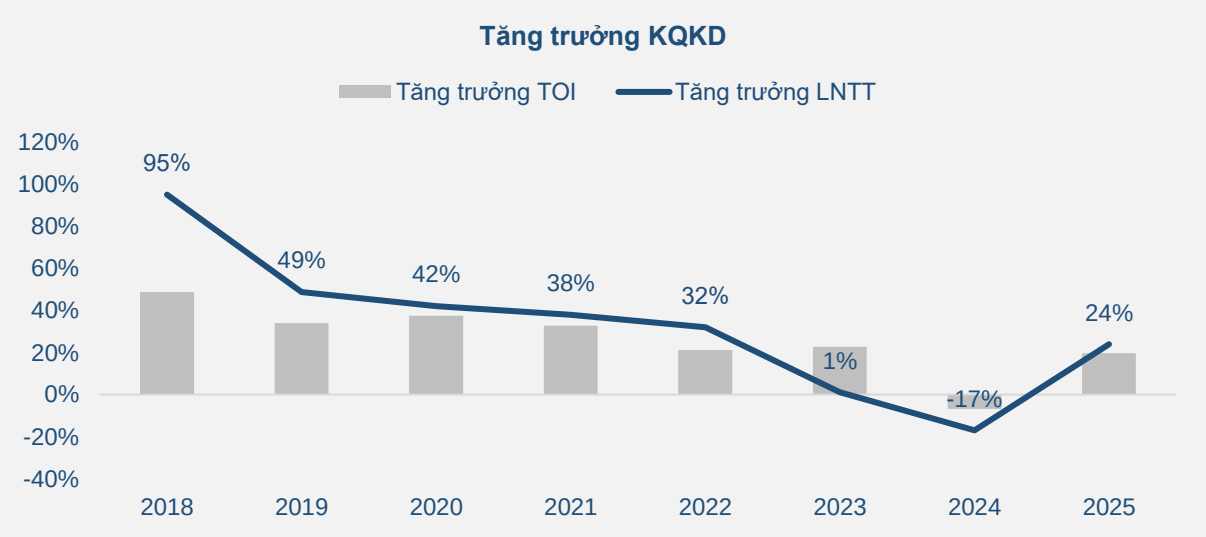
VIB – Thời điểm khó khăn nhất đã qua

Current price: **19,100 VND/share** - Target price: **24,200 VND/share –** Upside: **+26.7% -** Recommendation: **OUTPERFORM**



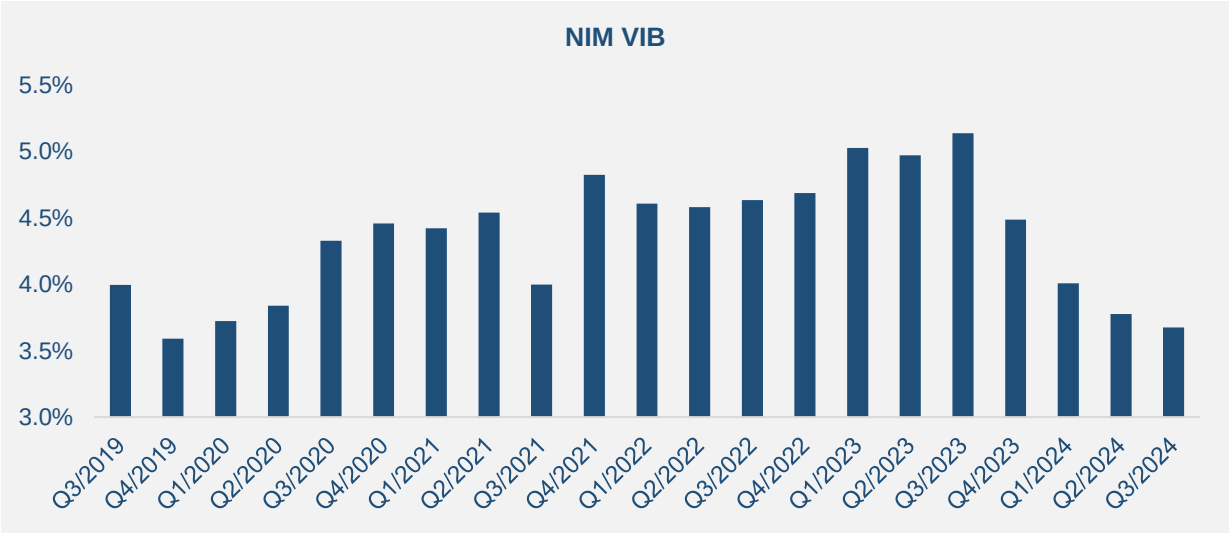


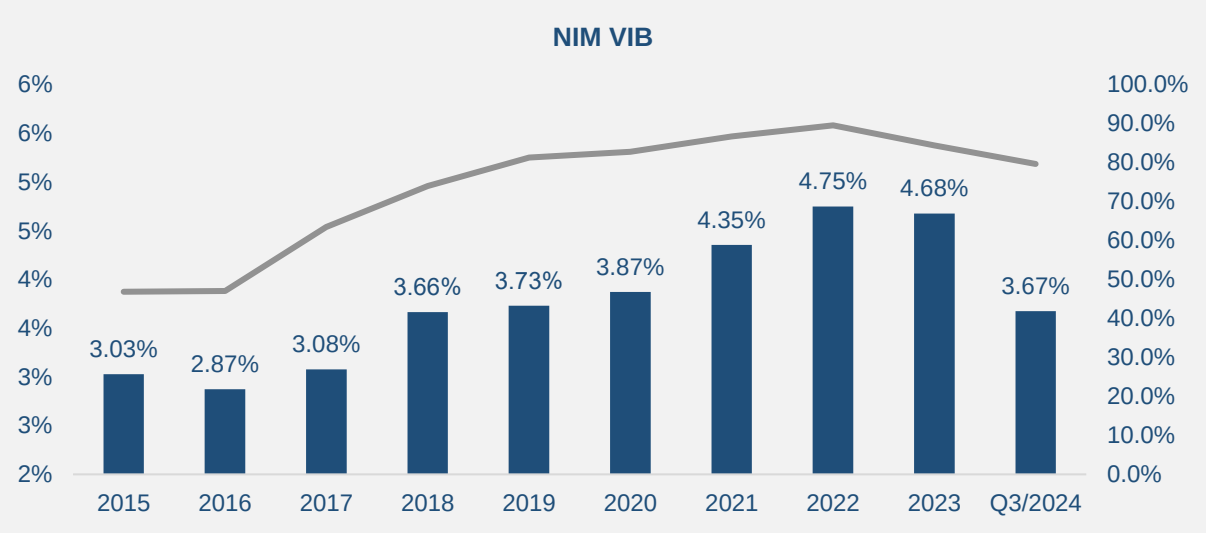


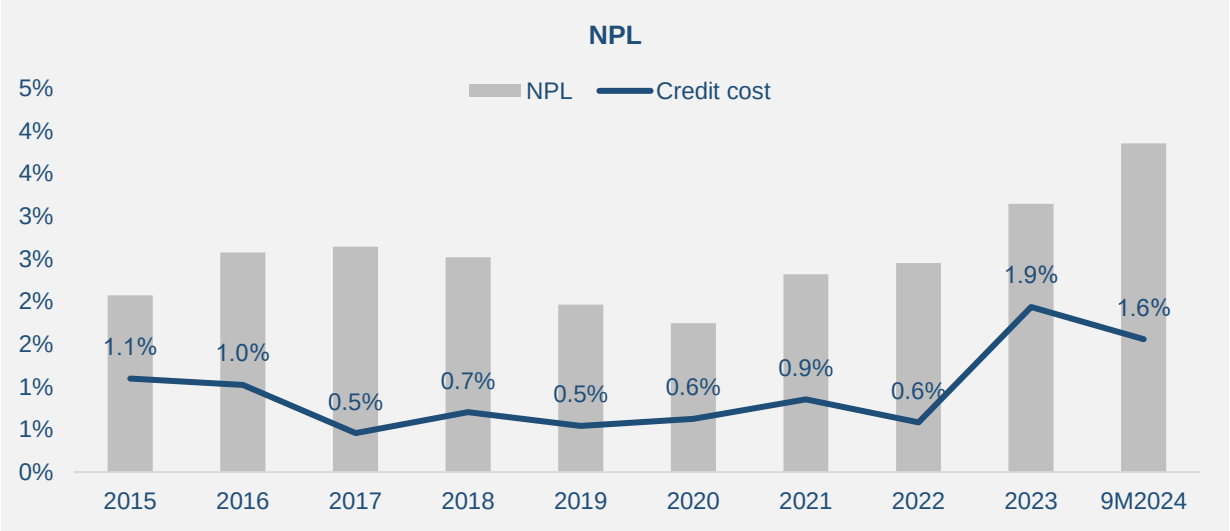


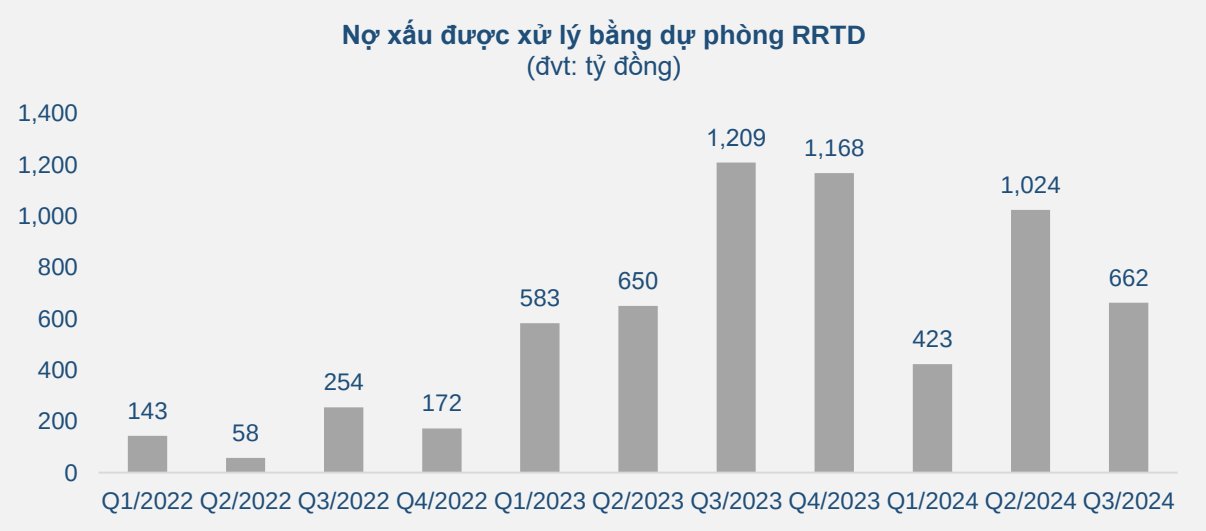
VIB – Thời điểm khó khăn nhất đã qua

Current price: **19,100 VND/share** - Target price: **24,200 VND/share –** Upside: **+26.7% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









CTG

OUTPERFORM | Target: 45.900 VNĐ/CP | Upside: 26,4%

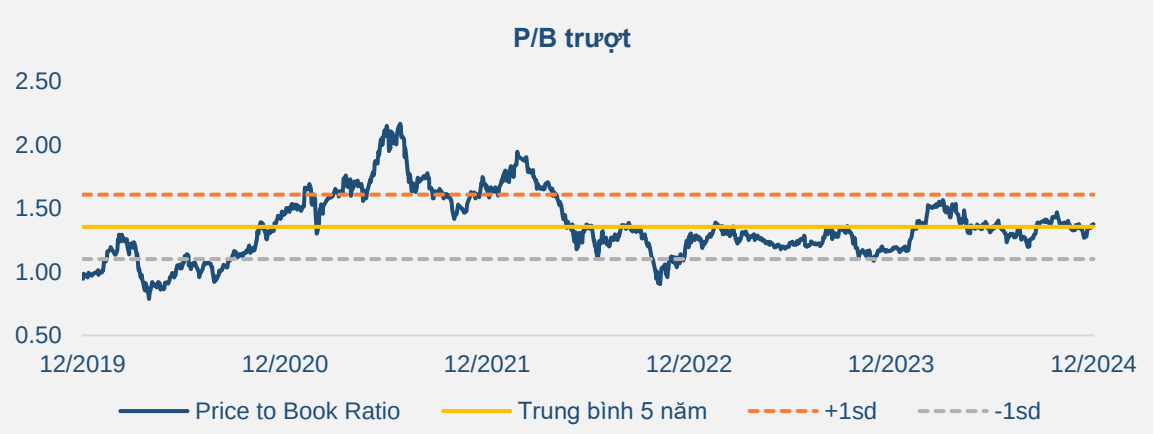
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

Current price: **36,300 VND/share** - Target price: **45,900 VND/share –** Upside: **+26.4% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Vietinbank là một trong những ngân hàng có sự cải thiện mạnh mẽ nhất trong những năm qua.** Trong giai đoạn từ 2018-2023, CTG tăng trưởng LNST bình quân là 33%, ROE tăng từ mức 8% lên 17,1%.
- **KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng.** Tổng thu nhập hoạt động (TOI) và LNST – CĐTS của CTG trong năm 2024 đạt lần lượt 82.901 tỷ đồng (+17,5% y/y) và 21.913 tỷ đồng (+10% y/y). Việc CTG vẫn duy trì chi phí tín dụng ở mức cao khiến LNST chưa có tăng trưởng mạnh trong năm 2024.
- **CTG đang đẩy mạnh trích lập dự phòng.** Giai đoạn 2021-2023, CTG đẩy mạnh trích lập dự phòng với chi phí tín dụng (credit cost) ở mức quanh 1,7%-2,0%. Trong khi đó, credit cost trung bình giai đoạn giai đoạn 2014-2020 chỉ khoảng 1%. Đồng thời với việc đẩy mạnh chi phí dự phòng RRTD, CTG cũng đẩy mạnh ghi nhận tăng nợ xấu mới hình thành và tích cực sử dụng dự phòng để xử lý các khoản nợ này. Điều này khiến Nợ khó đòi đã xử lý ở ngoại bảng tăng lên 147.630 tỷ đồng tại cuối năm 2023. So sánh với quy mô tổng cho vay KH, CTG thuộc nhóm những ngân hàng có nợ đã xử lý ngoại bảng đang lớn nhất.
- **CTG nắm tỷ lệ trái phiếu thấp,** giảm khả năng chịu tác động từ rủi ro trái phiếu doanh nghiệp.
- **Tăng vốn điều lệ tạo bộ đệm vốn thúc đẩy tăng trưởng.** CTG đã thực hiện phát hành cổ phiếu trả cổ tức với tỷ lệ 11,74% từ nguồn lợi năm 2020. CTG có kế hoạch phát hành tăng vốn: (1) 12.329 tỷ từ nguồn lợi nhuận còn lại của năm 2021 và trước 2016 (25,66%); và (2) chia cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến 11.521 tỷ từ nguồn lợi nhuận 2022.
- **Định giá.** CTG đang giao dịch tại mức P/B năm 2024 là 1,16 lần, thấp hơn so với bình quân lịch sử 5 năm gần nhất là 1,36 lần.

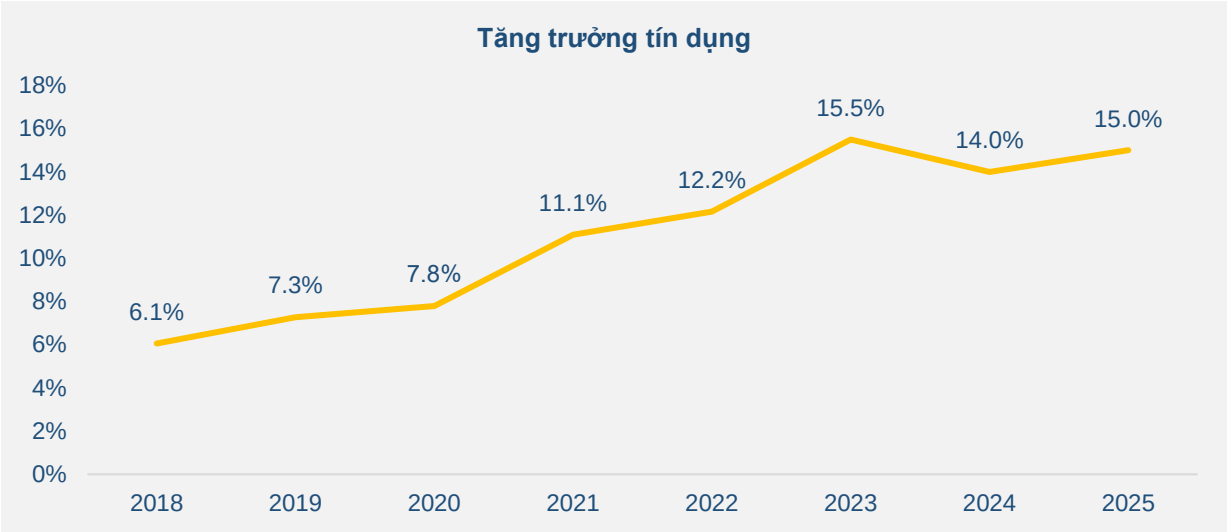
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**64.117**	**70.548**	**82.901**	**94.893**
POPP	44.922	50.105	59.108	67.658
PAT	**16.984**	**20.045**	**21.913**	**25.220**
NIM	2,94%	2,78%	2,86%	2,78%
NPL	1,2%	1,1%	1,1%	1,0%
CIR	29,9%	29,0%	28,7%	28,7%
P/B (x)	1,37	1,24	1,37	1,16
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**45.900**

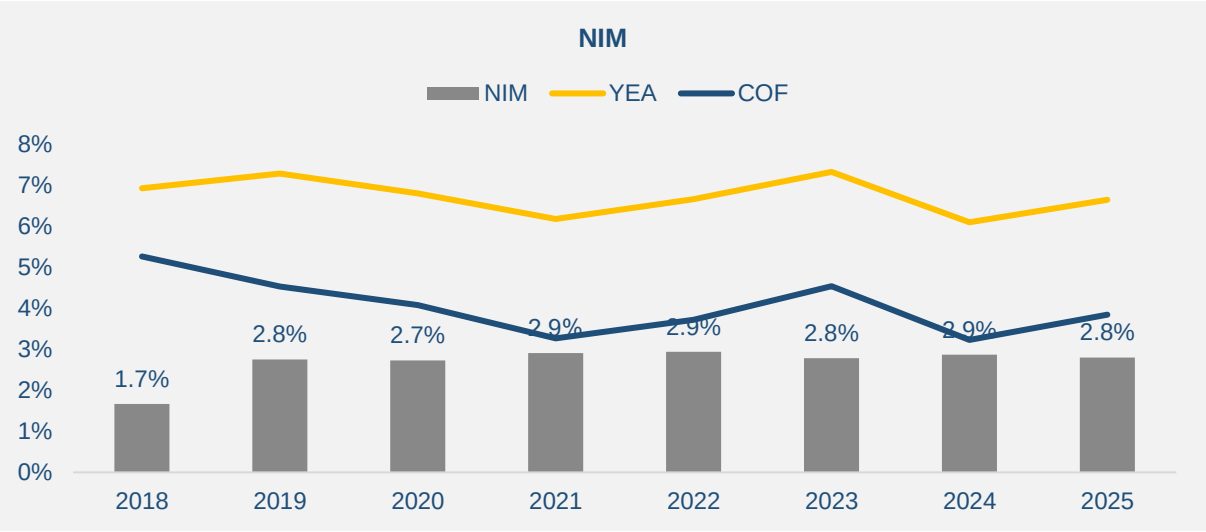


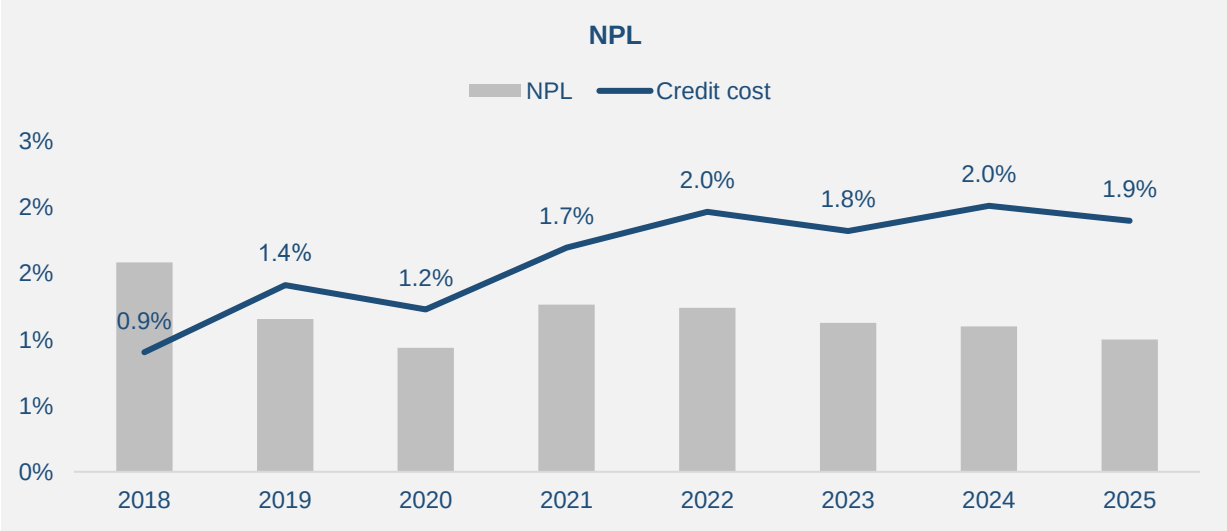
BAOVIET Securities

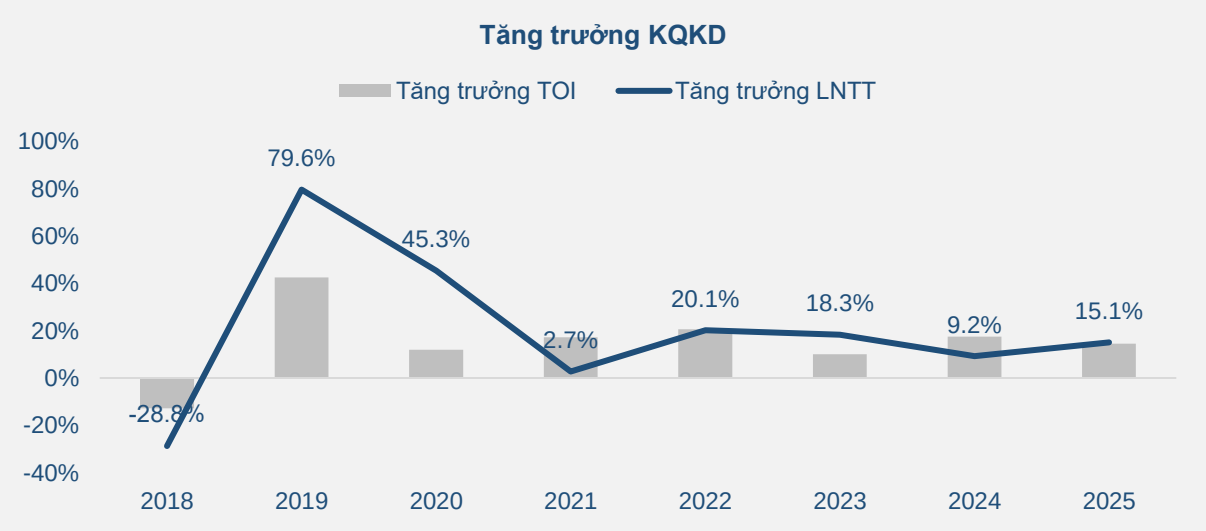
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

Current price: **36,300 VND/share** - Target price: **45,900 VND/share –** Upside: **+26.4% -** Recommendation: **OUTPERFORM**



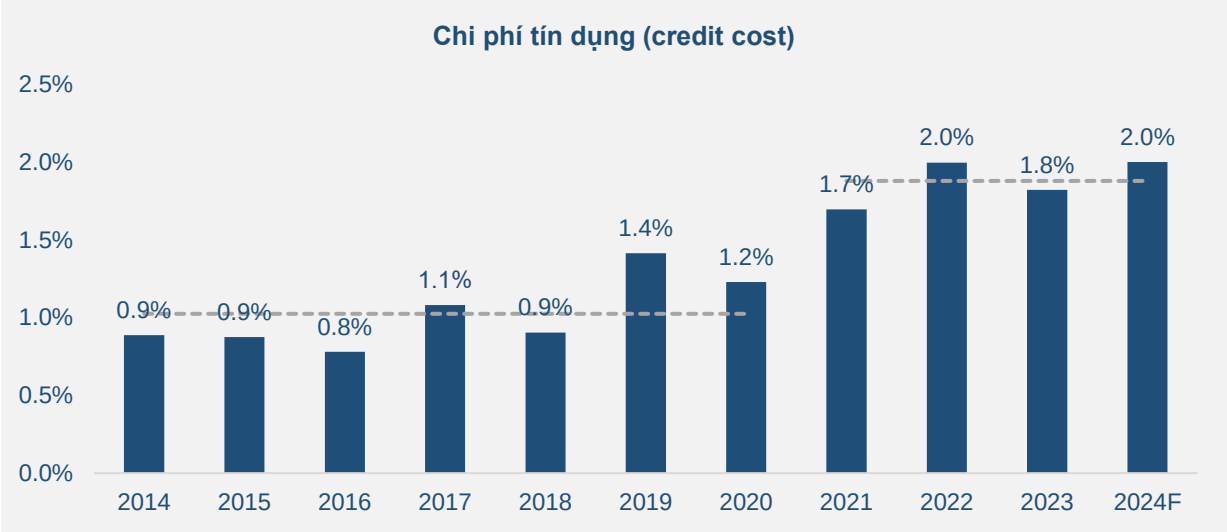


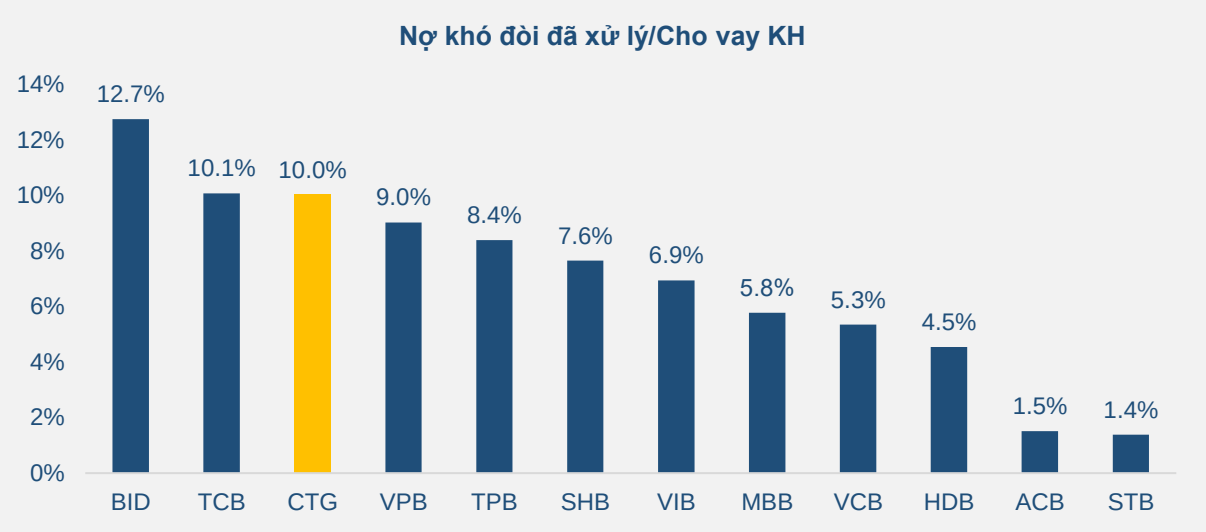


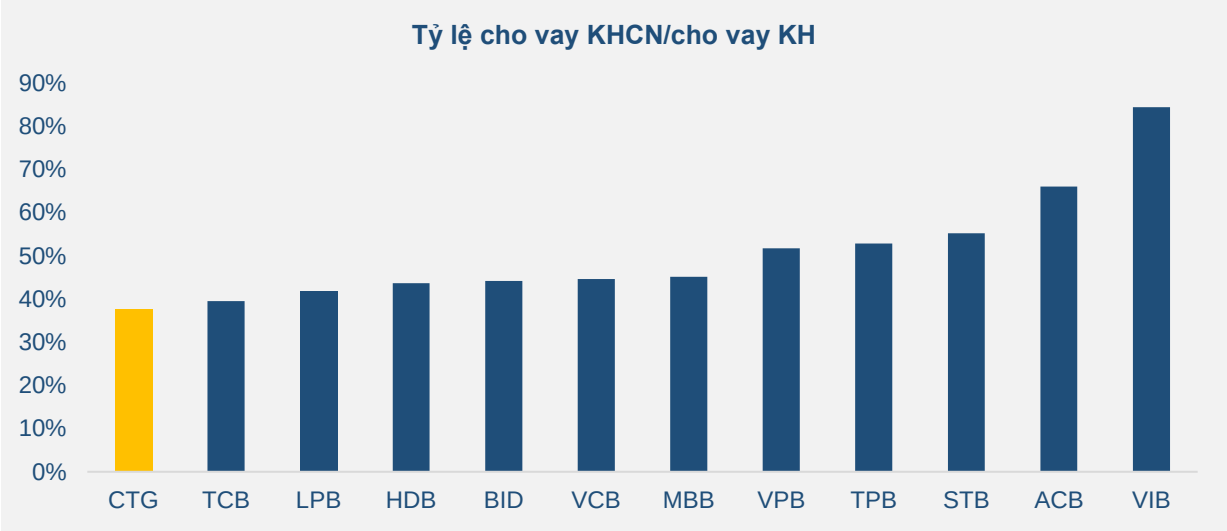


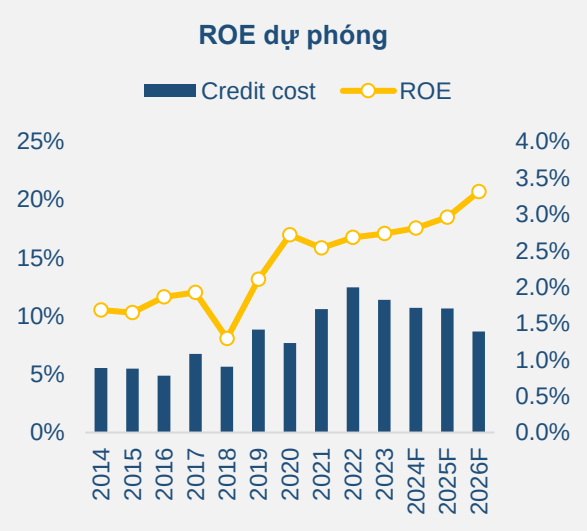
CTG – Kỳ vọng lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng

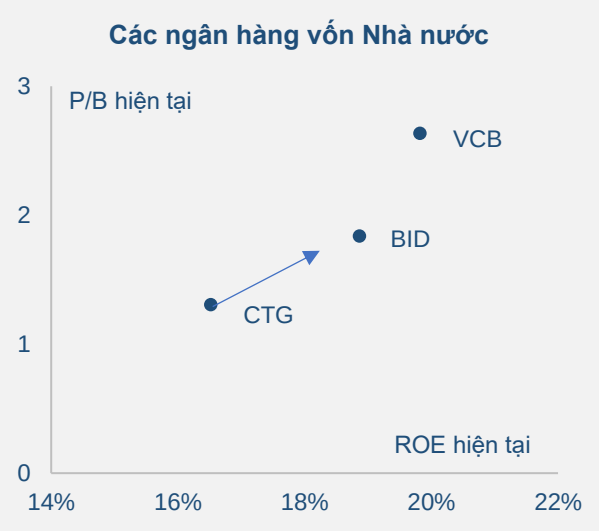
Current price: **36,300 VND/share** - Target price: **45,900 VND/share –** Upside: **+26.4% -** Recommendation: **OUTPERFORM**











BAOVIET Securities

VPB

OUTPERFORM | Target: 23.800 VNĐ/CP | Upside: +23,3%

BAOVIET Securities

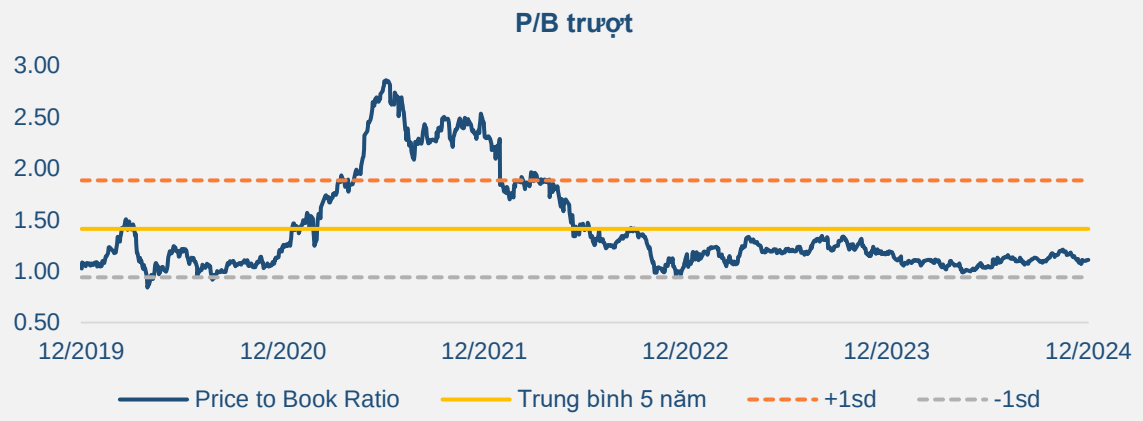
VPB – Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống

Current price: **19,300 VND/share** - Target price: **23,800 VND/share –** Upside: **+23.3% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Vốn điều lệ tăng mạnh** và trở thành ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất. VPB cũng đã hoàn thành phát hành riêng lẻ cho cổ đông SMBC và trở thành ngân hàng có CAR cao nhất toàn hệ thống.
- **Cho vay tiêu dùng được kỳ vọng phục hồi.** Chúng tôi kỳ vọng FEC sẽ tiếp tục có lãi trong Q4/2024 và LNTT trong cả năm 2024 đạt 260 tỷ đồng. Dự phóng dựa trên các cơ sở: (1) FEC đã tái cơ cấu gần hết danh mục cho vay; (2) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp cải thiện khả năng trả nợ khách hàng; (3) FEC sẽ có tăng trưởng tín dụng trở lại khi nhu cầu tín dụng tiêu dùng hồi phục và giải ngân mới của FEC cũng đã bắt đầu tăng từ tháng 04/2024; và (4) hoạt động thu hồi nợ cũng đang có dấu hiệu cải thiện tích cực.
- **KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng mạnh mẽ.** Tổng thu nhập hoạt động (TOI) và LNST của VPB dự báo đạt lần lượt 59.288 tỷ đồng (+19% y/y) và 15.319 tỷ đồng (+53% y/y). Động lực tăng trưởng chính: (1) tăng trưởng cho vay KH ở mức 19%; (2) NIM hồi phục 16 bps lên 5,84%; và (3) Credit cost giảm xuống 4,1%.
- **Tiếp nhận tổ chức tín dụng bắt buộc** và nhận lại được một số lợi ích giúp cho VPB có thể tăng trưởng nhanh hơn.
- **Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm ở Ngân hàng mẹ nhờ:** (1) mặt bằng lãi suất thấp; (2) kinh tế và thu nhập người dân hồi phục; và (3) thị trường BĐS hồi phục. Cho vay liên quan đến xây dựng và BĐS của VPB chiếm khoảng 41% danh mục cho vay của VPB. Chúng tôi kỳ vọng VPB là một trong những ngân hàng được hưởng lợi lớn từ các chính sách hỗ trợ thị trường BĐS của Chính phủ để tháo gỡ khó khăn.
- **Hoàn thiện hệ sinh thái** với việc mua lại Công ty chứng khoán ASC và Công ty bảo hiểm OPES.
- **Định giá.** VPB đang giao dịch tại mức P/B forward 2025 là 0,95 lần, là mức thấp hơn so với mức P/B bình quân lịch sử là 1,4 lần.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**57.797**	**49.739**	**59.288**	**71.693**
POPP	43.681	35.798	44.479	53.786
PAT	**18.168**	**9.974**	**15.319**	**18.208**
NIM	7,84%	5,68%	5,80%	6,16%
NPL	5,7%	5,0%	4,5%	4,8%
CIR	24,4%	28,0%	25,0%	25,0%
P/B (x)	1,42	1,21	1,04	0,95
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**23.800**



Nhận chuyển giao Ngân hàng 0 đồng

Ngành Ngân hàng

- VCB
- MBB

⇦

- CBBank
- Oceanbank

- VPB
- HDB

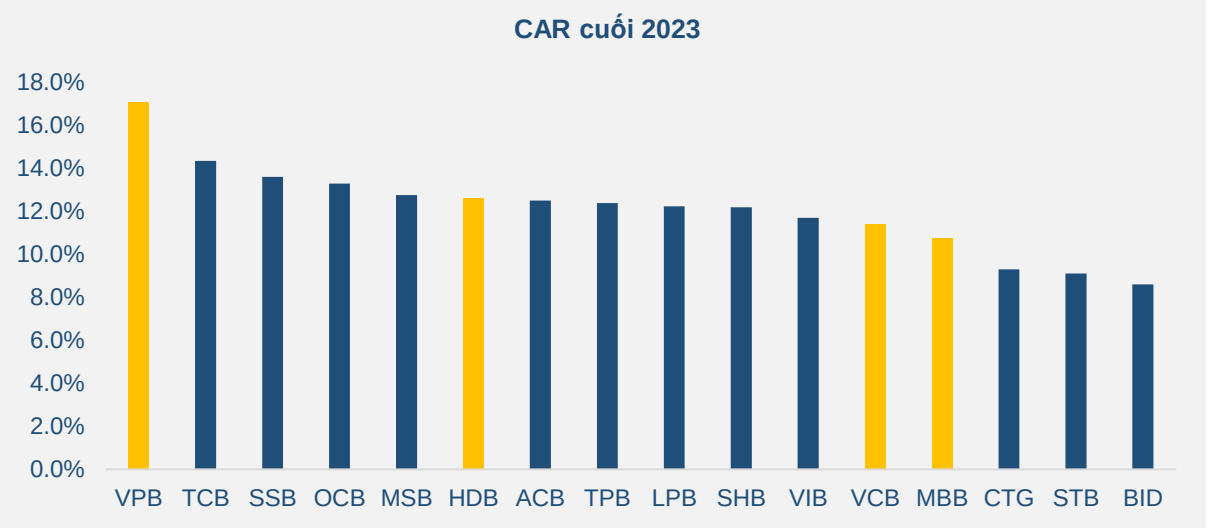
⇦

- GPBank
- DongABank

05/2024 — Đã hoàn thành định giá CBBank, Oceanbank và GPBank.

10/2024 — Lễ công bố quyết định chuyển giao CBBank cho VCB và Oceanbank cho MBB.

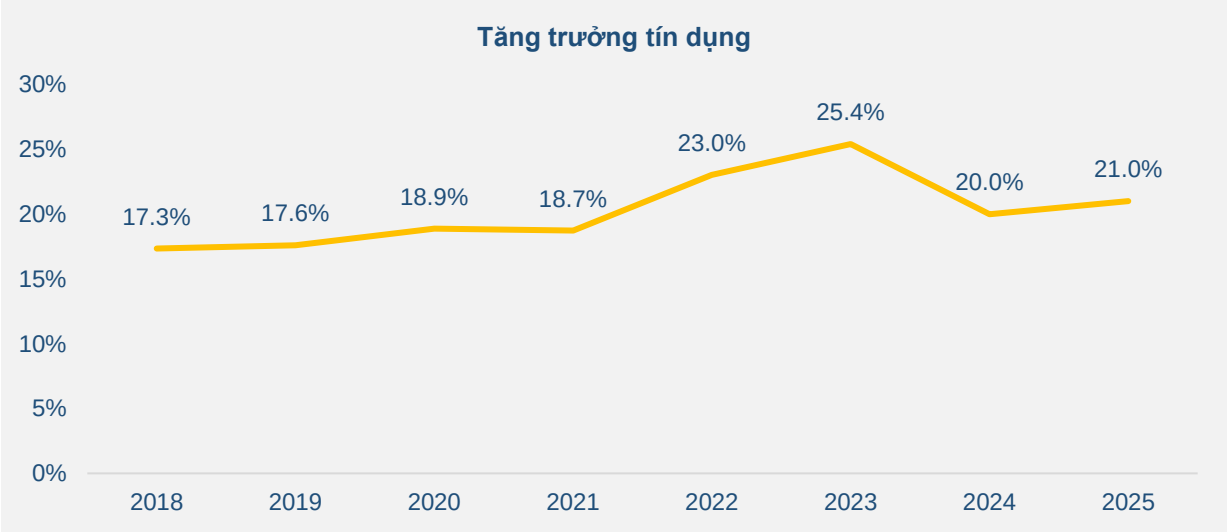
- Quyền lợi theo luật TCTD 2024:
  - ✓ Không phải hợp nhất BCTC của NH được chuyển giao bắt buộc.
  - ✓ Được loại trừ NH được CGBB khi tính tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất.
  - ✓ Được loại trừ dư nợ cấp tín dụng đối với NH được CGBB khi tính một số tỷ lệ, giới hạn.
  - ✓ Giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc.
  - ✓ Không bị hạn chế tỷ lệ mua, nắm giữ, đầu tư TPCP.
- Một số NH có chia sẻ về việc có thể sẽ được nhận quyền lợi về việc được cấp thêm hạn mức tín dụng.

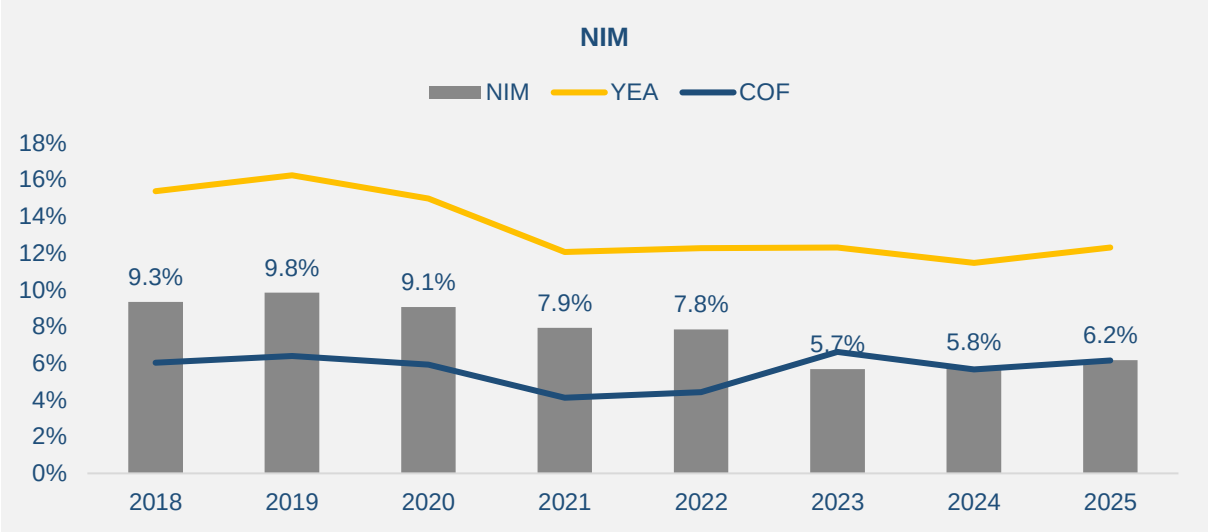


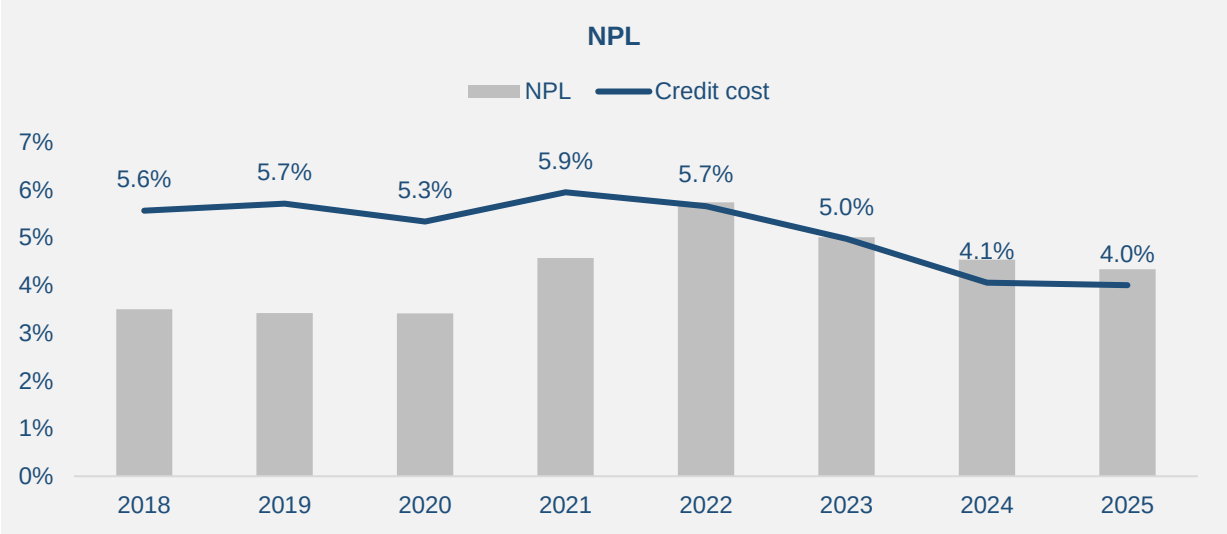
BAOVIET Securities

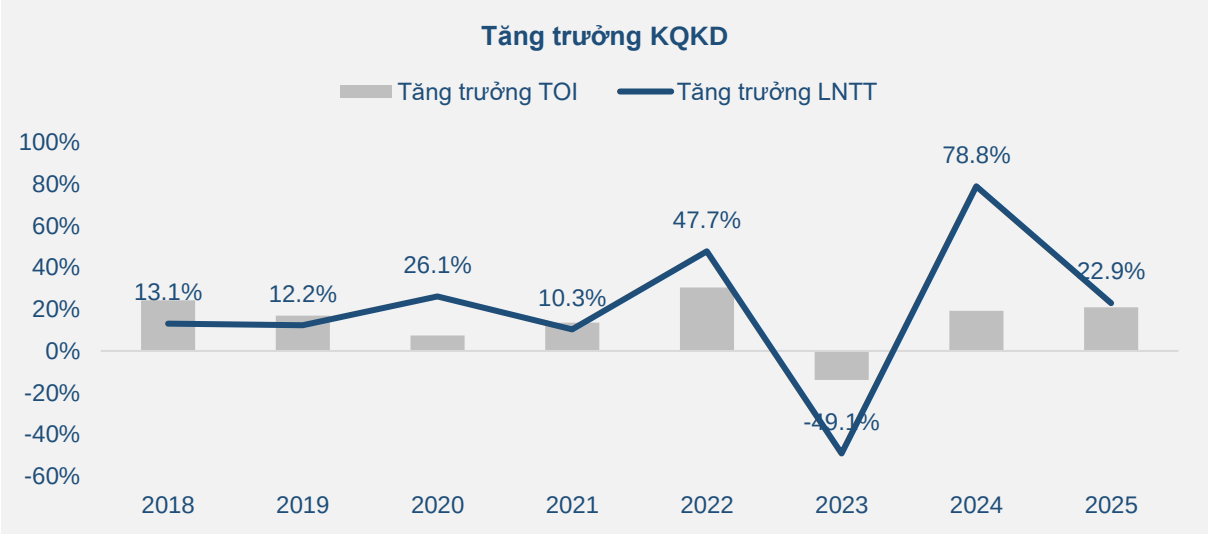
VPB – Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống

Current price: **19,300 VND/share** - Target price: **23,800 VND/share –** Upside: **+23.3% -** Recommendation: **OUTPERFORM**



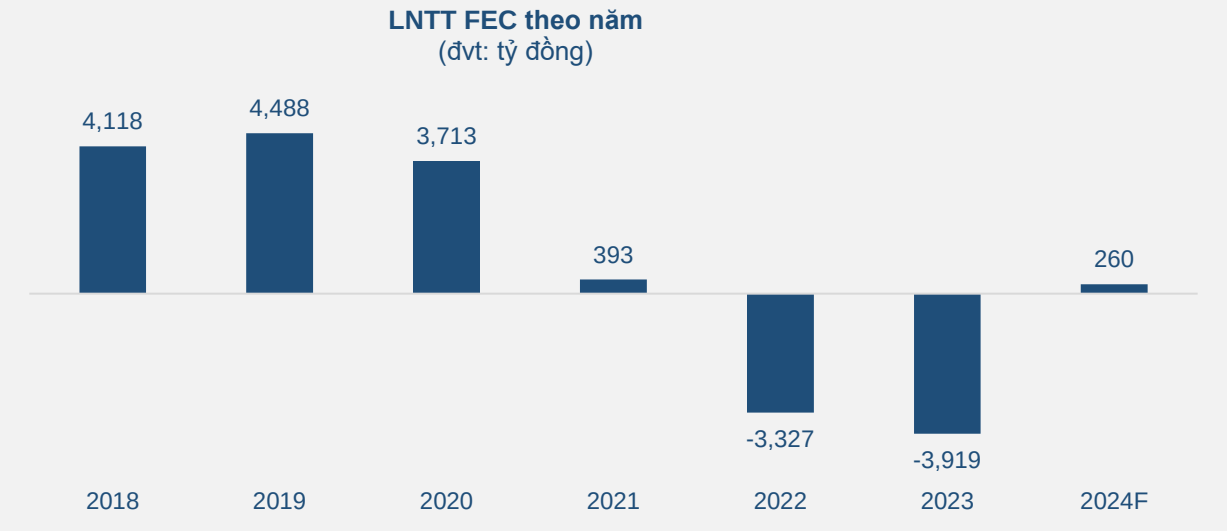


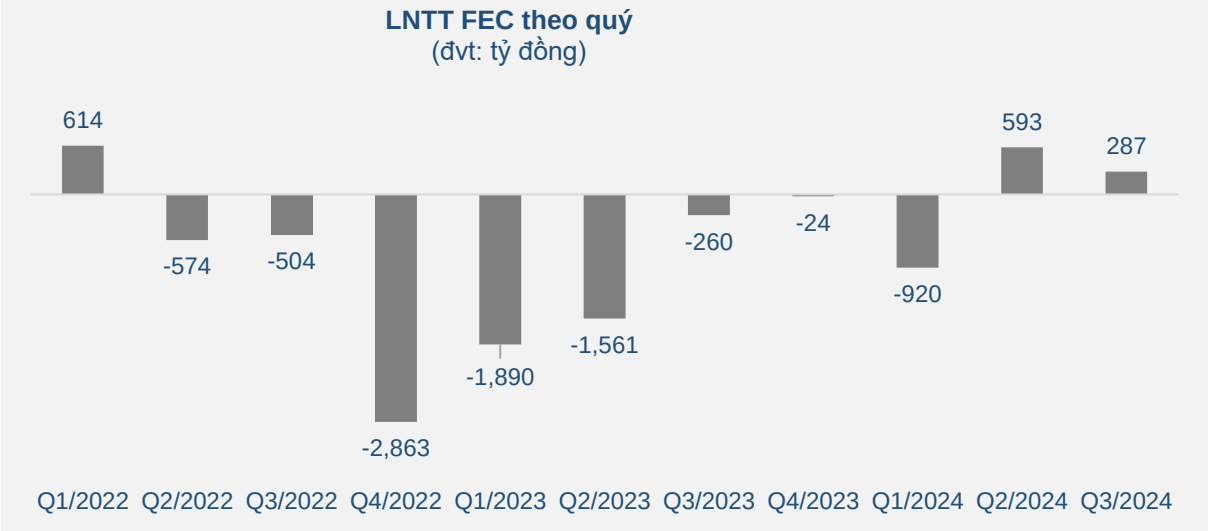


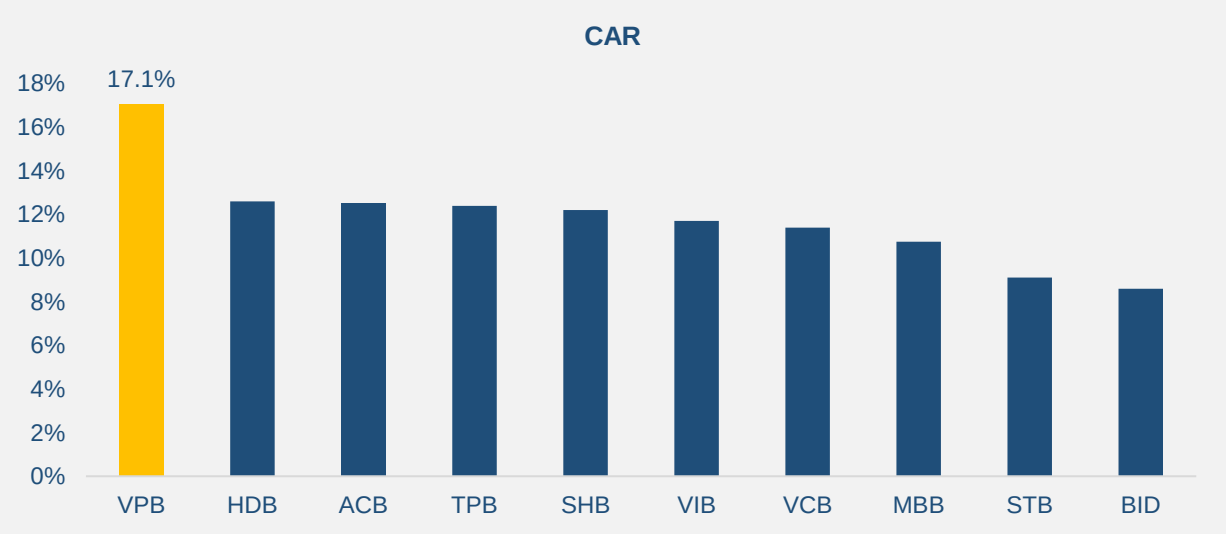


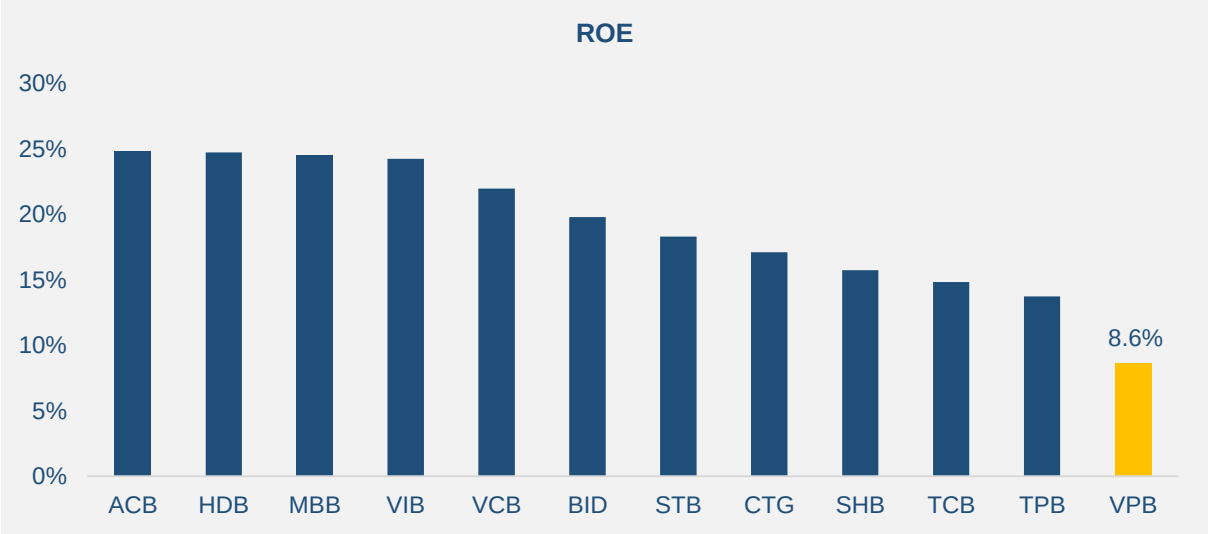
VPB – Ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất hệ thống

Current price: **19,300 VND/share** - Target price: **23,800 VND/share –** Upside: **+23.3% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









STB

OUTPERFORM | Target: 41.400 VNĐ/CP | Upside: +22,5%

BAOVIET Securities

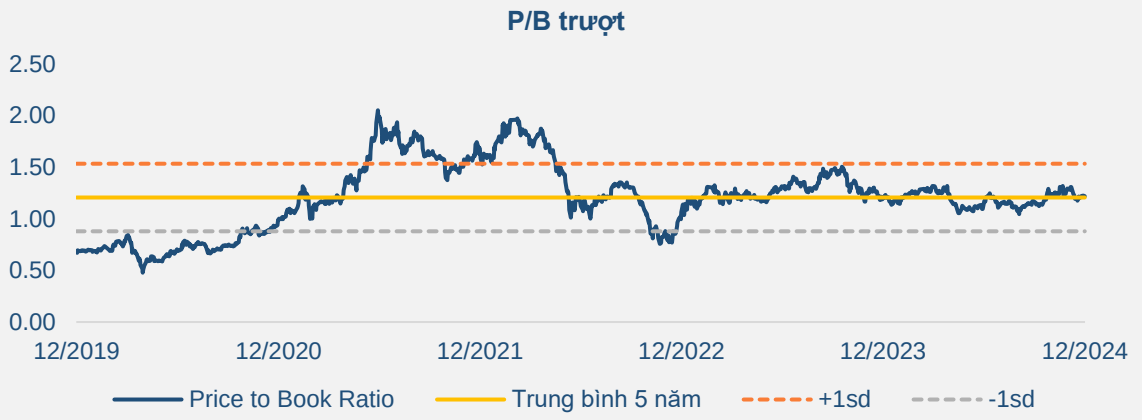
STB – Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu

Current price: **33,800 VND/share** - Target price: **41,400 VND/share –** Upside: **+22.5% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu.** Sau khi hoàn thành đề án tái cơ cấu, STB có thể thực hiện đầy đủ các hoạt động, có thể trả cổ tức cũng như tăng vốn điều lệ để gia tốc tăng trưởng. Chất lượng tài sản tốt, khẩu vị thận trọng cũng như là ngân hàng đang trong giai đoạn tái cơ cấu nên STB không có đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và có danh mục cho vay chất lượng tốt.
- **STB đã trình lên NHNN để xử lý theo hình thức bán đấu giá 32,5% cổ phần tại VAMC.** Nếu NHNN duyệt phương án, STB có thể triển khai bán đấu giá và giúp STB hoàn nhập một phần hoặc toàn bộ dự phòng nợ xấu.
- **Hiệu quả hoạt động được cải thiện mạnh mẽ** khi dự phòng rủi ro giảm sau khi hoàn thành trích lập VAMC. Dự kiến ROE của STB sẽ đạt lần lượt khoảng 23% và 24% trong năm 2024 và 2025.
- **KQKD năm 2024 dự báo tăng trưởng tích cực.** Tổng thu nhập hoạt động và LNST dự báo đạt lần lượt 29.148 tỷ đồng (+11% y/y) và 9.378 tỷ đồng (+21% y/y). Dự báo dựa trên cơ sở: (1) tăng trưởng tín dụng STB đạt 14%; (2) dự phòng RRTD ở mức 2.728 tỷ đồng, giảm so với 2023 khi hoàn thành trích lập xong trái phiếu VAMC; và (3) NIM giảm nhẹ 2 bps y/y xuống 3,68%.
- **STB đã đấu giá thành công KCN Phong Phú và đã thu được 20% tổng giá trị bán đấu giá.** STB sẽ tiếp tục nhận được 40% trong năm 2024 và 40% trong năm 2025 theo tiến độ hoàn thành hồ sơ pháp lý của dự án. Theo đó, chúng tôi ước tính giá trị bán đấu giá thành công khoảng 7.900 tỷ đồng giúp STB ghi nhận hoàn nhập và cải thiện KQKD trong năm 2025 sau khi đã nhận được đầy đủ khoản thanh toán của bên mua tài sản.
- **Định giá.** STB đang giao dịch tại P/B năm 2024 ở mức 1,16 lần và P/B forward 2025 ở mức 0,97 lần là mức tương đối hấp dẫn với P/B trung bình 5 năm là 1,21 lần.

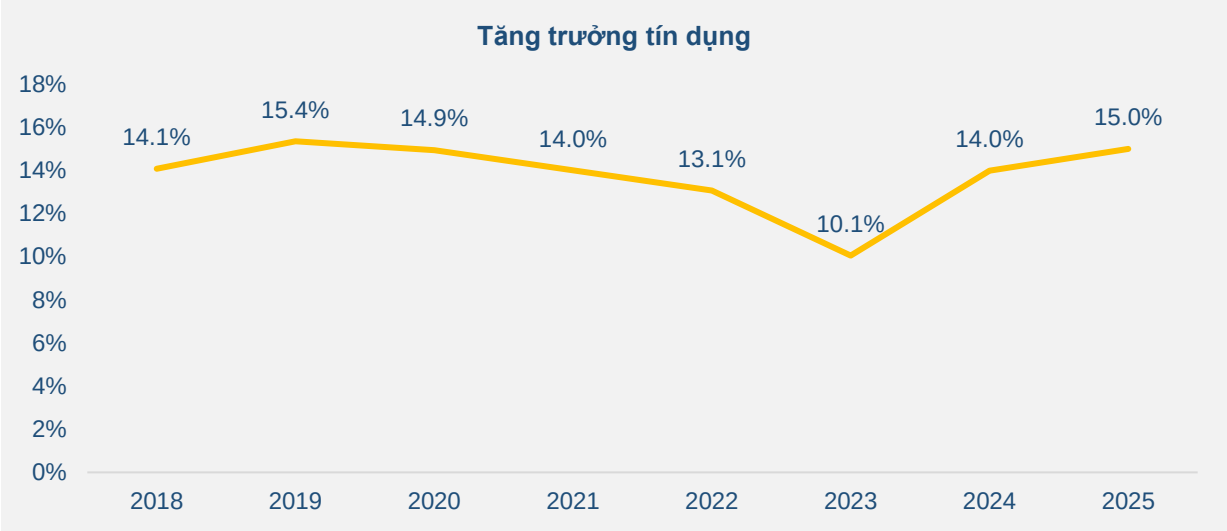
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**26.141**	**26.173**	**29.148**	**33.726**
POPP	15.221	13.283	14.574	16.863
PAT	**5.041**	**7.719**	**9.378**	**11.485**
NIM	3,5%	3,7%	3,7%	3,4%
NPL	1,0%	2,3%	2,0%	2,0%
CIR	41,8%	49,2%	50,0%	50,0%
P/B (x)	1,63	1,37	1,16	0,97
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**41.400**

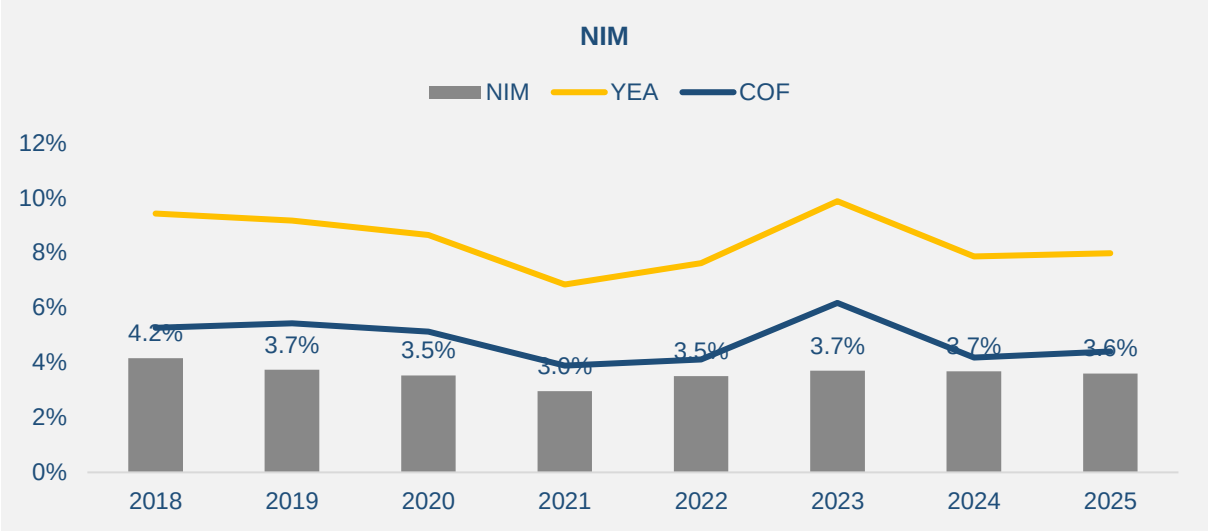


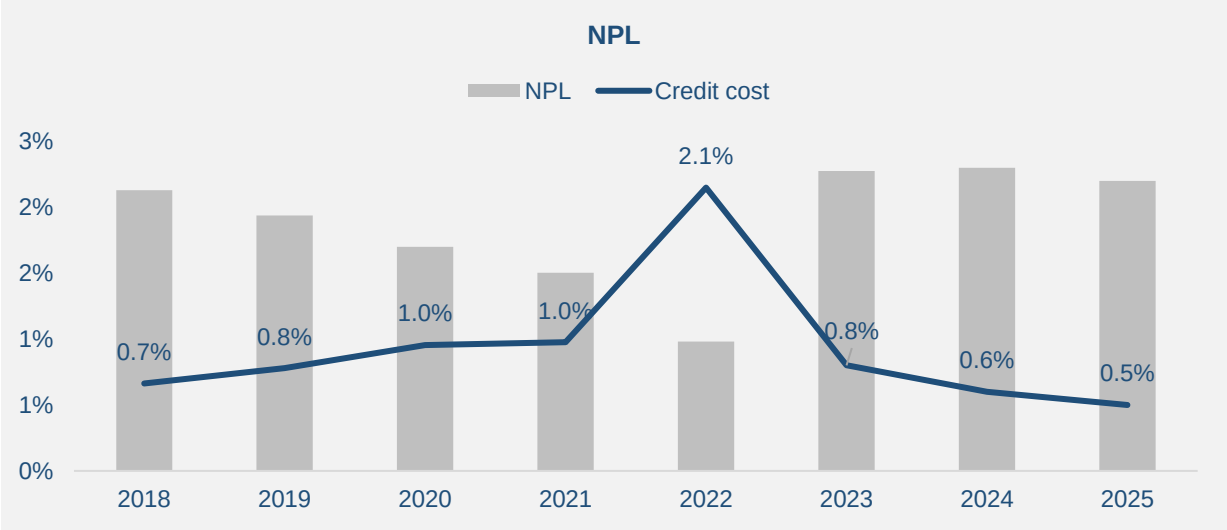
BAOVIET Securities

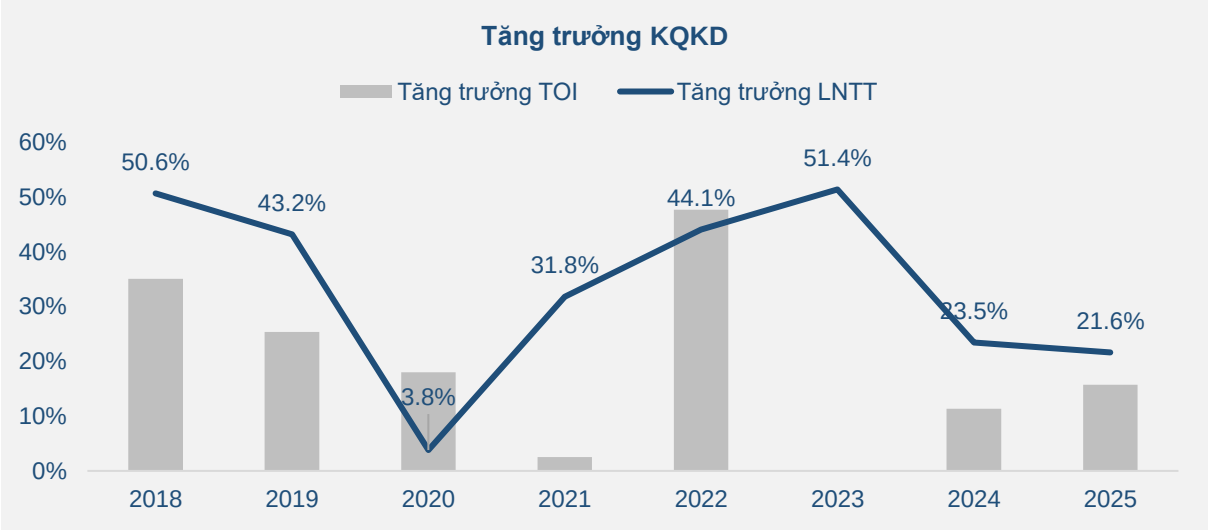
STB – Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu

Current price: **33,800 VND/share** - Target price: **41,400 VND/share –** Upside: **+22.5% -** Recommendation: **OUTPERFORM**



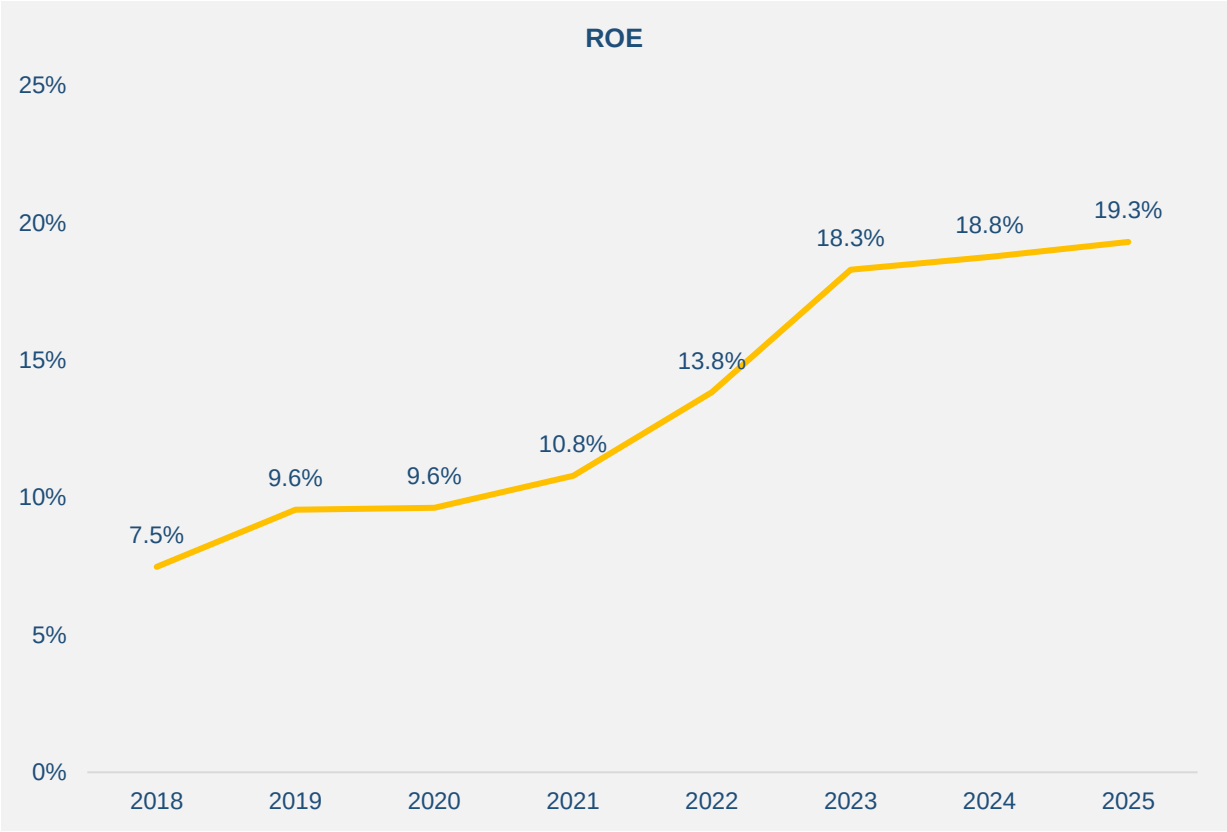


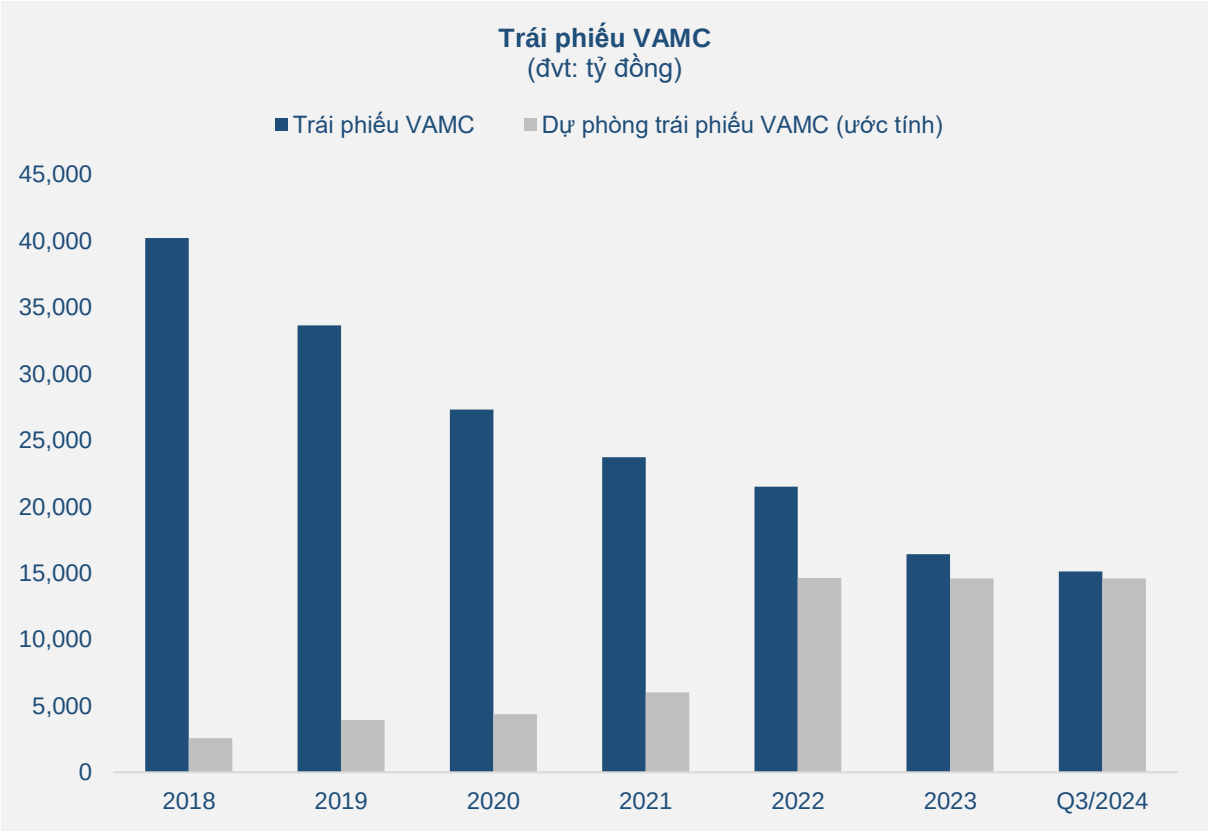




STB – Tiến tới hoàn thành đề án tái cơ cấu

Current price: **33,800 VND/share** - Target price: **41,400 VND/share –** Upside: **+22.5% -** Recommendation: **OUTPERFORM**





VCB

OUTPERFORM | Target: 117.400 VNĐ/CP | Upside: +25,6%

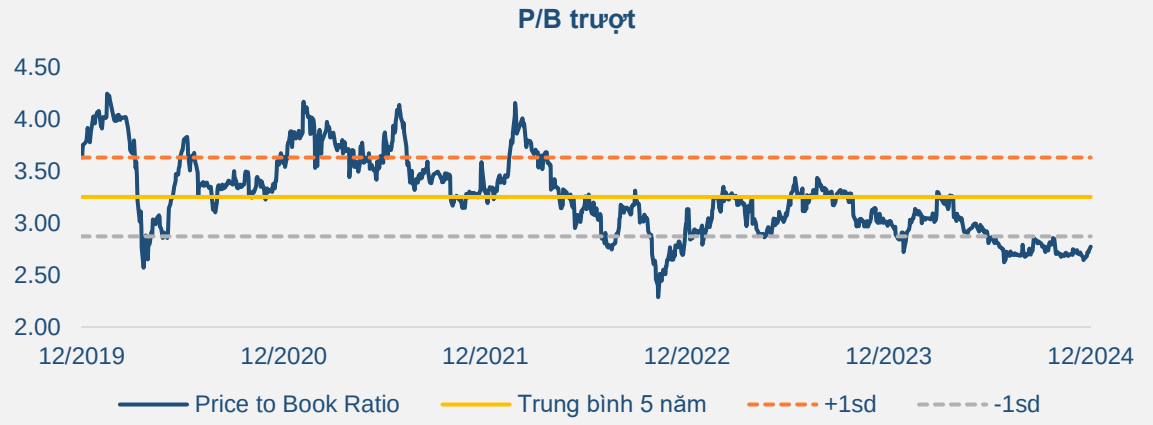
VCB – Chất lượng tài sản hàng đầu

Current price: **93,500 VND/share** - Target price: **117,400 VND/share –** Upside: **+25.6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống** với tỷ lệ nợ xấu ở mức thấp và tỷ lệ LLRC cao nhất hệ thống. Trong bối cảnh ngành nợ xấu hình thành mới của hệ thống Ngân hàng tăng lên thì VCB là một trong những ngân hàng chịu ảnh hưởng ít nhất nhờ chất lượng khách hàng tốt và dư nợ cho vay DN BĐS và trái phiếu DN ở mức thấp.
- **Hiệu quả hoạt động cao.** ROE trung bình 5 năm của VCB ở mức 23%, cao nhất trong nhóm 140 ngân hàng niêm yết có quy mô tài sản lớn nhất khu vực Châu Á Thái Bình Dương. Dù hiệu quả sinh lời cao nhưng tốc độ tăng trưởng của VCB vẫn rất ấn tượng. LNST trung bình 5 năm tăng trưởng 17%/năm, Tổng tài sản tăng trưởng 10%/năm, cao hơn mặt bằng chung của các ngân hàng trong khu vực.
- **VCB được Quốc hội chấp thuận tăng vốn điều lệ thêm 27.666 tỷ đồng.** Sau khi tăng vốn thành công, dự kiến VĐL của VCB đạt mức 83.557 tỷ đồng, cao nhất hệ thống.
- **VCB đã chuyển giao bắt buộc CBBank** và được dự báo nhận được thêm những quyền lợi có thể giúp cho VCB tăng trưởng nhanh hơn.
- **VCB là ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất hệ thống** và thấp hơn khá nhiều so với ngân hàng đứng thứ 2**.** Đây là thế mạnh giúp VCB có lợi nhuận cao trong giai đoạn thuận lợi và duy trì lợi nhuận trong giai đoạn khó khăn.
- **VCB có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược và chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ cao.** VCB có kế hoạch phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược khoảng 363 triệu cổ phiếu, tương đương 6,5% vốn điều lệ và tổng giá trị ước tính khoảng 30.000 tỷ đồng (1,2 tỷ USD).
- **Định giá.** VCB đang giao dịch tại mức P/B năm 2025 là 2,3 lần, thấp hơn khá nhiều so với mức P/B bình quân lịch sử là 3,3 lần.

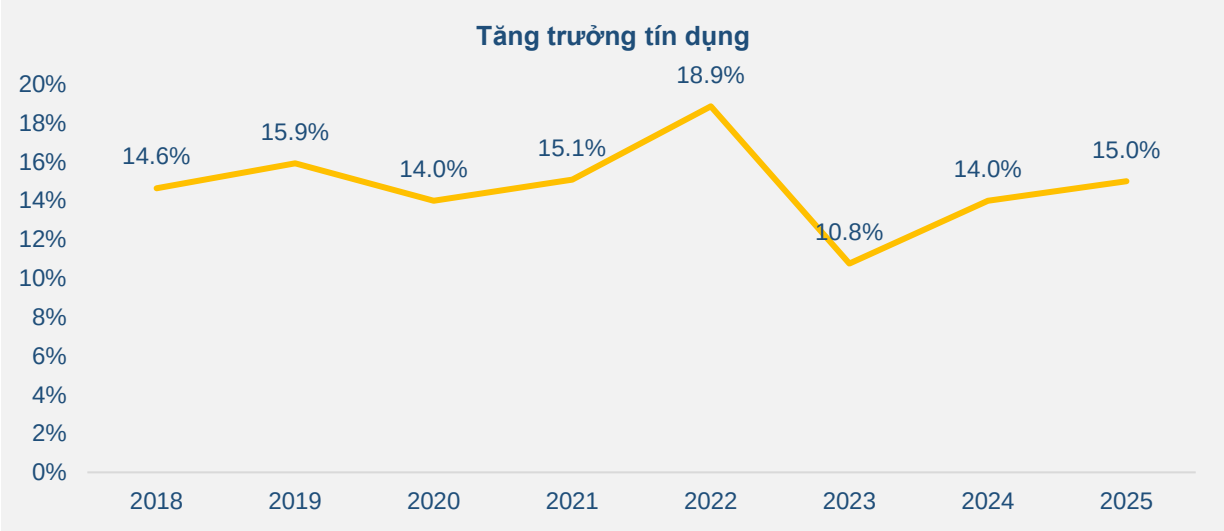
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	68.083	67.723	68.648	81.345
POPP	46.832	45.809	47.344	56.101
PAT	29.919	33.054	34.716	39.619
NIM	3,18%	2,69%	2,65%	2,69%
NPL	0,7%	1,0%	0,8%	1,3%
CIR	31,2%	32,4%	31,0%	31,0%
P/B (x)	3,14	3,13	2,76	2,29
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**117.400**

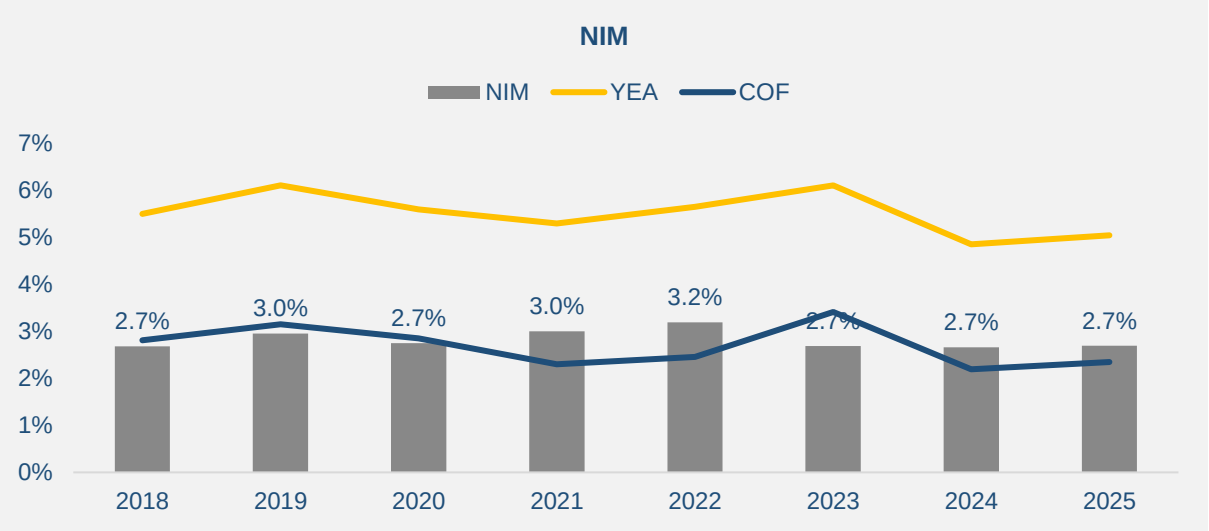


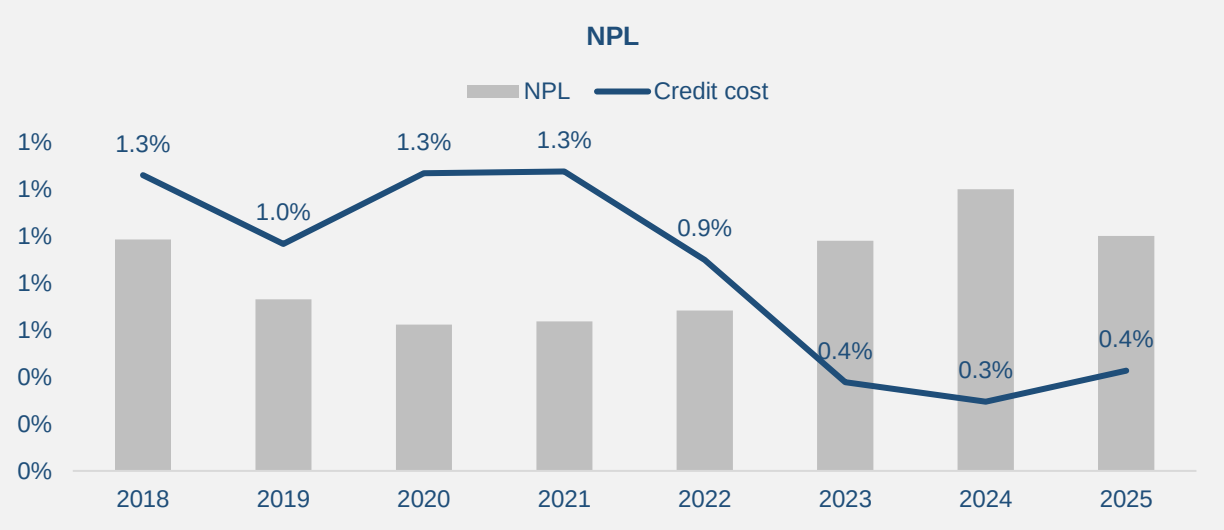
BAOVIET Securities

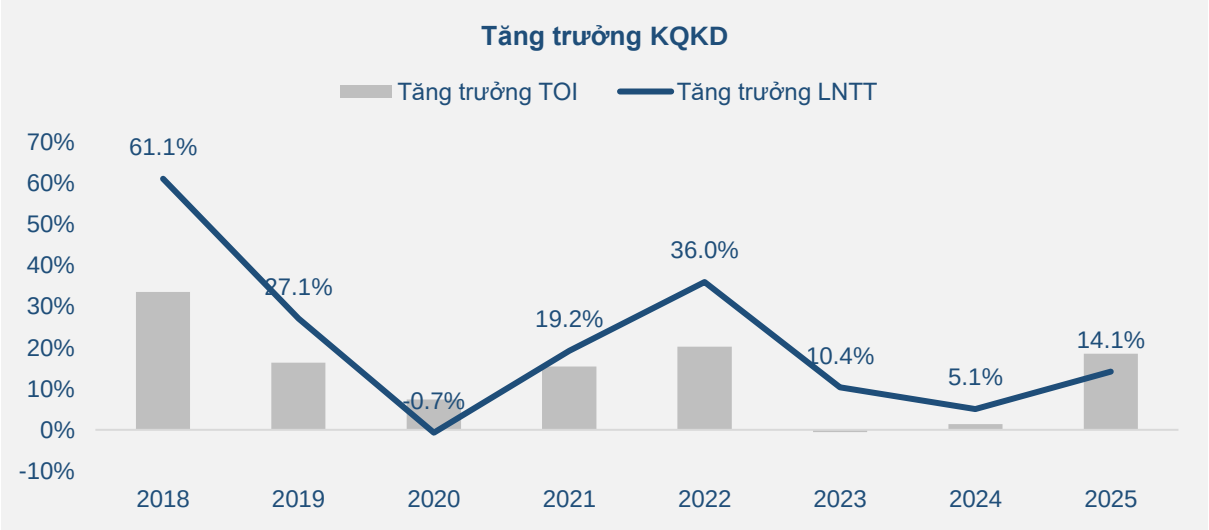
VCB – Chất lượng tài sản hàng đầu

Current price: **93,500 VND/share** - Target price: **117,400 VND/share –** Upside: **+25.6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









Nhận chuyển giao Ngân hàng 0 đồng

Ngành Ngân hàng

- VCB
- MBB

⇦

- CBBank
- Oceanbank

- VPB
- HDB

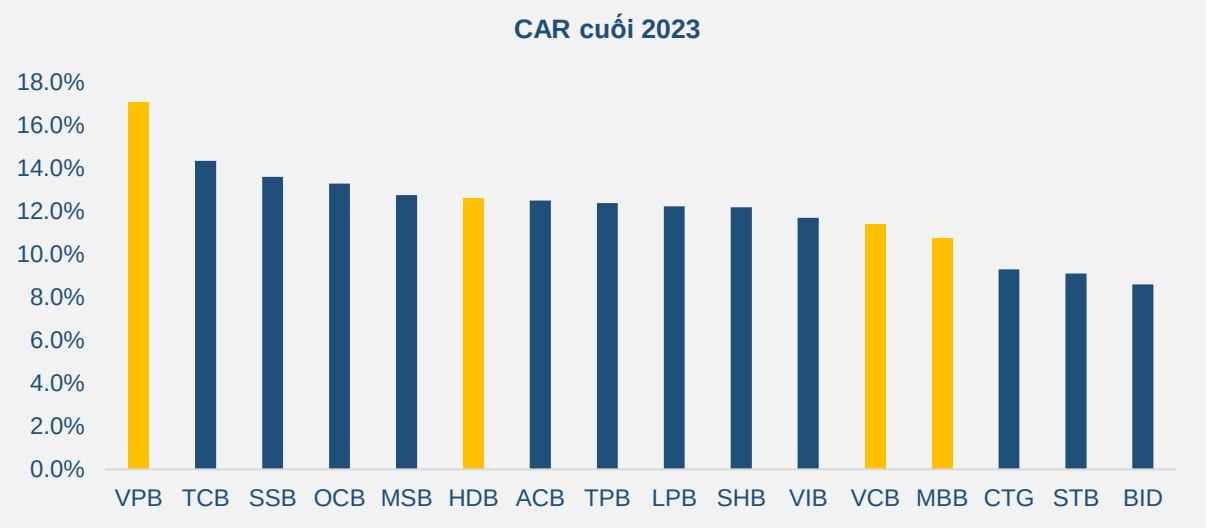
⇦

- GPBank
- DongABank

05/2024 — Đã hoàn thành định giá CBBank, Oceanbank và GPBank.

10/2024 — Lễ công bố quyết định chuyển giao CBBank cho VCB và Oceanbank cho MBB.

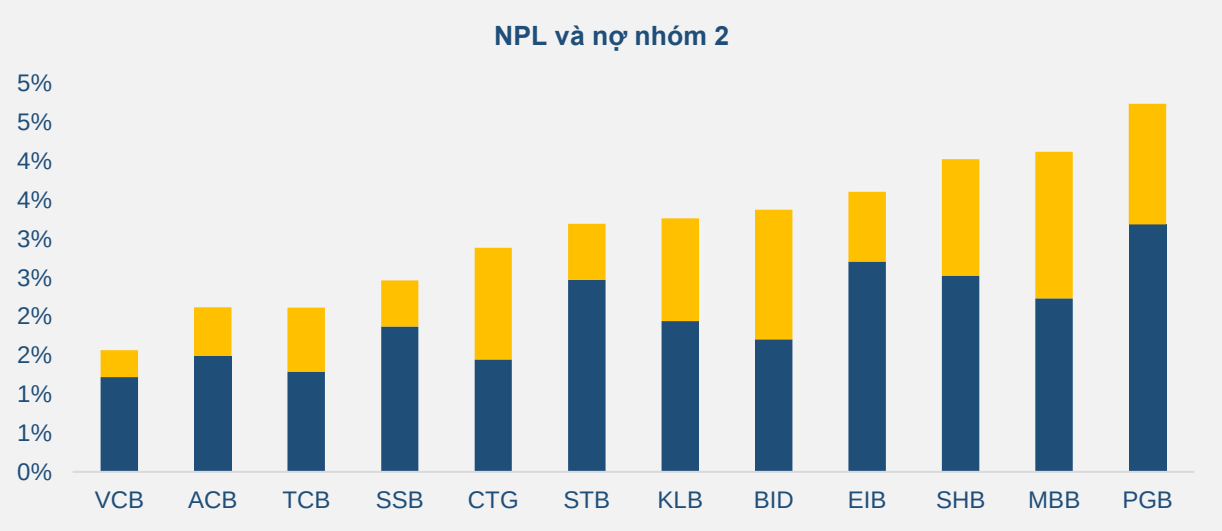
- Quyền lợi theo luật TCTD 2024:
  - ✓ Không phải hợp nhất BCTC của NH được chuyển giao bắt buộc.
  - ✓ Được loại trừ NH được CGBB khi tính tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất.
  - ✓ Được loại trừ dư nợ cấp tín dụng đối với NH được CGBB khi tính một số tỷ lệ, giới hạn.
  - ✓ Giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc.
  - ✓ Không bị hạn chế tỷ lệ mua, nắm giữ, đầu tư TPCP.
- Một số NH có chia sẻ về việc có thể sẽ được nhận quyền lợi về việc được cấp thêm hạn mức tín dụng.

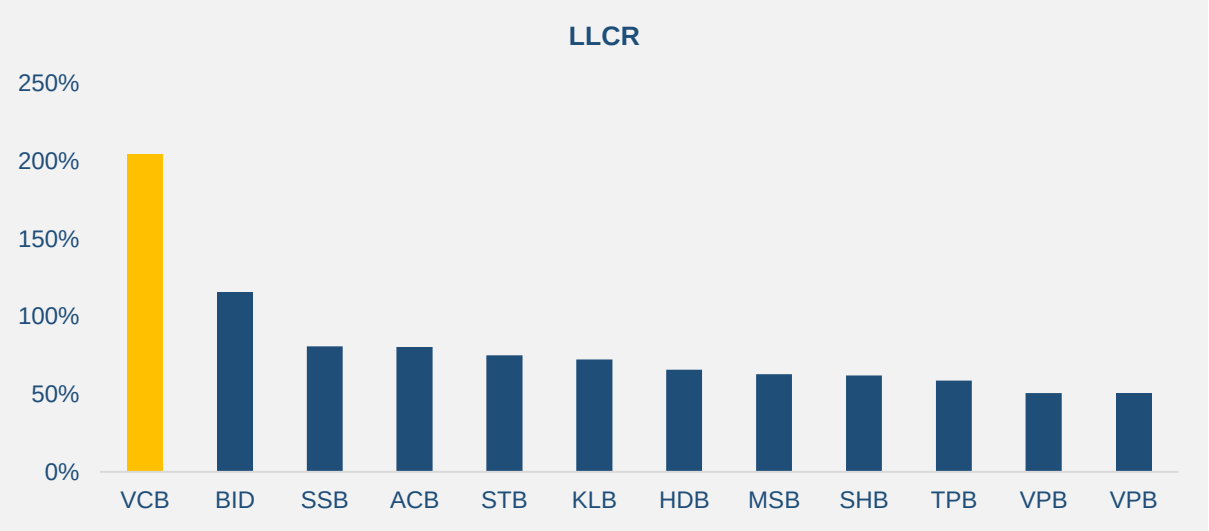


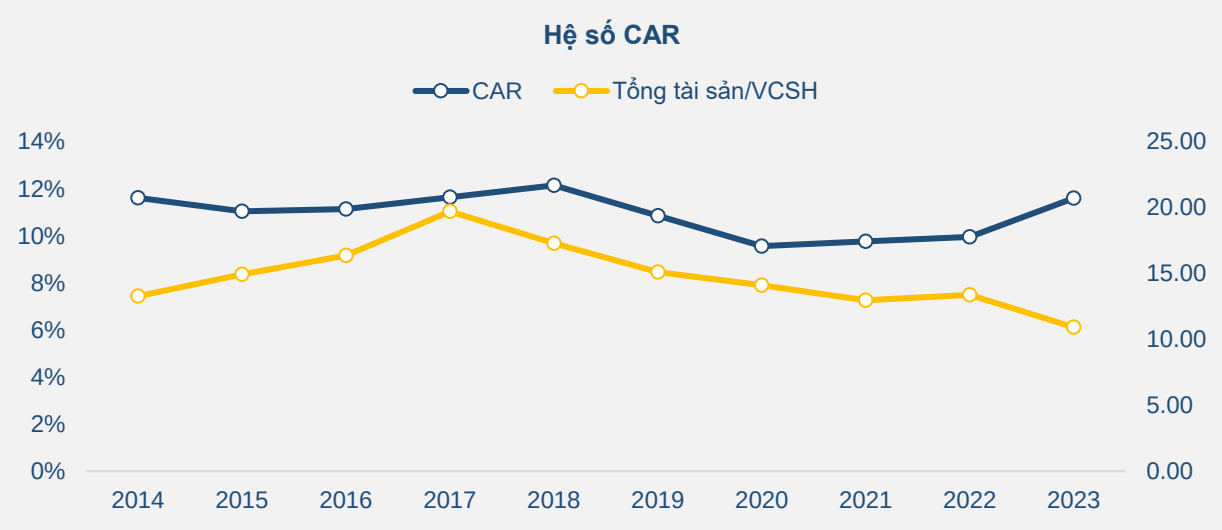
BAOVIET Securities

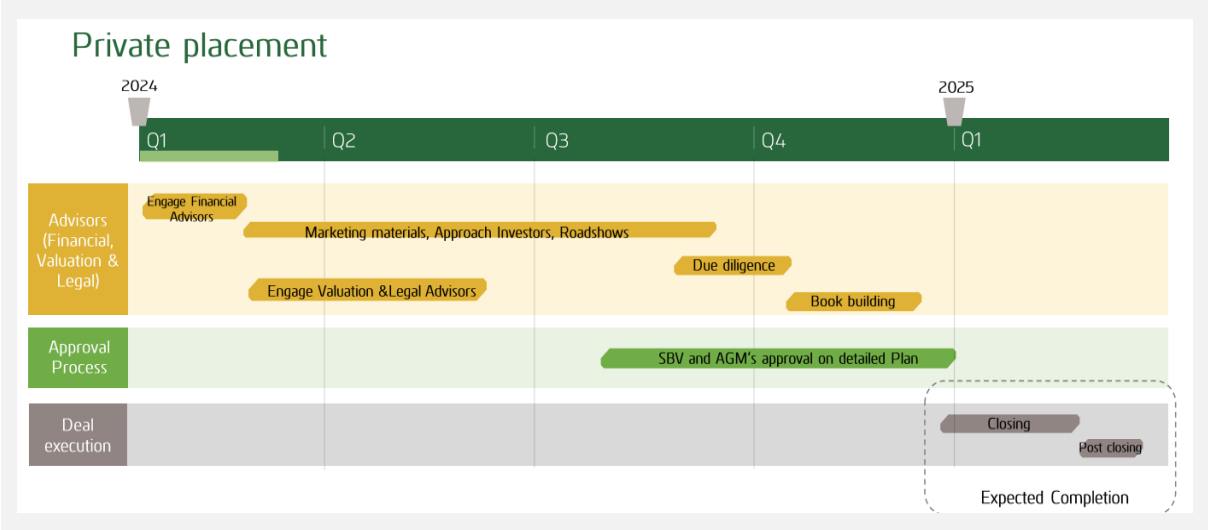
VCB – Chất lượng tài sản hàng đầu

Current price: **93,500 VND/share** - Target price: **117,400 VND/share –** Upside: **+25.6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









BAOVIET Securities

MBB

OUTPERFORM | Target: 31.000 VNĐ/CP | Upside: +27,6%

BAOVIET Securities

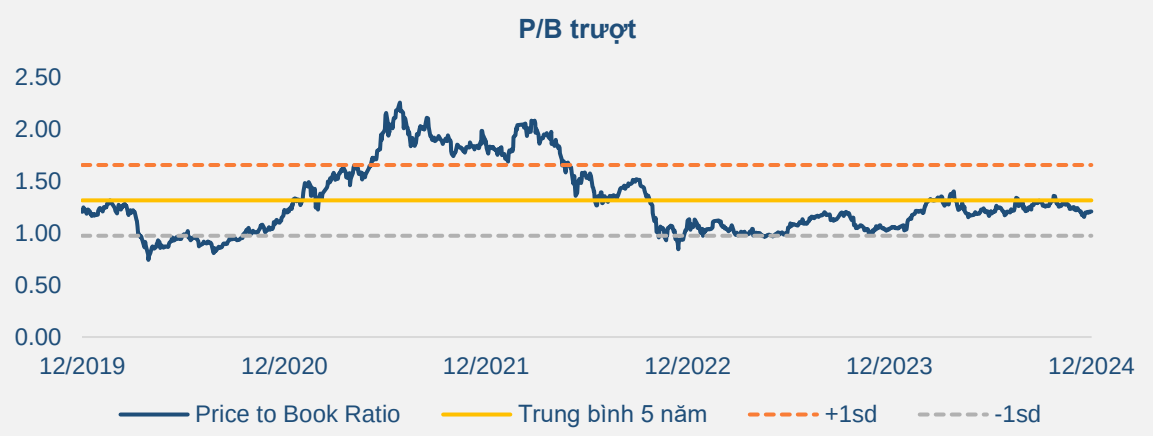
MBB – Nhiều động lực tăng trưởng

Current price: **24,300 VND/share** - Target price: **31,000 VND/share –** Upside: **+27.6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

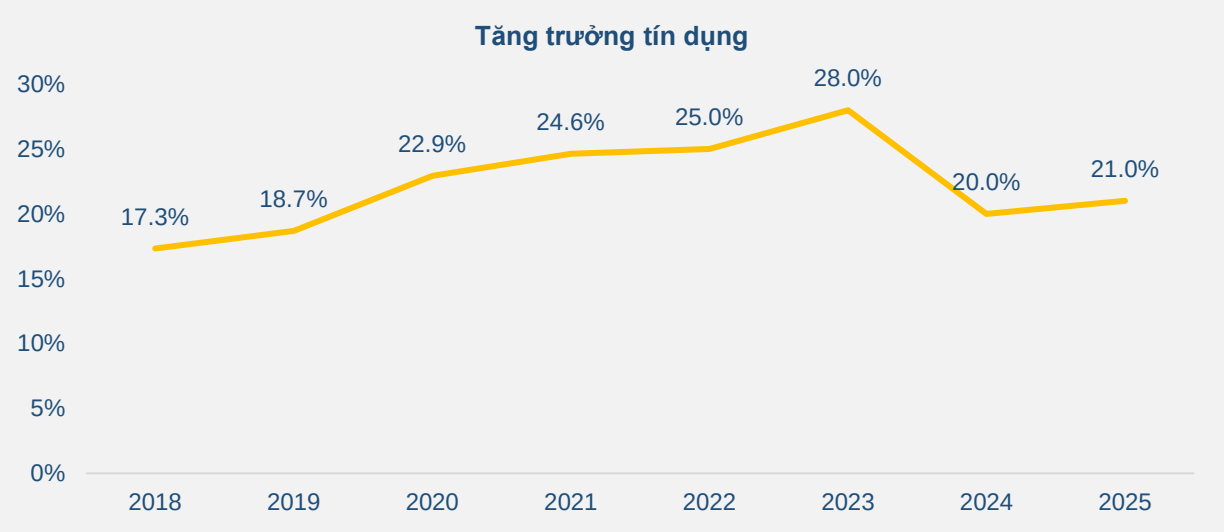
- **MBBank là ngân hàng cung cấp sản phẩm và giải pháp tài chính toàn diện** từ sản phẩm ngân hàng truyền thống tới các sản phẩm tài chính khác như quản lý tài sản, môi giới chứng khoán, bảo hiểm…
- **MBB duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng tương đối ấn tượng dù quy mô ngân hàng lớn.** Nhờ nguồn CASA lớn, chi phí vốn và phí lãi vay của MBB ở mức cạnh tranh. Khẩu vị rủi ro của MBB cũng giúp MBB đảm bảo tốc độ tăng trưởng tín dụng cao.
- **CASA đạt 36% cao nhất trong hệ thống** giúp cho chi phí vốn của MBB nằm trong top 2 hệ thống và NIM của MBB cũng nằm trong top 3 toàn hệ thống. CASA của MBB được duy trì nhờ tệp KHDN lớn và thu hút khách hàng cá nhân, SME lựa chọn làm ngân hàng thanh toán.
- **Nền tảng công nghệ mạnh mẽ** với các nền tảng lõi và ứng dụng đều được xây dựng bởi đội ngũ công nghệ nội bộ.
- **MBB nhận chuyển giao bắt buộc OceanBank** và dự báo nhận lại được một số lợi ích giúp cho MBB có thể tăng trưởng nhanh hơn.
- **Chất lượng tài sản của MBB có dấu hiệu suy giảm** do một số khách hàng lớn bị nhảy nhóm nợ do CIC, chúng tôi kỳ vọng MBB sẽ tiếp tục làm việc với các KH lớn này để tìm phương án khắc phục khả năng trả nợ và giảm tỷ lệ nợ xấu trong Q4/2024. Chúng tôi cũng đánh giá nhiều khả năng tỷ lệ nợ xấu đã ở vùng đỉnh và sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới nhờ lãi suất duy trì ở mặt bằng thấp cũng như kỳ vọng nền kinh tế phục hồi.
- **Định giá.** MBB đang giao dịch ở mức P/B 0,98 lần, thấp hơn so với P/B bình quân lịch sử của MBB.

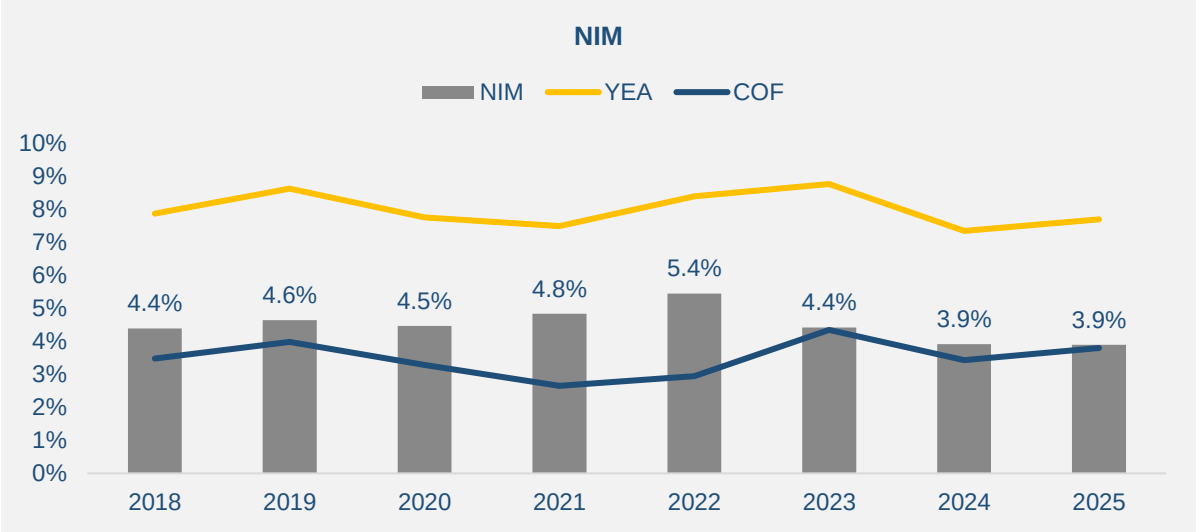
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**45.593**	**47.306**	**54.411**	**65.980**
POPP	30.777	32.393	37.543	45.526
PAT	**17.483**	**20.677**	**22.270**	**26.644**
NIM	5,44%	4,41%	3,91%	3,91%
NPL	1,1%	1,6%	1,5%	1,3%
CIR	32,5%	31,5%	31,0%	31,0%
P/B (x)	1,47	1,06	1,21	0,98
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**31.000**

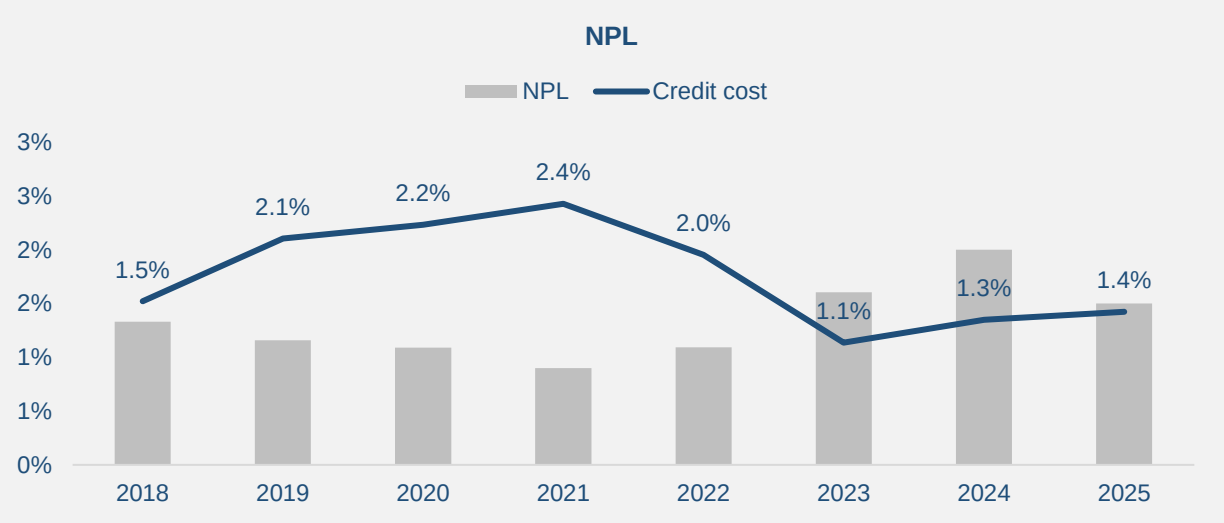


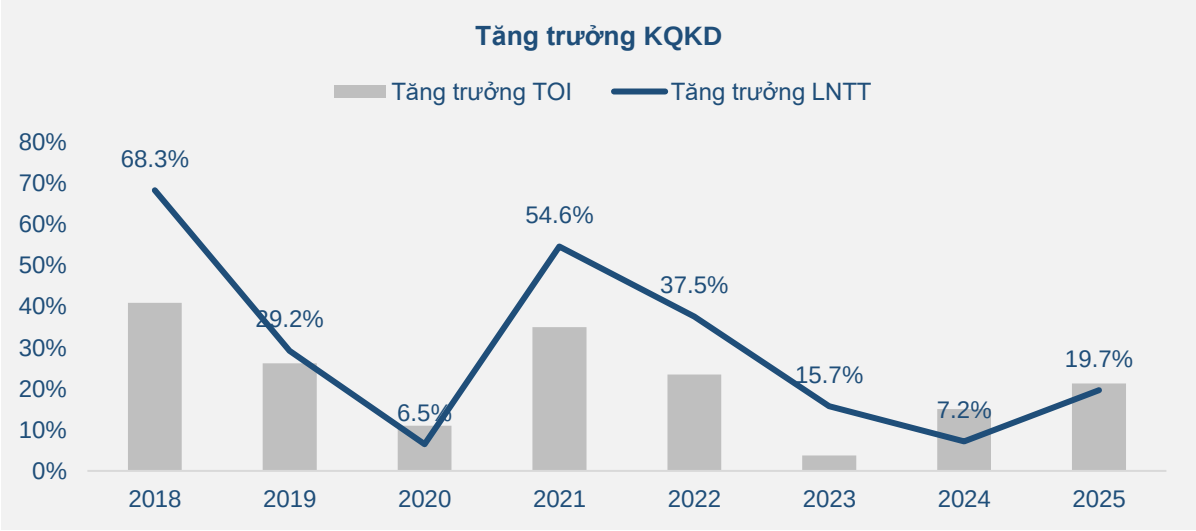
MBB – Nhiều động lực tăng trưởng

Current price: **24,300 VND/share** - Target price: **31,000 VND/share –** Upside: **+27.6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









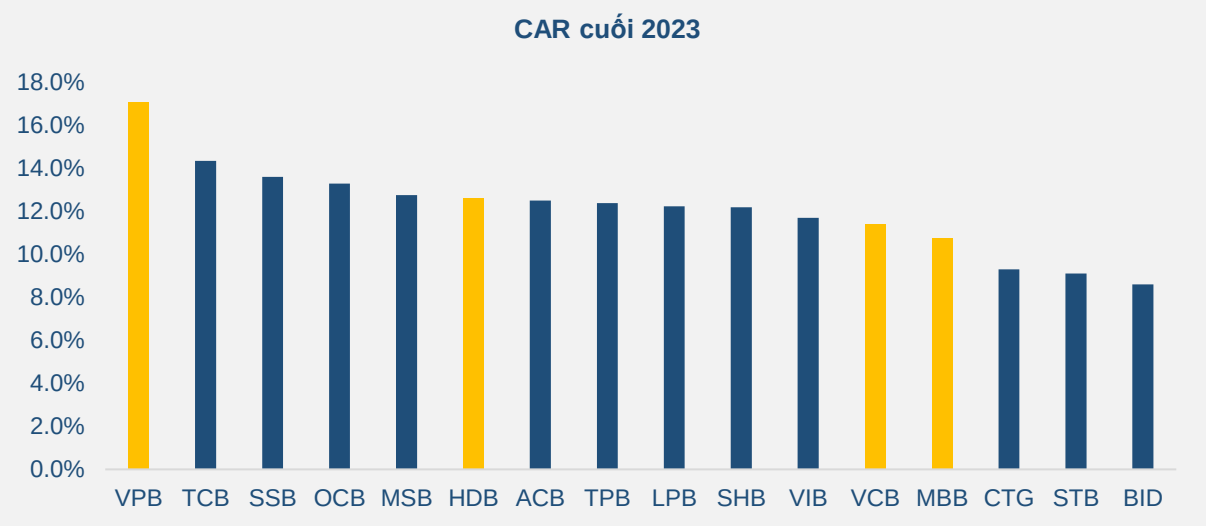
Nhận chuyển giao Ngân hàng 0 đồng

Ngành Ngân hàng

- VCB - MBB	⇦ - CBBank - Oceanbank
- VPB - HDB	⇦ - GPBank - DongABank

05/2024	Đã hoàn thành định giá CBBank, Oceanbank và GPBank.
10/2024	Lễ công bố quyết định chuyển giao CBBank cho VCB và Oceanbank cho MBB.

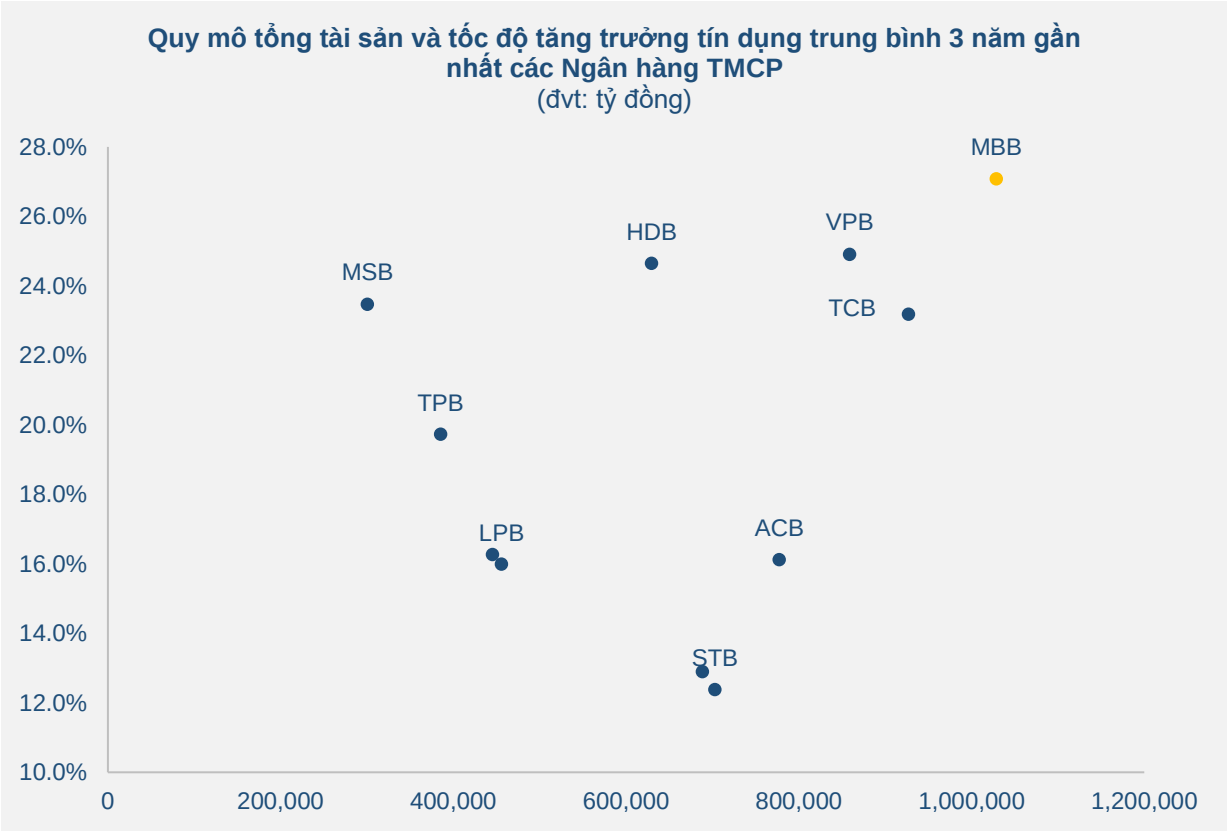
- Quyền lợi theo luật TCTD 2024:
  - ✓ Không phải hợp nhất BCTC của NH được chuyển giao bắt buộc.
  - ✓ Được loại trừ NH được CGBB khi tính tỷ lệ an toàn vốn hợp nhất.
  - ✓ Được loại trừ dư nợ cấp tín dụng đối với NH được CGBB khi tính một số tỷ lệ, giới hạn.
  - ✓ Giảm 50% tỷ lệ dự trữ bắt buộc.
  - ✓ Không bị hạn chế tỷ lệ mua, nắm giữ, đầu tư TPCP.
- Một số NH có chia sẻ về việc có thể sẽ được nhận quyền lợi về việc được cấp thêm hạn mức tín dụng.

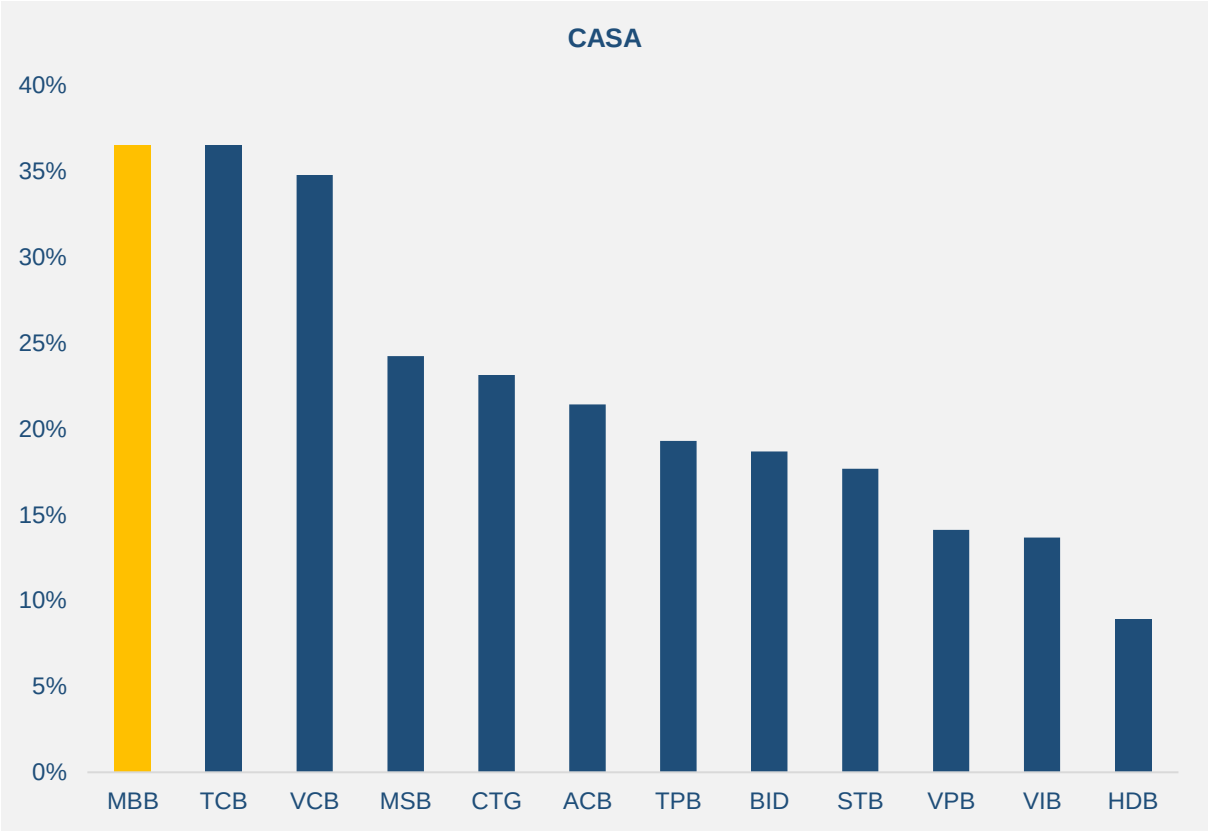


BAOVIET Securities

MBB – Nhiều động lực tăng trưởng

Current price: **24,300 VND/share** - Target price: **31,000 VND/share –** Upside: **+27.6% -** Recommendation: **OUTPERFORM**





TCB

OUTPERFORM | Target: 29.200 VNĐ/CP | Upside: +20,4%

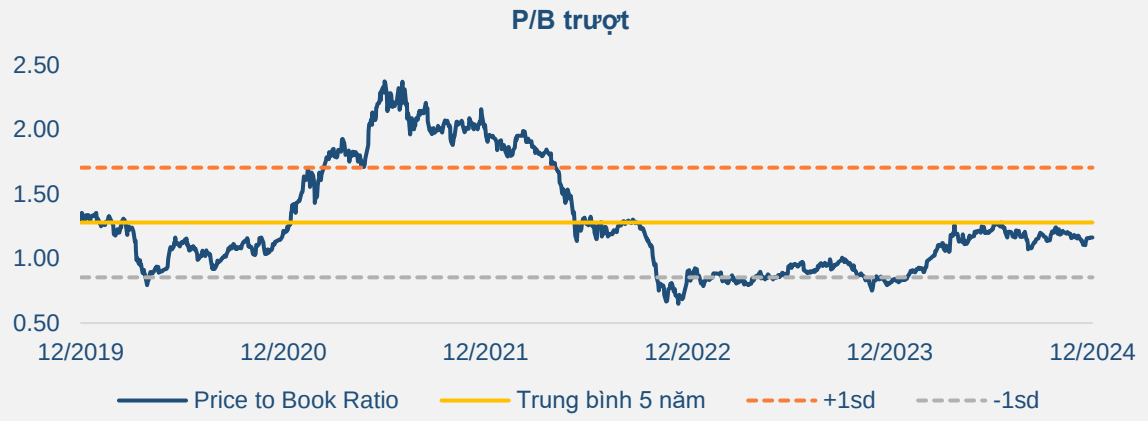
TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **24,250 VND/share** - Target price: **29,200 VND/share –** Upside: **+20.4% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **TCB là ngân hàng có hiệu quả hoạt động cao** với ROA cao vượt trội so với các ngân hàng khác trong hệ thống và ROE bình quân 5 năm gần đây trên 19%. Với hệ số đòn bẩy tài chính chỉ 6,2 là mức rất thấp so với bình quân hệ thống, TCB có nhiều tiềm năng gia tăng hiệu quả.
- **TCB là một trong những ngân hàng có tăng trưởng tín dụng và KQKD mạnh nhất trong 9T2024** nhờ: (1) thị trường BĐS hồi phục giúp tăng nhu cầu tín dụng và cải thiện chất lượng tài sản của TCB; (2) nhu cầu tín dụng KHCN cũng hồi phục tương đối tích cực trong Q2/2024 và Q3/2024; (3) mặt bằng lãi suất thấp giúp cải thiện COF và NIM của TCB.
- **Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 20% trong 2024**. NHNN đã ra công văn về điều chỉnh tăng thêm hạn mức tín dụng cho các NH có tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 80% chỉ tiêu. Chúng tôi ước tính hạn mức tín dụng cả năm 2024 của TCB khoảng 20%.
- **Lợi thế CASA của TCB tiếp tục được duy trì nhờ khả năng thu hút khách hàng để lựa chọn TCB làm ngân hàng thanh toán (MOA).** Lợi thế cạnh tranh chính của TCB là giúp khách hàng có trải nghiệm đơn giản, dễ dàng, thuận tiện và sản phẩm sinh lời tự động (auto-earning).
- **TCB dự kiến trình chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt trong dài hạn** với mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt ít nhất 20% của tổng LNST. Chính sách mới này cho thấy niềm tin của BLĐ và kết quả kinh doanh tích cực của TCB trong dài hạn và chất lượng tài sản vẫn tốt. Chi trả cổ tức bằng tiền mặt cũng giúp cải thiện chỉ số ROE và tăng định giá của TCB lên nếu các yếu tố khác không thay đổi. Theo chia sẻ của TCB, tỷ lệ an toàn vốn cấp 1 vẫn sẽ được duy trì ở mức 14-15%.
- **Định giá:** TCB đang giao dịch ở mức P/B forward 2025 là 0,97, thấp hơn so với P/B bình quân lịch sử.

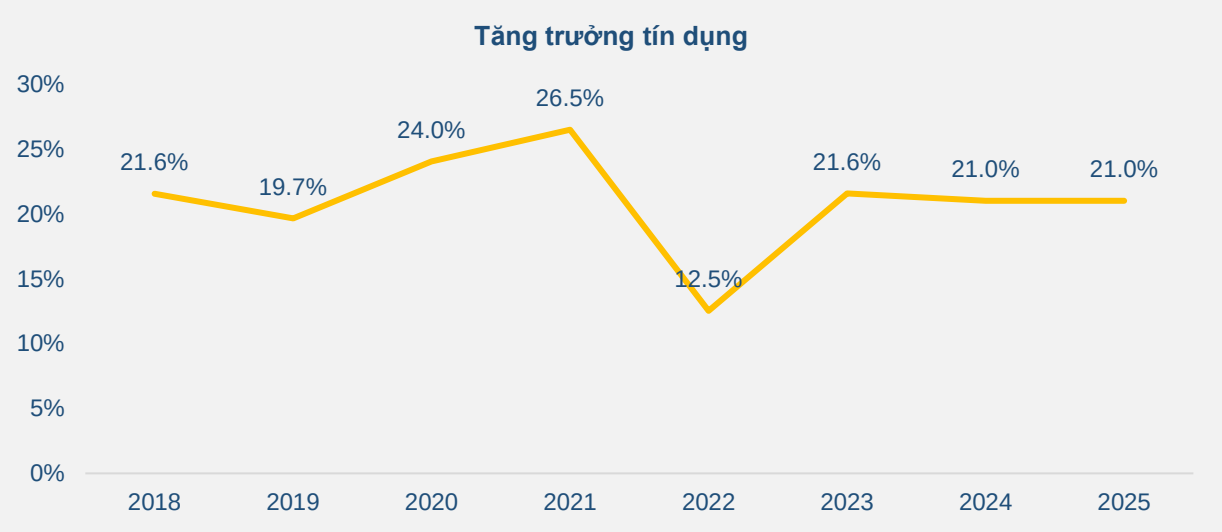
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**40.902**	**40.061**	**49.842**	**57.582**
POPP	27.504	26.809	33.121	40.345
PAT	**20.436**	**18.191**	**22.267**	**26.834**
NIM	5,09%	3,73%	4,19%	4,26%
NPL	0,7%	1,2%	1,2%	1,3%
CIR	32,8%	33,1%	29,9%	29,9%
P/B (x)	1,30	0,88	1,12	0,97
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**29.200**

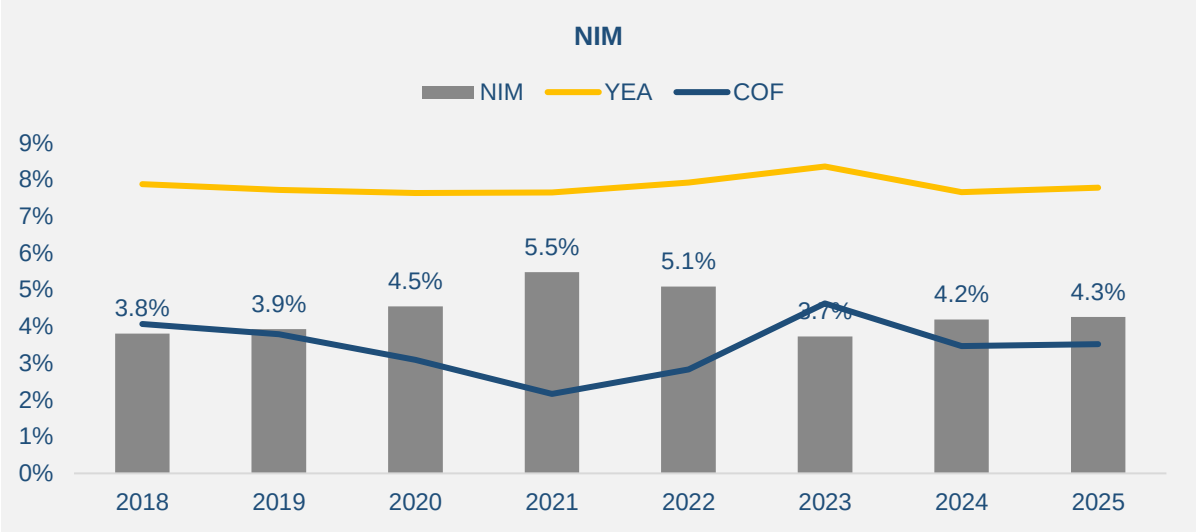


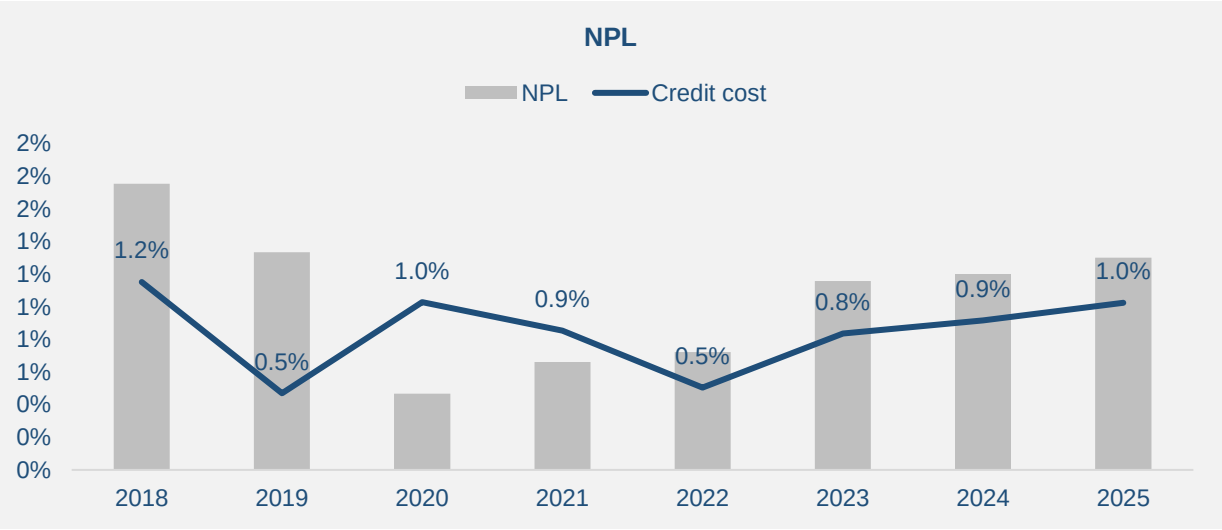
BAOVIET Securities

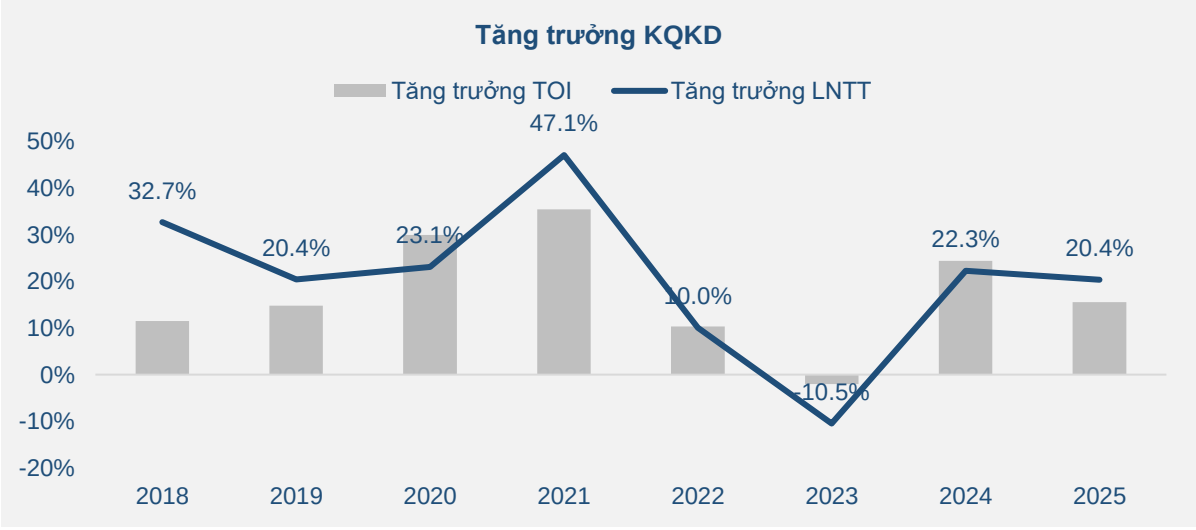
TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **24,250 VND/share** - Target price: **29,200 VND/share –** Upside: **+20.4% -** Recommendation: **OUTPERFORM**



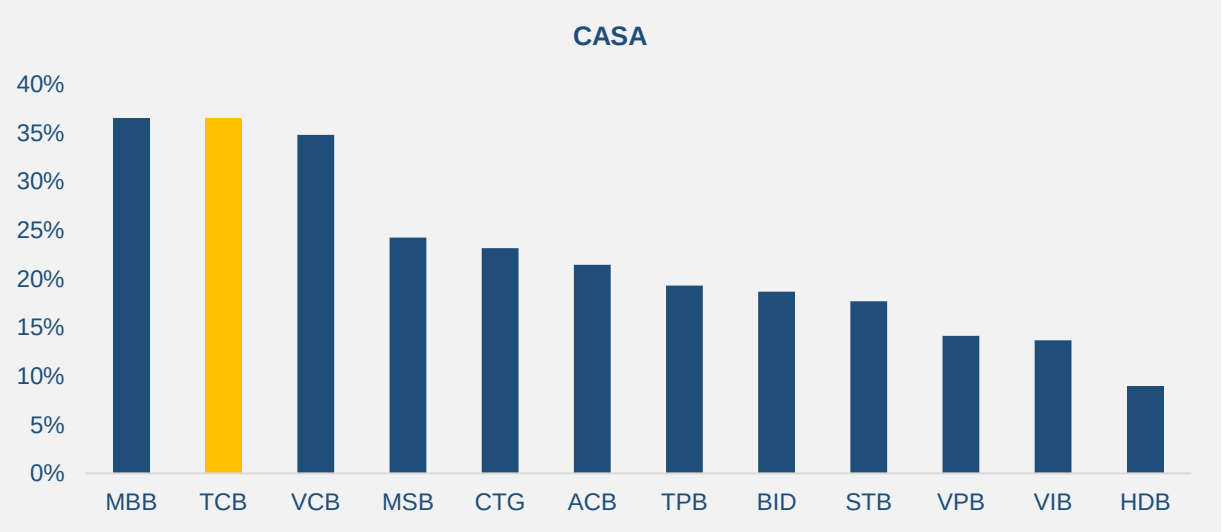


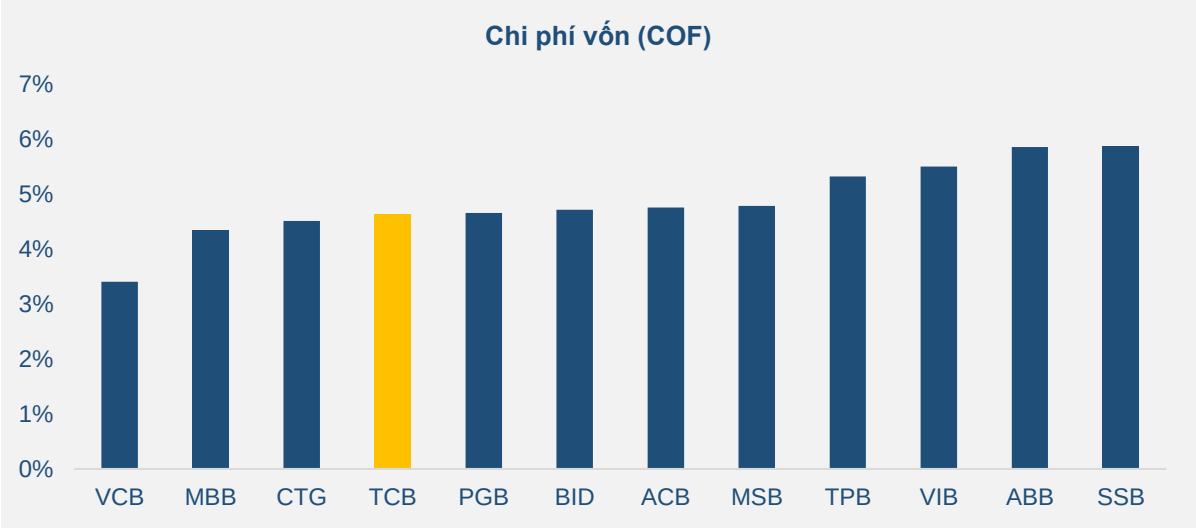


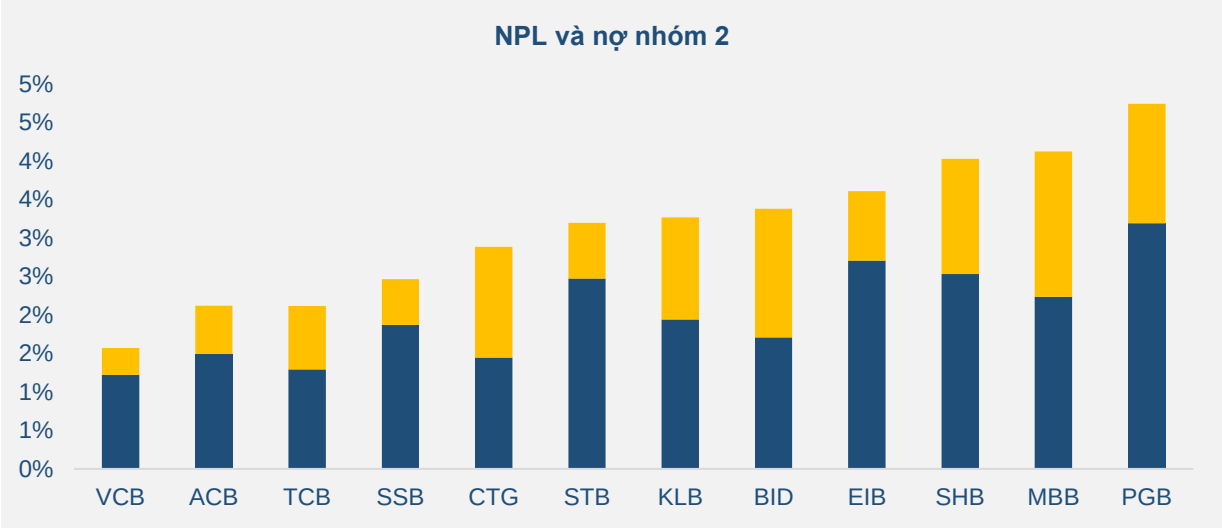


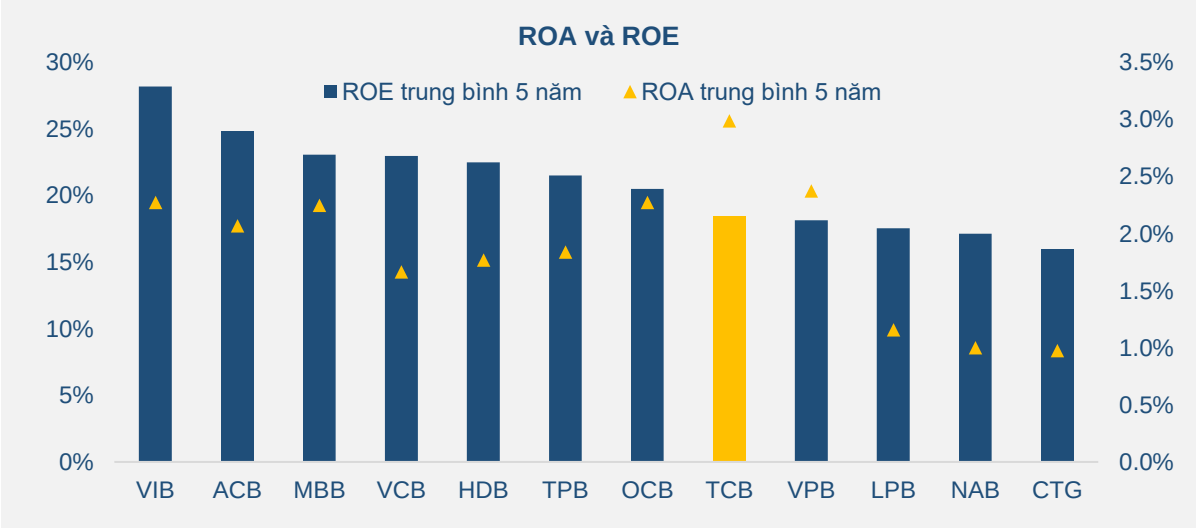
TCB – Ngân hàng có hiệu quả hoạt động hàng đầu

Current price: **24,250 VND/share** - Target price: **29,200 VND/share –** Upside: **+20.4% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









BAOVIET Securities

ACB

OUTPERFORM | Target: 29.400 VNĐ/CP | Upside: +16,2%

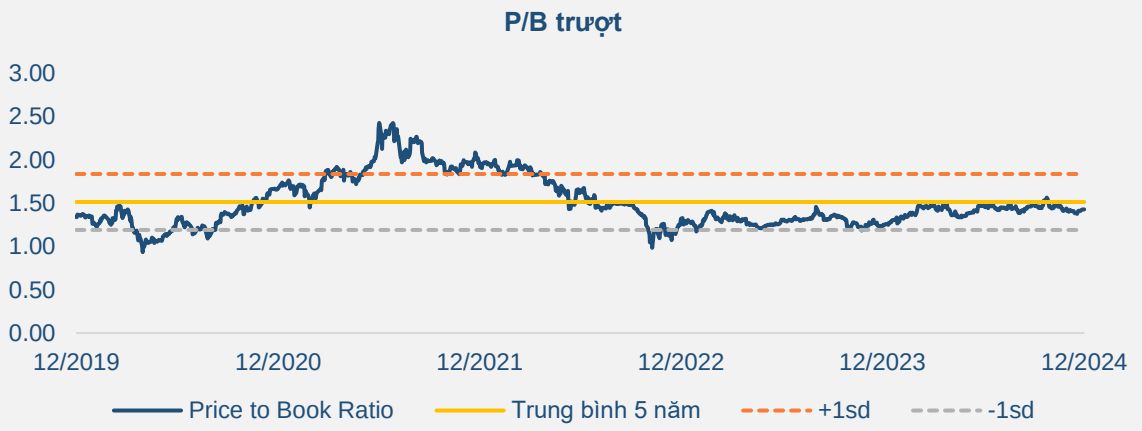
ACB – Tăng trưởng bền vững trước nhiều tác động tiêu cực

Current price: **25,300 VND/share** - Target price: **29,400 VND/share –** Upside: **+16.2% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

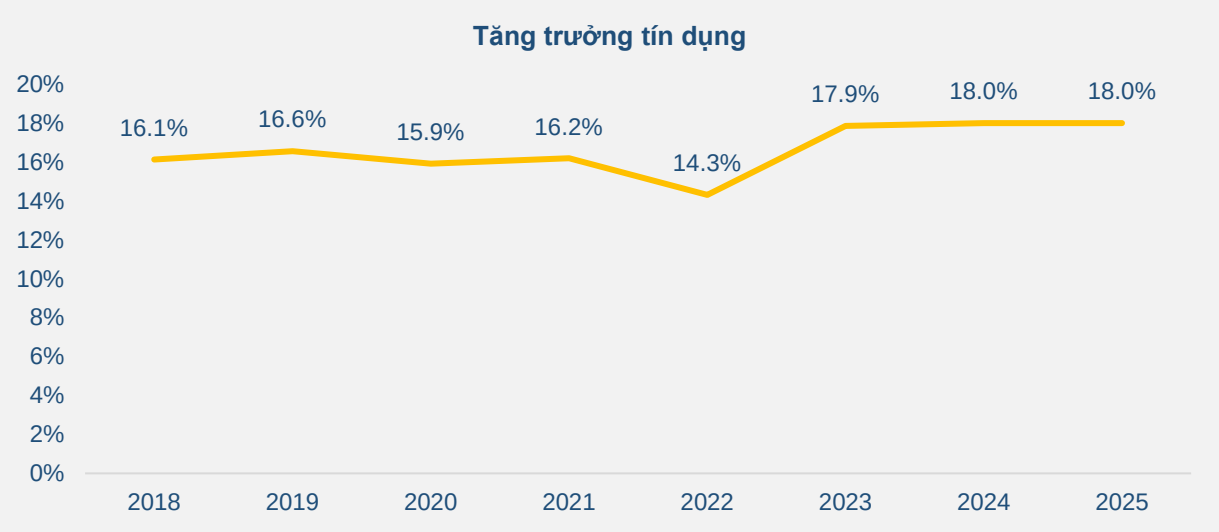
- **Tăng trưởng tín dụng tích cực, đạt 13,3% trong 9T2024.** Dù tăng trưởng tín dụng của ACB cao hơn mức trung bình ngành và ACB đẩy mạnh tăng trưởng vào nhóm KHDN nhưng khẩu vị rủi ro của ACB không thay đổi. Tỷ trọng cho vay DN BĐS dưới 4% dư nợ.
- **NIM giảm trong Q3 chủ yếu do chi phí vốn (COF) tăng 29 bps q/q trong khi lợi suất đầu tư (YEA) đi ngang**. Áp lực cạnh tranh các khoản vay khiến lãi suất cho vay đi ngang dù mặt bằng lãi suất huy động đã tăng lên. ACB cũng thực hiện các chương trình giảm lãi suất cho vay cho khách hàng để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và khắc phục khó khăn.
- **Chất lượng tài sản vẫn duy trì tốt** (NPL nội bảng vẫn dưới 1,0%, NPL báo cáo tăng chủ yếu do khách hàng phát sinh dự nợ CIC từ ngân hàng khác).
- Bộ đệm dự phòng cao giúp ngân hàng không gặp nhiều khó khăn trong xử lý nợ xấu.
- Kỳ vọng CASA cải thiện khi lãi suất huy động xuống thấp và nhu cầu tiêu dùng, đầu tư hồi phục trở lại.
- Chiến lược kinh doanh hướng đến sự phát triển bền vững: không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và tỷ trọng cho vay các công ty phát triển bất động sản được giữ ở mức thấp.

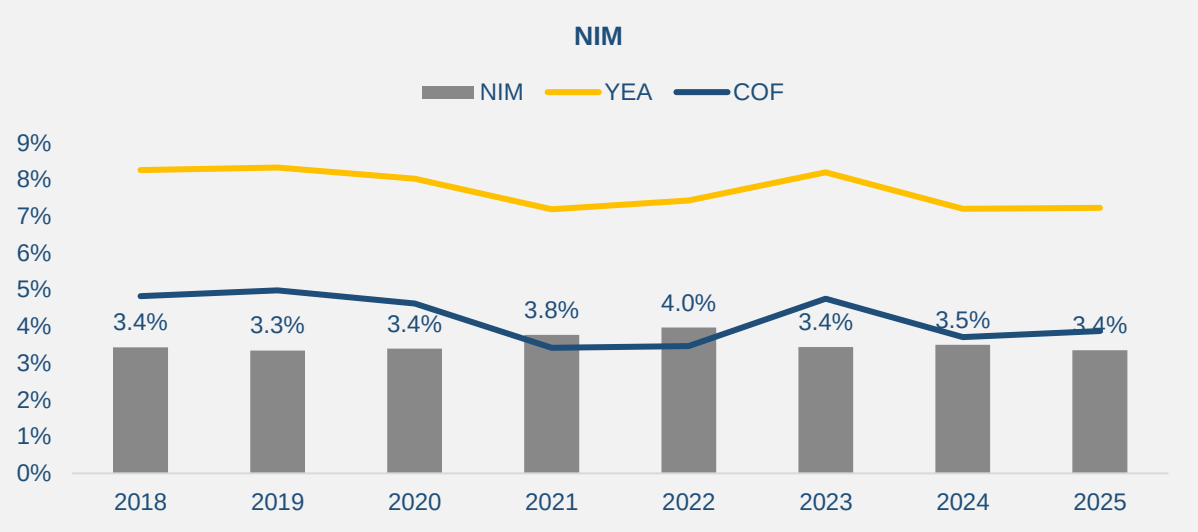
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**28.790**	**32.747**	**34.385**	**40.434**
POPP	17.185	21.872	23.038	27.091
PAT	**13.688**	**16.045**	**16.872**	**19.647**
NIM	3,97%	3,44%	3,49%	3,49%
NPL	0,7%	1,2%	1,1%	1,0%
CIR	40,3%	33,2%	33,0%	33,0%
P/B (x)	1,52	1,29	1,41	1,17
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**29.400**

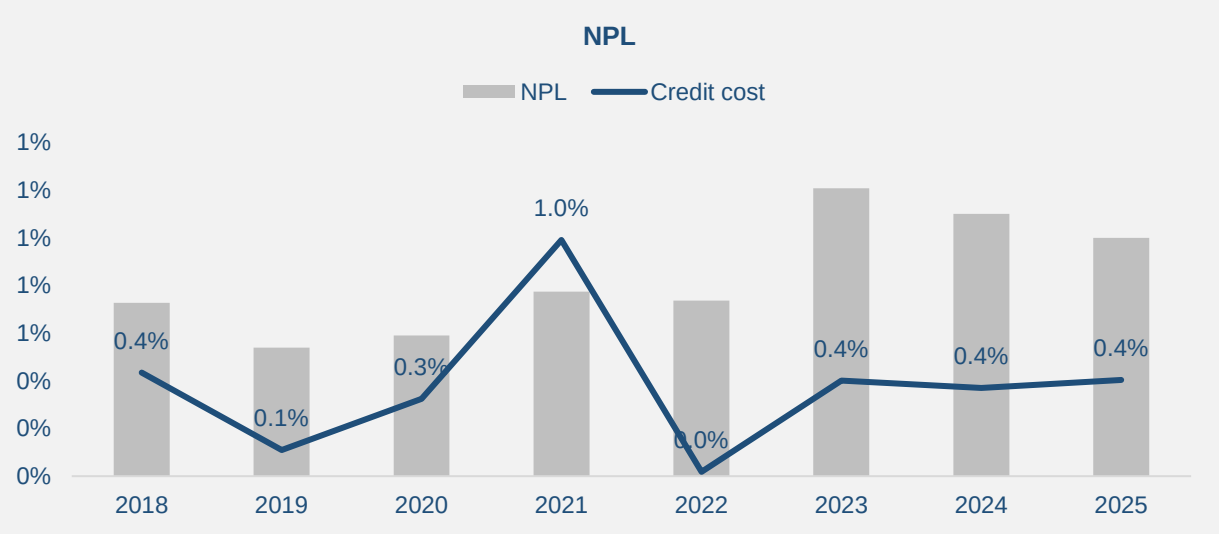


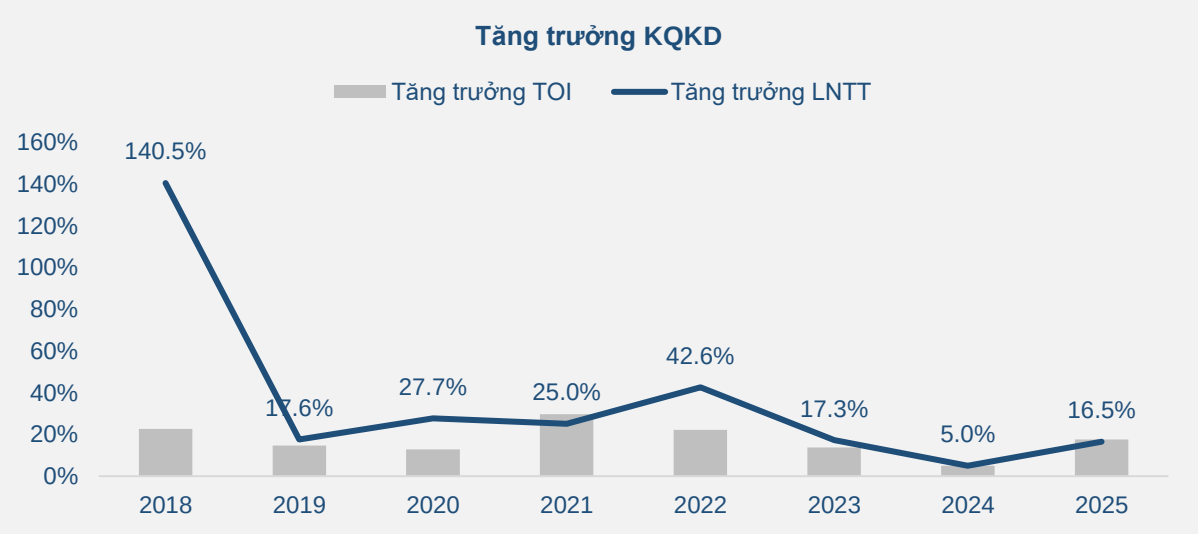
ACB – Tăng trưởng bền vững trước nhiều tác động tiêu cực

Current price: **25,300 VND/share** - Target price: **29,400 VND/share –** Upside: **+16.2% -** Recommendation: **OUTPERFORM**



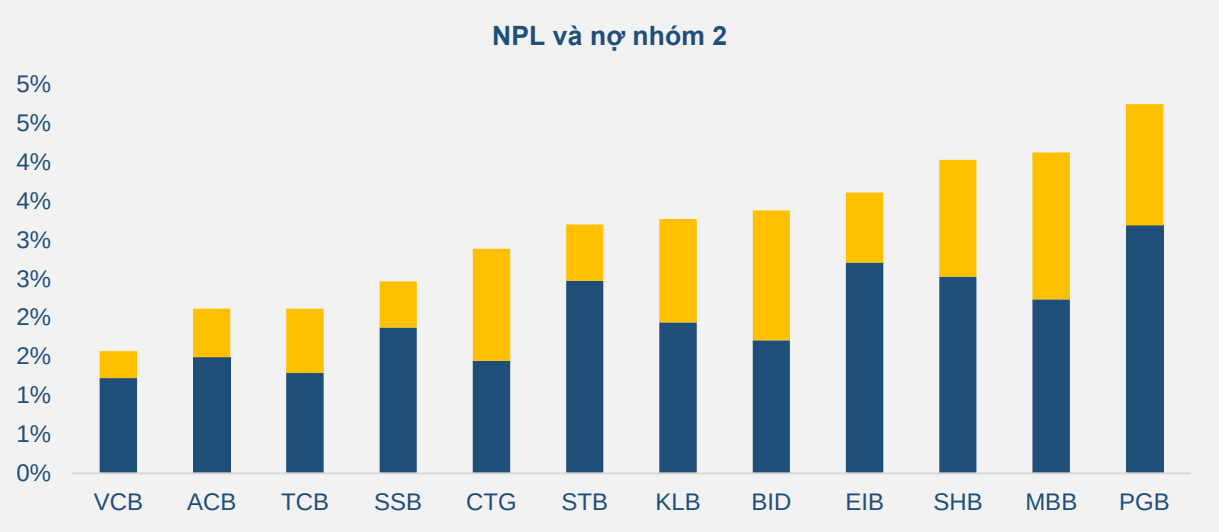


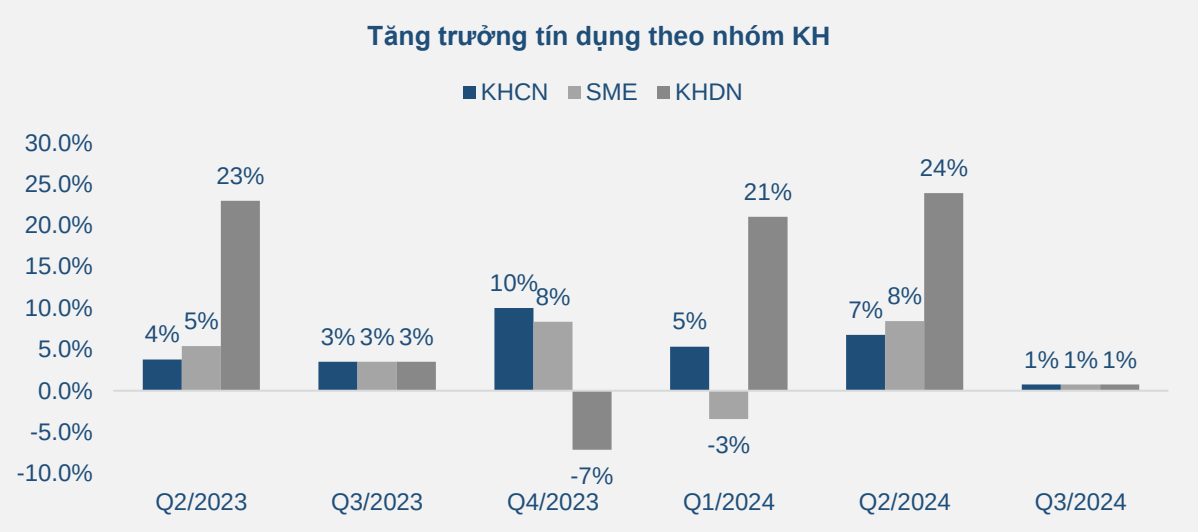


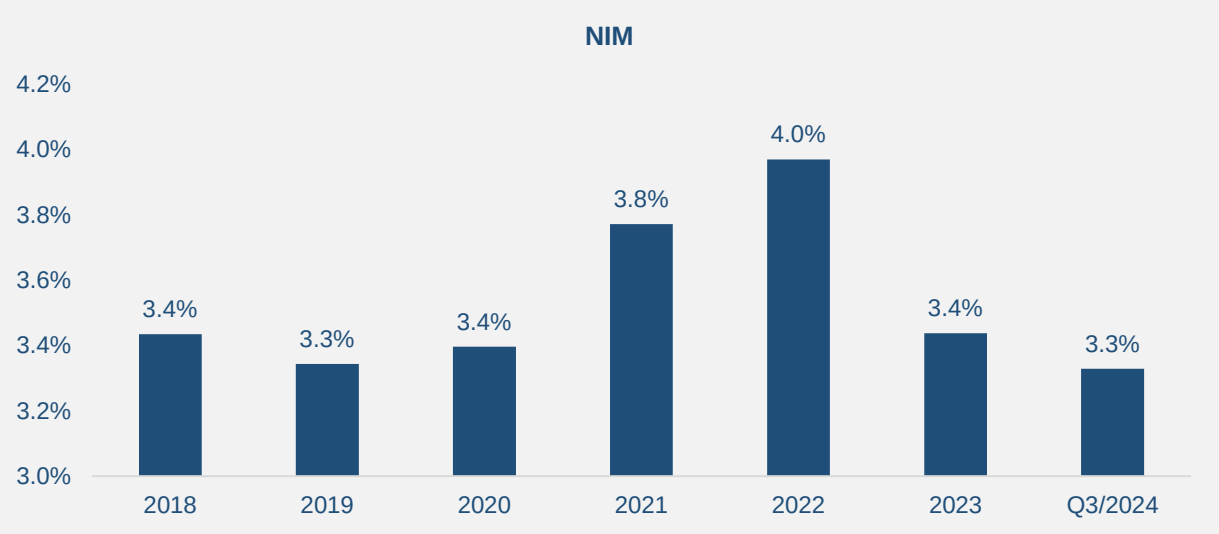


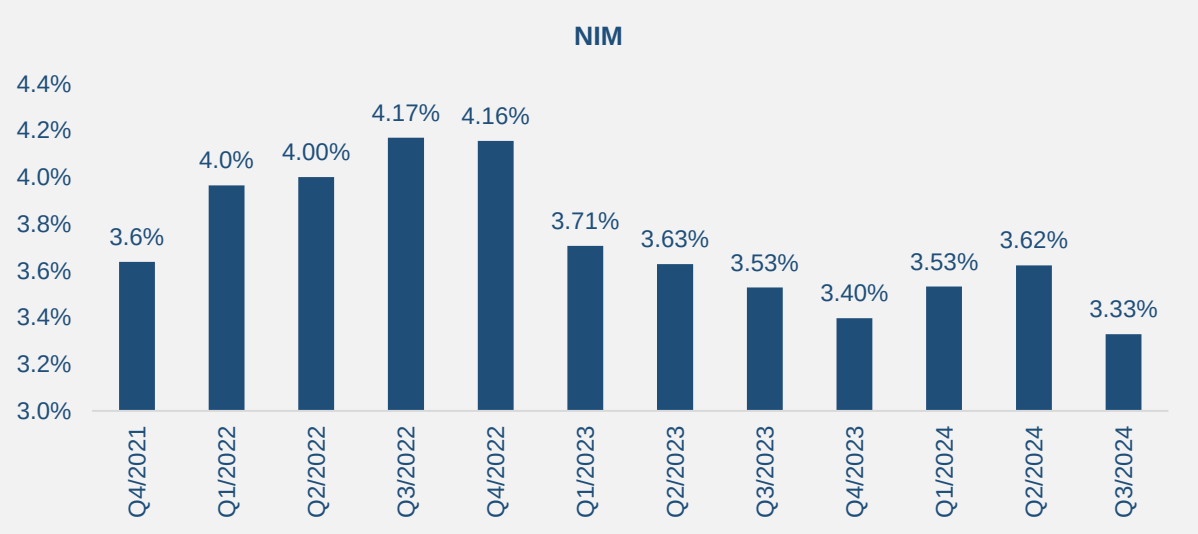
ACB – Tăng trưởng bền vững trước nhiều tác động tiêu cực

Current price: **25,300 VND/share** - Target price: **29,400 VND/share –** Upside: **+16.2% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









BID

OUTPERFORM | Target: 59.500 VNĐ/CP | Upside: 27,7%

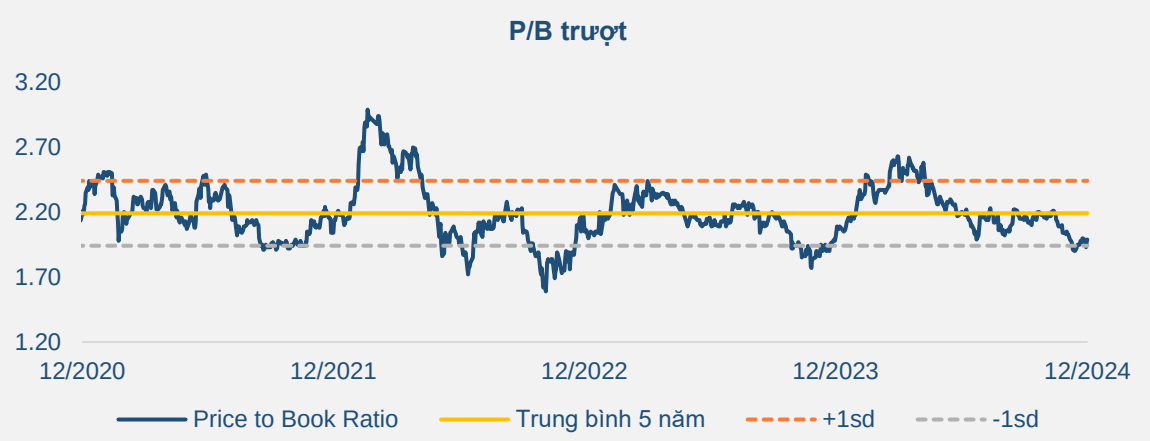
BID - Cơ hội bán vốn

Current price: **46,600 VND/share** - Target price: **59,500 VND/share –** Upside: **+27.7% -** Recommendation: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

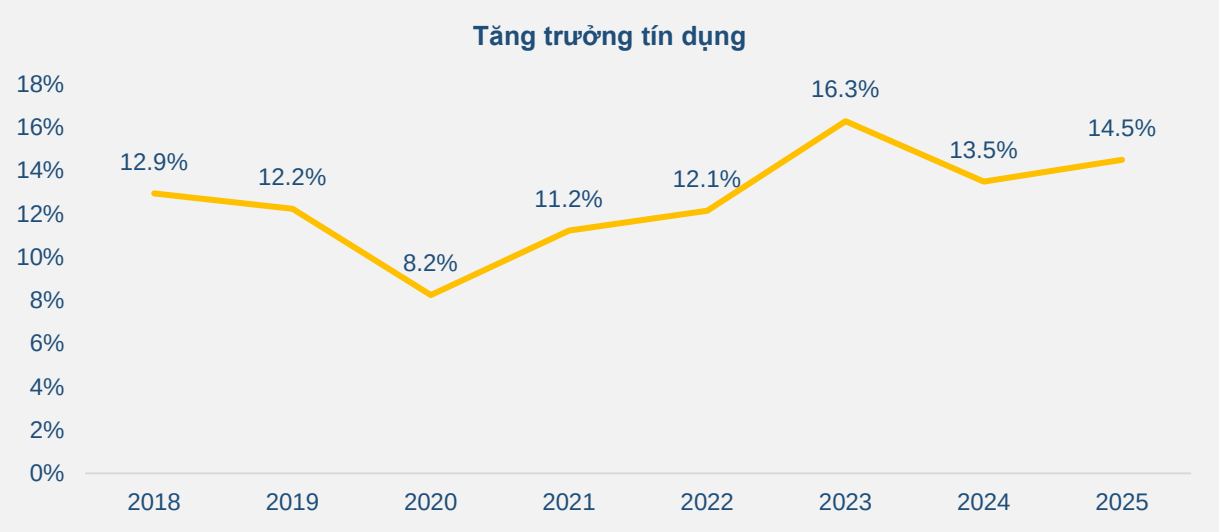
- **Ngân hàng tiếp tục xúc tiến việc phát hành riêng lẻ 9% cổ phần cho nhà đầu tư nước ngoài với giá phát hành có thể rơi vào mức P/B 2,0x theo quan điểm của BVSC.** Nếu thương vụ thành công, bộ đệm vốn cũng như hệ số CAR của ngân hàng sẽ được củng cố, qua đó giúp ngân hàng có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng cao hơn. Hiện tại, BID đang trong quá trình xin phép cơ quan thẩm quyền. BID đang chia nhỏ kế hoạch phát hành thành nhiều vòng và dự kiến hoàn thành vòng đầu tiên trong Q1/2025.
- **BID là ngân hàng có quy mô tổng tài sản lớn nhất** trong các Ngân hàng niêm yết, quy mô khách hàng lớn với 19 triệu khách hàng, đứng thứ 3 trong hệ thống.
- **BID có danh mục cho vay đa dạng**, tỷ trọng cho vay các lĩnh vực ưu tiên ở mức cao và ít rủi ro cho vay tập trung vào một số nhóm khách hàng.
- Giai đoạn khó khăn về xử lý nợ xấu đã qua, giúp ngân hàng giảm bớt áp lực trích lập và có dư địa để tăng trưởng mạnh hơn.
- **Định giá.** BID đang giao dịch ở mức P/B forward 2025 là 1,75 lần, thấp hơn so với P/B bình quân lịch sử của BID.

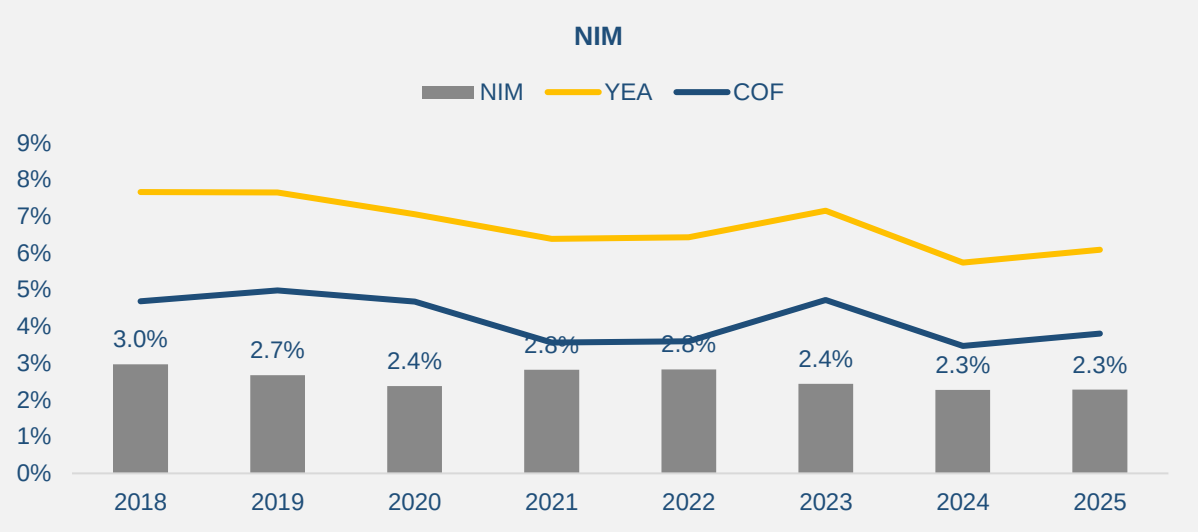
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
TOI	**69.480**	**73.013**	**74.214**	**86.471**
POPP	46.765	47.932	48.981	57.071
PAT	**18.349**	**21.977**	**23.924**	**26.506**
NIM	2,83%	2,44%	2,27%	2,28%
NPL	1,19%	1,25%	1,10%	1,00%
CIR	33%	34%	34%	34%
P/B (x)	2,19	2,15	2,04	1,75
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**59.500**

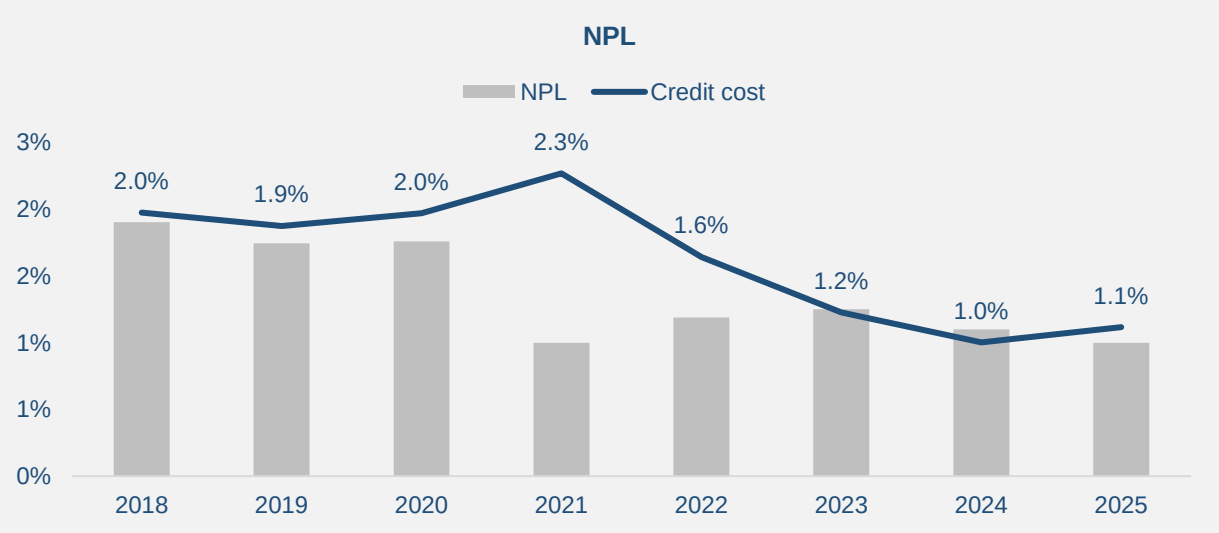


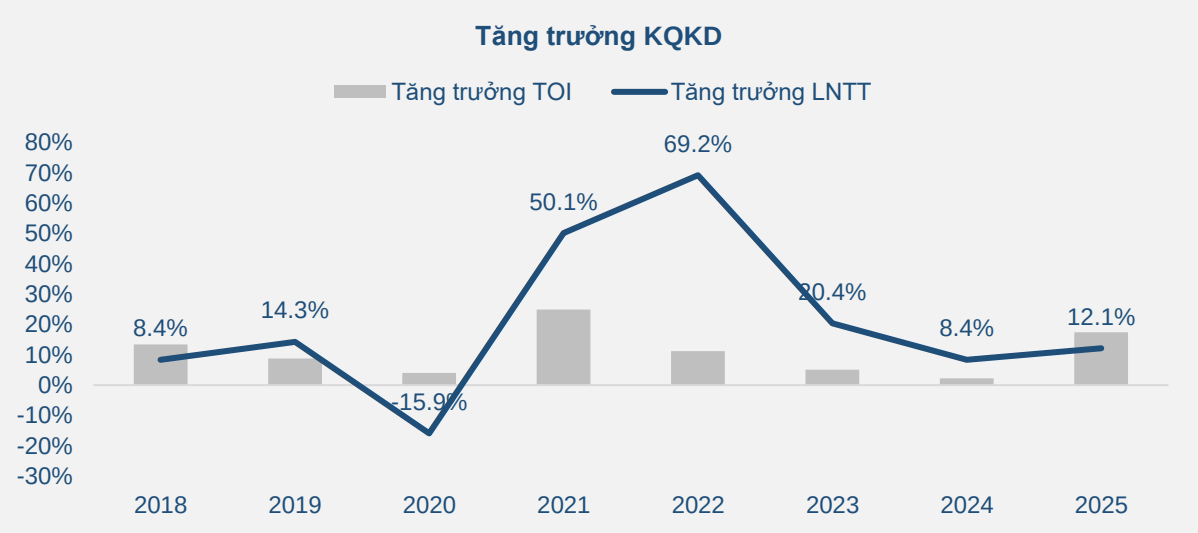
BID - Cơ hội bán vốn

Current price: **46,600 VND/share** - Target price: **59,500 VND/share –** Upside: **+27.7% -** Recommendation: **OUTPERFORM**









Ngành Bất động sản

Nguồn cung hồi phục cùng với định giá về mức an toàn là điểm tựa cho nhóm bất động sản

Nguồn cung hồi phục cùng với định giá về mức an toàn là điểm tựa cho nhóm bất động sản

Ngành BĐS năm 2024: nguồn cung vẫn hạn chế

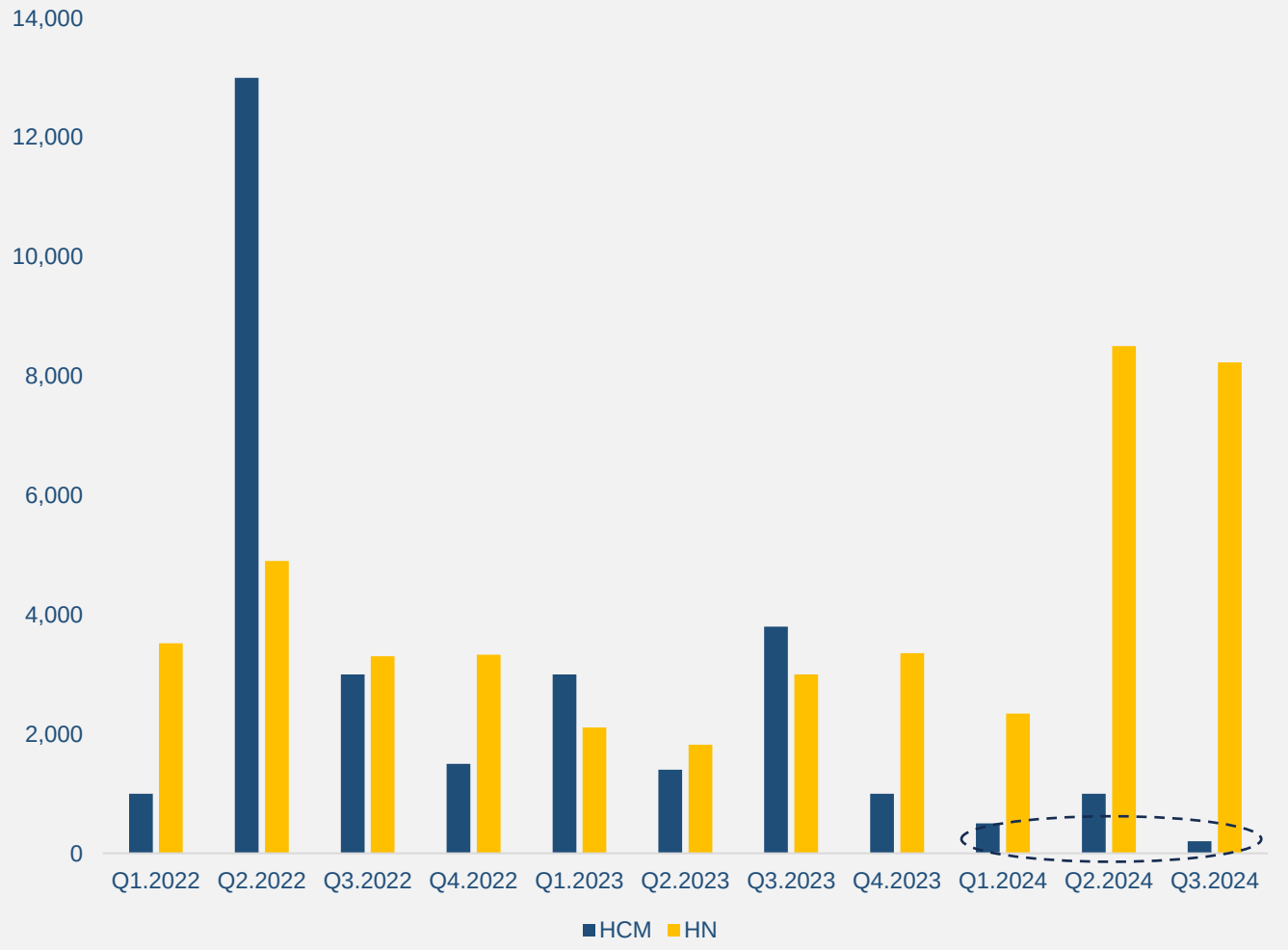
Đánh giá triển vọng nguồn cung trong 2025

Triển vọng từng doanh nghiệp và Khuyến nghị

Nguồn cung cạn kiệt ở phía Nam, và tập trung vài dự án lớn ở phía Bắc

Tổng quan ngành trong năm 2024

Thống kê nguồn cung căn hộ theo quý (căn)
Nguồn: CBRE VN



Tổng quan về nguồn cung

- Nguồn cung mới sơ cấp ở Hà Nội dồi dào và tập trung ở các dự án thành phần ở các đại đô thị của Vinhome ở phía Đông và Tây.
- Nguồn cung ở TP. HCM trong 3 quý đầu năm chủ yếu từ các dự án còn sản phẩm nên rất hạn chế. Dự kiến trong quý 4, nguồn cung sẽ tăng lên khi phân khu cuối của VGP mở bán, phân khu cao tầng đầu tiên của Global City, Eaton Park…

Nguyên nhân dẫn đến nguồn cung thấp ở phía Nam

- Thực thi 3 bộ Luật mới cần thời gian để các nghị định hướng dẫn được ban hành và ứng dụng.
- Các quy định về điều kiện cấp phép xây dựng, cấp phép đủ điều kiện bán hàng chặt chẽ hơn.
- Tốc độ giải quyết các dự án vướng pháp lý ở TP. HCM còn chậm, khi từ đầu 2023 đến nay có 8/148 dự án vướng mắc pháp lý.

Tác động đến vận động nhóm cổ phiếu bất động sản

- Pre-sale nhóm cổ phiếu BĐS phía Nam nhìn chung chưa được như kỳ vọng.
- Pre-sale thấp dẫn đến áp lực nhất định đến tài chính một số DN; từ đó, tạo ra nguồn cung cổ phiếu từ cổ đông lớn để hỗ trợ tài chính.
- Thiếu vắng các dự án mới cũng làm thiếu đi các thông tin hỗ trợ, kích hoạt niềm tin.

Thông tin trái chiều khác

- Các hoạt động, báo cáo thanh tra liên quan đến một số doanh nghiệp có lượng NĐT cá nhân lớn.
- Các đề xuất đánh thuế nhà để hạ nhiệt TT BĐS liên tục được đề xuất.

BAOVIET Securities

Triển vọng nguồn cung sẽ cải thiện dần trong 2025

Đánh giá triển vọng nguồn cung

- Nguồn cung hạn chế là điểm trọng tâm được Chính phủ và Quốc hội xác định là vấn đề cần phải giải quyết để đảm bảo TT BĐS phát triển bền vững trong 2025.
- Nghị quyết về thí điểm triển khai NOTM từ nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (bao gồm đất khác) và thí điểm tháo dỡ các dự án thanh tra là những nỗ lực để giải tỏa các tắc nghẽn về nguồn cung, giải phóng nguồn lực cho doanh nghiệp và giải quyết rủi ro cho hệ thống Ngân hàng.
- Về nguồn cung từ các dự án đang triển khai, BVSC nhận thấy tiến độ pháp lý có chuyển dịch rõ nét trong Q4.2024 và số lượng dự án mở bán sẽ tốt hơn trong 2025.
- Dài hạn, chúng tôi nhận thấy nguồn cung tiềm năng từ các dự án đấu thầu, đấu giá là rất mạnh mẽ.

Nguồn cung/Triển vọng nguồn cung

- Thí điểm NOTM từ nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (bao gồm đất khác).
- Thí điểm tháo gỡ các dự án đang bị tồn đọng do thanh tra.
- Nguồn cung từ các dự án hoàn thành pháp lý trong Q4.2024 và 1H.2025.
- Đấu giá/đấu thầu dự án ở các địa phương triển khai rộng rãi hơn từ 2025.

BAOVIET Securities

Triển vọng nguồn cung sẽ cải thiện dần trong 2025

Đánh giá triển vọng nguồn cung

- Chúng tôi nhận thấy các chính sách mới nếu sớm đi vào thực thi sẽ là một giải pháp tháo gỡ tắc nghẽn tài chính cho nhiều doanh nghiệp bất động sản lớn như Novaland, Hưng Thịnh...
- Các DN BĐS quy mô vừa đang niêm yết sẽ cải thiện tài chính, triển vọng lợi nhuận và giảm áp lực phát hành trong năm 2025.
- Các doanh nghiệp lớn như Vinhomes, Sungroup… đang có những bước chuẩn bị rất sớm trong tích lũy quỹ đất trong giai đoạn 2023-2024, và dự báo sẽ còn mạnh mẽ hơn trong 2025.

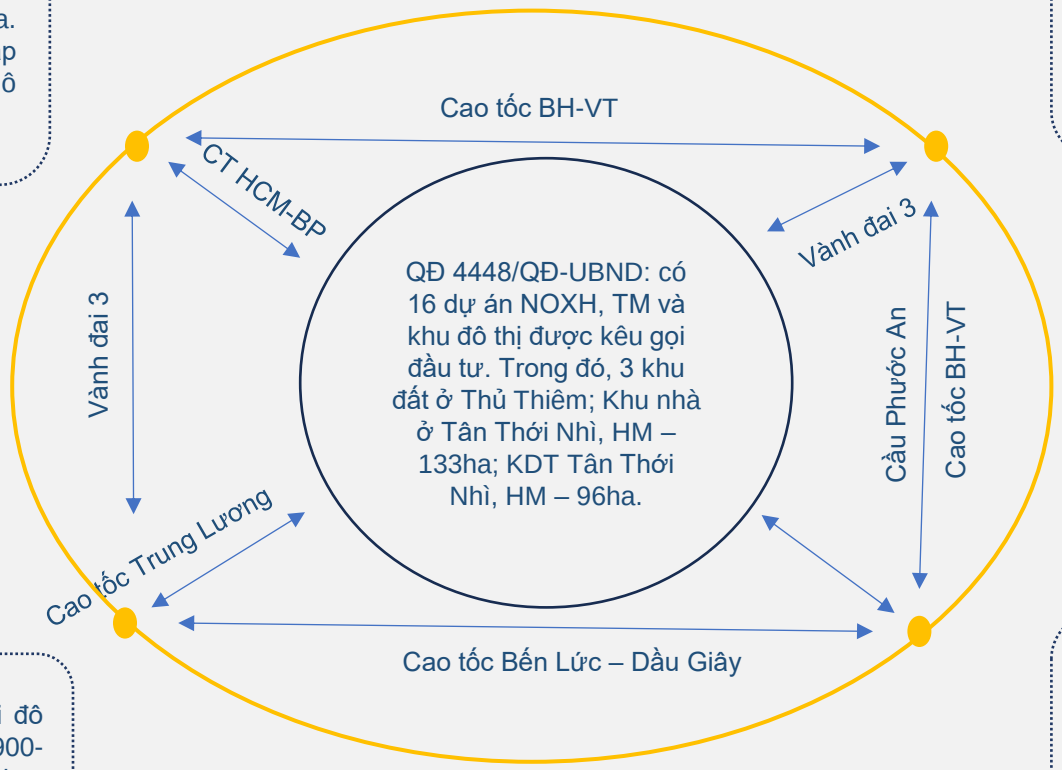
Nội dung	Điểm nhấn	Doanh nghiệp có thể hưởng lợi
Thí điểm NOTM từ nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (bao gồm đất khác)	- NĐT được nhận QSDĐ với đất nông nghiệp, phi nông nghiệp, đất khác để thực hiện dự án. Thời gian thí điểm 5 năm. - Dự án thí điểm tăng tối đa 30% đất ở so với hiện trạng. - UBND cấp tỉnh xem xét, cấp phép.	KDH, NVL, DXG, HDG, SCR, Hưng Thịnh…
Thí điểm tháo gỡ các dự án đang bị tồn đọng do thanh tra ở TP. HCM, Đà Nẵng, Khánh Hòa	- Mục tiêu khơi thông nguồn lực cho các dự án để gia tăng nguồn cung cho TT BĐS ở các địa phương. - Các doanh nghiệp được tháo gỡ sẽ khơi thông điểm nghẽn tài chính, giảm rủi ro cho nhà đầu tư, hệ thống ngân hàng…	-
Nguồn cung từ các dự án hoàn thành pháp lý trong Q4.2024 và 1H.2025	- Các Luật có hiệu lực vào ngày 1.7.2024 cần thời gian để các Nghị định được ban hành. - Từ Q4.2024, nhiều dự án đã hoàn thành pháp lý theo quy định mới dù có trễ hơn so với kế hoạch khoảng 1 quý. Các dự án này sẽ bổ sung nguồn cung cho năm 2025.	KDH, NLG, PDR, CEO, DIG, DXG
Đấu giá/đấu thầu dự án ở các địa phương triển khai rộng rãi hơn từ 2025	- Quy hoạch 2021-2023 và tầm nhìn 2050 được thông qua phần lớn trong 1H.2024. - Nhiều tỉnh thành lớn như TP. HCM, Bình Dương, Đồng Nai… tổ chức Hội nghị giới thiệu quy hoạch, tầm nhìn và định hướng phát triển vùng trong 2H.2024. - Các dự án kêu gọi đầu tư qua đấu thầu, đấu giá sẽ được thực hiện nhiều hơn trong năm 2025.	VHM, Sungroup, EcoPark…

Triển vọng nguồn cung từ các dự án kêu gọi đầu tư, đấu thầu và đấu giá

Đánh giá triển vọng nguồn cung

Bình Dương: danh mục dự án đô thị dọc vành đai 4 với 10 dự án. Tổng vốn đầu tư: 130.300 tỷ với quy mô khoảng 2.000-2.500ha. KDT Đông An Tây là dự án đầu tiên chấp thuận chủ trương trong 2024 với quy mô 288ha ở Bến Cát.

Đồng Nai
2024: trao quyết định đầu tư cho KDT Nhơn Phước (Sông Tiên Island); KDT Hiệp Hòa (293ha); Khu du lịch Đại Phước (49ha).
2025: đất giá 37 khu đất với giá tri ước 18.000 tỷ; quy mô 2-30ha tập trung ở Biên Hòa, Trảng Bom.



Long An
2023-2024: chấp thuận đầu tư cho nhiều đại đô thị quy mô 200-300ha; có dự án quy mô 900-1.000ha cho các liên doanh với VHM, Ecopark… Các dự án đã bắt đầu thực hiện đền bù và sẽ mang đến nguồn cung lớn trong 2 năm tới.

BR-VT
2025: đặt mục tiêu đấu giá 107 khu đất (gồm nhiều mục đích) với quy mô gần 400ha. Nổi bật là khu đất Mũi Nghinh Phong, và khu du lịch dịch vụ 3/2 quy mô khoảng 79ha.
BR-VT vẫn còn nhiều quỹ đất lớn nhiều tiềm năng như Khu đô thị Gò Găng, KDT Tây Nam, Khu du lịch Núi Dinh…

BAOVIET Securities

Nguồn cung từ các dự án được cấp phép mới, và dự án chuyển đổi mục đích sử dụng đất

Đánh giá triển vọng nguồn cung

- Trong danh sách DN BĐS theo dõi, BVSC nhận thấy các dự án sẵn sàng để bán tốt hơn so với 2024; ngoài ra, các quỹ đất đang vướng mắc pháp lý sẽ có câu chuyện trở lại.
- NVL là doanh nghiệp có các quỹ đất rất lớn ở TP. HCM, tháo gỡ pháp lý cho các dự án này cũng là giải pháp để DN vượt qua giai đoạn khó khăn, hoàn thiện các dự án còn dang dở.

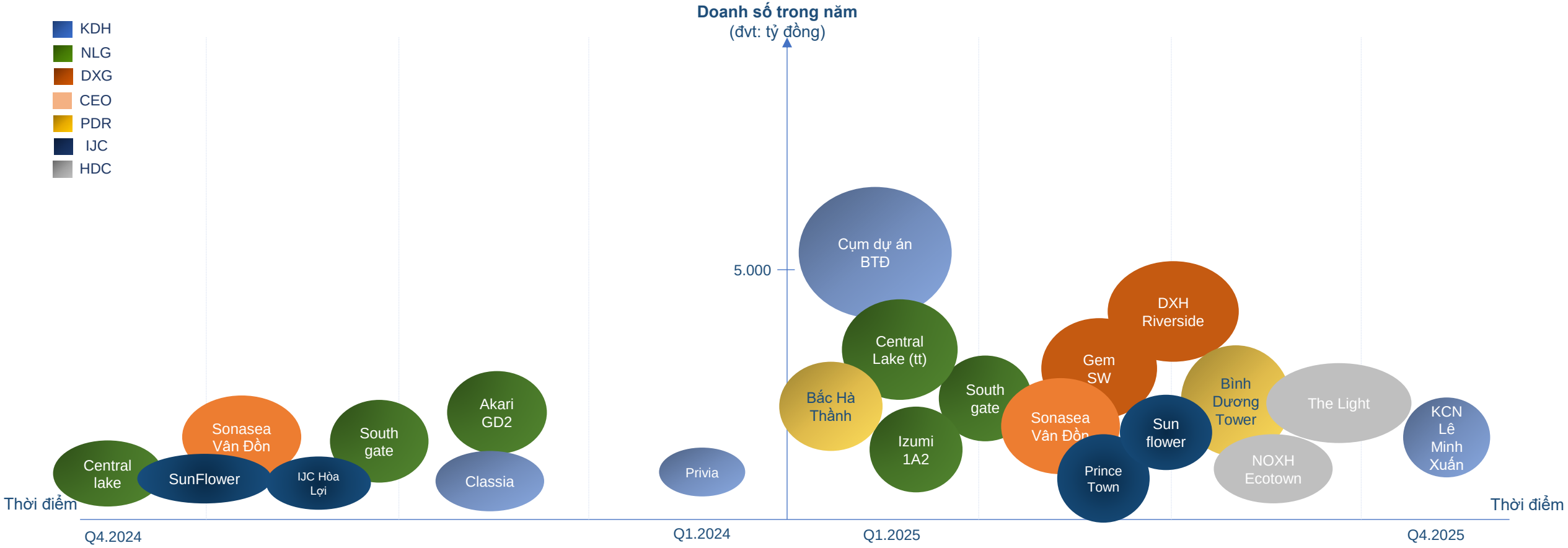
Nội dung	KDH	NLG	PDR	CEO	DXG	HDG	NVL
Thí điểm NOTM từ nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất (bao gồm đất khác)	- Khu đô thị Tân Tạo (320ha). - Khu dân cư Phong Phú 2. - Hai dự án quy mô lớn của KDH, Nghị quyết thông qua sẽ loại bỏ được rủi ro không có đất ở trong dự án cho doanh nghiệp.				- DXG có nhiều dự án tập trung khu vực Hồ Chí Minh (20ha); và bị trì hoãn kéo dài do phát triển trên đất nhà xưởng, chưa có đất ở như: Gem Premium (6,7ha); Opal City (6,1ha); Palm City (7,4ha)...	- Dự án Linh Trung (2,7ha) với quy mô 1.000 căn hộ. Dự án vướng chuyển đổi mục đích do phát triển từ đất nhà xưởng.	- NVL còn các quỹ đất quy mô lớn chưa thể triển khai như dự án Thạnh Mỹ Lợi (178ha), dự án Waterbay (30ha).
Nguồn cung từ các dự án hoàn thành pháp lý trong Q4.2024-2025	- Dự án Bình Trưng Đông (14ha) với 200 căn nhà phố và 600 căn hộ. - Dự án 11A giai đoạn 1. - KCN Lê Minh Xuân mở rộng (110ha).	- Dự án Central Lake Cần Thơ (40ha) với hơn 1.000 nền. - Dự án Paragon (40ha). - Mizuki CC5 và LK11. - Akari GD3 với quy mô khoảng 1.600-1.700 căn.	- Khu đô thị Bắc Hà Thành (43ha) với khoảng 1.300-1.400 sản phẩm đất nền, nhà phố. - Bình Dương Tower (4,5ha) với tổng quy mô khoảng 6.000 căn hộ.	- Phân khu Grand Oceania với quy mô 225 căn nhà phố, biệt thự. - Phân khu Wynham Primier với 120 căn biệt thự. - Hana Garden, Mê Linh (20ha).	- DXG Riverside với quy mô 3.000 căn. - Gem Sky World (92ha): với số sản phẩm còn lại khoảng 1.500–1.700 căn/nền.	- Charm Villa giai đoạn 3 với khoảng 108 căn còn lại.	- Dự án Aqua City với nhiều khả năng sẽ hoàn thiện dần pháp lý trong 2025 để khơi thông dòng tiền các phân khu đã mở bán.

BAOVIET Securities

Lượng dự án đang và mở bán mới trong 2025 sẽ mở rộng mạnh mẽ hơn 2024

Đánh giá triển vọng nguồn cung

- Năm 2024, các dự án được mở bán ở các DN được theo dõi i) số lượng hạn chế, ii) dàn trải trong năm, và iii) doanh số chưa hoàn thành kế hoạch. Trừ KDH ghi nhận kết quả bán hàng tốt từ Privia.
- Năm 2025, BVSC nhận thấy bức tranh khả quan hơn đến từ i) số lượng dự án sẵn sàng bán (dự án còn sản phẩm và dự án đủ điều kiện), và ii) giá trị hợp đồng sẽ khả quan hơn.
- Tính thêm doanh nghiệp ngoài theo dõi như DIG, NBB… các dự án có thể mở bán có thêm Vị Thanh, Đại Phước, NBB Garden 3.

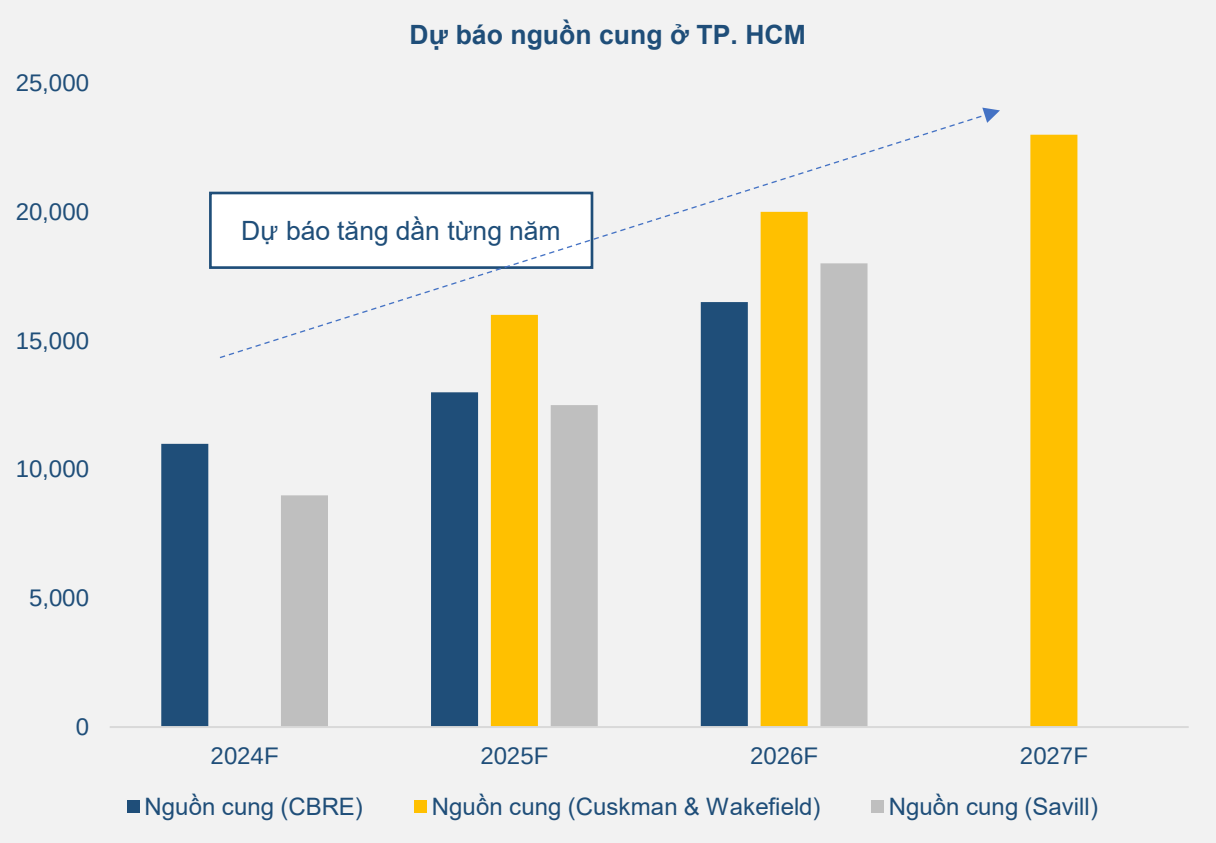


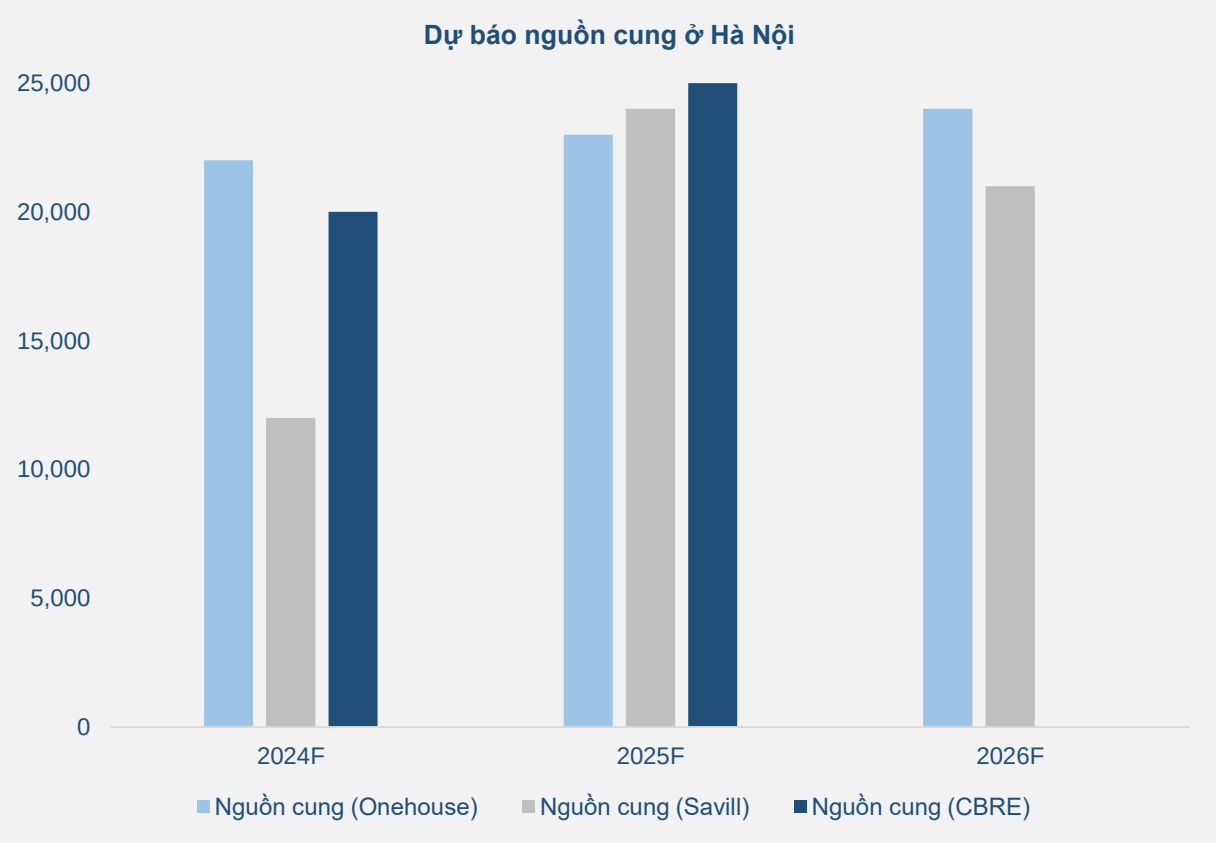
BAOVIET Securities

Các số liệu dự báo ủng hộ cho quan điểm nguồn cung hồi phục

Đánh giá triển vọng nguồn cung

- Theo dự báo các đơn vị tư vấn, nguồn cung ở TP. HCM sẽ cải thiện trong 2025-2026. Sản phẩm vẫn sẽ đến từ các dự án riêng lẻ thay vì từ các đại đô thị lớn.
- Thị trường Hà Nội, nguồn cung sẽ vẫn duy trì ở mức cao.
- Các sản phẩm phân khúc cao cấp đến từ phân khu cao tầng ở các đại đô thị như Smart City; Ocean 1, 2; Cổ Loa và dự kiến là Vinhome Đan Phượng.
- Thị trường TP. HCM, nguồn cung sẽ đến từ các dự án riêng lẻ (quy mô < 10ha) và có sự phân bổ đồng đều ở các khu vực và phân khúc hơn so với TT Hà Nội.





BAOVIET Securities

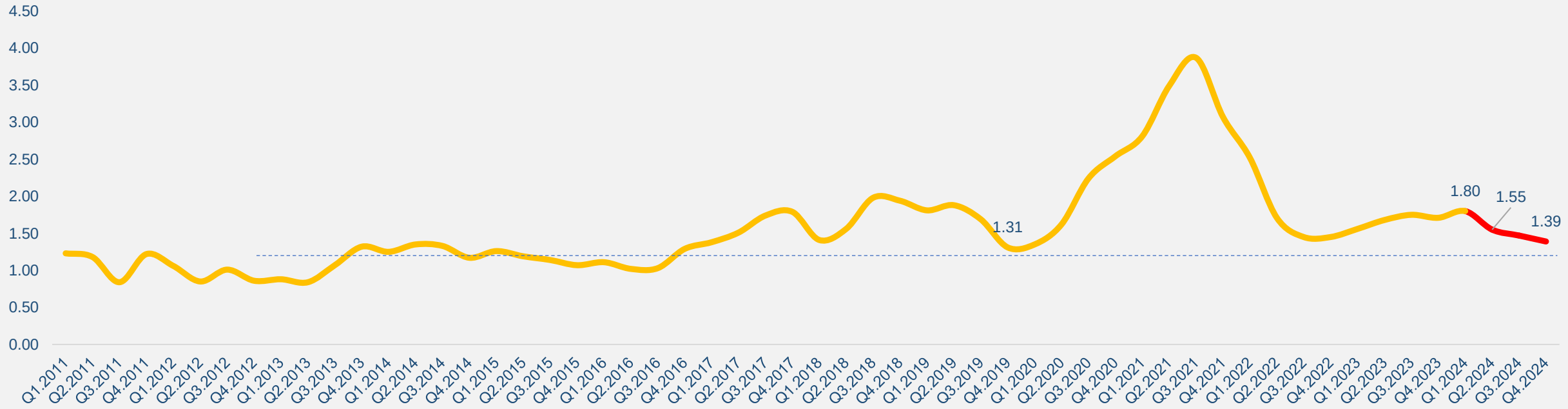
Định giá P/B quay trở lại vùng hấp dẫn trong trung hạn

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- Nhóm cổ phiếu BĐS trong quan sát: VHM, NLG, KDH, HDC, AGG, IJC, DIG, CEO, SJS, DXG, PDR, NTL, HDG.
- Sự ảm đạm của thị trường chứng khoán và sự thiếu hụt nguồn cung mới làm định giá P/B nhóm cổ phiếu quan sát suy giảm trong Q3.2024 từ 1,8 về 1,55x.
- Căn cứ dự báo và kế hoạch cả năm 2024, BVSC ước tính KQKD quý 4 của nhóm DN để xác định định giá P/B cuối 2024 sẽ ở mức 1,39x.
- Quan sát quá khứ, vùng định giá khoảng 1,3x lần được xem là vùng định giá hấp dẫn xét từ 2017 đến nay.
- BVSC cho rằng rủi ro giảm giá thêm với nhóm cổ phiếu bất động sản là không còn lớn, và sự hồi phục có thể sẽ quay trở lại khi có thông tin hỗ trợ.

Thống kê P/B nhóm doanh nghiệp lớn đang niêm yết

Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp



BAOVIET Securities

Doanh số bán hàng hồi phục trong 2025 và mạnh mẽ trong 2026

Triển vọng doanh nghiệp và khuyến nghị

- Căn cứ theo tiến độ các dự án mà BVSC theo dõi, chúng tôi nhận thấy nhiều điểm sáng hơn về việc triển khai bán hàng các dự án trong 2025.
- Thời điểm bán hàng các dự án sẽ rải đều và sẽ bắt đầu sớm trong Q1.2025 và kéo dài xuyên suốt trong năm 2025.
- Chúng tôi dự phóng pre-sale của năm 2025 của các doanh nghiệp được theo dõi là 28.100 tỷ, tốt hơn nhiều so với năm 2024.
- Năm 2026, BVSC đã điều chỉnh dự báo doanh số theo hướng thận trọng so với trước đây nhưng với danh mục dự án bán hàng mở rộng thì pre-sale vẫn dự báo tăng trưởng.

Doanh nghiệp	Dự án	Năm 2025				Năm 2026			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Khang Điền	Cụm dự án Bình Trưng Đông				5.593 tỷ				7.578 tỷ
	Dự án 11A								4.109 tỷ
	KCN Lê Minh Xuân				541 tỷ				1..083 tỷ
Nam Long	The Southgate				1.943 tỷ				2.915 tỷ
	Akari GD3								1.645 tỷ
	The Central Lake				3.496 tỷ				1.748 tỷ
	Izumi 1A2				1.552 tỷ				
	Paragon								2.317 tỷ
Đất Xanh	DXH Riverside				3.249 tỷ				8.974 tỷ
	Gem Sky World				1.451 tỷ				3.556 tỷ
Phát Đạt	Bắc Hà Thành				1.120 tỷ				2.240 tỷ
	Bình Dương Tower				1.430 tỷ				4.290 tỷ
CEO	Grand Oceania, Primier Wynham				1.224 tỷ				2.751 tỷ
	Hana Garden								1.624 tỷ
IJC	KDT IJC, Sunflowr, Prince Town				1.550 tỷ				3.259 tỷ
Hodeco	CC NOXH Phú Mỹ 1, The Light				1.740 tỷ				2.941 tỷ
Tổng					**24.889 tỷ**				**51.030 tỷ**

BAOVIET Securities

Các dự án đang/chuẩn bị triển khai sẽ mang đến dòng tiền tốt hơn

Triển vọng từng doanh nghiệp và khuyến nghị

- Ở khía cạnh dự án, chúng tôi nhìn thấy các doanh nghiệp sẽ có dòng thu ròng trong năm 2025. Một số dự án cao tầng cần chi phí xây dựng móng và thân sẽ có áp lực đầu tư trong 1H.2025.
- Từ 2H.2025, điểm rơi về mở bán của nhiều dự án, và duy trì trong cả năm 2026, dòng tiền thu về từ các dự án sẽ hỗ trợ tình hình tài chính cho các doanh nghiệp bất động sản.
- Tình hình tài chính mạnh mẽ trở lại sẽ giảm áp lực i) nợ vay đến hạn, và ii) huy động vốn qua phát hành cổ phần từ đó hạn chế pha loãng đối với nhóm cổ phiếu Bất động sản.

Doanh nghiệp	Dự án	Năm 2025				Năm 2026			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Khang Điền	Cụm dự án Bình Trưng Đông	Hoàn tất xây dựng nhà ở, chờ nghiệm thu hạ tầng để nhận giấy phép mở bán cho phân khu thấp tầng.							
	Dự án 11A	Năm 2025: GPXD xây dựng, san lấp và xây dựng nhà.				Năm 2026: dự kiến mở bán từ Q2.			
	KCN Lê Minh Xuân	Xây dựng hạ tầng và dự báo cho thuê từ Q4.2025.							
Nam Long	The Southgate	Chi phí GPMD và tiền SDĐ hoàn thiện từ sớm. Đầu tư xây dựng và triển khai kinh doanh từng phân khu.							
	Akari GD3	Xác định nghĩa vụ với NOXH; và chi phí xây dựng móng.				Bán hàng thu dòng tiền.			
	The Central Lake	Chi phí đầu tư xây dựng nhà (phân bán nhà), nên dòng thu ròng từ dự án là rất lớn.							
	Izumi 1A2	Chi phí đầu tư xây dựng nhà, nên dòng thu ròng từ năm 2025.							
	Paragon	Năm 2025: chi hạ tầng và xây dựng nhà, tiện ích.				Dòng thu ròng sẽ từ năm 2026.			
Đất Xanh	DXH Riverside	CPXD móng và phần thân lớn trong 1H.2025				Thu từ bán hàng sẽ tốt hơn trong 2026 mang lại dòng tiền ròng.			
	Gem Sky World	Chi phí lớn được giải ngân nên mở bán trở lại mang đến dòng tiền ròng cho DXG.							
Phát Đạt	Bắc Hà Thành	Chi phí GPMB, tiền SDĐ, xây dựng được giải ngân phần lớn trong 2024. Bán hàng sẽ mang lại dòng tiền thu ròng cho PDR.							
	Bình Dương Tower	Năm 2025: chi ròng cho xây dựng móng, thân.				Năm 2026: dòng tiền tốt hơn nếu hoạt động bán hàng hiệu quả.			
CEO	Grand Oceania, Primier Wynham	Dòng tiền cân bằng trong 1H.2025; và thu ròng tốt hơn trong nửa sau 2025 và 2026.							
	Hana Garden	Năm 2025: Chi tiền SDĐ bổ sung, hạ tầng tiện ích.				Năm 2026: dòng tiền thu từ bán hàng.			
IJC	KDT IJC, Sunflowr, Prince Town	Các dự án hoàn tất tiền SDĐ, hạ tầng nên dòng tiền từ bán hàng đủ cân đối chi phí xây dựng.							
Hodeco	CC NOXH Phú Mỹ 1, The Light	CPXD vẫn lớn trong 1H, và áp lực sẽ giảm từ 2H.2025 khi hoat động bán hàng NOXH và The Light được triển khai.							

Thu ròng Chi ròng

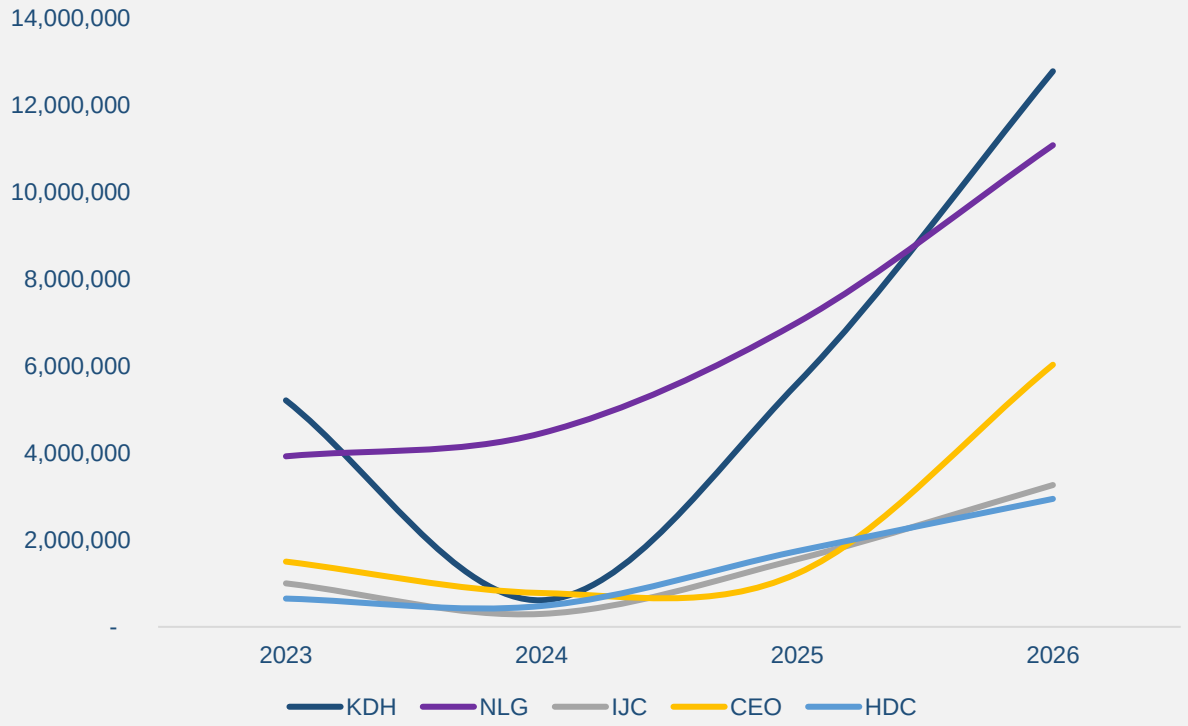
BAOVIET Securities

Lợi nhuận hồi phục và tăng trưởng trở lại

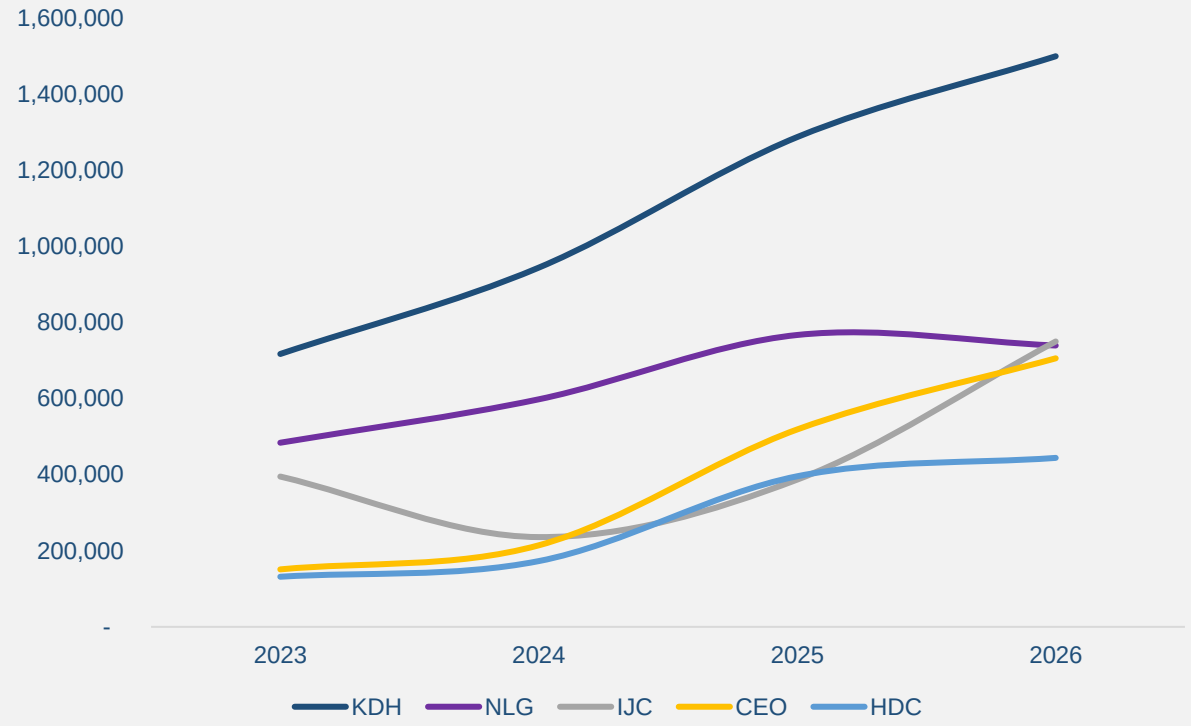
Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- Quan sát chung: BVSC có điều chỉnh dự phóng lợi nhuận phù hợp với tiến độ dự án. Nhìn chung, BVSC vẫn cho rằng lợi nhuận sẽ hồi phục tốt hơn trong 2025-2026.
- Khang Điền dự báo sẽ quay trở lại mức lợi nhuận > 1.000 tỷ trong năm 2025.
- Nam Long dự báo sẽ có mức lợi nhuận dao động 700-800 tỷ trong 2025-2026.
- Các doanh nghiệp như CEO, HDC, IJC có thể ghi nhận mức tăng trưởng % cao do nền thấp trong 2024.

Doanh số bán hàng trong 2023-2026
(Nguồn: BVSC tổng hợp, dự báo; Đvt: triệu đồng)



LNST-MI trong 2023-2026
(Nguồn: BVSC tổng hợp, dự báo; Đvt: triệu đồng)



BAOVIET Securities

Danh mục khuyến nghị cho năm 2025

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- Quan điểm đầu tư: BVSC lựa chọn các doanh nghiệp có quỹ đất, dự án triển khai trong 2025 và định giá còn dư địa.
- Tài chính: các doanh nghiệp có tình hình tài chính ổn định, có tài sản để cấu trúc đáo hạn cho các khoản vay.
- Giá mục tiêu: trung bình hai phương pháp NAV và P/B.

MCK	Giá mục tiêu (đồng/cp)	% upside	PB 2024	PB 2025	LNST-CĐTS 2024 (tỷ)	LNST-CĐTS 2025 (tỷ)	% tiền/TTS	% nợ vay/TTS	Điểm nhấn
KDH	42.600	+23%	1,9	1,8	943	1.286	10%	25%	- Mở bán cụm dự án BTĐ và hoàn tất GPMB dự án KDT Tân Tạo.
NLG	49.700	+31%	1,6	1,4	597	766	5%	22%	- Hoàn thiện 1/500 dự án Izumi, và khởi động lại chuyển nhượng khu thương mại ở Waterpoint. - Tỷ lệ hấp thụ tốt ở Central Lake đảm bảo lợi nhuận cho năm 2025.
HDC	32.000	+23%	1,8	1,6	172	395	0,5%	34%	- Thị trường BĐS Vũng Tàu hồi phục sẽ mở bán trở lại dự án The Light. - Dự án hạ tầng gia tăng tiềm năng cho quỹ đất Long Điền và Gò Mây.
IJC	19.900	+44%	1,0	0,9	235	386	2%	7%	- Mở bán Sunflower, Prince Town. - Khả năng tiếp tục tăng vốn để nhận quyền khai thác BOT QL13 mở rộng.
CEO	19.900	+41%	1,3	1,2	214	518	11%	6%	- Mở bán Grand Oceania và các sản phẩm tồn ở các phân khu trước. - Tiến độ pháp lý mới với dự án Hana Garden.

BAOVIET Securities

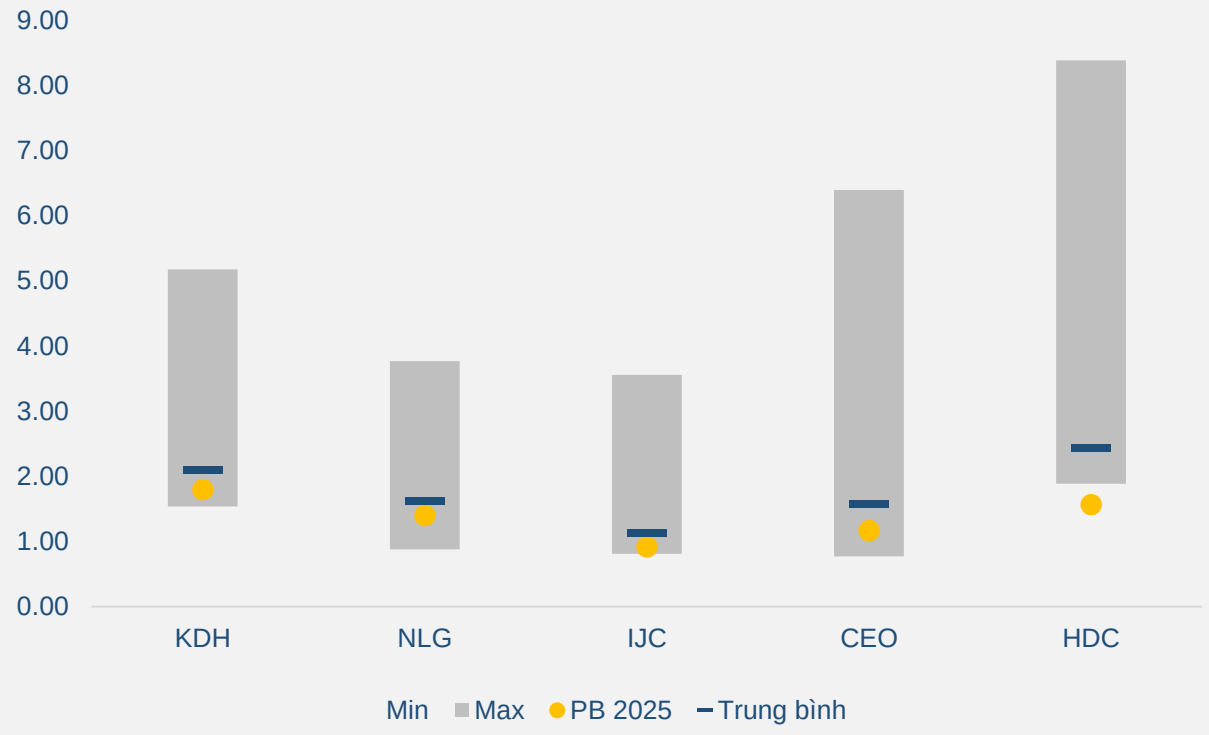
Định giá hấp dẫn cho tích lũy trong trung hạn

Triển vọng doanh nghiệp và Khuyến nghị

- BVSC lựa chọn giai đoạn 2020-nay để quan sát dải P/B. Năm 2020 là năm thay đổi về chính sách tiền tệ và mang đến một chu kỳ tăng trưởng cho TT BĐS kéo dài từ 2020 đến cuối 2022.
- Mặt bằng giá bất động sản dù có điều chỉnh trong 2023 nhưng vẫn cao hơn so với trước năm 2020.
- BVSC nhận thấy định giá P/B 2025 các DN trong khuyến nghị về mức thấp trong dải P/B cho thấy sự hấp dẫn cho tích lũy trong trung hạn.

P/B 2025-2026 các doanh nghiệp BVSC theo dõi
(Nguồn: BVSC ước tính)

So sánh P/B 2025 với dải PB 2020-nay và trung bình
(Nguồn: BVSC tổng hợp, dự phóng)



BAOVIET Securities

KDH – Lợi nhuận vượt mức nghìn tỷ, dồn lực hoàn thành GPMB cho KDT Tân Tạo

OUTPERFORM | Target: 42.600 VNĐ/CP | Upside: +23%

Điểm nhấn đầu tư:

Lợi nhuận sau thuế Q4.2024 ghi nhận ở mức cao do bàn giao dự án Privia. Theo kế hoạch, KDH sẽ bàn giao phần lớn số căn hộ ở dự án Privia trong Q4, một phần còn lại sẽ bàn giao trong Q1.2025. Theo đó, BVSC ước tính LNST-CĐTS Q4.2024 là 531 tỷ.

Mở bán cụm dự án Bình Trưng Đông sẽ đảm bảo lợi nhuận tăng trưởng trong 2025. Dự án có quy mô 200 căn biệt thự, nhà phố và 600 căn hộ. Doanh thu toàn dự án ước đạt 13.000-14.000 tỷ; sẽ đóng góp trong 2025-2027. Hiện tại, dự án hoàn thành công tác xây dựng thấp tầng và đang chờ giấy phép bán hàng. BVSC cho rằng dự án sẽ mở bán vào đầu năm 2025 góp phần củng cố triển vọng lợi nhuận, thu về dòng tiền ròng lớn cho KDH.

Khởi công hạ tầng cho hai dự án gối đầu là 11A và KCN Lê Minh Xuân. Đây là hai dự án có quy mô doanh số lớn sẽ đóng góp trong 2026-2027 cho KDH. Với triển vọng TT BĐS sẽ tiếp tục tốt lên, dự án 11A khởi công triển khai hạ tầng để bán hàng trong 2026-2027, sẽ là yếu tố rất quan trọng. Đối với KCN Lê Minh Xuân MR, với nguồn cung đất KCN khan hiếm và nhu cầu kho bãi lớn,chúng tôi cho rằng hoạt động thu hút đầu tư sẽ tương đối thuận lợi.

Giai đoạn khai mở giá trị quỹ đất lớn. Mặc dù, công tác đền bù và pháp lý cho dự án lớn là KDC Tân Tạo vẫn còn nhiều việc phải làm, chúng tôi cho rằng mục tiêu đưa tỷ lệ đền bù trên 90% để có thể chuyển sang giai đoạn mới trong 2025 là khả thi. Những chuyển dịch mới về pháp lý và các kế hoạch cụ thể hơn cho dự án cũng là những thông tin kỳ vọng cho KDH trong 2025.

Khuyến nghị. Chúng tôi vẫn luôn cho rằng KDH sẽ hưởng lợi rất tích cực khi thị trường bất động sản có những bước tăng trưởng mạnh mẽ hơn từ 2025. Từ những đánh giá trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu cho KDH trong năm 2025 lên mức **42.600 đồng/cp**. Theo giá thị trường hiện tại, tiềm năng tăng giá cho cổ phiếu KDH là +23%.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**2.911**	**2.093**	**3.516**	**4.073**
Tăng trưởng	-22%	-28%	68%	16%
NPAT-MI	**1.102**	**716**	**943**	**1.286**
Tăng trưởng	-8%	-35%	32%	36%
P/B (x)	1,8	2,4	1,9	1,8
EPS (đồng/cp)	**1.539**	**897**	**933**	**1.272**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**42.600**

BAOVIET Securities

NLG – Định giá hấp dẫn, kỳ vọng vào doanh số bán hàng hồi phục

OUTPERFORM | Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +31%

Điểm nhấn đầu tư:

Dự phóng lợi nhuận 2025 tăng trưởng 28% so với 2024. Trong đó, các dự án đóng góp chính về lợi nhuận cho NLG là Akari GD2 (còn 50%), The Southgate và Central Lake. Với việc dự án Central Lake có giấy phép bán hàng trong Q4.2024, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của NLG trong 2025 được đảm bảo vững chắc hơn. BVSC ước tính LNST-CĐTS 2025 là 766 tỷ, tăng 28% yoy. Ngắn hạn, dự án Akari GD2 bàn giao 50% trong Q4.2024 sẽ giúp LNST-CĐTS của NLG ghi nhận ở mức cao, và hoàn thành hoặc vượt nhẹ so với kế hoạch.

Doanh số bán hàng chưa đạt kỳ vọng trong 2024 nhưng sẽ khả quan hơn trong 2025. Tính cả năm 2024, doanh số bán hàng của NLG sẽ dao động trong khoảng 4.500-5.000 tỷ, so với kế hoạch 10.000 tỷ vào đầu năm. Tiến độ pháp lý các dự án gối đầu mất thời gian hơn dự kiến là nguyên nhân chủ đạo. Nhìn sang năm 2025, cùng với Southgate, Central Lake Cần Thơ và Izumi GD1A2 được kỳ vọng đóng góp vào doanh số chung. BVSC ước tính doanh số bán hàng của NLG trong 2025 là 7.000 tỷ, tăng 56% yoy.

Hoàn thiện điều chỉnh quy hoạch cho toàn dự án Izumi và tái khởi động đàm phán các khu đất thương mại. Mặc dù vẫn cần thời gian để hoàn chỉnh tiếp các bước quy hoạch, NLG vẫn kỳ vọng dự án Izumi sẽ hoàn thiện QH 1/500 vào Q4.2025. Và theo đó, dự án sẽ tái khởi động cho kinh doanh từ 2026 và sẽ được hỗ trợ khi các dự án hạ tầng lớn đi vào hoàn thành trong 2026-2027 (Vành đai 3, sân bay Long Thành).

Khuyến nghị. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu NLG cho giá mục tiêu là **49.700 đồng/cp** và thời gian nắm trong năm 2025. Xét dài hạn hơn, Nam Long vẫn còn nhiều dư địa để khẳng định vị thế là một trong số ít doanh nghiệp bất động sản lớn, uy tín khu vực phía Nam. Ngắn hạn, định giá đang vùng thấp là điểm hỗ trợ cho NLG.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**4.338**	**3.181**	**5.777**	**4.195**
Tăng trưởng	-17%	-27%	82%	-27%
NPAT-MI	**556**	**483**	**597**	**766**
Tăng trưởng	-48%	-13%	24%	28%
P/B (x)	1,4	1,5	1,6	1,4
EPS (đồng/cp)	**1.453**	**1.257**	**1.554**	**2.002**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**49.700**

BAOVIET Securities

IJC – Định giá về vùng hấp dẫn cho tích lũy trung hạn

OUTPERFORM | Target: 19.900 VNĐ/CP | Upside: +44%

Doanh số bán hàng sẽ khả quan hơn trong năm 2025

Trong năm 2024, công ty có công bố sự kiện bán hàng cho Sunflower. Tuy nhiên, theo quy định mới, dự án cần hoàn thiện tiện ích để được cấp phép bán hàng. Do đó, hoạt động bán hàng cũng được dời lại và dự kiến sẽ tái khởi động vào Q1.2025. Điều này làm cho doanh số bán hàng năm 2024 không đạt kế hoạch. Năm 2025, danh mục dự án sẵn sàng để bán của IJC sẽ có thêm Prince Town, giúp đa dạng thêm sản phẩm phù hợp với nhu cầu thị trường. Theo đó, BVSC dự phóng doanh số bán hàng của IJC năm 2025 là 1.600 tỷ.

Lợi nhuận sẽ duy trì và tăng trưởng trong 2025

IJC bắt đầu ghi nhận lợi nhuận liên kết từ Becamex Bình Phước. Năm 2024, lợi nhuận ghi nhận ước khoảng 50 tỷ. Với quỹ đất khu công nghiệp lớn, lợi nhuận từ Becamex Bình Phước sẽ ngày càng gia tăng và góp phần vào sự ổn định cho IJC. Ngoài ra, Bình Phước có kế hoạch triển khai hạ tầng KDC Hiếu Cảm 2 với quy mô tổng dự án là 200ha. Dự án sẽ mang lại nguồn lợi nhuận tốt hơn cho IJC từ 2026. Xét cho năm 2025, trên cơ sở thận trọng, BVSC dự phóng LNST-CĐTS của IJC là 386 tỷ, ghi nhận mức tăng 60% so với nền thấp của 2024.

Định giá hấp dẫn hỗ trợ cho rủi ro về tiến độ bán hàng

Theo giá thị trường hiện tại, định giá của IJC đã điều chỉnh về mức thấp và dưới 1 lần trong năm 2025. Đây được là mức thấp trong giai đoạn 2020 đến nay. Nếu hoạt động bán hàng được phục hồi trở lại, BVSC cho rằng định giá của IJC sẽ hưởng lợi và phục hồi. Tuy nhiên, kịch bản ngược lại, sự trì trệ trong bán hàng kéo dài hơn dự kiến cũng là rủi ro. Do đó, mặt bằng định giá được điều chỉnh về mức thấp là nền tảng giúp giảm thiểu rủi ro về bán hàng.

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì khuyến nghị với cổ phiếu IJC. Mặc dù, hoạt động tăng vốn trong đầu năm sẽ tạo ra sự pha loãng với EPS trong năm 2024. Định giá hấp dẫn cùng với câu chuyện về Becamex BP sẽ hỗ trợ cho triển vọng của IJC. Từ các phân tích trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với IJC cho giá mục tiêu mới là **19.900 đồng/cp**. Thời gian nắm giữ trong 6–12 tháng. Rủi ro: thị trường bất động sản Bình Dương hồi phục chậm hơn kỳ vọng.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**1.968**	**1.494**	**972**	**1.566**
Tăng trưởng	-25%	-24%	-35%	61%
NPAT-MI	**511**	**394**	**235**	**386**
Tăng trưởng	-18%	-23%	-40%	60%
P/B (x)	0,86	1,1	0,99	0,92
EPS (đồng/cp)	**2.029**	**1.647**	**624**	**1.021**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**19.900**

BAOVIET Securities

HDC – Quỹ đất ở Bà Rịa – Vũng tàu nhiều tiềm năng trong chu kỳ mới

OUTPERFORM | 32.000 VNĐ/CP | Upside: +23%

Triển khai dự án NOXH và lựa chọn thời điểm mở bán trở lại The Light

HDC đã khởi công xây dựng 1 tòa NOXH EcoTown trong Q4.2024. Theo quy hoạch, dự án NOXH EcoTown sẽ gồm 2 tòa 15 và 18 tầng. Do đó, toà tiếp theo sẽ được khởi công trong 2025. Đối với dự án The Light, công ty không tập trung bán hàng trong năm 2024 mà chủ yếu bán hàng sản phẩm tồn ở Ngọc Tước. Năm 2025, chúng tôi cho rằng công tác bán hàng The Light sẽ khởi động trở lại. Theo đó, BVSC dự phóng LNST-CĐTS của HDC trong 2025 sẽ đạt 395 tỷ.

Quỹ đất nhiều tiềm năng ở Vũng Tàu và Long Điền với quy mô 51ha

Hiện tại, Hodeco vẫn đang tiếp tục nhận chuyển nhượng quỹ đất từ dự án Long Điền (33ha) và Vũng Tàu (18,6ha). Mục tiêu năm 2025 sẽ nhận chuyển nhượng đủ theo hợp đồng nguyên tắc. Theo BVSC, đây là 2 quỹ đất rất tiềm năng từ 2026 khi i) cao tốc BH-VT hoàn thành; và ii) tuyến đường đấu nối với BH-VT đến Vũng Tàu và Long Điền cũng hoàn tất. Hiện tại, BR-VT đã khởi công tuyến đường đấu nối từ điểm cuối BH-VT đi ngang huyện Long Điền và nối vào vòng xoay Vũng Vằn. Các tuyến đường hoàn thành sẽ gia tăng giá trị cho các quỹ đất của HDC.

Khuyến nghị

Hodeco là doanh nghiệp có quỹ đất và hưởng lợi từ sự hình thành các dự án hạ tầng kết nối trong 2026-2027. Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng trong trung hạn với HDC vẫn hiện hữu. Ngắn hạn, tình hình tài chính với tiền mặt thấp và nợ vay vẫn cao là điểm hạn chế với doanh nghiệp trong 1H.2025. Sự ấm dần lên trong nửa sau 2025 sẽ giúp hoạt động bán hàng thuận lợi hơn; theo đó, triển vọng về tài chính của Hodeco sẽ được cải thiện. Dựa trên định giá NAV và PB, BVSC vẫn duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HDC với giá mục tiêu là **32.000 đồng/cp.**

Rủi ro: công tác hoàn thiện pháp lý của The Light và mua thêm quỹ đất chậm hơn so với kế hoạch.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**1.298**	**665**	**703**	**1.309**
Tăng trưởng	-4%	-48%	6%	86%
NPAT-MI	**419**	**131**	**172**	**395**
Tăng trưởng	35%	-69%	31%	129%
P/B (x)	1,5x	2,2x	1,8x	1,6x
EPS (đồng/cp)	**4.299**	**974**	**968**	**2.218**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**32.000**

BAOVIET Securities

CEO – Sự hồi phục tốt hơn ở các thị trường tỉnh hỗ trợ triển vọng của CEO

CEO - OUTPERFORM | 19.900 VNĐ/CP | Upside: +41%

Kết quả kinh doanh khởi sắc dần khi mảng khai thác bất động sản đầu tư đã có lợi nhuận

Mặc dù kết quả 9T.2024 chưa thật sự đột phá, chúng tôi nhận thấy những chuyển động tích cực ở CEO. Hoạt động dịch vụ (phần lớn từ khai thác BĐS đầu tư) đã ghi nhận lợi nhuận gộp 31 tỷ so với mức lỗ 68 tỷ cả năm 2023. Điểm lưu ý là CEO đưa vào khai thác khách sạn Wynham Garden trong Q2.2024 và dòng tiền từ khai thác ghi nhận hiệu quả. Đối với mảng bất động sản, doanh thu 9T dù vẫn khiêm tốn nhưng với GPM ở mức cao 59% đã có đóng góp lên kết quả chung trong 9T đầu năm. Xét cả năm, BVSC ước tính LNST-CĐTS của CEO là 214 tỷ.

Hoàn thiện pháp lý Hana Garden sẽ là động lực cho CEO trong nửa sau năm 2025

Dự án nhận được sự hỗ trợ từ UBND Huyện Mê Linh, cũng như TP. Hà Nội trong việc tháo gỡ vướng mắc trong chuyển mục đích sử dụng đất. Tiến độ gần nhất dự án được phê duyệt chuyển đổi mục đích 15ha đất lúa sang thực hiện dự án. Đây là bước tiến với pháp lý dự án trong năm 2024. Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ xác định được tiền sử dụng đất bổ sung để có thể kinh doanh từ năm 2026. Với giá thị trường hiện tại khu vực, dự án có doanh số ước tính khoảng 4.200 tỷ đồng.

Hoạt động tăng vốn đã sớm hoàn thành trong 2023, giúp tình hình tài chính lành mạnh trở lại

CEO là một trong số ít các doanh nghiệp BĐS được chấp thuận tăng vốn trong năm 2023. Điều này cho thấy các dự án của CEO có pháp lý tương đối đầy đủ (các dự án ở Vân Đồn). Với việc tăng vốn sớm, tình hình tài chính của CEO hiện tại khá lành mạnh và sẵn sàng cho việc nộp bổ sung tiền sử dụng đất cho Hana Garden & Sonasea Residence 2. Do đó, BVSC cho rằng áp lực pha loãng với CEO trong 1-2 năm tới phần nào giảm thiểu so với những doanh nghiệp khác.

Lợi nhuận năm 2025 còn dư địa để ghi nhận tăng trưởng ở mức cao. BVSC ước tính LNST-CĐTS là 505 tỷ với đóng góp từ i) lợi nhuận từ dịch vụ là 70-100 tỷ, và ii) đóng góp từ các phân khu đã bán đang bàn giao như Silk Path, một phần nhỏ từ Grand Oceania.

Khuyến nghị

Mặc dù kết quả kinh doanh có cải thiện đáng ghi nhận, giá của CEO chịu sự ảnh hưởng chung từ thị trường. Điều này giúp định giá của CEO trở nên hấp dẫn hơn so với đầu năm. Từ những điểm nhấn trên, BVSC duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho CEO với giá mục tiêu theo NAV, PB là **19.900 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**2.549**	**1.393**	**1.564**	**2.868**
Tăng trưởng	183%	-45%	12%	84%
NPAT-MI	**278**	**150**	**214**	**505**
Tăng trưởng	199%	-64%	42%	35%
P/B (x)	0,8x	1,5x	1,25x	1,2x
EPS (đồng/cp)	**1.083**	**293**	**396**	**935**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**19.900**

BAOVIET Securities

Khu công nghiệp

Tiếp tục thu hút vốn FDI;

Thúc đẩy đầu tư hạ tầng

Quan điểm đầu tư

Tiếp tục thu hút vốn FDI; Ban hành chiến lược phát triển Công nghiệp bán dẫn Việt Nam theo công thức C = SET +1

1

Tiếp tục thu hút vốn FDI; Ban hành chiến lược phát triển Công nghiệp bán dẫn Việt Nam theo công thức C = SET +1

2

- Việt Nam có nhiều lợi thế về chi phí lao động, thương mại thuế suất, cơ sở hạ tầng
- Thúc đẩy đầu tư hạ tầng

3

Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất Quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

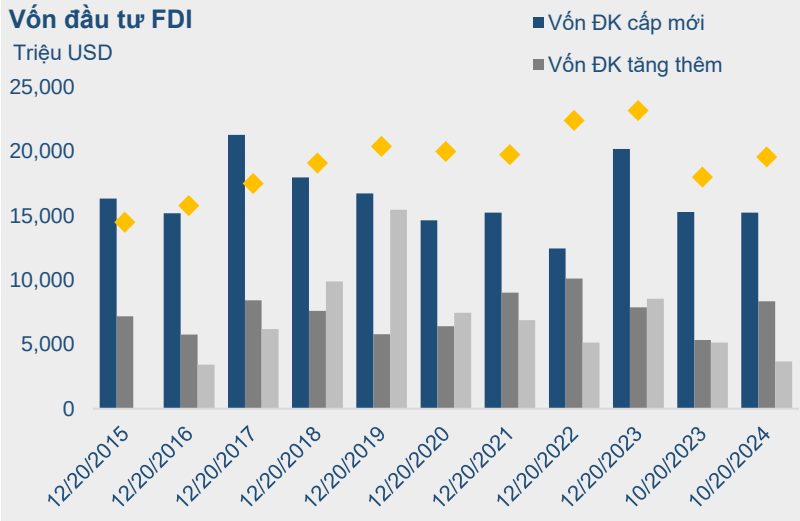
4

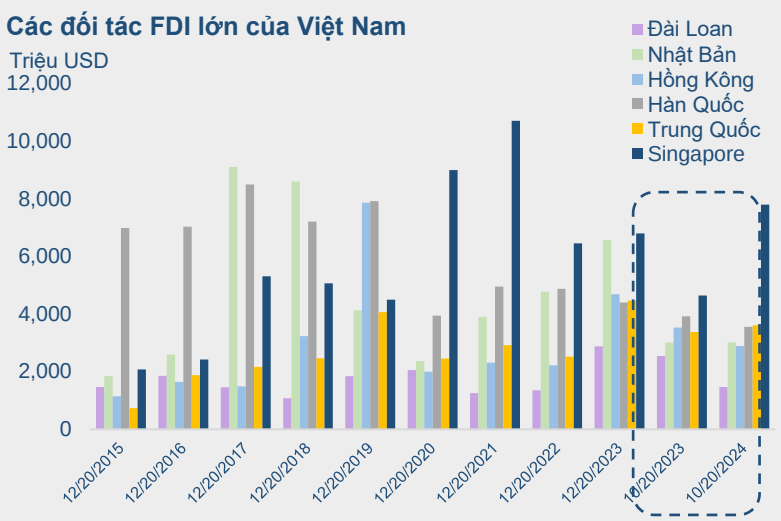
Giá thuê đất công nghiệp có xu hướng tăng khi nguồn cầu và mức hấp thụ được duy trì khả quan

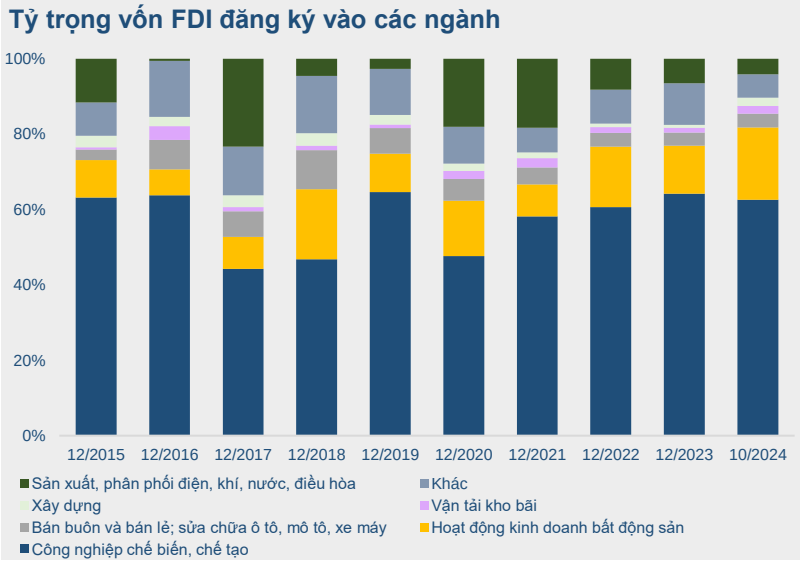
Tiếp tục thu hút vốn FDI nhờ đồng thuận chính sách, lợi thế về thương mại thuế suất, cơ sở hạ tầng

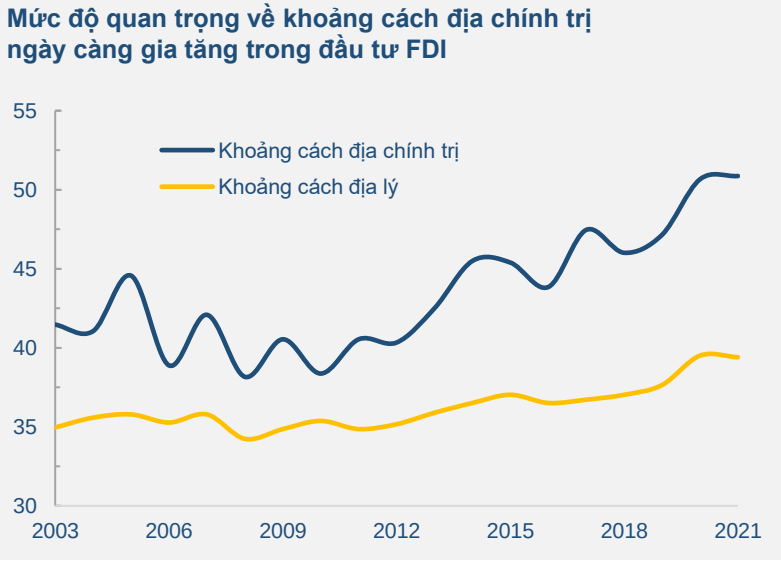
Ngành Khu công nghiệp

- Theo số liệu Tổng cục Thống kê vừa công bố, tổng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) đăng ký vào Việt Nam tính đến ngày 31/10/2024 bao gồm: Vốn đăng ký cấp mới, vốn đăng ký điều chỉnh và giá trị góp vốn, mua cổ phần của nhà đầu tư nước ngoài đạt 27,3 tỷ USD (+1,9% yoy).
- Trong đó, ngành Công nghiệp chế biến, chế tạo được cấp phép mới lớn nhất với số vốn đăng ký đạt 9,8 tỷ USD, chiếm 64,2% tổng vốn đăng ký cấp mới. Singapore là nhà đầu tư lớn nhất với 4,98 tỷ USD (chiếm 32,7% tổng vốn đăng ký cấp mới); tiếp theo là Hàn Quốc (13,1%); Nhật Bản (11,0%); Hong Kong (10,6%).
- Vốn FDI tập trung nhiều vào các tỉnh, thành phố có nhiều lợi thế thu hút vốn như Bắc Ninh, Tp. HCM, Quảng Ninh, BR-VT, Bình Dương, Hà Nội, Hải Phòng, Đồng Nai, Bắc Giang, Ninh Thuận. Riêng 10 địa phương này chiếm 80,1% dự án mới và 72,9% số vốn đầu tư cả nước trong 9 tháng.
- Thủ tướng Chính phủ đã ký Quyết định 1018/QĐ-TTg ngày 21/9/2024 về **Chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn Việt Nam** đến năm 2030 và tầm nhìn đến 2050. Đây là ngành Công nghiệp được dự đoán sẽ đạt doanh thu lên đến 1.000 tỷ USD vào năm 2030. Chiến lược này được đưa ra trong bối cảnh các quốc gia đang cạnh tranh gay gắt trong lĩnh vực chip.
- Chiến lược này đã đề ra lộ trình và một công thức mang tính logic cao: "C = Set + 1" Trong đó: C: Chip (Chip bán dẫn); S: Specialized (Chuyên dụng, Chip chuyên dụng); E: Electronics (Điện tử, Công nghiệp điện tử); T: Talent (Nhân tài, Nhân lực); + 1: Việt Nam (Việt Nam là điểm đến mới an toàn của chuỗi cung ứng toàn cầu về công nghiệp bán dẫn).
- Nhu cầu đầu tư sản xuất, lắp ráp bán dẫn sẽ kéo theo tìm kiếm khu công nghiệp, nhà xưởng; đảm bảo các yếu tố về cơ sở hạ tầng như: điện ổn định, xử lý nước hiệu quả, internet tốc độ cao, ...
- Khu vực phía Bắc vốn là địa điểm lựa chọn của các ngành hàng có GTGT cao như vi tính, điện tử, …









BAOVIET Securities

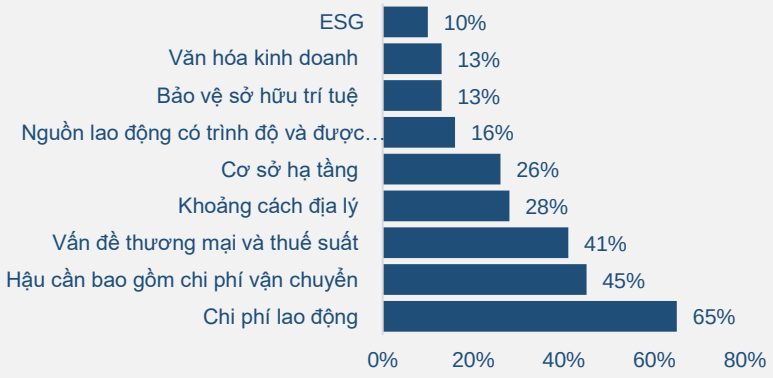
Việt Nam có nhiều lợi thế về đồng thuận chính sách, thương mại thuế suất, cơ sở hạ tầng

Ngành Khu công nghiệp

Môi trường đầu tư thuận lợi, đồng thuận trong chính sách:

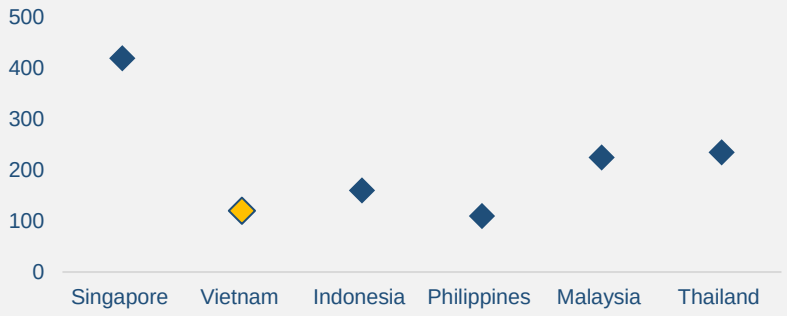
- Đà tăng trưởng giải ngân vốn đầu tư FDI tiếp tục tăng nhờ vào dư địa dự án chưa giải ngân còn lớn và vốn đăng ký tăng thêm cũng như cấp mới tăng trưởng.
- Ngoài ra, việc mở rộng đầu tư của các đối tác cũ như Samsung, LG, Foxconn… cũng góp phần vào tăng trưởng FDI. Nhiều NĐT có nhu cầu đa dạng hóa chuỗi cung ứng, giảm thiểu rủi ro phụ thuộc vào một nguồn cung trong lĩnh vực điện tử như Pegatron, Foxconn… cũng đã đầu tư vào miền Bắc.
- Việt Nam có quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với 9 quốc gia lớn trên thế giới (chiếm xấp xỉ 37% GDP thế giới). Chỉ trong 3 năm trở lại đây có thêm 6 ĐTCLTD mới, cùng với sự tham gia tích cực vào 17 hiệp định thương mại tự do (FTAs).
- Chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn Việt Nam.

Các yếu tố mà doanh nghiệp quan tâm khi dịch chuyển chuỗi cung ứng

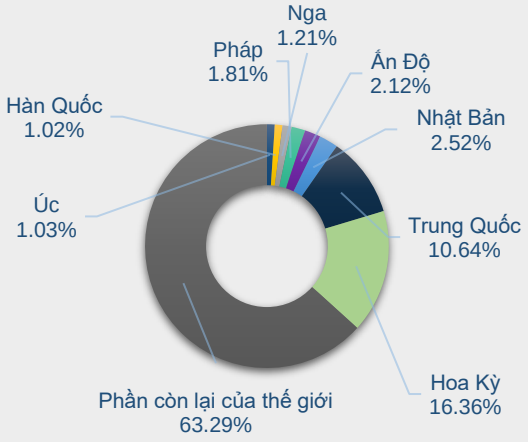


Giá chào thuê tại các nước trong khu vực ASEAN 3Q/2022

(Đvt: USD/m2/kỳ thuê)



Việt Nam có quan hệ đối tác chiến lược toàn diện với 9 quốc gia lớn trên thế giới (chiếm xấp xỉ 37% GDP thế giới). Chỉ trong 3 năm trở lại đây có thêm 6 ĐTCLTD mới.

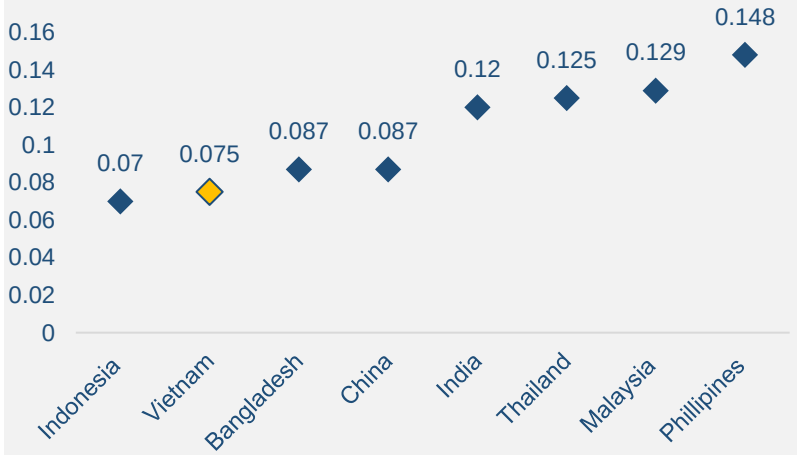


Trung Quốc	05/2008
Liên Bang Nga	07/2012
Ấn Độ	09/2016
Hàn Quốc	12/2022
Hoa Kỳ	09/2023
Nhật Bản	11/2023
Australia	03/2024
Pháp	10/2024

Giá điện kinh doanh tại một số quốc gia

(đvt: kWh, USD)

(giá cập nhật tháng 3.2024)



Chỉ số quy định hạn chế FDI của OECD trong lĩnh vực sản xuất máy móc (bao gồm cả máy vi tính, điện tử và máy móc cơ khí).

0 = mở rộng; 1 = hạn chế. Điểm càng thấp thì càng mở rộng cho doanh

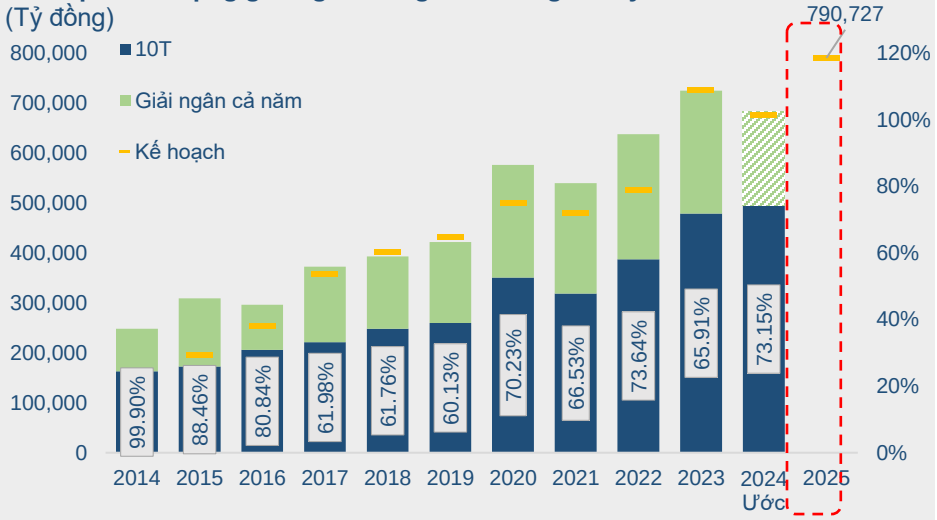
BAOVIET Securities

Thúc đẩy đầu tư hạ tầng

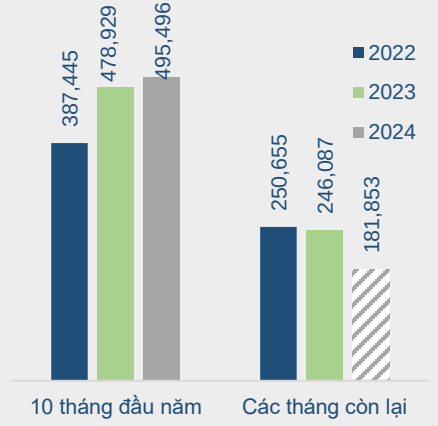
Ngành Khu công nghiệp

- Theo báo cáo của Bộ Tài chính, ước giải ngân vốn đầu tư công đến hết tháng 11/2024 đạt 410.953 tỷ đồng (đạt 54,8% kế hoạch) thấp hơn cùng kỳ năm trước (59,4%).
- Giải ngân đầu tư công được chú trọng là **động lực gián tiếp cho các KCN khi tăng tính hấp dẫn do việc cải thiện hạ tầng** dẫn tới sự thuận lợi về logistics. Đặc biệt là các KCN trong các tỉnh thành được phân bổ vốn lớn, các dự án trọng điểm.
- Thị trường phía Bắc từ 2015 được đầu tư rất mạnh vào hạ tầng, hoàn thiện đường cao tốc, tạo sự kết nối giữa HN-HP-QN-BN tạo ra sự gia tăng lớn ở các thị trường này.
- Kế hoạch 5 năm sẽ hướng về phía Nam nhiều hơn.
- **Một số dự án hạ tầng đáng chú ý ở khu vực miền Bắc bao gồm:**
  - ✓ đường vành đai 4 (2030).
  - ✓ cao tốc Chi Lăng Hữu Nghị (2024).
  - ✓ cao tốc Hạ Long - Nội Bài (2030).
- **Một số dự án hạ tầng đáng chú ý ở khu vực miền Nam bao gồm**:
  - ✓ cao tốc Bến Lức - Long Thành (hoàn thành vào năm 2025).
  - ✓ cao tốc TP. HCM - Mộc Bài (dự kiến hoàn thành vào năm 2027).
  - ✓ cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu (2026).
  - ✓ vành đai 3 (2025).
  - ✓ cao tốc Bắc - Nam được kỳ vọng sẽ hỗ trợ thêm.
- **Luật Đầu tư công (sửa đổi) được phê duyệt tại Kỳ họp thứ 8 Quốc hội khóa XV ngày 29.11.2024 – gỡ những ách tắc – kỳ vọng sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án ĐTC.** Luật ĐTC sửa đổi đưa ra nhiều nội dung phân cấp, phân quyền mạnh mẽ cho Thủ tướng Chính phủ, người đứng đầu các bộ, ngành và Chủ tịch UBND các cấp.
  - ✓ Việc phân cấp thẩm quyền quyết định điều chỉnh kế hoạch ĐTC trung hạn và hằng năm vốn NSTW giữa các bộ, cơ quan trung ương và địa phương từ UBTVQH cho Thủ tướng Chính phủ sẽ cắt giảm trình tự, thủ tục. Thủ tướng sẽ quyết các dự án đầu tư công quy mô từ 10.000 tỷ đồng đến 30.000 tỷ đồng.
  - ✓ Phân cấp thẩm quyền quyết định sử dụng dự phòng chung vốn NSTW, vốn tăng thu, tiết kiệm chi NSTW, các khoản vốn NSTW chưa phân bổ trong KHĐTCTH và hằng năm, từ Quốc hội cho UBTVQH.

Kế hoạch và lượng giải ngân trong các năm gần đây (Tỷ đồng)

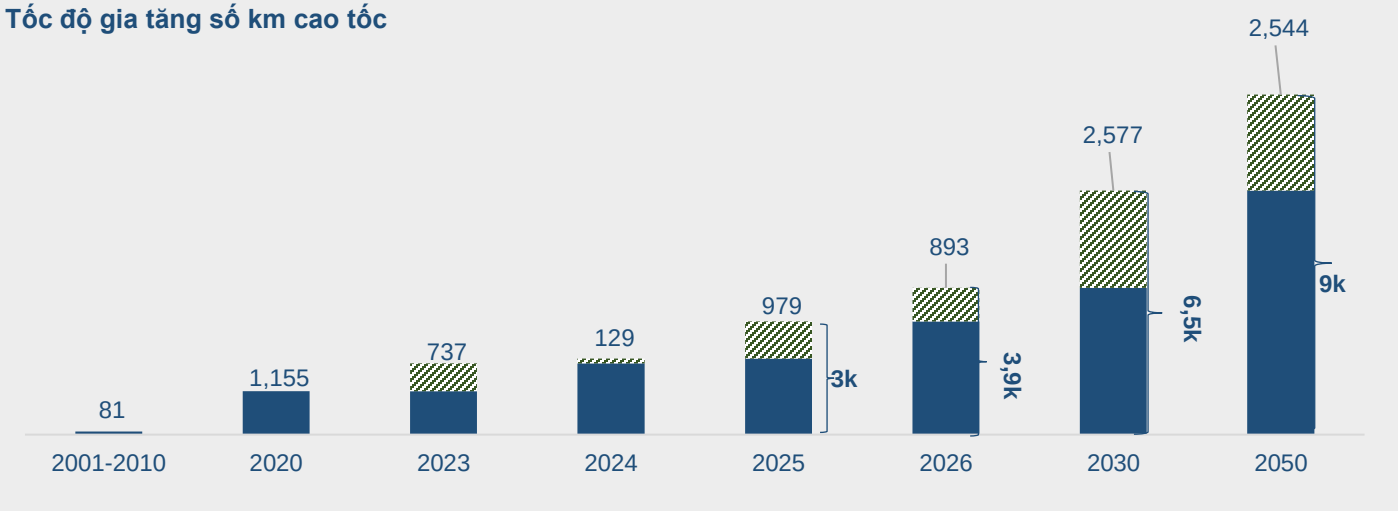


Dư địa giải ngân vốn đầu tư công (Tỷ đồng)



Nguồn: TMX

Tốc độ gia tăng số km cao tốc



Nguồn: Viện Chiến lược và Phát triển GTVT

BAOVIET Securities

Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

Ngành Khu công nghiệp

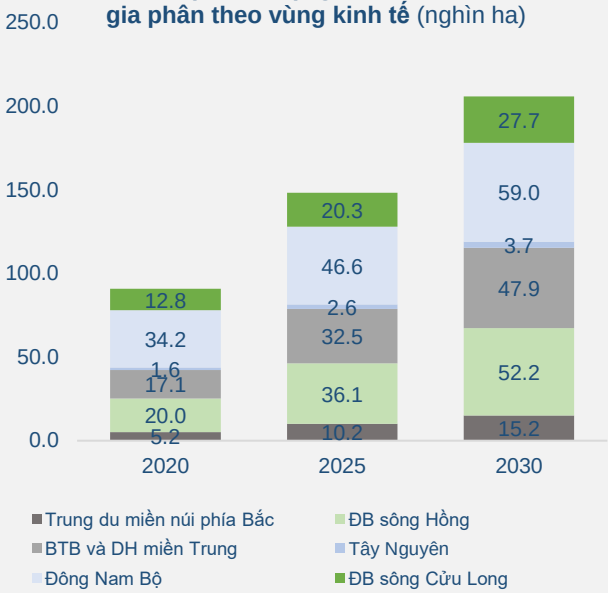
- Đất xây dựng công nghiệp, dịch vụ sẽ còn tiếp tục tăng, dự báo đến năm 2050 diện tích đất khu, cụm công nghiệp sẽ cơ bản ổn định ở mức khoảng 300-350 nghìn ha. Theo như kế hoạch sử dụng đất 05 năm (2021-2025), diện tích đất KCN được phê duyệt vào 2025 là 148.300ha; tới 2030, tổng diện tích đất KCN vào khoảng 205.800ha, trong đó cụ thể như hình bên (a).
- Về không gian, quy hoạch đất KCN bố trí tập trung tại 02 vùng:
  - ✓ Phía Bắc của vùng đồng bằng sông Hồng: Hải Phòng, Hà Nội, Quảng Ninh, Bắc Giang, Bắc Ninh, Thái Nguyên.
  - ✓ Trục Đồng Nai, Bình Dương, TP. Hồ Chí Minh, Long An: tập trung tại các tỉnh Long An, TP. Hồ Chí Minh, Cần Thơ, Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu.

Trên cơ sở xu hướng nguồn vốn đầu tư FDI. Xem Hình dưới chỉ tiêu quy hoạch và kế hoạch sử dụng đất KCN.

- Quyết định 227/QĐ-TTg ngày 12/3/2024 điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 được Thủ tướng Chính phủ phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg như sau: *Bắc Ninh: 5.540ha; Quảng Ninh: 3.808ha; Hải Dương 3.385ha; Hưng Yên: 4.209ha; Bình Phước: 8.079ha; BR – VT: 8.079ha.*

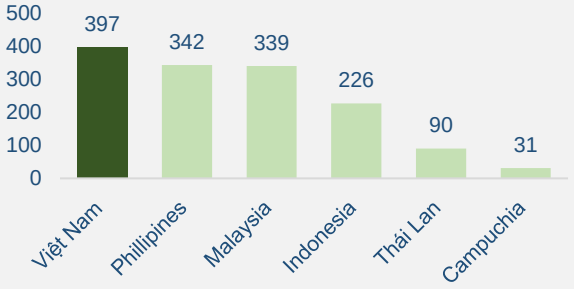
Các tỉnh không điều chỉnh giữ nguyên như QĐ 326/QĐ–TTg.

(a) Kế hoạch sử dụng đất KCN của quốc gia phân theo vùng kinh tế (nghìn ha)



Nguồn: Quyết định 227/QĐ-TTg

Các Khu công nghiệp được thành lập trong 2023



Nguồn: Savills, Invest Asia Magazine, Sufex Trading, 2023

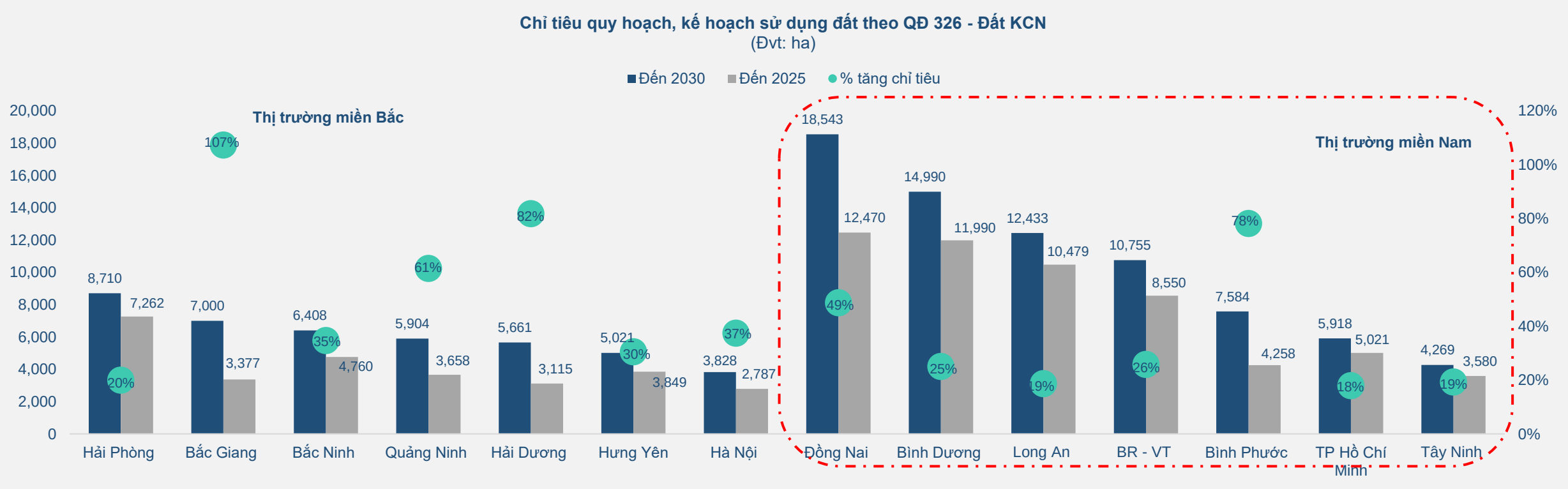
Tên KCN	Doanh nghiệp	Tỉnh	Pháp lý	Quy hoạch tổng thể của tỉnh
Tràng Duệ 3	KBC	Hải Phòng	Chờ chấp thuận quy hoạch 1/500	Đã có quy hoạch tổng thể
Nam Sơn Hạp Lĩnh	KBC	Bắc Ninh	Vướng GPMB, chỉ tiêu sử dụng đất huyện Tiên Sơn - Bắc Ninh	Huyện Tiên Sơn đã hoàn thành quy hoạch tổng thể Đã có chỉ tiêu sử dụng đất
Tân Tập	KBC	Long An	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Lộc Giang	KBC	Long An	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Phước Vĩnh Đông 1,2,4	KBC	Long An	Đang trong quá trình đền bù, GPMB	Đã có quy hoạch tổng thể
Nam Tân Tập	KBC	Long An	Chờ quy hoạch 1/500	Đã có quy hoạch tổng thể
Bình Giang	KBC	Hải Dương	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Kim Đông Ân Thi	KBC	Hưng Yên	Chờ quy hoạch 1/2000	Dự kiến có quy hoạch trong 2024
Dốc Đá Trắng	VGC	Khánh Hòa	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Sông Công II	VGC	Thái Nguyên	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Trấn Yên	VGC	Yên Bái	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Mỹ Xuân B1 MR	IDC	BR - VT	Đã có chủ trương đầu tư	Đã có quy hoạch tổng thể
Tân Phước 1	IDC	Tiền Giang	Đã có chủ trương đầu tư	Đã có quy hoạch tổng thể
Vinh Quang	IDC	Hải Phòng	Chờ quy hoạch 1/2000	Đã có quy hoạch tổng thể
Bắc Đồng Phú MR	DPR	Bình Phước	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Nam Đồng Phú MR	DPR	Bình Phước	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Tân Lập 1	PHR	Tiền Giang	Chờ chấp thuận chủ trương	Đã có quy hoạch tổng thể
Lai Hưng	PHR	Bình Dương	Chờ chấp thuận chủ trương	Dự kiến có quy hoạch trong 2024
Tân Bình MR	PHR	Bình Dương	Chờ chấp thuận chủ trương	Dự kiến có quy hoạch trong 2024

Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Nhiều địa phương trọng điểm hoàn tất Quy hoạch mới – Gỡ rối điều chỉnh quy hoạch dự án cũ; Thúc đẩy phát triển dự án mới

Ngành Khu công nghiệp



Hải Phòng	Bắc Giang	Bắc Ninh	Quảng Ninh	Hải Dương	Hưng Yên	Hà Nội	Đồng Nai	Bình Dương	Long An	BR - VT	Bình Phước	TP Hồ Chí Minh	Tây Ninh
KBC IDC	KBC	KBC IDC VGC SGT	VGC	VGC KBC AAA	VGC KBC HPG		GVR SNZ SZG SZB SZL TID D2D	BCM VSIP NTC PHR	LHG IDC KBC	IDC SZC	BCM DPR MH3	SIP KBC KDH ITA	SIP

Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 được Thủ tướng Chính phủ phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg như sau: ***Bắc Ninh: 5.540ha; Quảng Ninh: 3.808ha; Hải Dương 3.385ha; Hưng Yên: 4.209ha; Bình Phước: 8.079ha; BR – VT: 8.079ha.***
Các tỉnh không điều chỉnh giữ nguyên như QĐ 326/QĐ-TTg.

BAOVIET Securities

Giá thuê đất công nghiệp có xu hướng tăng khi nguồn cầu và mức hấp thụ được duy trì khả quan (mặc dù thấp hơn 2023)

Ngành Khu công nghiệp

Một số KCN được cấp phép mới trong 2024

Tên dự án KCN	Tỉnh	Diện tích (ha)	Quyết định	Ngày	Chủ đầu tư
Phúc Sơn	Bắc Giang	124	193/QĐ-TTg	23/02/2024	CTCP Le Delta
Việt Hàn MR	Bắc Giang	147	196/QĐ-TTg	26/02/2024	CT TNHH Phát triển Fuji Phúc Long
Hiệp Thạnh	Tây Ninh	495	214/QĐ-TTg	01/3/2024	GVR
Đông Anh	Hà Nội	299	221/QĐ-TTg	05/3/2024	VCG
Sông Công II	Thái Nguyên	296	225/QĐ-TTg	07/3/2024	VGC
Phụng Hiệp	Hà Nội	175	445/QĐ-TTg	23/5/2024	Công ty TNHH Hòa Phú Invest
Thổ Hoàng	Hưng Yên	250	503/QĐ-TTg	12/6/2024	CTCP đầu tư và phát triển hạ tầng Ân Thi
Trung Thành	Nam Định	200	1245/QĐ-TTg	12/10/2024	CTCP đầu tư phát triển hạ tầng Nam Định
WHA SMART TECHNOLOGY	Thanh Hóa	179	1431/QĐ-TTg	19/11/2024	Liên doanh
Gia Lách MR	Hà Tĩnh	194	1468/QĐ-TTg	25/11/2024	CTCP Đầu tư xuất nhập khẩu Thăng Long
Hòa Yên	Bắc Giang	257	1462/QĐ-TTg	25/11/2024	Fecon Hòa Yên
Thịnh Phát MR	Long An	113	226/QĐ-TTg	11/3/2024	CTCP Đầu tư kinh doanh tổng hợp Thịnh Phát
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	288	234/QĐ-TTg	18/3/2024	VGC
Tân Phước 1	Tiền Giang	470	471/QĐ-TTg	04/9/2024	IDC
Mỹ Xuân B1 - Conac MR	BR-VT	110	996/QĐ-TTg	17/9/2024	IDC
Xuân Quế - Sông Nhạn 1	Đồng Nai	1,000	1479/QĐ-TTg	28/11/2024	CTCP Khu công nghiệp Xuân Quế

Một số dự án lớn đầu tư vào KCN trong 2024

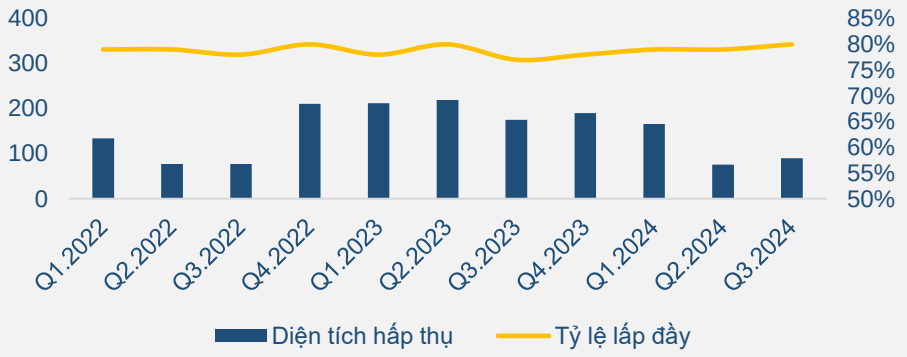
Dự án	Ngành	Quốc Gia	Diện tích (ha)	Tổng vốn đầu tư (triệu USD)	Khu công nghiệp	Tỉnh	Doanh nghiệp
Victory Giant Technology	Nghiên cứu, phát triển sản xuất và kinh doanh bảng mạch	Trung Quốc	10	800	VSIP Bắc Ninh II	Bắc Ninh	VSIP
Talway (thuộc Shanghai Guangwei Electric)	Dây cáp, thiết bị ắc quy ô tô OEMODM và OBM	Trung Quốc	NA	700	Quế Võ	Bắc Ninh	KBC
Foxconn	Nhà máy bảng bo mạch PCB	Đài Loan	14,3	383	Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	KBC
Electronic Tripod	Công nghiệp điện tử công nghệ cao	Đài Loan	18	250	Châu Đức	BR - VT	SZC
SEA Logistics Partners	Vận hành cơ sở hạ tầng kho vận và hậu cần	Trung Quốc	16	N/a	Lộc An - Bình Sơn	Đồng Nai	SIP
Nestle	F&B	Trung Quốc	NA	106	VSIP II - A	Đồng Nai	VSIP

Giá thuê đất công nghiệp có xu hướng tăng khi nguồn cầu và mức hấp thụ được duy trì khả quan (mặc dù thấp hơn 2023)

Ngành Khu công nghiệp

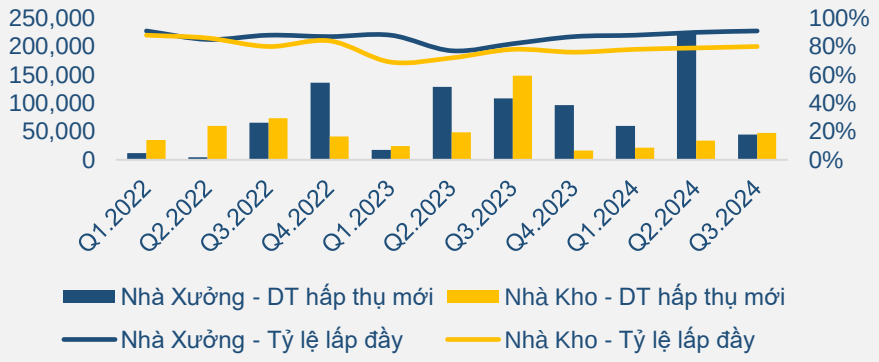
- Giá thuê trung bình tại thời điểm Quý 3/2024 đạt 137 USD/m2/kỳ thuê, tăng 2,2% qoq và 4,6% yoy. Diện tích hấp thụ trong 9 tháng đầu năm 2024 đạt khoảng 330 ha, giúp tỷ lệ lấp đầy trung bình các tỉnh trọng điểm miền Bắc đạt 80% tại Quý 3/2024, tăng 3 điểm phần trăm so với cùng kỳ năm ngoái. Thu hút phần lớn các dự án sản xuất thiết bị điện tử, chế biến, chế tạo (theo CBRE).
- Theo CBRE, trong 3 năm tới, giá thuê đất công nghiệp dự kiến tăng 4-8%/năm ở miền Bắc. Trong khi đó, giá thuê của nhà kho/nhà xưởng xây sẵn được dự báo sẽ tăng nhẹ từ 1-4%/năm.
  Lưu ý: Giá thuê ở miền Bắc niêm yết không bao gồm chi phí sử dụng đất (người thuê trả tiền hàng năm cho Chính phủ).
- Thị trường miền Nam ghi nhận tỷ lệ lấp đầy trung bình ổn định ở mức 89%. Các nhà sản xuất có xu hướng mở rộng ra các thị trường như Long An và BR-VT với quỹ đất còn lại lớn, cùng giá thuê cạnh tranh hơn. Thị trường miền Nam thu hút đa dạng các ngành nghề (theo CBRE).
- Giá thuê KCN tại TT miền Nam tăng nhẹ 0,3% qoq và 1% yoy; trung bình 174 USD/m2/kỳ thuê.
- Về nhà xưởng, nhu cầu vẫn tới từ lĩnh vực công nghệ cao, linh kiện điện tử. Giá thuê trung bình nhà kho và nhà xưởng đạt lần lượt là 4,6 USD/m2/tháng (+2,7% yoy) và 4,9 USD/m2/tháng (+0,4% yoy).

Thị trường đất KCN, Diện tích hấp thụ và Tỷ lệ lấp đầy, Miền Bắc
(đvt: ha)



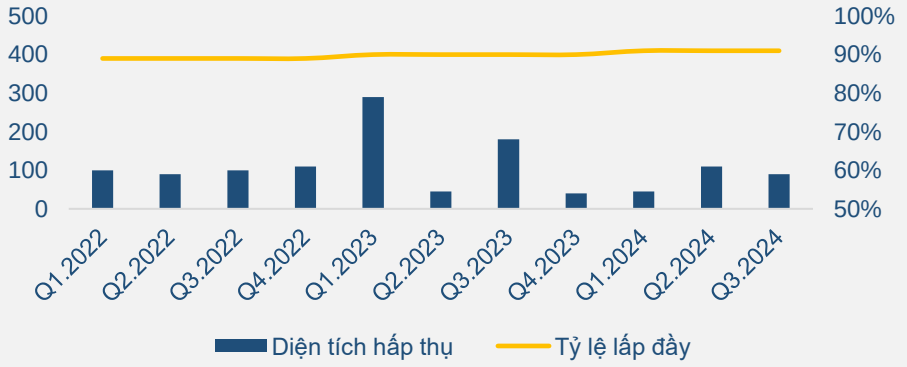
Nguồn: CBRE, bao gồm: Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh

Nhà kho (RBW) và nhà xưởng xây sẵn (RBF), Diện tích hấp thụ và Tỷ lệ lấp đầy, Miền Bắc
(đvt: m2)



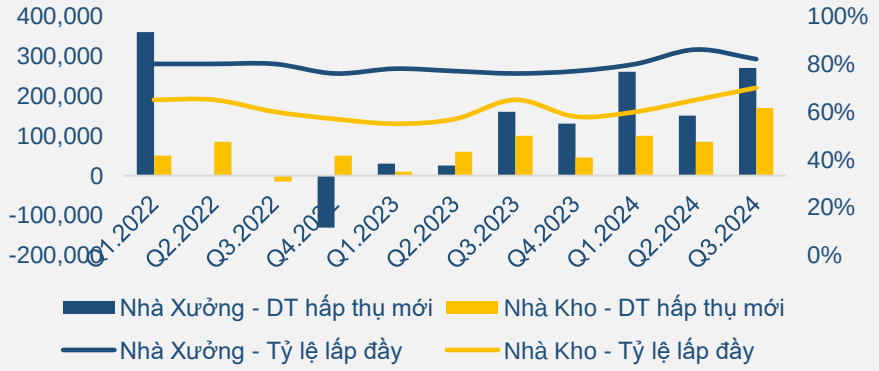
Nguồn: CBRE, bao gồm: Hà Nội, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên và Bắc Ninh

Thị trường đất KCN, Diện tích hấp thụ và Tỷ lệ lấp đầy, Miền Nam
(đvt: ha)



Nguồn: CBRE, bao gồm: Tp. HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Long An

Nhà kho (RBW) và nhà xưởng xây sẵn (RBF), Diện tích hấp thụ và Tỷ lệ lấp đầy, Miền Nam
(đvt: m2)

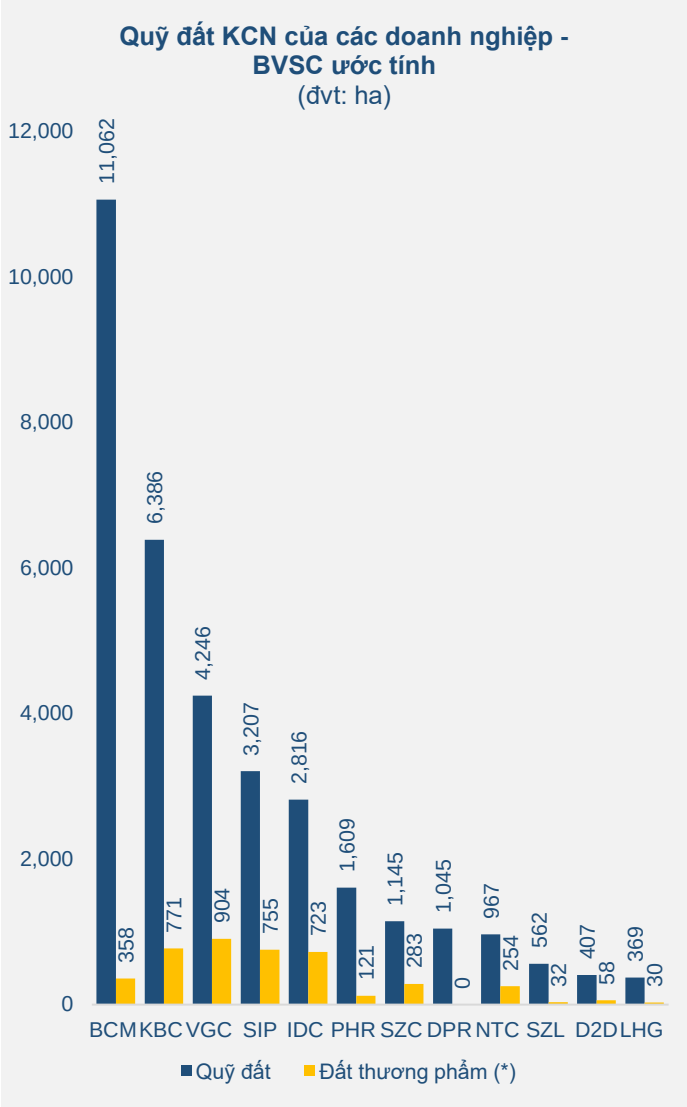


Nguồn: CBRE, bao gồm: Tp. HCM, Bình Dương, Đồng Nai và Long An

BAOVIET Securities

Quỹ đất các doanh nghiệp, tình hình chào thuê, định giá

Ngành Khu công nghiệp



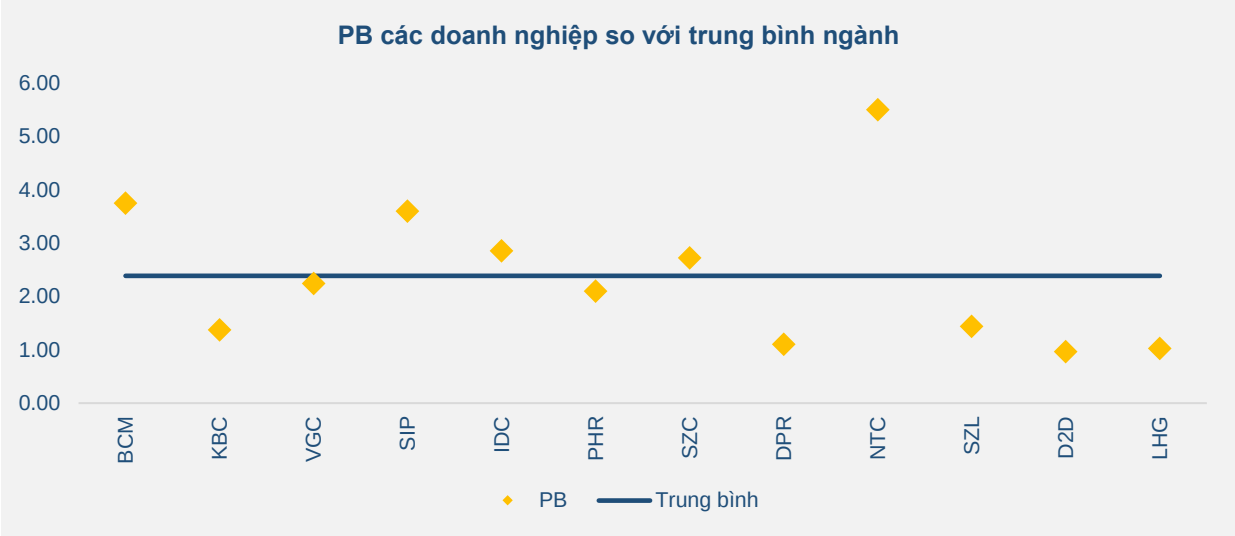
Doanh nghiệp	KCN	Tỷ lệ sở hữu	Diện tích quy hoạch (ha)	Diện tích thương phẩm (ha)	Diện tích thương phẩm còn lại (ha) (chỉ tính phần đã GPMB)	Thời gian khai thác: Trước 2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Sau 2030
DPR	Bắc Đồng Phú	51%	189	137	0									
	Nam Đồng Phú	51%	69	52	0									
	Bắc Đồng Phú MR (**)	51%	317	222	0									
	Nam Đồng Phú MR (**)	51%	480	336	0									
IDC	Cầu Nghìn	100%	184	103	61									
	Hựu Thạnh	100%	524	395	251									
	Phú Mỹ II	100%	621	443	58									
	Phú Mỹ II MR	100%	398	273	93									
	Quế Võ II	51%	270	177	50									
	Tân Phước I	na	470	363	0									
KBC	NSHL	100%	300	200	56									
	Quang Châu MR	78%	90	59	16									
	Tràng Duệ 3	87%	687	456	137									
	Tân Phú Trung	72%	542	314	47									
PHR	Tân Bình 1	80%	352	244	0									
	Tân Bình 2 (**)	80%	1.056	739	0									
	Tân Lập 1 (**)	51%	202	141	0									
	VSIP 3 (*)	20%	1.000	650	650									
	Nam Tân Uyên 3 (*)	33%	346	259	259									
SIP	Phước Đông A	100%	1.014	817	0									
	Phước Đông B	100%	1.177	910	600									
	Lê Minh Xuân 3	100%	231	156	106									
	Đông Nam	100%	287	194	25									
	Lộc An	69%	498	361	133									
SZC	Châu Đức	100%	1.556	1.145	283									
VGC	Yên Mỹ	60%	280	204	82									
	Yên Phong II C	100%	219	148	17									
	Thuận Thành I	100%	263	181	61									
	Phú Hà I	100%	350	273	129									
	Tiền Hải	100%	466	191	59									
	Phong Điền	100%	284	217	175									
	Hải Yên	100%	182	137	40									
	Yên Phong MR	100%	314	227	21									
	Đông Mai	100%	313	126	27									
	Sông Công II	na	300	210	0									
	Dốc Đá Trắng	na	288	202	0									

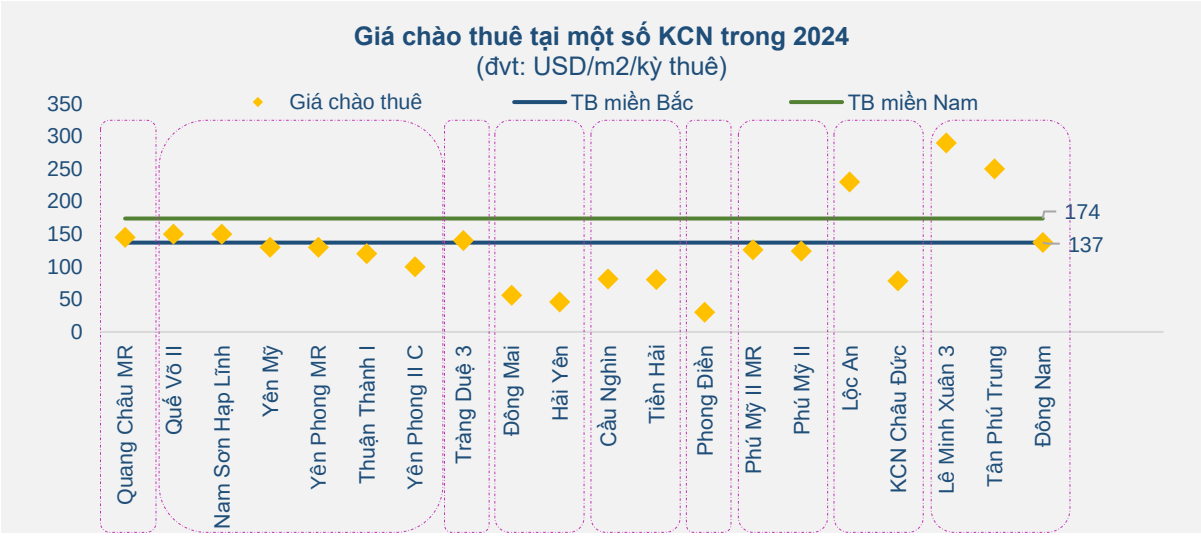
(*) Đất thương phẩm chỉ tính phần đất đã GPMB; (**) Khu công nghiệp mới chuẩn bị phát triển

BAOVIET Securities

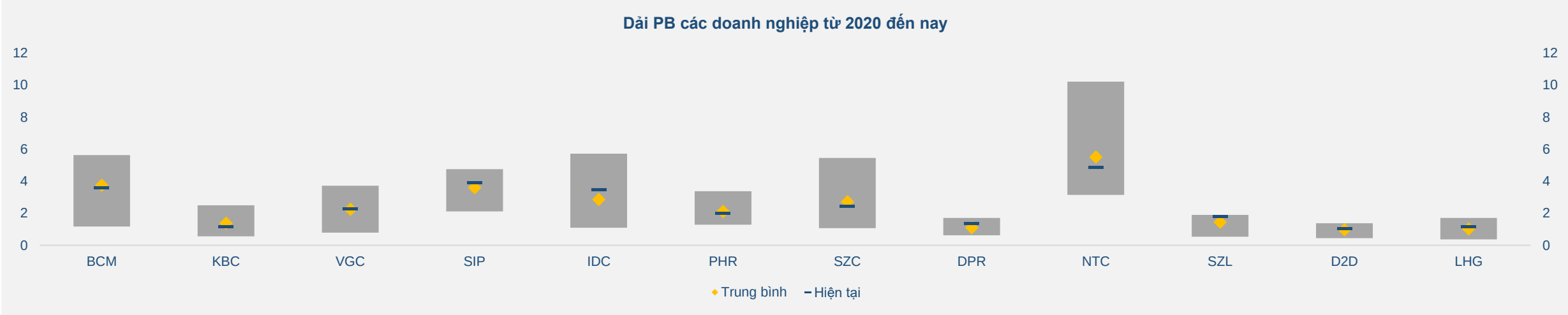
Quỹ đất các doanh nghiệp, tình hình chào thuê, định giá

Ngành Khu công nghiệp





Giá thuê tại miền Bắc có chênh lệch ít hơn giữa các tỉnh nhờ vào sự đồng bộ về hạ tầng giao thông giữa các tỉnh



Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Tổng hợp khuyến nghị

MCK	Khuyến nghị	Giá hiện tại (đồng/cp)	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	Điểm nhấn đầu tư
KBC	OUTPERFORM	28.700	40.300	42.7%	- Kỳ vọng tiến độ các dự án KCN tích cực hơn. - Kỳ vọng vấn đề pháp lý được giải quyết.
SIP	OUTPERFORM	83.300	99.500	19.2%	- Diện tích thương phẩm tăng mạnh khi hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông. - Cao tốc Tp. HCM - Mộc Bài giúp tăng sự thuận lợi về logistics cho KCN Phước Đông.
IDC	OUTPERFORM	56.700	62.100	10.1%	- KCN Tân Phước 1 (Tiền Giang) và KCN Mỹ Xuân B1 - Conac (BR-VT) đã được chấp thuận chủ trương đầu tư. - Quỹ đất thương phẩm sẵn sàng kinh doanh dồi dào, vị trí thuận lợi với nhu cầu khách hàng cao.
SZC	OUTPERFORM	42.900	51.700	21.5%	- Quỹ đất thương phẩm KCN vẫn duy trì nhưng chi phí gia tăng nhanh. - Quỹ đất KĐT là điểm nhấn trung hạn.
VGC	NEUTRAL	43.500	41.400	-7.0%	- Mảng VLXD tiếp tục gặp khó trong 2024, phục hồi vào 2025. - KQKD phục hồi trong 2025 với (i) KCN Thuận Thành bắt đầu đóng góp doanh thu; và (ii) mảng VLXD hồi phục.
PHR	OUTPERFORM	59.400	73.000	24.1%	- Quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Dương có thể được chấp thuận trong 2024 giúp thúc đẩy quá trình xin chủ trương đầu tư của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2. - VSIP III và Nam Tân Uyên 3 tiếp tục đóng góp lớn vào KQKD.
DPR	OUTPERFORM	38.800	46.000	17.9%	- Quyết định 227/QĐ-TTg và hoàn thành quy hoạch chung của Bình Phước tạo điều kiện thuận lợi cho câu chuyện xin chủ trương đầu tư của Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú MR.

IDC

NEUTRAL | Target: 62.100 VNĐ/CP | Upside: +10,1%

BAOVIET Securities

IDC – LNST tăng trưởng mạnh nhờ vào lượng backlog lớn từ năm 2023

IDC - NEUTRAL | Target: 62.100 VNĐ/CP | Upside: +10%

IDC công bố KQKD Q3.2024 với doanh thu và LNST lần lượt là 2.276 tỷ đồng (+58% yoy) và 574 tỷ đồng (+2,9x yoy). Lũy kế 9T.2024, IDC ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 6.891 tỷ đồng (+38% yoy) và 1.955 tỷ đồng (+89% yoy). IDC đặt kế hoạch 2024 với doanh thu 8.466 tỷ đồng và LNTT 2.502 tỷ đồng với 145ha đất KCN cho thuê. Như vậy, IDC hoàn thành 81% kế hoạch doanh thu và 98% kế hoạch LNTT.

- Doanh thu từ KCN đạt 3.019 tỷ đồng bao gồm 2.765 tỷ đồng từ ghi nhận 1 lần (+62% yoy) và 254 tỷ đồng doanh thu ghi nhận phân bổ 50 năm (-9% yoy), biên LNG tăng lên 63% (+1% svck). Doanh thu từ kinh doanh điện đạt 2.360 tỷ đồng (+14% yoy); biên LNG giảm về 7% (-3% svck). Doanh thu kinh doanh BĐS đạt 490 tỷ đồng (+6,7x yoy), biên LNG đạt 71% (+2% svck).
- Trong 9T.2024**, IDC đã ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN ở mức 65,1ha thông qua các hợp đồng/biên bản ghi nhớ**; tại Hựu Thạnh (19,1ha); Quế Võ 2 (14,6ha); Phú Mỹ 2 MR (9,1ha); Cầu Nghìn (15,1ha) và Phú Mỹ 2 (7,1ha). Như vậy, IDC hoàn thành 45% kế hoạch năm (ghi nhận 145ha), trong đó, bao gồm 30ha backlog chưa ghi nhận từ Hyosung tại KCN Phú Mỹ 2. Giá cho thuê các KCN của IDC tăng nhẹ, Hựu Thạnh (161 USD/m2/kỳ thuê; *+9% yoy; 0% qoq*); Quế Võ 2 (150 USD/m2/kỳ thuê; *+26% yoy; 0% qoq*) và Cầu nghìn (81 USD/m2/kỳ thuê; *+5% yoy; 0% qoq*); Phú Mỹ 2 (124 USD/m2/kỳ thuê; *0% yoy; 0% qoq*); và Phú Mỹ 2 MR 126 USD/m2/ kỳ thuê; 0*% yoy; 0% qoq*). Doanh thu mảng BĐS tới từ bàn giao một phần dự án Bắc Châu Giang – Hà Nam (Tính đến cuối quý 2/2024, 35 căn hộ thấp tầng đã bán); và bàn giao 2,2ha cho Aeon tại dự án KDC TT mở rộng tại Long An (1,45ha đã ghi nhận trong 1H.2024).

Ngày 4/9/2024, IDC được cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư **cho KCN Tân Phước 1** tại tỉnh Tiền Giang và ngày 18/9/2024, **KCN Mỹ Xuân B1 – Conac MR** tại BR-VT được ký Quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư. Ngoài ra, KCN Vinh Quang – Hải Phòng (350ha) được kỳ vọng sẽ được phê duyệt trong 2025; hiện tại dự án đã hoàn thành quy hoạch 1/2000.

Khuyến nghị

BVSC đánh giá khả quan về triển vọng dài hạn của IDC. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng của IDC nằm ở quỹ đất khu công nghiệp thương phẩm sẵn sàng kinh doanh lớn, nằm tại các vị trí thuận lợi với nhu cầu từ khách hàng cao. Điều này sẽ mang đến dòng tiền rất lớn cho IDC và nguồn tiền này sẽ là động lực để IDC đảm bảo cho sự phát triển dài hạn hơn thông qua: i) mở rộng quỹ đất; ii) M&A dự án…

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**7.485**	**7.237**	**7.807**	**7.528**
Tăng trưởng	74,0%	-3,3%	7,9%	-3,6%
NPAT-MI	**1.768**	**1.393**	**2.098**	**2.148**
Tăng trưởng	289,1%	-21,2%	50,6%	2,4%
P/E (x)	23,9	9,3	7,8	8,4
P/B (x)	3,9	2,9	2,6	2,2
EPS (đồng/cp)	**5.605**	**4.221**	**6.358**	**6.509**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**62.100**

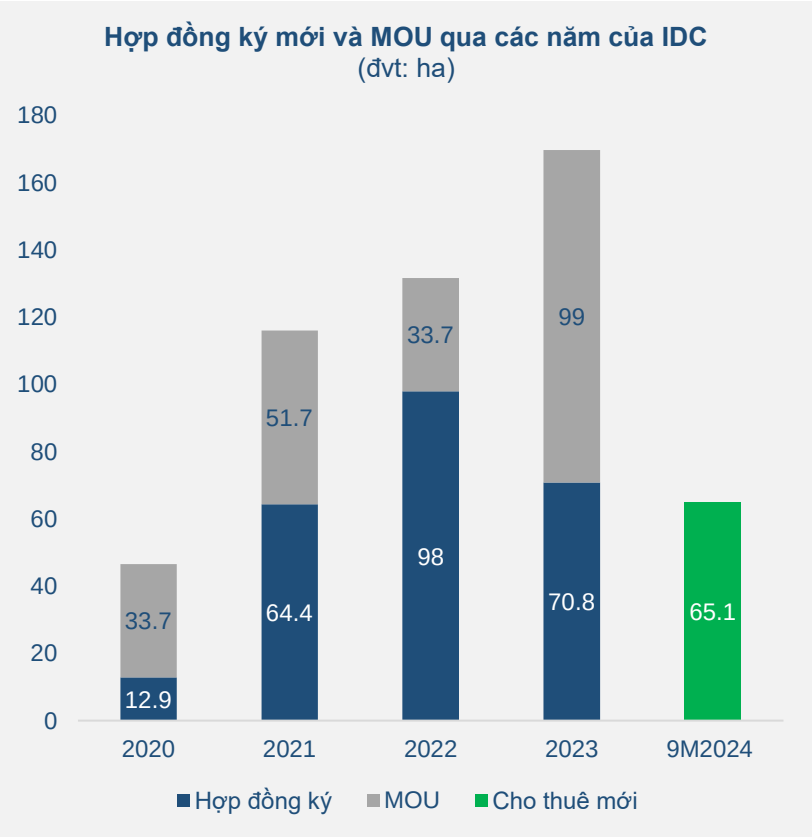
(*) PB 2024F và 2025F của IDC được điều chỉnh phần doanh thu chưa thực hiện từ hợp đồng KCN ghi nhận 50 năm

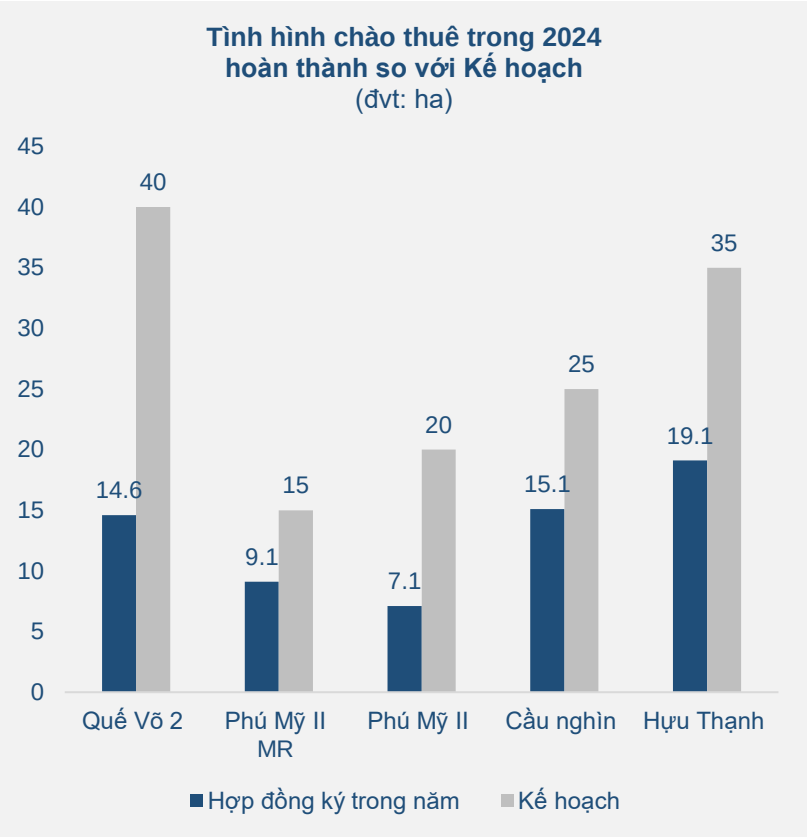
BAOVIET Securities

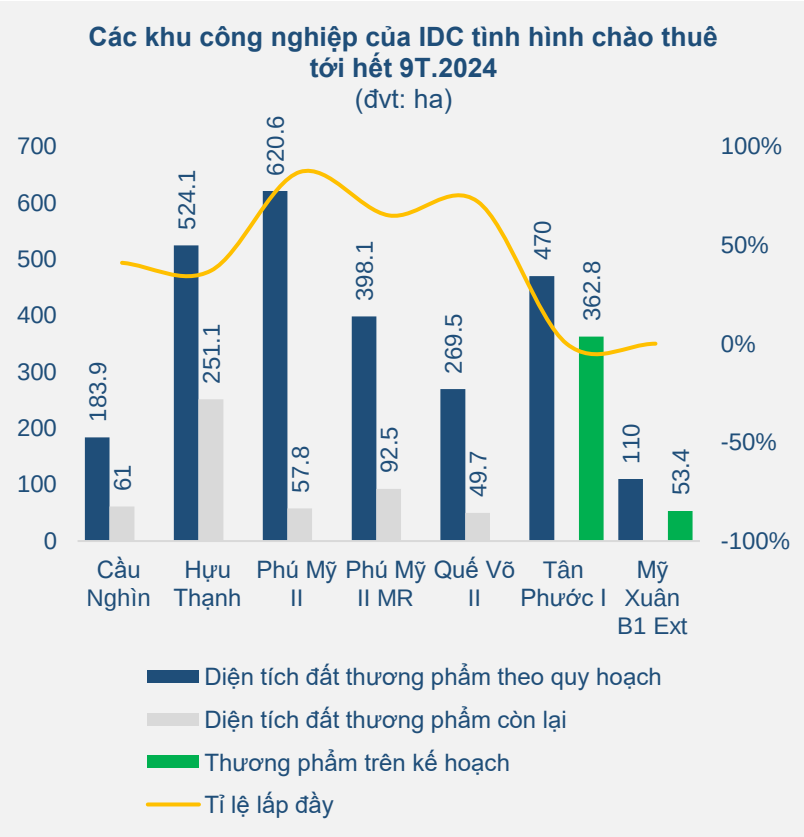
IDC – LNST tăng trưởng mạnh nhờ vào lượng backlog lớn từ năm 2023

IDC - NEUTRAL | Target: 62.100 VNĐ/CP | Upside: +10%

	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tình trạng
Mỹ Xuân B1 MR	Bà Rịa – Vũng Tàu	110-500	Ngày 18/9/2024 đã được cấp giấy chứng nhận chủ trương đầu tư.
Tân Phước 1	Tiền Giang	470	Đã phê duyệt quy hoạch 1/2000. Ngày 4/9/2024 đã được cấp giấy chứng nhận chủ trương đầu tư.
Vinh Quang	Hải Phòng	350	Đang lập hồ sơ quy hoạch 1/2000 và xin chủ trương đầu tư. Đã có tên trong quy hoạch chung tỉnh Hải Phòng.







BAOVIET Securities

VGC

NEUTRAL | Target: 41.400 VNĐ/CP | Upside: -7%

VGC – Doanh thu BĐS công nghiệp giảm; mảng VLXD tiếp tục khó khăn, dự kiến dần hồi phục 2025

VGC - NEUTRAL | Target: 41.400 VNĐ/CP | Upside: -7%

Doanh thu từ mảng BĐS Khu công nghiệp giảm trong 9T đầu năm 2024. VGC đã bàn giao khoảng 87ha đất KCN, hoàn thành 50% kế hoạch đề ra là 173ha. BVSC dự báo doanh thu trong năm 2024 của VGC từ mảng KCN với tổng diện tích ghi nhận dự kiến 102ha, chủ yếu từ các KCN Yên Phong IIC, Yên Phong MR, Phú Hà, Tiền Hải, Phong Điền, Hải Yên. Doanh thu KCN dự báo đạt 3.330 tỷ đồng trong 2024, tương đương với mức của 2022, giảm 26% so với doanh thu KCN của 2023. Chúng tôi dự báo KCN Thuận Thành I sẽ bắt đầu được ghi nhận doanh thu trong 2024. Giá bán dự kiến tại KCN này vào khoảng 120 USD/m2/kỳ thuê (có thể thay đổi tùy theo vị trí và diện tích của khu đất). Trong tháng 03/2024, VGC vừa được phê duyệt chủ trương đầu tư cho KCN Dốc Đá Trắng (Khánh Hòa) và KCN Sông Công giai đoạn II (Thái Nguyên) với tổng diện tích 584 ha; tổng vốn đầu tư 5.973 tỷ đồng.

Mảng VLXD tiếp tục gặp khó trong 2024, phục hồi vào 2025. Năm 2024, mảng VLXD dự báo có doanh thu và LNG đạt lần lượt 7.643 tỷ đồng (-2% y/y) và 849 tỷ đồng (-18% y/y). Cả 4 mảng VLXD chính của VGC là Sứ, sen vòi; Gạch ngói; Gạch ốp lát; Kính đều có KQKD suy giảm. Nguyên nhân chính: (1) Về cầu, mảng BĐS vẫn chưa có nhiều khởi sắc khiến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm hoàn thiện nội thất suy giảm; (2) Về nguồn cung, áp lực cạnh tranh gia tăng trong từng nhóm sản phẩm VLXD làm giá bán giảm sâu, biến động giá nguyên vật liệu làm tăng chi phí đầu vào; và (3) Mức độ suy giảm của thị trường và cạnh tranh từ các sản phẩm nhập khẩu trong các lĩnh vực kính xây dựng, gạch ốp lát, sứ vệ sinh - sen vòi với số lượng lớn gây nên khó kiểm soát chất lượng và giá bán, tác động tiêu cực tới hiệu quả hoạt động của VGC. Chúng tôi kỳ vọng KQKD sẽ phục hồi trong 2025. DT và LNST của mảng VLXD dự báo đạt lần lượt 8.485 tỷ đồng (+11% y/y) và 1.578 tỷ đồng (+86% y/y). Cả 4 lĩnh vực gạch ốp, gạch ngói, kính và sứ, sen vòi đều có KQKD hồi phục nhờ các động lực chính: (1) Thị trường BĐS và các hoạt động xây dựng dân dụng kỳ vọng hồi phục trong 2025; (2) Giá các NVL dự báo không còn tăng mạnh nữa và giữ ổn định ở mức 2024; và (3) Giá bán các sản phẩm VLXD hồi phục khi mức cạnh tranh không còn gay gắt khi cầu tăng lên, giúp làm tăng LNG của các mảng kinh doanh.

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST năm 2024 giảm lần lượt 5% y/y và 18% y/y. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm là do KQKD cả 2 mảng VLXD và BĐS đều suy giảm so với cùng kỳ. Đối với mảng VLXD, thị trường BĐS và xây dựng gặp nhiều khó khăn khiến nhu cầu tiêu thụ các thiết bị trong quá trình hoàn thiện như gạch ốp, gạch ngói, kính và sen vòi, sứ đều giảm.

Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng DT và LNST của VGC phục hồi lần lượt 9% y/y và 57% với động lực chính (i) KCN Thuận Thành I bắt đầu đóng góp doanh thu; và (ii) mảng VLXD cũng được kỳ vọng hồi phục trở lại nhờ thị trường BĐS được tháo gỡ khó khăn và các hoạt động xây dựng dần được khởi động lại từ năm 2025.

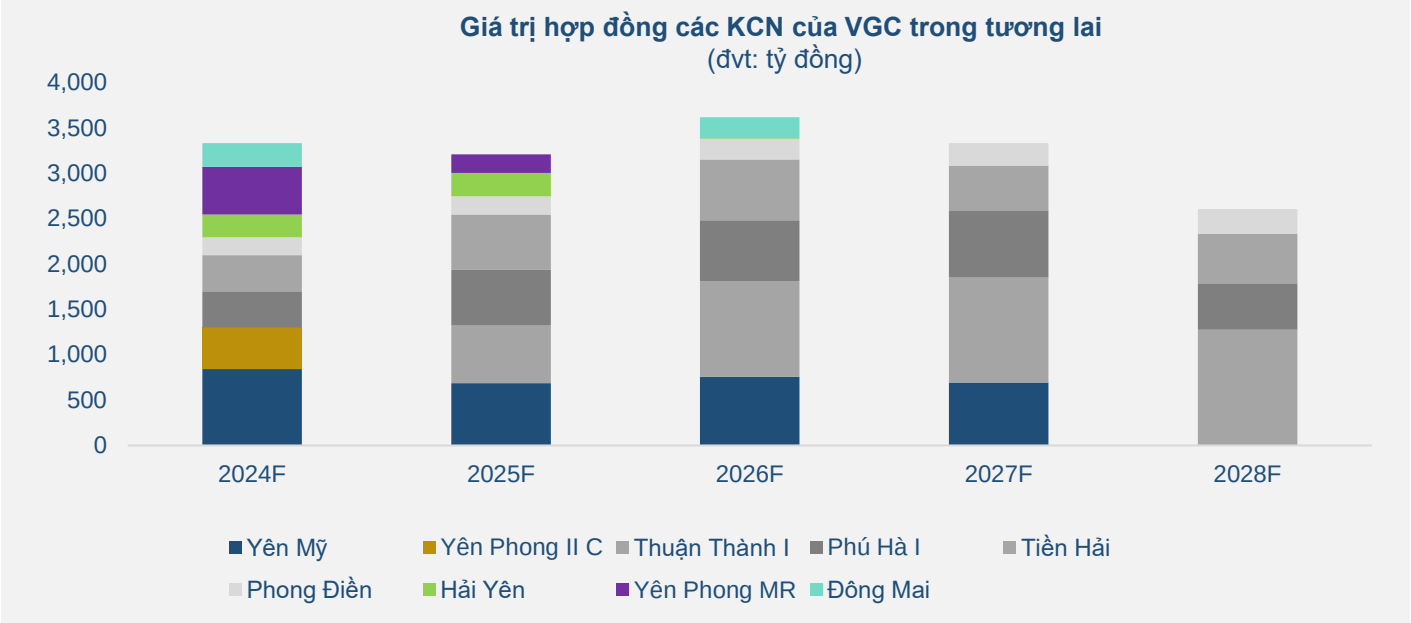
Khuyến nghị và định giá. VGC là doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn và là một doanh nghiệp đầu ngành trong mảng VLXD. Tuy nhiên, KQKD đi lùi khi doanh thu từ KCN sụt giảm và mảng VLXD tiếp tục gặp khó. Dựa trên phương pháp giá trị tài sản ròng, chúng tôi khuyến nghị cho VGC là **NEUTRAL** với giá mục tiêu là **41.400 đồng/cổ phiếu.**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**14.592**	**13.194**	**12.517**	**13.586**
Tăng trưởng	30,4%	-9,6%	-5,1%	8,5%
NPAT-MI	**1.728**	**1.218**	**995**	**1.561**
Tăng trưởng	41%	-30%	-18%	57%
P/E (x)	14,4	14,4	-	-
P/B (x)	3,0	2,5	-	-
EPS (đồng/cp)	**3.855**	**2.717**	**2.219**	**3.482**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**41.400**

BAOVIET Securities

VGC – Doanh thu BĐS công nghiệp giảm; mảng VLXD tiếp tục khó khăn, dự kiến dần hồi phục 2025

VGC - NEUTRAL | Target: 41.400 VNĐ/CP | Upside: -7%



Tên KCN	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Diện tích (ha)	Tỉ lệ lợi ích của VGC	Thời điểm được phê duyệt	Tiến độ
Dốc Đá Trắng	Khánh Hòa	1.807	288	60%	Quyết định số 234/QĐ-TTg ngày 18/3/2024	- Hoàn thành Đồ án 1/2000 và trình HĐND tỉnh xem xét thông qua tại kỳ họp chuyên đề vào ngày 06/11/2024. - Công tác đền bù, GPMB: xã Ninh Thọ kiểm đếm toàn bộ 45ha, huyện Vạn Ninh kiểm đếm 63,37ha/66ha. - Phấn đấu khởi công dự án KCN trước 04/2025.
Sông Công II	Thái Nguyên	3.985	296.2	51%	Quyết định số 225/QĐ-TTg ngày 07/3/2024	- Khu số 1 có quy mô 175,5ha, khu số 2 có quy mô 120,7ha. - Đang trong quá trình lập quy hoạch, và hoàn thành phương án đền bù, GPMB.

(Đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	Tăng trưởng 2024	Tăng trưởng 2025
Doanh thu	**13.194**	**12.517**	**13.586**	**-5,1%**	**8,5%**
Mảng BĐS	5.179	4.418	4.517	-14,7%	2,2%
Gạch ốp lát	3.473	3.339	3.798	-3,9%	13,7%
Kính, gương	2.130	2.167	2.286	1,8%	5,5%
Gạch, ngói đất sét nung	1.270	1.267	1.292	-0,2%	2,0%
Sứ, sen vòi và phụ kiện	934	870	1.109	-6,8%	27,5%
Lợi nhuận gộp	**3.490**	**3.214**	**4.081**	**-7,9%**	**27,0%**
Mảng BĐS	2.362	2.236	2.333	-5,3%	4,3%
Gạch ốp lát	600	440	770	-26,7%	75,0%
Kính, gương	41	65	297	59,4%	357,0%
Gạch, ngói đất sét nung	122	114	168	-6,4%	47,3%
Sứ, sen vòi và phụ kiện	267	230	344	-13,7%	49,2%
LNST	**1.218**	**995**	**1.561**	**-18,3%**	**56,9%**
Biên gộp	26,5%	25,7%	30,0%	-0,8%	4,4%
Biên ròng	9,2%	7,9%	11,5%	-1,3%	3,5%

BAOVIET Securities

SZC

OUTPERFORM | Target: 51.700 VNĐ/CP | Upside: +22%

SZC – Quỹ đất lớn, còn nhiều tiềm năng tăng giá chào thuê

SZC - OUTPERFORM | Target: 51.700 VNĐ/CP | Upside: +22%

SZC công bố báo cáo tài chính Q3.2024, với doanh thu và LNST lần lượt là 165 tỷ đồng (-21% yoy) và 60 tỷ đồng (+9% yoy). Trong đó, doanh thu từ KCN đạt 142 tỷ đồng (-16% yoy) chiếm 83% doanh thu thuần. Biên LNG mảng KCN đạt 64% so với 51% của cùng kỳ năm trước. Như vậy, lũy kế 9T.2024, SZC ghi nhận doanh thu 641 tỷ đồng (+15% yoy; đạt 73% kế hoạch doanh thu), LNST ghi nhận 227 tỷ đồng (+39% yoy; đạt 99,5% kế hoạch LNST 2024 là 228 tỷ đồng).

Người mua trả tiền trước tăng mạnh. SZC ghi nhận khoản mục người mua trả tiền trước ngắn hạn tại 30.09.2024 đạt 701 tỷ đồng (+96% so với 01/01/2024). Chủ yếu ghi nhận từ Công ty TNHH Electronic Tripod VN 359 tỷ đồng (hợp đồng cho thuê 18ha đất; giá cho thuê ước tính 80 USD/m2/kỳ thuê) và CTCP Thép KTC Steel Builder 178 tỷ đồng (hợp đồng cho thuê 7,5ha đất; giá cho thuê ước tính 95 USD/m2/kỳ thuê). Giá cho thuê trung bình của SZC trong hai hợp đồng này ước tính khoảng 84USD/m2/kỳ thuê.

BOT 768 chuẩn bị thực hiện thu phí trở lại. Ngày 13/10, thông tin từ UBND tỉnh Đồng Nai cho biết, dự kiến từ ngày 1/12 tới, dự án BOT đường tỉnh 768 sẽ thu phí trở lại để hoàn vốn cho nhà đầu tư. Theo tính toán sơ bộ của các cơ quan chức năng, sau khi thực hiện điều chỉnh chủ trương đầu tư, tách hạng mục đường Nhà máy nước Thiện Tân - Hoàng Văn Bổn ra khỏi dự án thì nguồn vốn cần thu phí để hoàn vốn với các hạng mục còn lại khoảng 425 tỷ đồng. Với số vốn này, thời gian thu phí dự kiến của dự án sẽ thực hiện trong hơn 9 năm. Trước khi dừng thu phí, mỗi năm BOT 768 đem lại cho SZC khoảng 66 tỷ đồng doanh thu phí đường bộ (chiếm 15% doanh thu thuần 2020), với LNG khoảng 32 tỷ đồng (chiếm 14% LNG năm 2020).

Kế hoạch thoái vốn của Tổng CTCP Phát triển Khu công nghiệp (Sonadezi, MCK SNZ). Dự kiến sẽ thoái vốn tại 6 công ty kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp trong đó có SZC. Tỷ lệ sở hữu hiện nay là 46,84% thoái vốn giảm xuống còn 36%. Kế hoạch thoái vốn đề ra trong 2024-2025. Do đó, câu chuyện thoái vốn tại SZC có thể sẽ có diễn biến hơn trong thời gian tới.

KQKD 2024 và 2025 dự báo tăng trưởng mạnh. BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2024 của SZC lần lượt là 899 tỷ đồng (+10% yoy) và 303 tỷ đồng (+39% yoy). KQKD này tới từ 45ha cho thuê KCN và ghi nhận KQKD từ một phần bán shophouse tại dự án Sonadezi Hữu Phước trong năm 2024. Nhà liền kề sẽ đóng góp doanh thu từ 2026. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST 2025 lần lượt là 1.133 tỷ đồng (+26% yoy) và 395 tỷ đồng (+30% yoy).

Khuyến nghị và định giá. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng dài hạn của SZC: i) khi triển vọng chung ở Bà Rịa - Vũng Tàu vẫn còn rất lớn với nhiều dự án trọng điểm quốc gia đang và chuẩn bị triển khai; ii) quỹ đất lớn để phát triển KCN với giá cho thuê ngày càng gia tăng; và iii) quỹ đất KĐT lớn với giá vốn thấp.

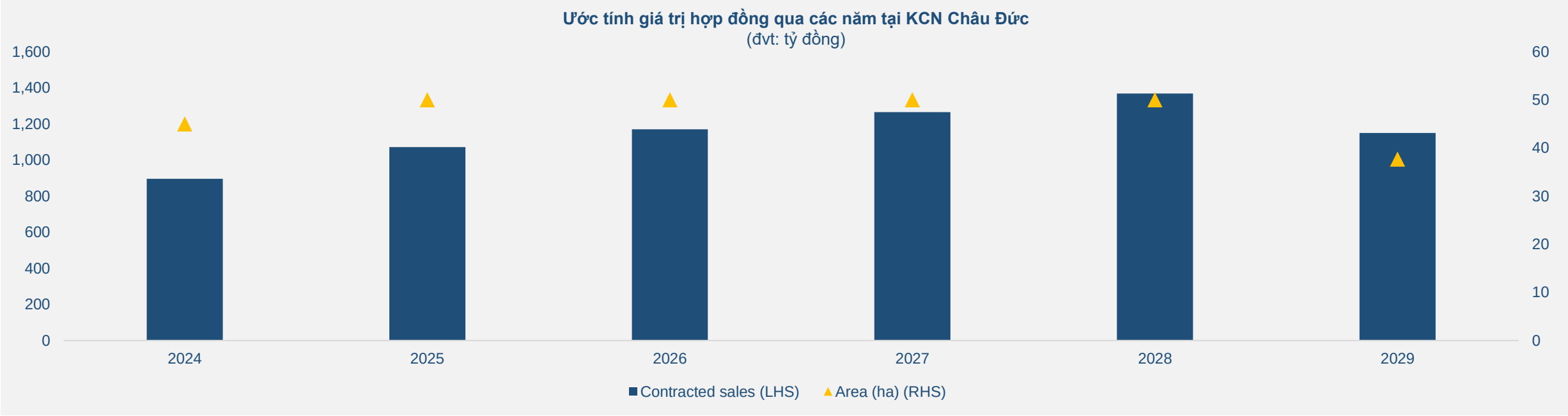
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**858,9**	**817,9**	**899,7**	**1.133,4**
Tăng trưởng	-4,8%	10,0%	10,0%	26,0%
NPAT-MI	**197,4**	**218,9**	**303,0**	**395,2**
Tăng trưởng	10,9%	38,5%	38,5%	30,4%
P/E (x)	17,6	22,4	19,6	17,5
P/B (x)	3,5	2,4	2,4	2,1
EPS (đồng/cp)	1.513	1.621	1.684	2.196
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**51.700**

BAOVIET Securities

SZC – Quỹ đất lớn, còn nhiều tiềm năng tăng giá chào thuê

SZC - OUTPERFORM | Target: 51.700 VNĐ/CP | Upside: +22%

Giá chào thuê *(đvt: USD/m2/kỳ thuê)*	Châu Đức	Phú Mỹ 2	Mỹ Xuân A	Mỹ Xuân B	Phú Mỹ 2 MR
2024	78	124	120	120	126
2023	70	124	120	120	126
2022	70	125	120	120	125



BAOVIET Securities

KBC

OUTPERFORM | Target: 40.300 VNĐ/CP | Upside: +43%

KBC – Tiềm năng trung và dài hạn tới từ quỹ đất lớn; KĐT Tràng Cát dẫn dắt KQKD trung hạn

KBC - OUTPERFORM | Target: 40.300 VNĐ/CP | Upside: +43%

- **KBC công bố KQKD Q3.2024** với doanh thu thuần và LNST-cđts lần lượt là 950 tỷ đồng (gấp 3,8 lần scvk) và 196 tỷ đồng (gấp 41,9 lần svck); biên LNG giảm 7% svck về 38% trong Q3.2024.
  - ✓ Lũy kế 9T.2024, KBC ghi nhận doanh thu thuần và LNST-cđts lần lượt là 1.994 tỷ đồng (-58% yoy) và 352 tỷ đồng (-82% yoy). Trong đó, doanh thu từ KCN đạt 1.117 tỷ đồng (-74% yoy) và chuyển nhượng BĐS đạt 422 tỷ đồng (gấp 5,3 lần svck). Biên LNG mảng KCN đạt 53% (-19% yoy); biên LNG mảng chuyển nhượng BĐS đạt 12% (-22% yoy). Cụ thể tình hình bàn giao tại các KCN và KĐT sẽ được BVSC cập nhật sau AGM tới đây của KBC.
  - ✓ Trong kỳ, các khoản tương đương tiền của KBC tăng mạnh lên 6.296 tỷ đồng (gấp 12 lần svck). Hàng tồn kho tăng lên 13.237 tỷ đồng (+8% yoy), tăng chủ yếu tới từ CCN Đặng Lễ, CCN Kim Động, NOXH Tràng Duệ, KĐT Tràng Cát và NOXH thị trấn Nếnh. KBC cũng vay thêm 1.285 tỷ đồng khoản vay dài hạn và phát hành 962 tỷ đồng trái phiếu, nâng tổng nợ dài hạn lên 5.539 tỷ đồng (+167% yoy). Các khoản vay được thế chấp bằng các KCN, KĐT và cổ phiếu công ty con của KBC.
- **Nút thắt pháp lý ở các dự án lớn rất gần tới thời điểm được cởi bỏ, mở ra một giai đoạn tăng trưởng mới**. Khu công nghiệp Tràng Duệ 3 đã được phê duyệt 1/2000 vào tháng 11/2023 và đang chờ chủ trương đầu tư để đưa vào kinh doanh, kỳ vọng đưa vào kinh doanh trong 2025. KĐT Phúc Ninh và KĐT Tràng Cát đều đang chờ UBND thành phố phê duyệt tiền sử dụng đất mới để đóng bổ sung. Trong nửa cuối 2023, KBC khá tích cực trong việc thu xếp tài chính để có thể kịp thời đóng bổ sung tiền sử dụng đất, đưa dự án vào kinh doanh khi có phê duyệt.
  - ✓ KCN Lộc Giang, Long An 466ha (diện tích thương phẩm 326,5ha); KBC hiện đang làm việc với ngân hàng để tính toán kế hoạch tài chính cho tiền sử dụng đất và GPMB của KCN. Dự kiến sẽ được đưa vào kinh doanh trong Q1.2025.

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của KBC đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp và các khu đô thị lớn, và còn nhiều dư địa. Ngoài ra, nhiều dự án trọng điểm của KBC đang rất gần tới thời điểm được tháo gỡ pháp lý, có thể đưa vào kinh doanh ngay trong 2025 cũng là điểm nhấn hỗ trợ cho giá cổ phiếu.

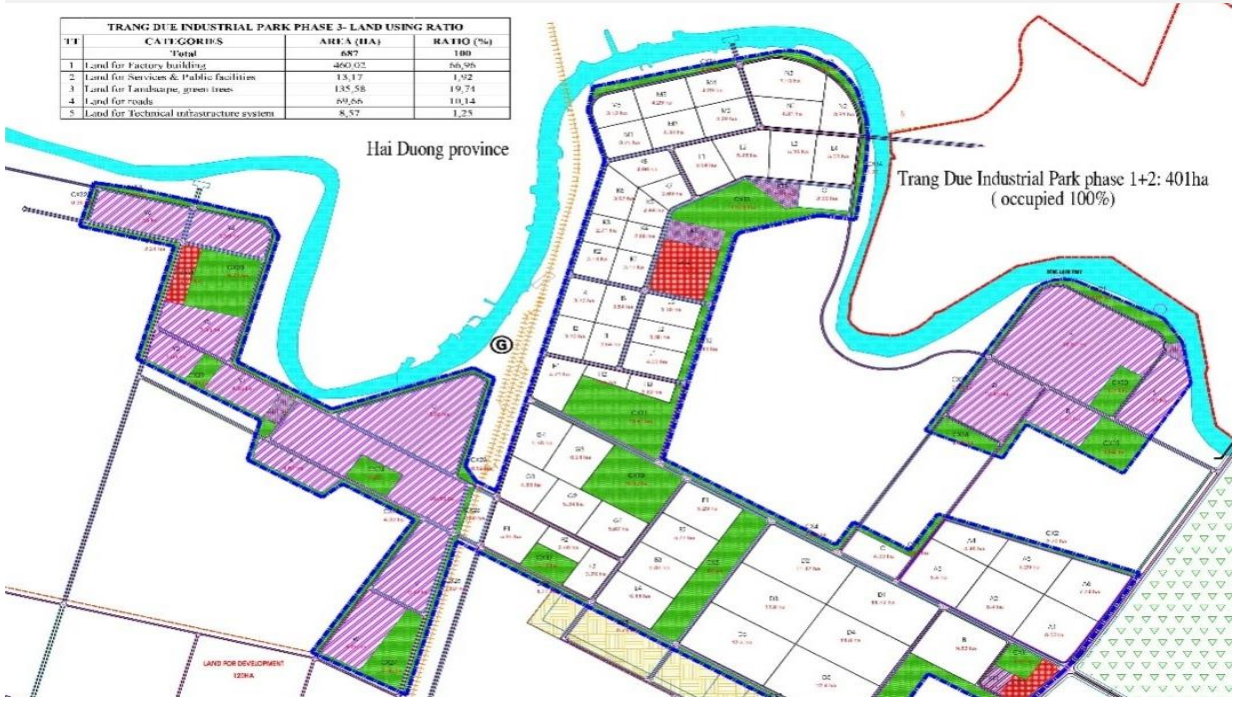
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**950**	**5.645**	**5.121**	**11.528**
Tăng trưởng	-78%	494%	-9%	125%
NPAT-MI	**1.577**	**2.218**	**2.369**	**4.276**
Tăng trưởng	17%	41%	7%	80%
P/E (x)	34,7	11,1	11,34	6,28
P/B (x)	1,7	1,3	1,20	1,01
EPS (đồng/cp)	**3.314**	**4.663**	**2.904**	**5.242**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**40.300**

BAOVIET Securities

KBC – Tiềm năng trung và dài hạn tới từ quỹ đất lớn; KĐT Tràng Cát dẫn dắt KQKD trung hạn

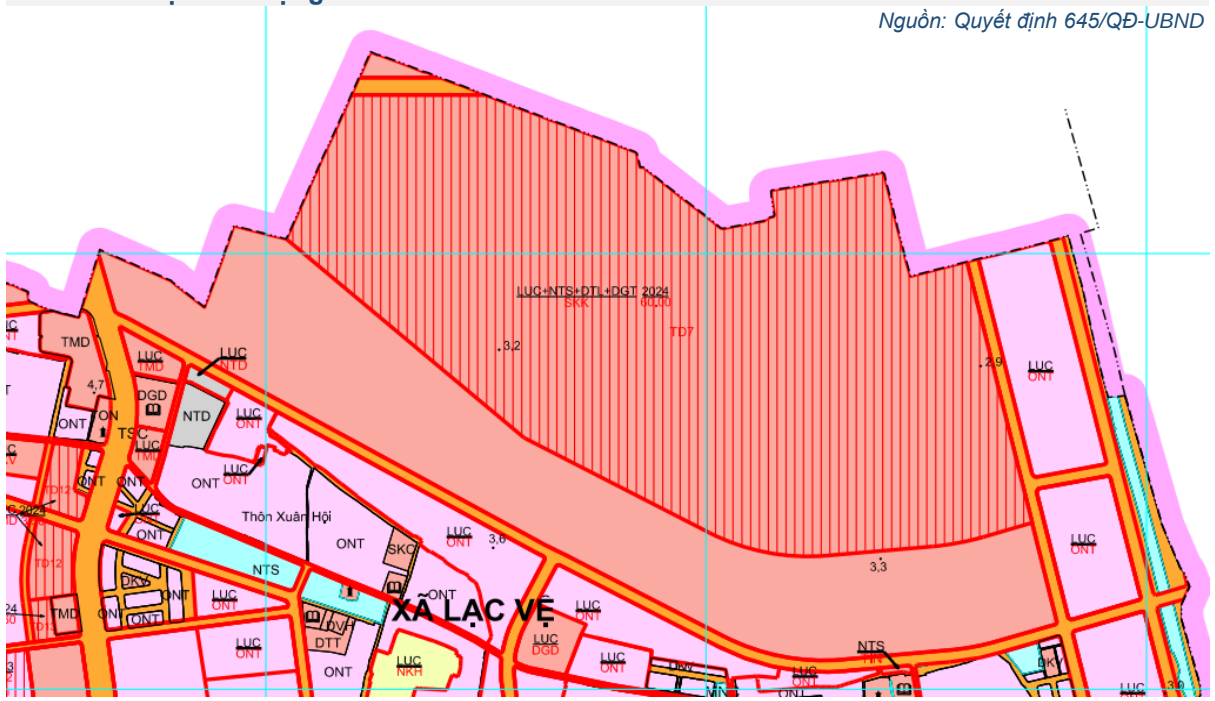
KBC - OUTPERFORM | Target: 40.300 VNĐ/CP | Upside: +43%

Quy hoạch 1/2000 Khu công nghiệp Tràng Duệ 3



Bản đồ kế hoạch sử dụng đất huyện Tiên Du – Bắc Ninh 2024.
Đã có kế hoạch sử dụng đất cho NSHL.

Nguồn: Quyết định 645/QĐ-UBND



Tên KCN	Tỷ lệ sở hữu	Vị trí	Diện tích quy hoạch (ha)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình trạng pháp lý
Tân Tập	56,8%	Long An	654	10.000	Chấp thuận chủ trương 3.2022.
Lộc Giang	72,4%	Long An	466	5.200	Chấp thuận chủ trương 4.2022.
Phước Vĩnh Đông 1, 2, 4	88,1%	Long An	149	NA	Chấp thuận 1/500; Đang thực hiện quá trình đền bù, GPMB.
Nam Tân Tập	21,5% (*)	Long An	245	NA	Chấp thuận chủ trương: 8.2021; Phê duyệt phương án bồi thường với số tiền 2.112 tỷ đồng vào 12.2022. Đến hết 9.2023, dự án đã bồi thường được 55,84% về diện tích.
Bình Giang	NA	Hải Dương	860	NA	Chấp thuận chủ trương. GĐ1: 495ha; GĐ2: 365ha.
Kim Động Ân Thi	93,7%	Hưng Yên	375	NA	Chấp thuận chủ trương. Đang trong quá trình thực hiện xin chấp thuận phương án bồi thường.

Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

SIP

OUTPERFORM | Target: 99.500 VNĐ/CP | Upside: +19%

SIP – Quỹ đất Khu công nghiệp lớn tại miền Nam

SIP - OUTPERFORM | Target: 99.500 NĐ/CP | Upside: +19%

9T.2024, SIP ghi nhận khoảng 21ha doanh số cho thuê đất, trong đó có 16ha tại KCN Lộc An - cho SLP. SIP sử dụng phương pháp hạch toán phân bổ doanh thu qua các năm, nên tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mảng này sẽ ổn định. Hoạt động cho thuê trong 2025 được dự báo sẽ khá tích cực khi các khách thuê chính của KCN Phước Đông là ngành lốp xe (Sailun), hay dệt may (Brotex, Gain Lucky, Billion) đều có lượng đơn hàng đang ký tốt, có thể tiếp tục có nhu cầu mở rộng trong 2025.

Diện tích thương phẩm tăng mạnh khi hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông. SIP là một trong những doanh nghiệp có quỹ đất KCN lớn nhất tại miền Nam với 3.205ha đất khu công nghiệp đang khai thác, trong đó, tổng diện tích đất thương phẩm là 2.450ha và diện tích cho thuê còn lại có thể khai thác là 943ha tại Tây Ninh, Tp. HCM và Đồng Nai.

Dự kiến, 564ha đất còn lại chưa đền bù GPMB của KCN Phước Đông B sẽ được hoàn thành trong 2024. **Trong Q3.2024, khoản tạm ứng đền bù cho KCN Phước Đông đã tăng lên 2.073 tỷ đồng** (so với 1.673 tỷ đồng của Q2.2024); cho thấy nỗ lực của SIP trong việc quyết tâm hoàn thành mục tiêu đền bù cho KCN Phước Đông trong 2024. Các khu công nghiệp đều tại các tỉnh tập trung lượng lớn vốn FDI tại miền Nam, tạo cho SIP cơ hội đón dòng vốn và tăng trưởng trong dài hạn. BVSC ước tính tổng giá trị hợp đồng tới từ các KCN đang hoạt động của SIP là 33.890 tỷ đồng (đã tính phần diện tích dự kiến sẽ hoàn thành đền bù GPMB của Phước Đông B trong 2024).

Thêm vào đó, cao tốc nối TP. HCM đến cửa khẩu Mộc Bài, Tây Ninh dài 51 km, vốn đầu tư hơn 19.617 tỷ đồng. Nút giao khu vực ĐT 787B giúp kết nối luồng xe đi về cảng cạn IDC Hưng Thuận và các khu công nghiệp lớn tại Tây Ninh như Phước Đông, Thành Thành Công, Trảng Bàng, Linh Trung. Tại Tờ trình số 3080, UBND TP. HCM dự kiến thời gian thực hiện dự án là từ năm 2024 đến năm 2029; khởi công dự án vào tháng 6/2025. Việc khởi công trong 2024 sẽ là câu chuyện ngắn hạn cho SIP. Về dài hạn, cao tốc HCM – Mộc Bài giúp tăng sự thuận lợi về logistics cho KCN Phước Đông, giúp cho việc thúc đẩy tiến độ chào thuê KCN và tăng giá chào thuê trong tương lai; cùng với diện tích thương phẩm tăng sau khi hoàn thành GPMB, KCN Phước Đông sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng trong dài hạn cho SIP.

Khuyến nghị và định giá

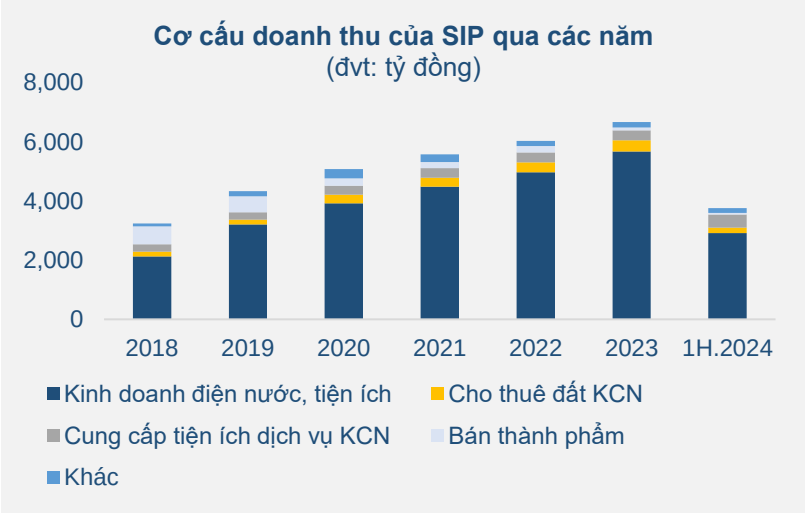
Chúng tôi nhận thấy tiềm năng trung và dài hạn của SIP đến từ quỹ đất lớn còn lại từ các khu công nghiệp tại các vị trí thuận lợi, giá chào thuê hợp lý cũng như diện tích thương phẩm sẵn sàng cho thuê lớn. Các quỹ đất này sẽ mang đến dòng tiền thu lớn và đều cho SIP. Điều này sẽ mở ra những cơ hội phát triển lớn hơn cho SIP nếu doanh nghiệp có những định hướng mạnh mẽ trong dài hạn. Xét trong ngắn hạn 2024, sự ổn định trong hoạt động kinh doanh là điểm mà doanh nghiệp hướng đến. Do đó, một thay đổi lớn về chiến lược trong năm 2024 là vẫn cần theo dõi.

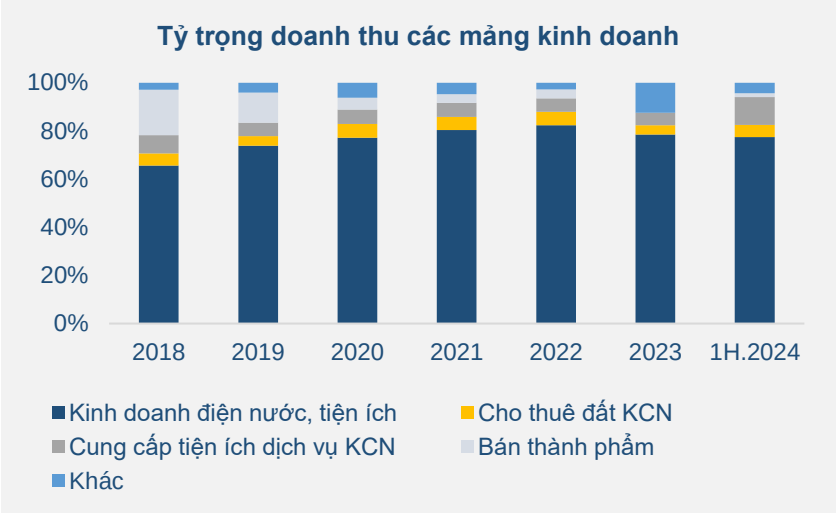
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**6.035**	**6.677**	**7.552**	**8.187**
Tăng trưởng	-78%	494%	-9%	125%
NPAT-MI	**977**	**927**	**1.087**	**1.203**
Tăng trưởng	17%	-5%	17%	11%
P/E (x)	12,3	11,1	16,13	14,58
P/B (x)	3,4	2,9	1,94	1,79
EPS (đồng/cp)	**10.530**	**4.574**	**4.403**	**5.164**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**99.500**

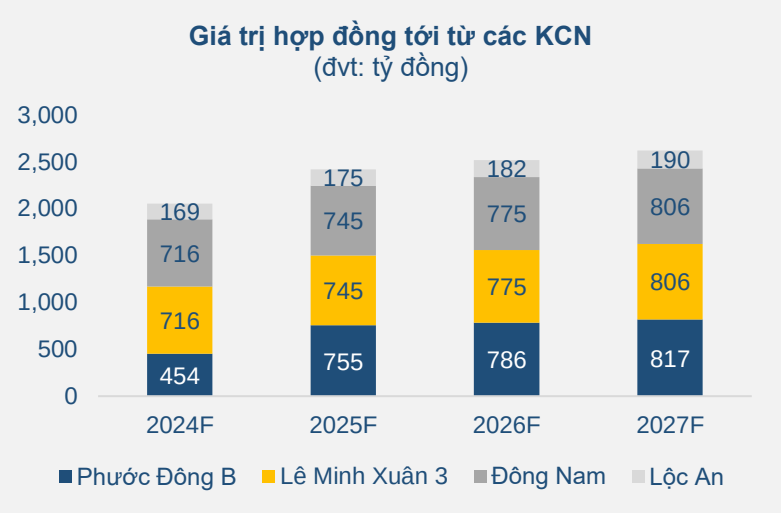
BAOVIET Securities

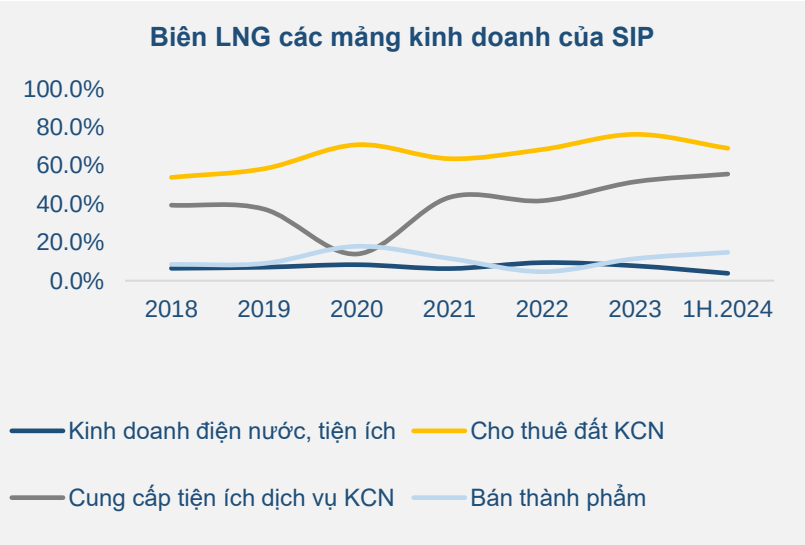
SIP – Quỹ đất Khu công nghiệp lớn tại miền Nam

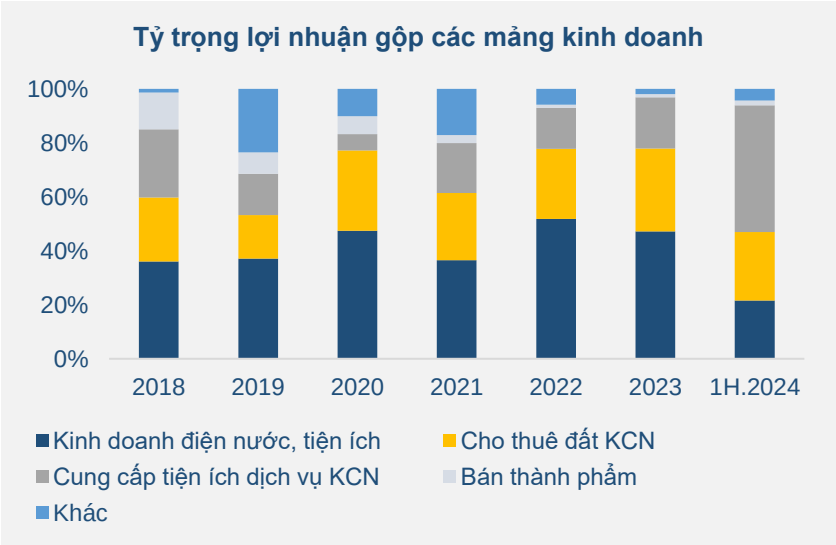
SIP - OUTPERFORM | Target: 99.500 NĐ/CP | Upside: +19%

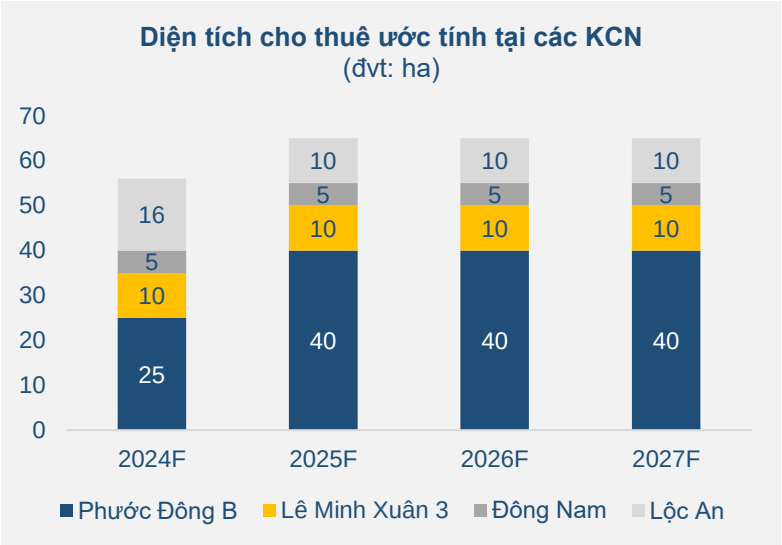












BAOVIET Securities

DPR

OUTPERFORM | Target: 46.000 VNĐ/CP | Upside: +18%

DPR – Quy hoạch chung ủng hộ câu chuyện xin chủ trương đầu tư của BĐP và NĐP mở rộng

DPR - OUTPERFORM | Target: 46.000 VNĐ/CP | Upside: +18%

DPR công bố doanh thu và LNST Q3.2024 lần lượt là 348 tỷ đồng (+22% yoy) và 61 tỷ đồng (+8% yoy). Lũy kế 9T.2024, DPR ghi nhận doanh thu và LNST lần lượt là 768 tỷ đồng (+25% yoy) và 203 tỷ đồng (+31% yoy). Trong kỳ, DPR đã ghi nhận 40 tỷ tiền đền bù cho dự án Tiến Hưng 2.

Trong Q3.2024, sản lượng tiêu thụ cao su là 4.587 tấn (-3% yoy); tuy nhiên, giá bán tăng mạnh đạt 46 triệu đồng/tấn (+41% yoy); dẫn tới lợi nhuận và doanh thu tăng trưởng mạnh. Giá bán cao su trong quý 3 cũng cao hơn nhiều so với quý 2 là 41,9 triệu đồng/tấn, tương đương tăng trưởng 10% qoq.

Giá cao su tăng dẫn dắt tăng trưởng doanh thu 2024. BVSC dự báo doanh thu đạt 1.096 tỷ đồng (+5% svck) và LNST-CĐTS đạt 266 tỷ đồng (+27% svck); mùa cao điểm khai thác cao su vào cuối năm, cùng với giá bán cao su đang giữ ở mức cao. BVSC dự báo KQKD 2025 tiếp tục tăng trưởng nhờ vào tiền đền bù từ dự án Tiến Hưng 1, đền bù kế hoạch 85 tỷ đồng.

Quy hoạch chung của Bình Phước tạo điều kiện thuận lợi cho câu chuyện xin chủ trương đầu tư của Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR. Quyết định 227/QĐ-TTg điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất đến năm 2025 được Thủ tướng Chính phủ phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg; điều chỉnh cho Bình Phước số diện tích sử dụng khu công nghiệp là 4.908 ha; so với Quyết định 326 trước đó là 4.258ha (tăng thêm 650ha). Chúng tôi kỳ vọng KCN Bắc Đồng Phú MR và Nam Đồng Phú MR sẽ nhận được chủ trương đầu tư trong 2024; Bắc Đồng Phú MR được triển khai trong 2026 và Nam Đồng Phú MR được triển khai trong 2027.

Hai KCN mới dự kiến sẽ đem lại dòng tiền lớn cho DPR kể từ 2026

BVSC kỳ vọng KCN Bắc Đồng Phú MR sẽ bắt đầu đem lại dòng tiền từ 2026 và Nam Đồng Phú MR từ 2027; chào bán 20ha mỗi năm tại mỗi KCN, với mức giá chào bán dự kiến tại thời điểm chào thuê là 75 USD/m2/kỳ thuê. Dòng tiền ròng gia tăng sẽ cải thiện thu nhập tài chính cho DPR, từ đó, cải thiện tỷ suất cổ tức. Về doanh thu, dự án của DPR ghi nhận phân bổ từng năm nên ít có sự gia tăng đột biến trong doanh thu tương tự như NTC và SIP.

Khuyến nghị đầu tư. DPR là doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tốt, hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định, thuộc nhóm doanh nghiệp có năng suất khai thác lớn nhất Tập đoàn, và có mức chi trả cổ tức cao bằng tiền mặt đều đặn hàng năm. Ngoài ra, quy hoạch chung của tỉnh Bình Phước đã tạo ra những thuận lợi nhất định cho việc xin chủ trương đầu tư của các KCN thuộc DPR. Các KCN đều đang ở những giai đoạn cuối cùng của việc được chấp thuận chủ trương đầu tư, sẽ là động lực tăng trưởng cho giai đoạn tiếp theo của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**1.211**	**1.041**	**1.096**	**1.160**
Tăng trưởng	-1%	-14%	5%	6%
NPAT-MI	**252**	**209**	**266**	**311**
Tăng trưởng	-41%	-17%	27%	17%
P/E (x)	6,8	11,2	13,34	11,42
P/B (x)	1,3	1,1	1,33	1,31
EPS (đồng/cp)	**5.083**	**4.166**	**3.063**	**3.577**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**46.000**

BAOVIET Securities

DPR – Quy hoạch chung ủng hộ câu chuyện xin chủ trương đầu tư của BĐP và NĐP mở rộng

DPR - OUTPERFORM | Target: 46.000 VNĐ/CP | Upside: +18%

Các khu công nghiệp thành lập mới khi đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật về khu công nghiệp theo Quyết định 1489/QĐ-TTg về Phê duyệt quy hoạch tỉnh Bình Phước thời kỳ 2021-2030 tầm nhìn đến 2050:

	Tên KCN	Vị trí	Diện tích
	Các Khu công nghiệp thực hiện theo chỉ tiêu sử dụng đất được phân bổ tại Quyết định số 326/QĐ-TTg ngày 09/3/2022		
1	KCN Bắc Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	190
2	KCN Nam Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	72
3	KCN Đồng Xoài I	TP. Đồng Xoài	163
4	KCN Đồng Xoài II	TP. Đồng Xoài	85
5	KCN Đồng Xoài III	TP. Đồng Xoài	121
6	KCN Chơn Thành I	TX. Chơn Thành	125
7	KCN Chơn Thành II	TX. Chơn Thành	76
8	KCN Minh Hưng-Hàn Quốc	TX. Chơn Thành	197
9	KCN Minh Hưng III	TX. Chơn Thành	292
10	KCN Becamex-Bình Phước	TX. Chơn Thành	2.000
11	KCN Minh Hưng-Sikico	Huyện Hớn Quản	655
12	KCN Việt Kiều	Huyện Hớn Quản	104
	Tổng cộng		**4.080**
	Các khu công nghiệp thành lập mới khi đáp ứng các điều kiện theo quy định của pháp luật về khu công nghiệp		
1	KCN Tân Khai II	Huyện Hớn Quản	160
2	KCN Minh Hưng III - Mở rộng giai đoạn II	TX. Chơn Thành	578
3	KCN Bắc Đồng Phú- Mở rộng giai đoạn II (Đồng Xoài 214ha+ Đồng Phú 293ha)	TP. Đồng Xoài và huyện Đồng Phú	317
4	KCN Nam Đồng Phú- Mở rộng giai đoạn II	Huyện Đồng Phú	480
5	KCN Hoa Lư	KKTCK Hoa Lư	150
6	KCN Ledana	KKTCK Hoa Lư	200
7	Các Khu Công nghiệp Đông Nam Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	1,619
	Tổng cộng		**3.504**

PHR

OUTPERFORM | Target: 73.000 VNĐ/CP | Upside: +24%

BAOVIET Securities

PHR – Quy hoạch chung thúc đẩy pháp lý của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2

PHR - OUTPERFORM | Target: 73.000 VNĐ/CP | Upside: +24%

Quy hoạch tổng thể tỉnh bình Dương có thể được chấp thuận trong 2024 giúp thúc đẩy quá trình xin chủ trương đầu tư của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2

- Ngày 6/6, các đại biểu HĐND tỉnh Bình Dương đã nhất trí biểu quyết thông qua hồ sơ Quy hoạch tỉnh Bình Dương thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 và một số nội dung quan trọng khác.
- BVSC kỳ vọng chủ trương đầu tư của:
  - ✓ Tân Lập 1 (200ha) sẽ được cấp trong 2024 và sẽ đóng góp vào KQKD vào 2026.
  - ✓ Tân Bình 2 (1056ha) sẽ được cấp trong 2026 và sẽ động góp vào KQKD từ 2028.

VSIP III và Nam Tân Uyên 3 tiếp tục đóng góp lớn vào KQKD

- Với việc đang nắm giữ 32,85% vốn tại Nam Tân Uyên, kết quả kinh doanh của công ty sẽ được cải thiện khi Dự án Nam Tân Uyên 3 ghi nhận doanh thu và lợi nhuận. KCN Nam Tân Uyên 3 của NTC đang trong quá trình phê duyệt tiền sử dụng đất từ UBND tỉnh Bình Dương. Dự kiến sẽ hoàn thành trong năm nay, và bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2026.
- PHR được hưởng 20% LNG thu được từ diện tích mà VSIP cho khách thuê lại; trên 691ha theo thỏa thuận bồi thường đất.
- Về tiến độ góp vốn vào dự án VSIP III, PHR hiện đang trình tập đoàn phương án góp 20% vốn theo hình thức hợp tác kinh doanh (BCC) và dự kiến sẽ thực hiện trong năm nay. VSIP III Đang chờ xác định tổng mức đầu tư điều chỉnh để góp vốn thêm 20% trên tổng diện tích 1.000ha.

KQKD 2024 dự kiến giảm do thiếu hụt khoản tiền bồi thường đất. KQKD 2024 của PHR chủ yếu tới từ mảng cao su và lợi nhuận chia sẻ từ VSIP III và lợi nhuận từ NTC.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**1.709**	**1.351**	**1.591**	**2.239**
Tăng trưởng	-12%	-21%	18%	41%
NPAT-MI	**889**	**620**	**317**	**483**
Tăng trưởng	86%	-30%	-49%	52%
P/E (x)	13,4	7,2	17,47	11,06
P/B (x)	2,9	1,8	2,09	2,82
EPS (đồng/cp)	**6.556**	**4.309**	**3.606**	**5.696**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**73.000**

BAOVIET Securities

PHR – Quy hoạch chung thúc đẩy pháp lý của KCN Tân Lập 1 và Tân Bình 2

PHR - OUTPERFORM | Target: 73.000 VNĐ/CP | Upside: +24%

Khu công nghiệp	Vị trí	Sở hữu của PHR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích thương phẩm còn có thể kinh doanh (ha)	Tình trạng pháp lý
Tân Bình 1	Bình Dương	80%	352	0	Đã lấp đầy.
Tân Bình 2	Bình Dương	80%	1.056	739	- Chờ xin chủ trương đầu tư. - Dự kiến được chấp thuận trong 2026.
Tân Lập 1	Bình Dương	51%	202	141	- Chờ xin chủ trương đầu tư. - Dự kiến được chấp thuận trong 2024.
VSIP 3	Bình Dương	20% (*)	1.000	650	- Đã bàn giao 45ha cho LEGO và 20ha cho Pandora. - PHR đang làm việc để xác định tổng mức đầu tư điều chỉnh, sau đó góp vốn 20% vào dự án này. - PHR được nhận 20% LNG từ VSIP III (trên diện tích 691ha) theo thỏa thuận đền bù đất.
Nam Tân Uyên 3	Bình Dương	33%	346	259	Đang chờ phê duyệt tiền sử dụng đất từ UBND tỉnh Bình Dương.

(*) PHR được hưởng 20% LNG trong 691ha theo thỏa thuận bồi thường đất

- Đang chờ xác định tổng mức đầu tư điều chỉnh để góp vốn thêm 20% trên tổng diện tích 1.000ha

Ngành Dầu khí

Tiềm năng lớn từ các doanh nghiệp thượng nguồn

BAOVIET Securities

Dự báo giá dầu Brent trung bình 2025 ở mức 72,5 USD/thùng

Ngành Dầu khí 2025

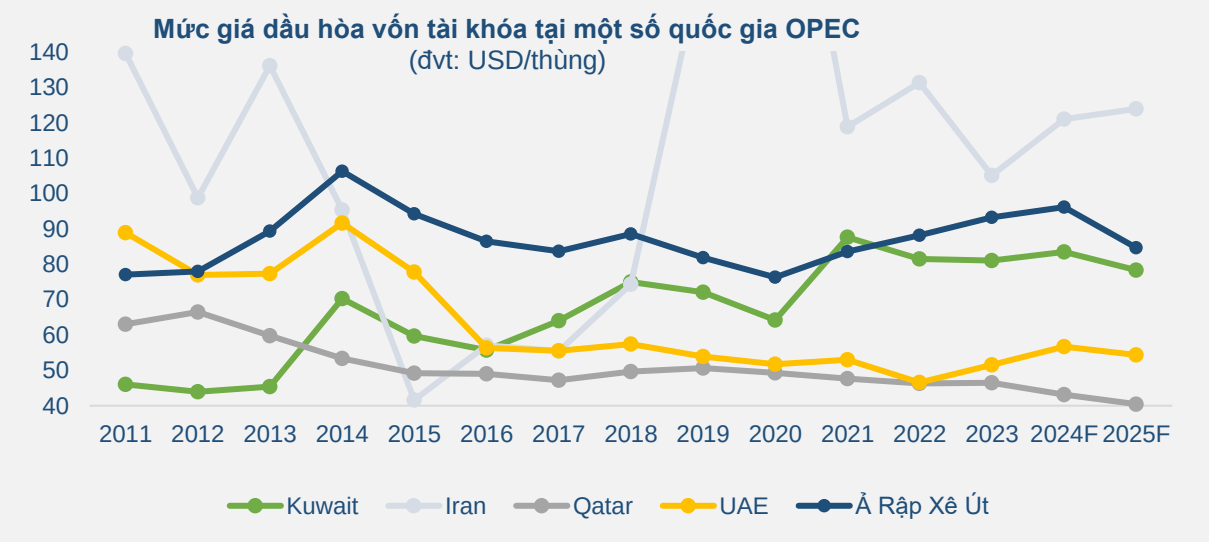
Nguồn cung:

- OPEC+ đã hoãn kế hoạch tăng sản lượng dầu thô vào tháng 12 năm nay do nguồn cầu suy yếu và nguồn cung tăng lên từ các quốc gia ngoài liên minh làm gia tăng áp lực giảm giá đối với thị trường dầu thô. Trước đó, OPEC đã có kế hoạch tăng sản lượng 180.000 thùng/ngày vào tháng 12 năm nay, đây mới chỉ là một phần nhỏ trong tổng sản lượng 5,86 triệu thùng/ngày mà OPEC+ đã cắt giảm (tương đương 5,7% nhu cầu toàn cầu). Theo cập nhật mới nhất, OPEC+ tiếp tục gia hạn việc cắt giảm sản lượng ít nhất đến tháng 1/2025. OPEC+ sẽ dần dần nới lỏng mức cắt giảm 2,2 triệu thùng/ngày trong những tháng đầu năm 2025, trong khi 3,66 triệu thùng/ngày cắt giảm sản lượng khác sẽ được duy trì cho đến cuối năm 2025.
- Tổng thống thứ 47 của Mỹ, Donald Trump trong một số tuyên bố của mình đã nêu ra kế hoạch sẽ gia tăng sản lượng dầu thô của Mỹ nhằm làm hạ nhiệt giá dầu, qua đó giảm bớt gánh nặng lạm phát lên nền kinh tế của quốc gia này.
- Căng thẳng địa chính trị tại khu vực Trung Đông và Nga luôn thường trực có thể ảnh hưởng lên nguồn cung dầu mỏ tại một số quốc gia trong khu vực.

Nguồn cầu:

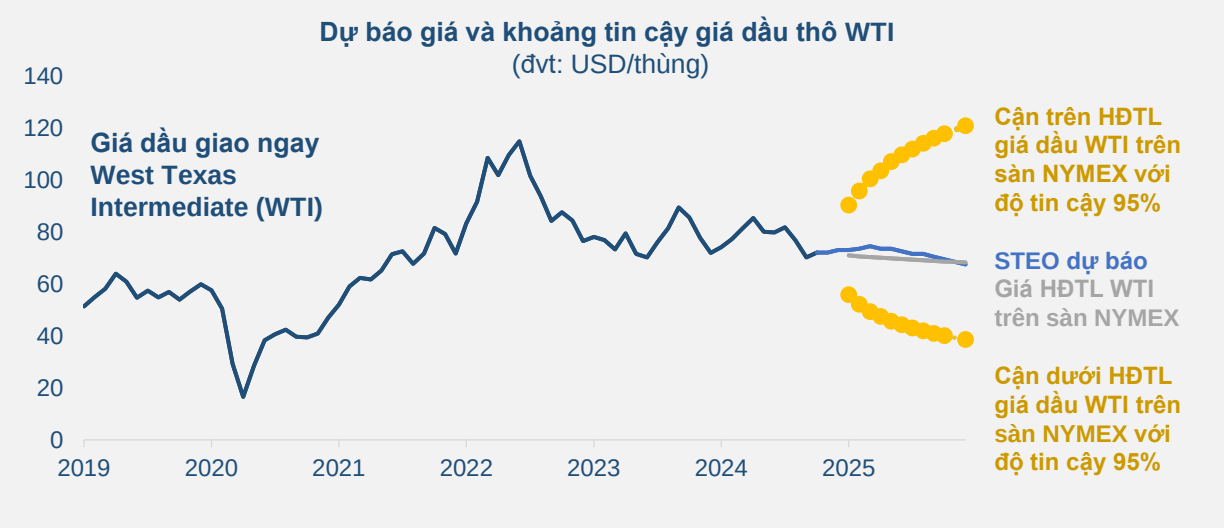
- Nhu cầu dầu mỏ tại Trung Quốc dự kiến sẽ tăng nhẹ trong năm 2025 nhờ các biện pháp kích thích kinh tế, tuy nhiên, các nhà phân tích cho rằng mức tăng này sẽ rất khiêm tốn do sự chuyển dịch năng lượng mạnh mẽ tại quốc gia này trong các năm gần đây sang các nguồn nhiên liệu thân thiện với môi trường. Bên cạnh đó, thách thức đặt ra với nền sản xuất của Trung Quốc cũng trở nên đáng lo ngại hơn khi Donald Trump dự kiến sẽ thi hành các chính sách mạnh tay nhằm hạn chế hàng xuất khẩu từ Trung Quốc sang Mỹ.
- Ấn Độ theo EIA dự báo có thể sẽ là quốc gia tăng trưởng tiêu thụ chính của toàn cầu trong năm tới với khoảng 0,3 triệu thùng dầu tăng thêm do nhu cầu vận tải tăng.

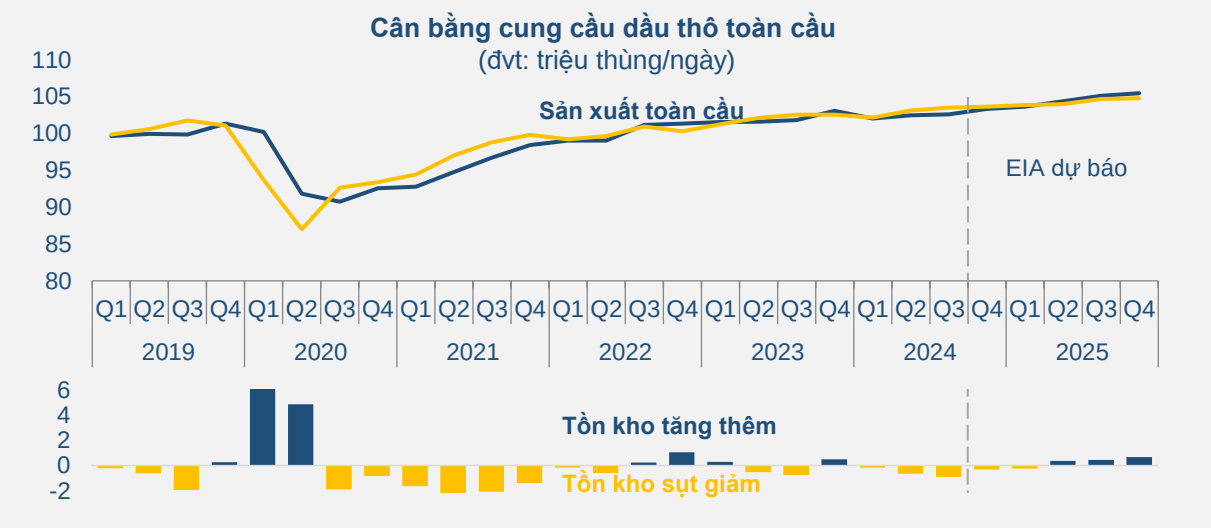
Dự báo giá dầu Brent	2025F	2026F
EIA	76	n/a
Goldman Sachs	76	71
JP Morgan	75	n/a
Reuters	74,53	n/a
World Bank	73	72
IMF	72,84	n/a
BVSC	**72,5**	**70**

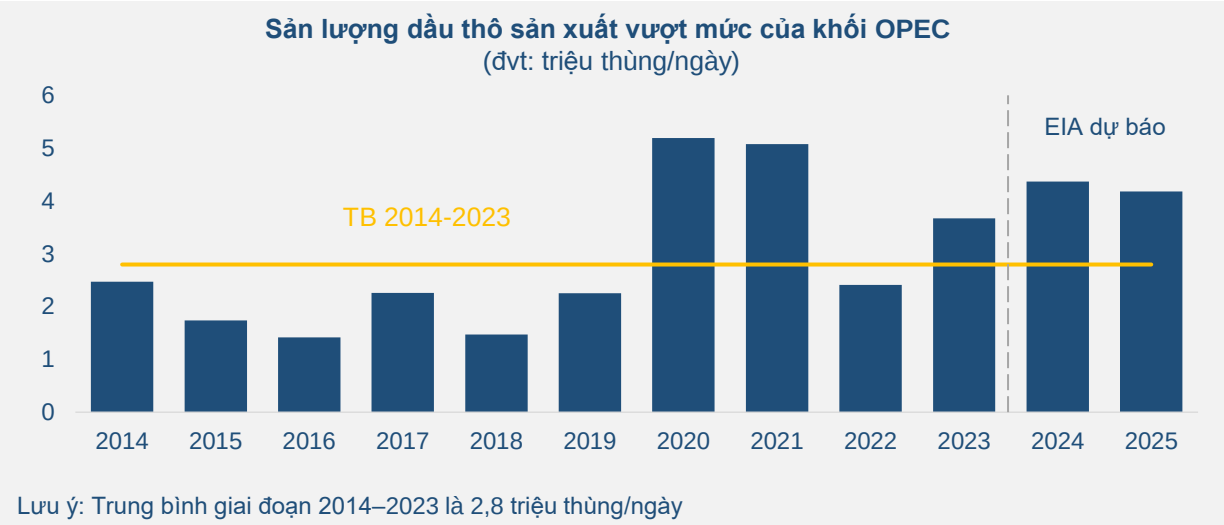


Dự báo giá dầu Brent trung bình 2025 ở mức 72,5 USD/thùng

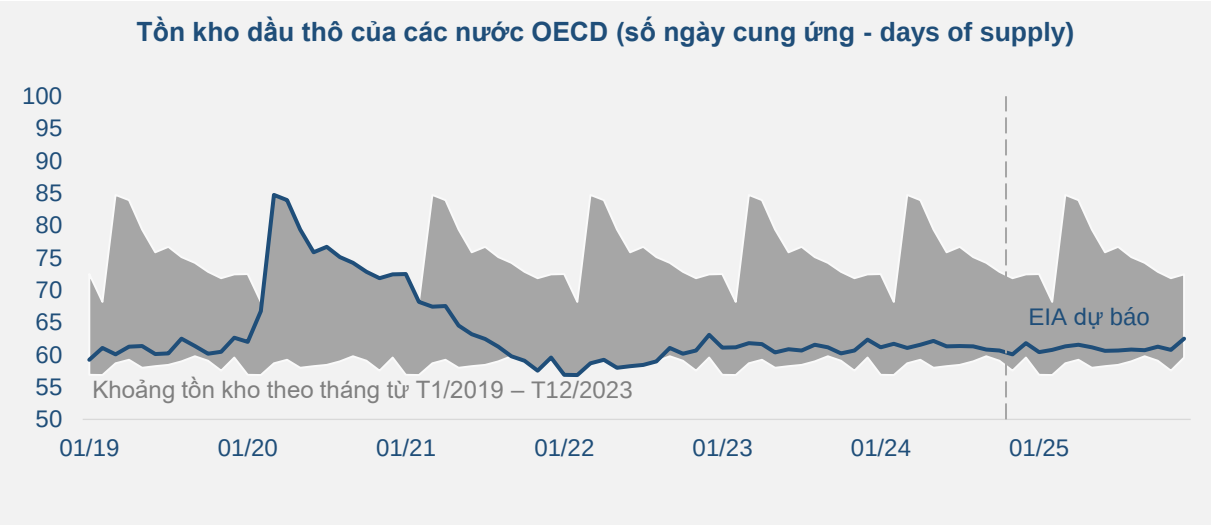
Ngành Dầu khí 2025







Lưu ý: Trung bình giai đoạn 2014–2023 là 2,8 triệu thùng/ngày

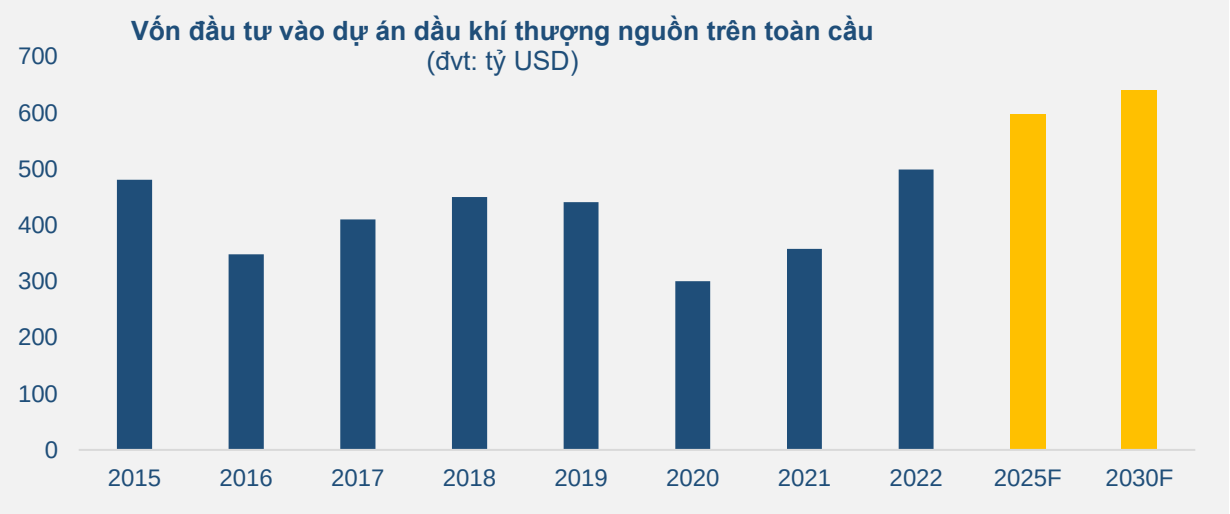


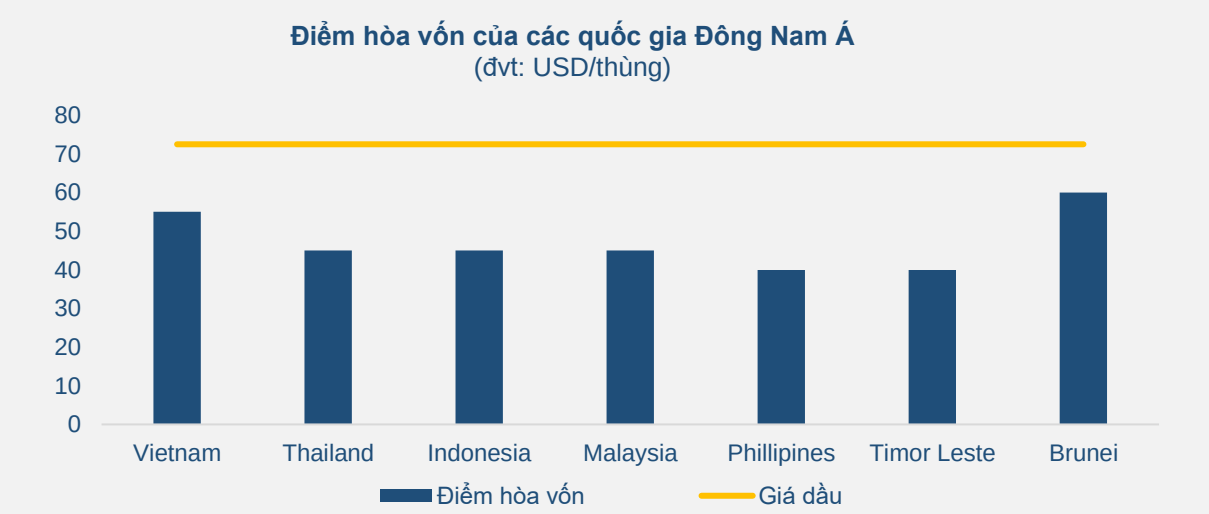
BAOVIET Securities

Hoạt động thăm dò và khai thác thúc đẩy KQKD tăng trưởng mạnh mẽ cho doanh nghiệp thượng nguồn

Ngành Dầu khí 2025

- Mức giá dầu duy trì ở mức cao sẽ tiếp tục thúc đẩy hoạt động thăm dò, khai thác trên toàn cầu. Tại khu vực Đông Nam Á, mức giá hòa vốn của các dự án khai thác dầu khí ở khoảng 50–60 USD/thùng, việc giá dầu thô neo ở mức cao như hiện nay là động lực rất lớn thúc đẩy hoạt động thăm dò, khai thác trong khu vực. Với mức giá hòa vốn này, cùng với nhu cầu khai thác dầu khí ngày càng tăng trong khu vực, hoạt động thăm dò và khai thác tại Đông Nam Á đang hoạt động rất sôi động.
- Malaysia là thị trường khoan lớn của khu vực Đông Nam Á, với nhu cầu giàn khoan khoảng 12-14 giàn/năm để khoan 140 giếng khoan sử dụng giàn tự nâng. Dự kiến trong giai đoạn 2024-2030, nhu cầu giàn khoan của Malaysia sẽ tăng lên trên 14 giàn tự nâng/năm với 170 giếng khoan/năm. Bên cạnh đó, giai đoạn 2024-2030, Malaysia sẽ có thêm các chương trình hủy mỏ/sửa giếng (với hơn 800 giếng).
- Indonesia là một trong những thị trường có nhu cầu giàn khoan cao nhất tại Đông Nam Á, được duy trì ổn định và có xu hướng gia tăng trong những năm tới với số lượng giàn khoan tự nâng cần trung bình mỗi năm từ 14–16 giàn và thường là những chương trình khoan dài hạn. Mới đây, PVD cũng đã công bố kế hoạch thành lập liên doanh hoạt động tại thị trường tiềm năng này với tên quốc tế là PT PetroVietnam Drilling Indonesia nhằm đánh dấu sự hiện diện thường xuyên của PVD tại Indonesia, qua đó, khai thác tiềm năng lớn đến từ quốc gia này.
- Tại Việt Nam, các dự án dầu khí mới trong nước đang được khởi động trong thời gian gần đây, đặc biệt là đại dự án Lô B – Ô Môn sẽ tạo nguồn việc dồi dào trong dài hạn cho các doanh nghiệp xây lắp và khoan giếng trong nước.



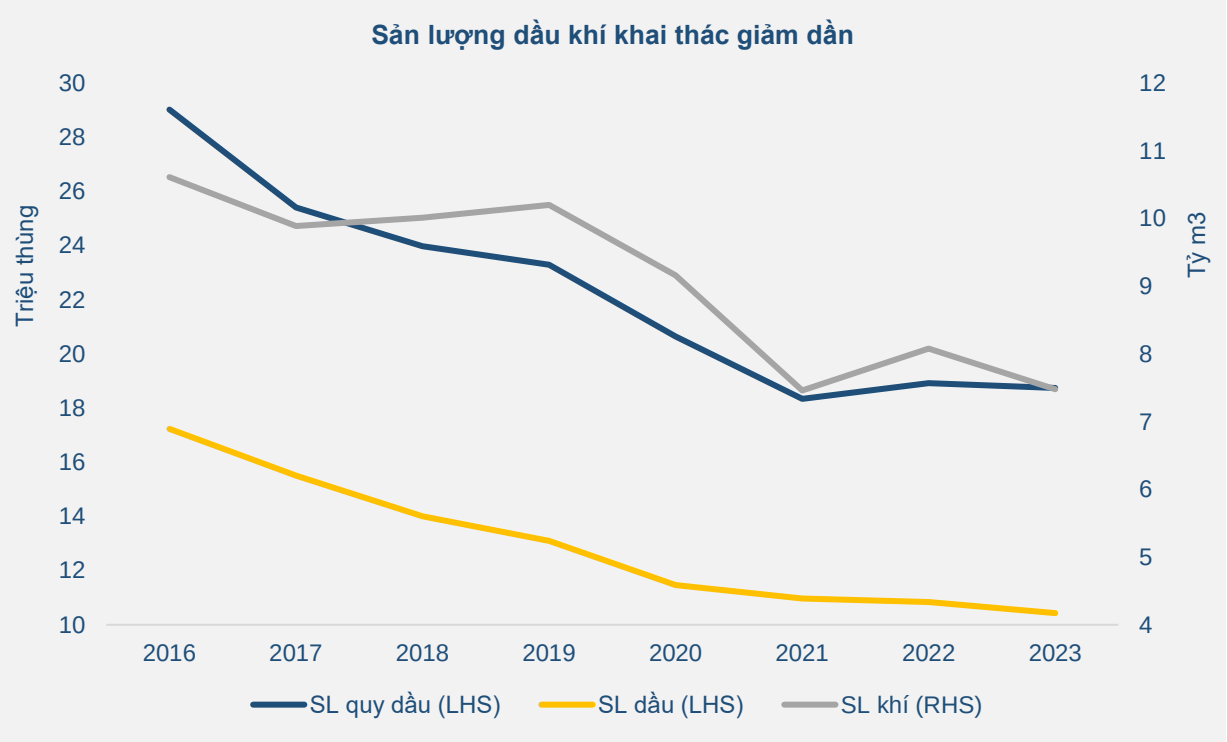


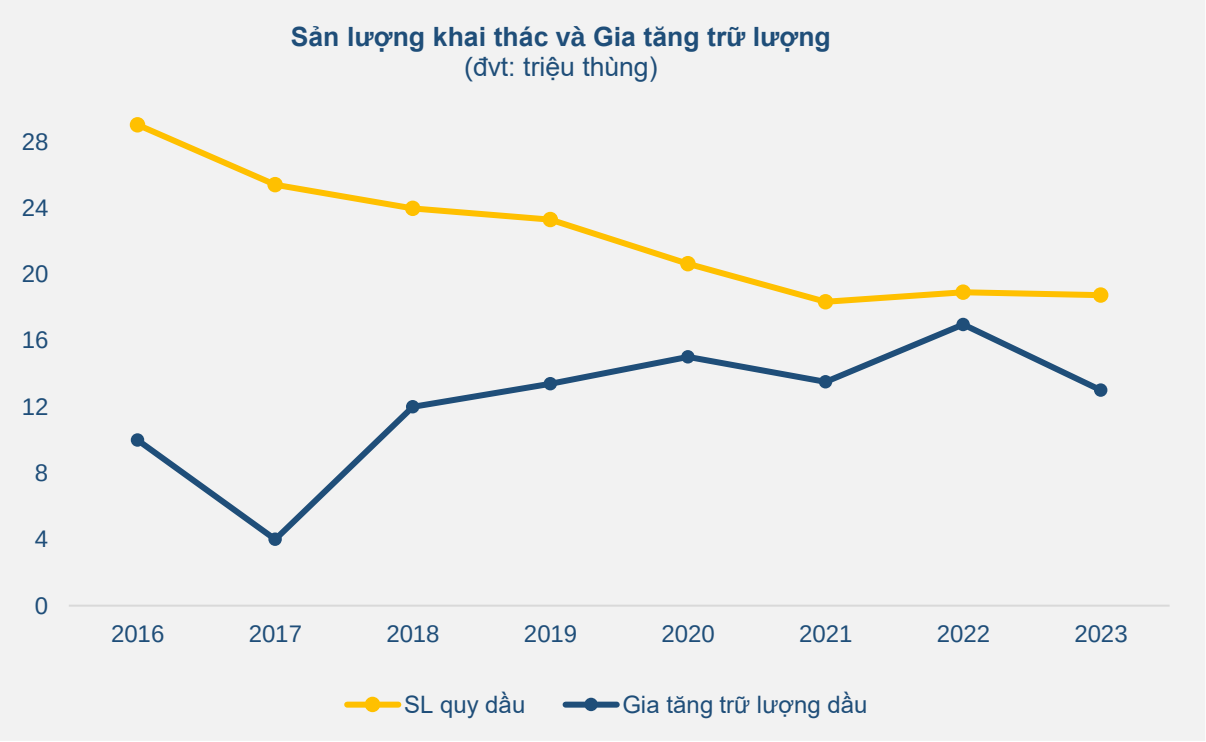
Hoạt động thăm dò và khai thác thúc đẩy KQKD tăng trưởng mạnh mẽ cho doanh nghiệp thượng nguồn

Ngành Dầu khí 2025

Từ 2016 tới nay, sản lượng khai thác dầu khí giảm dần qua các năm. Trong khi đó, gia tăng trữ lượng trong nước đến từ các mỏ mới không đáp ứng nhu cầu khai thác, số lượng giếng thăm dò, khai thác mới không đạt kỳ vọng. Nguyên nhân là do:

- Các mỏ dầu khí suy giảm sản lượng tự nhiên do đã khai thác trong thời gian dài và trữ lượng còn lại khó khai thác. Tại các mỏ dầu khí chủ lực (Bạch Hổ, Sư Tử Đen, Sư Tử Vàng ...), việc khai thác đang ở giai đoạn giảm sản lượng hoặc độ ngập nước cao, tiềm ẩn rủi ro.
- Các chương trình thăm dò, khai thác tại một số mỏ có trữ lượng lớn không thể thực hiện do tranh chấp chủ quyền (mỏ khí Cá Voi Xanh nằm ở Lô 118, Bể Sông Hồng với trữ lượng 150 tỷ m3 khí; mỏ dầu khí Cá Rồng Đỏ nằm ở Lô 07/03, Bể Nam Côn Sơn với trữ lượng 45 triệu thùng dầu và 235 tỷ m3 khí).





BAOVIET Securities

Hoạt động thăm dò và khai thác thúc đẩy KQKD tăng trưởng mạnh mẽ cho doanh nghiệp thượng nguồn. Các dự án dầu khí lớn trong nước đã bắt đầu được triển khai

Ngành Dầu khí 2025

- Ngày 03/9/2024, hợp đồng EPCI#1 dự án Lô B – Ô Môn đã được trao thầu đầy đủ các điều kiện cho liên danh PTSC và McDermott. Lễ khởi công giàn CPP đã được diễn ra vào ngày 01/12/2024 vừa rồi dưới sự chứng kiến của Thủ tướng Phạm Minh Chính.
- Ngày 18/9/2024, PQPOC đã tổ chức lễ cắt thép cho phần thượng tầng của giàn HUB/giàn đầu giếng (WHP) và phần chân đế của giàn HUB/WHP đánh dấu sự triển khai chính thức của gói thầu EPCI#2 dự án Lô B – Ô Môn.
- Ngày 31/05/2024, PTSC M&C đã chính thức ký kết Hợp đồng Tổng thầu EPCIC với Công ty Dầu khí Murphy Cửu Long Bắc (MCB) cho dự án phát triển mỏ dầu Lạc Đà Vàng (giai đoạn 1A) bao gồm các hạng mục công việc thiết kế chi tiết, mua sắm, thi công, vận chuyển, lắp đặt, đấu nối và chạy thử cho Giàn xử lý trung tâm LDV-A.
- Ngày 01/12/2024, PTSC đã được chủ đầu tư MCB tin tưởng trao hợp đồng cung cấp FSO cho dự án Lạc Đà Vàng, với sức chứa thiết kế 500.000 thùng dầu thô, dự kiến được đưa vào vận hành vào nửa cuối năm 2026.

Dự án	Trữ lượng	Giá trị (triệu USD)	Thời gian triển khai	Trạng thái
Lô B - Ô Môn	107 tỷ m3 khí	1.450	2024-2026	Đã trao thầu đầy đủ cho các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2.
Lạc Đà Vàng	100 triệu thùng dầu	283	2024-2027	Nhận FID vào tháng 11/2023, đã trao thầu cho PTSC M&C.
Sư Tử Trắng 2B	20 tỷ m3 khí	250	2024-2026	Hợp đồng hiện tại hết hạn vào tháng 9/2025, giai đoạn 2B của mỏ Sư Tử Trắng sẽ gia tăng tuổi thọ cho Lô 15-1 thêm hơn 20 năm, dự kiến dòng khí đầu tiên vào năm 2027.
Nam Du U Minh	5,6 tỷ m3 khí	150	2025-2026	Đã ký thỏa thuận mua bán khí vào tháng 01/2024, dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
Thiên Nga Hải Âu	7,43 tỷ m3 khí	349	2025-2026	Đã thống nhất, ký kết bản ghi nhớ về việc mua bán khí mỏ Thiên Nga - Hải Âu từ Lô 12.11, dự kiến dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
Khánh Mỹ Đầm Dơi	4,03 tỷ m3 khí		2025-2027	Đã ký kết bản ghi nhớ về việc mua bán khí mỏ Khánh Mỹ - Đầm Dơi, dự kiến dòng khí đầu tiên vào Q2/2027.

Hoạt động thăm dò và khai thác thúc đẩy KQKD tăng trưởng mạnh mẽ cho doanh nghiệp thượng nguồn. Các dự án dầu khí lớn trong nước đã bắt đầu được triển khai

Ngành Dầu khí 2025

- Tiến độ First gas đã trượt từ cuối năm 2026 sang cuối năm 2027. Phê duyệt FID chậm trễ vì PQPOC chưa thể hoàn tất đàm phán và ký kết các hợp đồng GSA và PPA.
- Ở khâu thượng nguồn, các hợp đồng EPCI#1 và EPCI#2 đã được trao thầu "đầy đủ các điều kiện" vào đầu tháng 9 để các đơn vị thầu triển khai các phạm vi công việc nhằm đảm bảo tiến độ chung của toàn dự án cũng như đảm bảo lợi ích của các đối tác nước ngoài. Như vậy, các phần công việc thượng nguồn sẽ bắt đầu được triển khai ngay từ quý 4 năm nay mà không cần đợi đến khi có Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) chính thức.
- Ở khâu hạ nguồn, hiện mới chỉ có NMĐ Ô Môn I sẽ sẵn sàng tiếp nhận khí Lô B với công suất 660 MW tương đương 17% công suất thiết kế chung của 4 nhà máy hạ nguồn. Tiến độ nhận khí cập nhật của các nhà máy điện còn lại là vào Q4/2027 (Ô Môn IV), Q1/2028 (Ô Môn II), Q4/2029 (Ô Môn III). Như vậy, theo tiến độ kể trên, nhà máy Ô Môn IV sẽ được gấp rút triển khai để kết hợp với nhà máy Ô Môn I (hiện đang vận hành bằng dầu DO) để tiếp nhận khí Lô B vào cuối năm 2027.
- Về vấn đề cam kết sản lượng điện, hiện POW và EVN đã thống nhất mức cam kết sản lượng điện tối thiểu là 72% cho nhà máy Ô Môn III và IV sẽ đảm bảo hiệu quả đầu tư. Tuy nhiên, đối với nhà máy Ô Môn II, các chủ đầu tư nước ngoài trong đó có Marubeni (Nhật Bản) yêu cầu EVN cam kết trên mức 90% thì họ mới sẵn sàng đầu tư. Đây là mức sẽ gây ra nguy cơ thua lỗ cho EVN, do đó, tiến độ ký kết các hợp đồng ở phía hạ nguồn vẫn còn chậm trễ.

Hợp đồng	Mua bán khí (GSPA)	Vận chuyển (GTA)	Đấu nối, vận hành và dịch vụ (TOSA)	Bán khí (GSA)	Mua bán điện (PPA)
Nội dung	Cam kết mua bán khí Lô B giữa Chủ mỏ với Bên Mua.	Bên Mua (PVN) thuê các Chủ vận chuyển vận chuyển toàn bộ lượng khí Lô B về Ô Môn.	Hợp đồng giữa Chủ mỏ và Chủ vận chuyển để đấu nối các thiết bị của Chủ vận chuyển với giàn khai thác khí Lô B.	Bán khí sau khi về bờ giữa Bên Bán (PVN) với Bên Mua (các nhà máy điện tại Ô Môn).	Xác định giá bán và sản lượng điện giữa các nhà máy điện tại Ô Môn với đối tác mua điện.
Trạng thái	Đã ký kết.	Đã ký kết.	Đã ký kết.	Đã ký kết hợp đồng giữa PVN và GENCO2 cho nhà máy Ô Môn I. Các nhà máy Ô Môn II, III và IV chưa được ký kết.	Chưa ký kết.

BAOVIET Securities

PTSC (PVS) được hưởng lợi nhiều nhất trong giai đoạn đầu của Lô B – Ô Môn

Ngành Dầu khí 2025

	Phạm vi công việc	Doanh nghiệp hưởng lợi							Nhận xét
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029-2049	
Thượng nguồn	- 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) - 1 FSO - 47 giàn đầu giếng (WHP) - 5 giàn thu gom (Hub) - 911 giếng khai thác			**PVS** (xây lắp giàn CPP, WHP, Hub, cho thuê FSO)					- Giai đoạn đầu: 1 CPP, 1 FSO, 1 LQ, 1 WHP và 3 hub, khoảng 80 giếng. - Giai đoạn sau: trung bình 2-3 giàn WHP/năm. Đồng thời các HUB và giếng còn lại sẽ được tiếp tục xây dựng sau FG. - Mất khoảng 2-3 năm để xây dựng và lắp, do đó, PVS sẽ được hưởng lợi đầu tiên. Ngoài ra, khả năng PVS có thể trúng thầu kho chứa FSO phục vụ suốt vòng đời dự án. - Chiến dịch khoan sẽ bắt đầu sau khoảng 2 năm.
				PXS (xây lắp giàn)					
					PVD (cho thuê giàn khoan, thu dọn mỏ)				
					PVC (dung dịch khoan)				
Trung nguồn	- Xây lắp, đấu nối các tuyến ống nội mỏ và đường ống ngoài khơi về bờ cũng như trên bờ. - Bọc ống.			**PVS** (xây lắp đường ống bờ và đường ống biển)					- PVS đã trúng gói thầu thi công, mua sắm, lắp đặt tuyến ống bờ và nhiều khả năng sẽ tiếp tục trúng gói thầu tuyến ống biển. - PVB nhiều khả năng sẽ là doanh nghiệp cung cấp dịch vụ bọc ống cho dự án, với thời gian bọc vào khoảng 16-20 tháng. - Sau First Gas, GAS sẽ tăng sản lượng vận chuyển khí thêm khoảng 5,06 tỷ m3/năm.
				PVB (bọc ống)					
							GAS (vận chuyển khí)		
Hạ nguồn	Nhà máy điện Ô Môn II, III và IV.								

BAOVIET Securities

PTSC (PVS) được hưởng lợi nhiều nhất trong giai đoạn đầu của Lô B – Ô Môn

Ngành Dầu khí 2025

- Theo quan điểm của BVSC, PTSC sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất trong giai đoạn đầu của dự án Lô B – Ô Môn khi PTSC đã trúng thầu ¾ gói thầu thượng nguồn của dự án và được kỳ vọng sẽ tiếp tục trúng gói thầu thi công tuyến ống biển trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng tổng giá trị hợp đồng xây lắp thuộc về PTSC trong dự án này vào khoảng 1,4 tỷ USD và sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2025–2027, thúc đẩy kết quả kinh doanh của doanh nghiệp tăng trưởng mạnh mẽ.
- Bên cạnh đó, một số mảng kinh doanh của PTSC sẽ được hưởng lợi xuyên suốt vòng đời dự án sẽ mang lại tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho doanh nghiệp từ giai đoạn 2028–2050 bao gồm hoạt động bảo trì bảo dưỡng và cung cấp kho nổi FSO. BVSC ước tính PTSC có thể sẽ trúng thầu cung ứng kho nổi FSO cho Lô B thông qua hình thức liên danh, hợp tác với một nhà đầu tư nước ngoài theo tỷ lệ 50:50. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê theo ngày có thể đạt 50.000 USD, tương đương lợi nhuận thuộc về PTSC khoảng 70 triệu USD mỗi năm (gần 1.700 tỷ đồng).
- PVD sẽ được hưởng lợi xuyên suốt vòng đời dự án với một chiến lược khoan dài hạn, hiện doanh nghiệp đang có kế hoạch đầu tư từ 1-2 giàn khoan mới với mục tiêu 1 giàn sẽ cung cấp dịch vụ khoan cho các dự án trong nước khác và 1 giàn cung cấp dịch vụ khoan dự án Lô B trong bối cảnh các giàn khoan hiện có của doanh nghiệp đều đang thực hiện các hợp đồng dài hạn trên thị trường quốc tế.
- Dự án Lô B – Ô Môn cũng sẽ giải quyết tình trạng thiếu khí nội địa khi cung ứng khoảng 5,06 tỷ m3 mỗi năm, mang về cho GAS trên 4.500 tỷ doanh thu và trên 3.600 tỷ lợi nhuận gộp mỗi năm cho GAS sau khi sản lượng khí khai thác đi vào giai đoạn ổn định từ 2030.

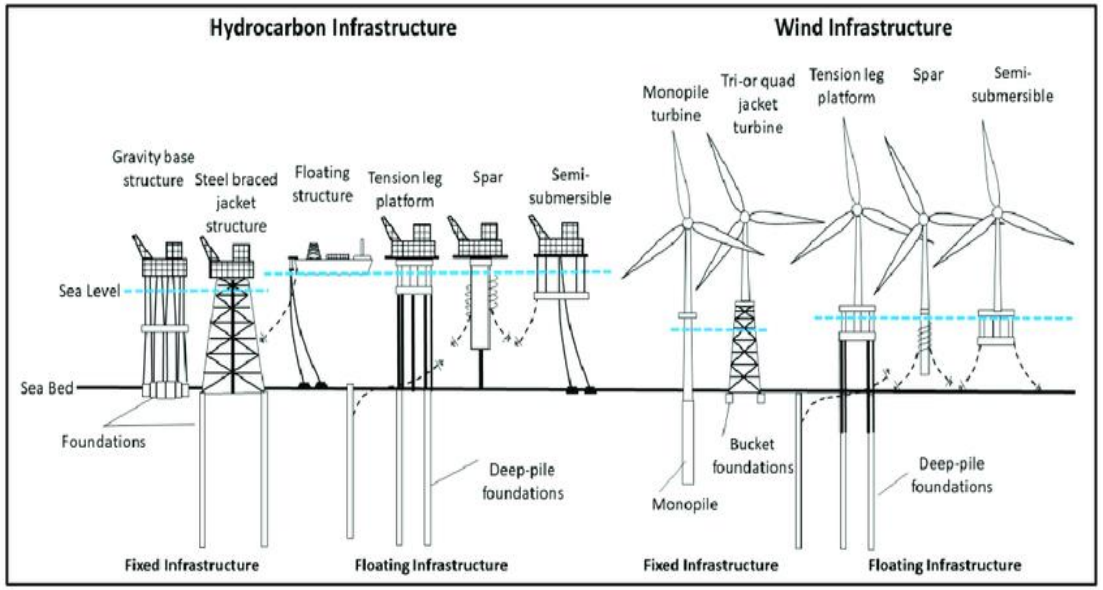
Hợp đồng	Công việc	Trạng thái	PTSC thực hiện (triệu USD)
EPCI 1	EPCI giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở và tháp đuốc	PQPOC đã trao thầu đầy đủ điều kiện cho liên danh McDermott – PTSC	493
EPCI 2	EPCI giàn thu gom, giàn đầu giếng, hệ thống đường ống nội mỏ	PQPOC đã trao thầu đầy đủ điều kiện cho PTSC M&C (công ty con của PTSC) thực hiện 100% hợp đồng	300
EPC 3	EPC tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử cho toàn bộ dự án	SWPOC đã trao thầu hạn chế cho PTSC (đã hết hạn)	255
PC 4	Mua sắm, thi công (PC) tuyến ống biển	Đang trong giai đoạn làm rõ hồ sơ chào thầu	400

Xu hướng Go Global giúp đa dạng hóa và đảm bảo nguồn công việc cho doanh nghiệp thượng nguồn

Ngành Dầu khí 2025

- Với tình trạng thiếu hụt các dự án dầu khí trong giai đoạn từ 2016 tới nay, PTSC đã thực hiện tìm kiếm nguồn công việc ở nước ngoài trong cả lĩnh vực dầu khí và cả lĩnh vực mới là năng lượng tái tạo trong khoảng 3 năm trở lại đây. Trong lĩnh vực dầu khí, PTSC đã và đang thực hiện các gói thầu xây lắp tại khu vực Trung Đông và tại một số quốc gia khác trong khu vực Đông Nam Á nhờ vào năng lực chuyên môn đã được chứng minh. Trong lĩnh vực năng lượng tái tạo, thực hiện theo kế hoạch của PVN, PTSC hiện đang đẩy mạnh xây lắp các cấu kiện của các dự án điện gió ngoài khơi bao gồm chân đế điện gió và trạm biến áp ngoài khơi.
- Trong năm 2025, PTSC dự kiến sẽ thực hiện khối lượng công việc xây lắp tương đối lớn cho các dự án điện gió ngoài khơi tại nước ngoài. Theo cập nhật mới nhất, vào ngày 01/12/2024, PTSC đã thực hiện:
  - ✓ Lễ hạ thủy và bàn giao chân đế điện gió ngoài khơi cho dự án CHW2204 (Greater Changhua 2b&4).
  - ✓ Lễ ký hợp đồng chế tạo và cung cấp chân đế điện gió ngoài khơi cho 1 đối tác Đài Loan (giá trị hợp đồng lớn hơn Greater Changhua).
  - ✓ Lễ khởi công trạm biến áp dự án Baltica 02.
  - ✓ Công bố hợp đồng xây lắp chân đế điện gió mới cho một khách hàng trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương.

Dự án	Thời gian triển khai	Giá trị (triệu USD)	Chi tiết
CRPO 135	2026-2027	39	PTSC Offshore Services (POS) làm thầu phụ cho gói thầu hoán cải 3 giàn WHP, thay mới topsides, hoán cải Riser Platform.
Greater Changhua	2023-2025	300	PTSC thực hiện hợp đồng EPC 33 chân đế điện gió ngoài khơi.
Fengmiao	2024-2026	100	PTSC thực hiện hợp đồng EPC trạm biến áp ngoài khơi.
Baltica 2	2023-2026	200	PTSC thực hiện hợp đồng EPC 4 trạm biến áp ngoài khơi.
Dự án ĐGNK khác	2025-2027	900	PTSC đã ký mới các hợp đồng và được trao thầu khoảng 1,5 tỷ USD cho các dự án điện gió ngoài khơi tại Đài Loan và châu Âu, đảm bảo việc làm đến năm 2027.



BAOVIET Securities

Xu hướng Go Global giúp đa dạng hóa và đảm bảo nguồn công việc cho doanh nghiệp thượng nguồn

Ngành Dầu khí 2025

- Hiện nay, tất cả các giàn khoan tự nâng của PVD đều đang hoạt động ở nước ngoài với các hợp đồng dài hạn do Malaysia và Indonesia đều đang thực hiện các chiến dịch thăm dò, khai thác trong dài hạn với nhu cầu giàn khoan lớn (khoảng từ 12–16 giàn mỗi năm). Hơn nữa, PVD là nhà thầu khoan với độ tin cậy kỹ thuật cao, được các đối tác tin tưởng, do đó, các giàn khoan tự nâng của PVD đều đang sở hữu hợp đồng dài hạn với Petronas (Malaysia) và Pertamina (Indonesia) ít nhất tới năm 2028, đặc biệt giàn PVD III sở hữu quyền chọn gia hạn thêm đến năm 2030.
- Đối với giàn khoan nửa nổi nửa chìm TAD, sau nhiều năm không có việc, PVD đã ký hợp đồng 5 năm với Brunei Shell Petroleum (2022–2027) với giá thuê giàn cố định ở mức 90.000 USD/ngày.

Giàn khoan	2024	2025					2026		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
PVD I (JU)	Petronas								
PVD II (JU)	Pertamina								
PVD III (JU)	Hibicus	Pertamina							
PVD VI (JU)	Petronas	Hợp đồng mới (có thể tái ký với Petronas)							
PVD V (TAD)	Brunei Shell Petroleum								
Landrig 11	Chưa rõ hợp đồng								
Giàn mua mới					Hợp đồng mới (trong nước)				

BAOVIET Securities

Tổng hợp khuyến nghị

Triển vọng 2025

Kịch bản	Brent: 72,5 USD/thùng			Brent: 60 USD/thùng			
MCK	**Khuyến nghị**	**Giá mục tiêu**	**Upside**	**Khuyến nghị**	**Giá mục tiêu**	**Upside**	**Điểm nhấn đầu tư**
PVS	**OUTPERFORM**	**47.600**	**+40%**	**OUTPERFORM**	**47.600**	**+40%**	- Nguồn công việc dồi dào đến từ các dự án xây lắp dầu khí trong nước cũng như quốc tế. Dự án Lô B – Ô Môn chính thức được khởi công thúc đẩy kết quả kinh doanh 2025. - Mảng điện gió ngoài khơi cũng là động lực lớn cho tăng trưởng trung và dài hạn. Hiện tại, PVS vẫn tiếp tục đấu thầu các dự án quốc tế với quy mô hợp đồng ngày càng lớn.
PVD	OUTPERFORM	29.900	+24,8%	OUTPERFORM	29.900	+24,8%	- Nhu cầu đầu tư thượng nguồn tăng cao tại khu vực Đông Nam Á cũng như trên toàn cầu giúp cho PVD sở hữu các hợp đồng khoan dài hạn tại thị trường quốc tế. - Thiếu hụt giàn khoan trong khu vực Đông Nam Á duy trì giá thuê giàn ở mức cao. - Động lực tăng trưởng từ giàn đầu tư mới trong năm 2025.
GAS	OUTPERFORM	81.900	+19,6%	NEUTRAL	77.800	+13,6%	- LNG nhập khẩu và kinh doanh LPG trên thị trường quốc tế bù đắp phần doanh thu sụt giảm do thiếu hụt nguồn cung khí khô trong nước. - Tình hình tài chính lành mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao.
BSR	OUTPERFORM	26.100	+21,4%	NEUTRAL	18.800	-12,6%	- Biên lọc dầu kỳ vọng cải thiện nhẹ khi nguồn cung từ Trung Quốc dự kiến sẽ giảm, nhu cầu sản phẩm xăng dầu tăng trưởng trở lại trong nửa cuối năm 2025 khi nền kinh tế toàn cầu hồi phục, tăng trưởng với kịch bản giá dầu biến động trong biên độ hẹp trong năm 2025. - Sản lượng và KQKD kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong năm 2025 so với mức nền thấp của năm nay.
PLX	OUTPERFORM	49.700	+26,1%	NEUTRAL	37.700	-4,3%	- Kì vọng phục hồi kinh tế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. - Điểm mới trong Nghị định 80 và dự thảo nghị định mới về kinh doanh xăng dầu tạo môi trường kinh doanh thuận lợi hơn, giúp PLX gia tăng vị thế cạnh tranh và cải thiện biên lợi nhuận.

PVS

OUTPERFORM | Target: 47.600 VNĐ/CP | Upside: +40%

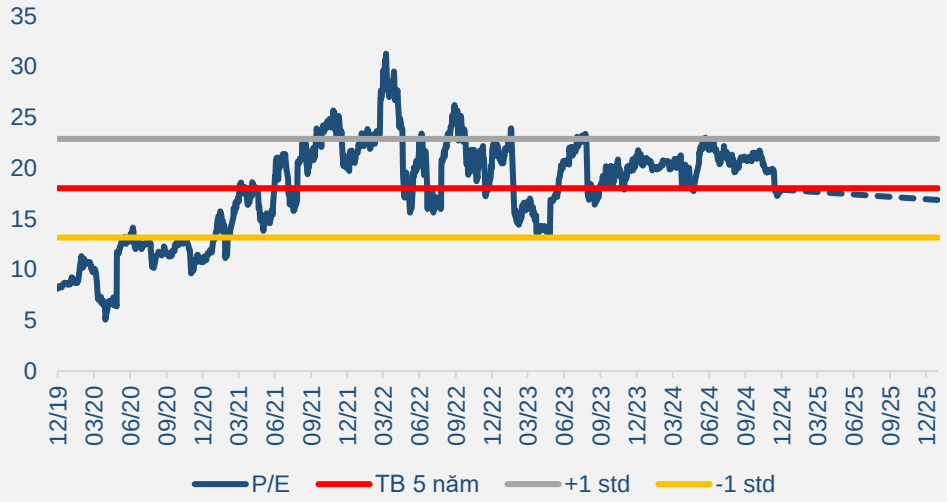
PVS – Bước vào giai đoạn tăng trưởng kết quả kinh doanh mạnh mẽ

Current price: 34.000 VNĐ/CP - Target: 47.600 VNĐ/CP | Upside: +40% - Recommendation: OUTPERFORM

- **Dự án Lô B – Ô Môn chính thức được triển khai thúc đẩy doanh thu mảng M&C tăng trưởng 138% trong năm 2025.** Dự án Lô B – Ô Môn đã chính thức được triển khai 2 gói thầu EPCI 1 và 2 kể từ đầu tháng 9 năm nay, BVSC kỳ vọng 2 gói thầu EPCI xây lắp đường ống trên biển và trên bờ còn lại của dự án này sẽ được trao thầu chính thức trong năm 2025. Với việc dự án Lô B – Ô Môn mới được phê duyệt trong năm nay, do đó chúng tôi ước tính khoảng 1,4 tỷ USD giá trị hợp đồng thuộc về PTSC sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2025–2027, tương ứng mức doanh thu trung bình khoảng 12.300 tỷ đồng mỗi năm.
- **Nguồn công việc xây lắp điện gió ngoài khơi ngày càng dồi dào.** PTSC đã bắt đầu bàn giao chân đế điện gió cho dự án Greater Changhua, chúng tôi kỳ vọng 33 chân đế điện gió sẽ được hoàn tất bàn giao từ Q4/2024 đến giữa năm 2025. Gói thầu chế tạo 4 trạm biến áp ngoài khơi cho dự án Baltica đã chính thức được khởi công vào ngày 01/12/2024, kỳ vọng sẽ đóng góp 200 triệu USD doanh thu trong giai đoạn 2025–2026. Bên cạnh đó, PTSC công bố backlog còn lại của các dự án điện gió vào khoảng 1,5 tỷ USD, trong đó, PTSC mới trúng thầu một dự án điện gió ngoài khơi mới với quy mô lớn hơn Greater Changhua ở khu vực Châu Á – Thái Bình Dương.
- **Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp được cải thiện.** Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng M&C sẽ được cải thiện từ mức 1,6% (3Q/2024) lên mức 2,9% trong năm 2025 nhờ vào khối lượng công việc lớn từ các dự án xây lắp dầu khí và điện gió sẽ giúp PTSC tối ưu hóa chi phí cố định và chi phí nhân công.
- **Mảng cho thuê kho nổi FSO/FPSO tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận công ty liên kết.** BVSC kỳ vọng giá thuê ngày của các kho nổi sẽ tiếp tục duy trì ở mức hiện tại do giá dầu vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao, thúc đẩy hoạt động khai thác của các mỏ dầu khí. PTSC đã được trao thầu FSO Lạc Đà Vàng dự kiến hoạt động vào cuối 2026, bên cạnh đó, BVSC cũng kỳ vọng PTSC sẽ tiếp tục trúng thầu cung cấp FSO cho Lô B – Ô Môn dự kiến hoạt động vào cuối 2027 thúc đẩy kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong dài hạn.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư.** Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và FCFE, BVSC xác định mức giá hợp lý cho PVS là **47.600 đồng/cp** (tương đương mức P/E 16,86 lần), khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**16.373**	**19.379**	**20.399**	**36.901**	**45.966**
Tăng trưởng	14,77%	18,37%	5,29%	80,90%	24,57%
NPAT-MI	**989**	**1.026**	**970**	**1.350**	**1.922**
Tăng trưởng	46,67%	3.74%	-5,51%	39,20%	42,32%
P/E (x)	21,03	21,07	16,66	11,97	8,41
P/B (x)	1,4	1,39	1,15	1,10	1,02
EPS (đồng/cp)	2.070	2.148	2.029	2.825	4.020
Giá mục tiêu (đồng/cp)					**47.600**

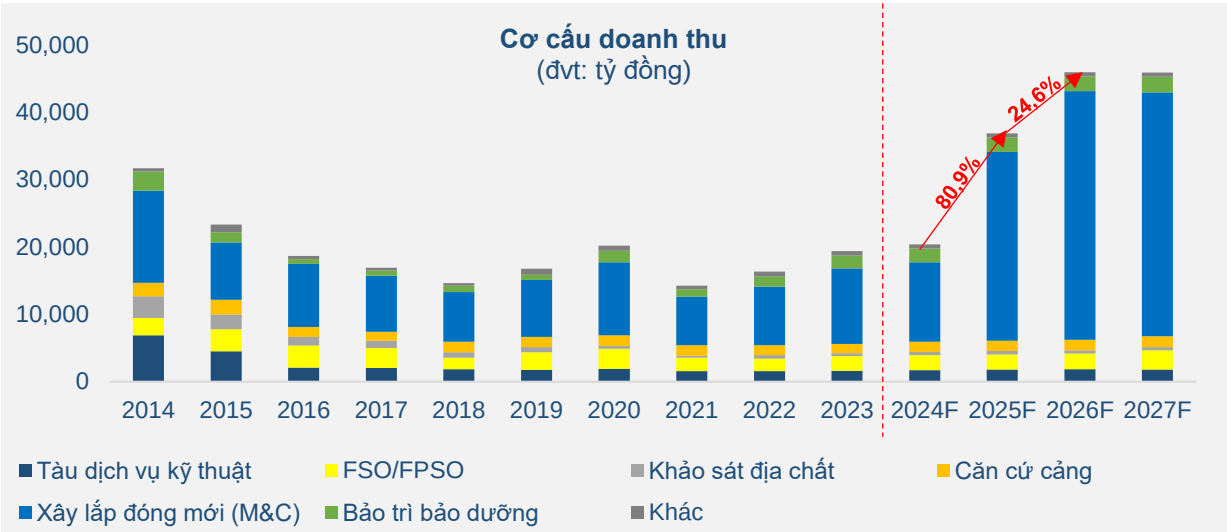
Diễn biến P/E cổ phiếu PVS

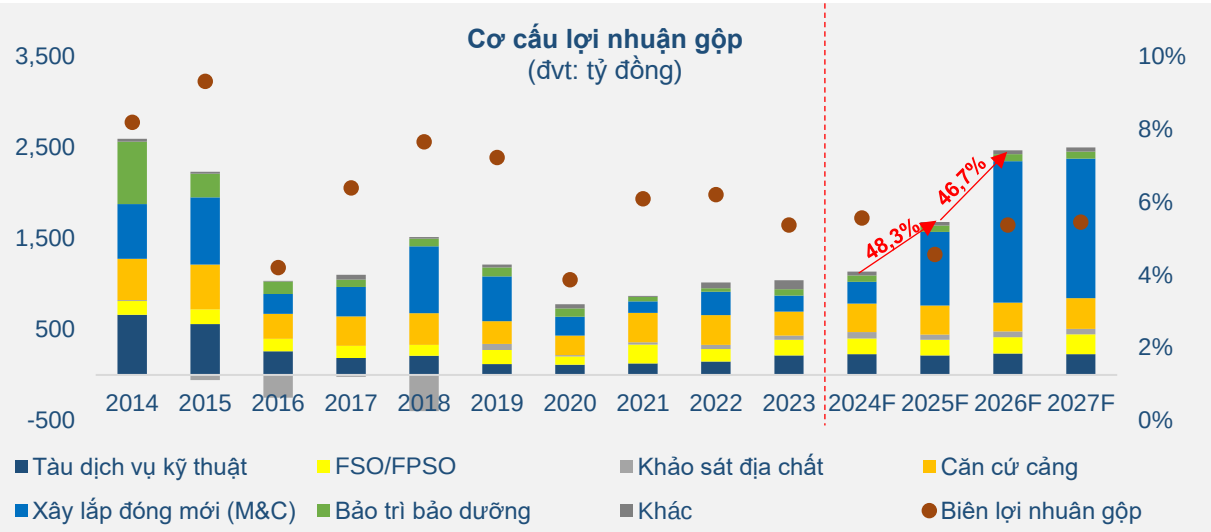


BAOVIET Securities

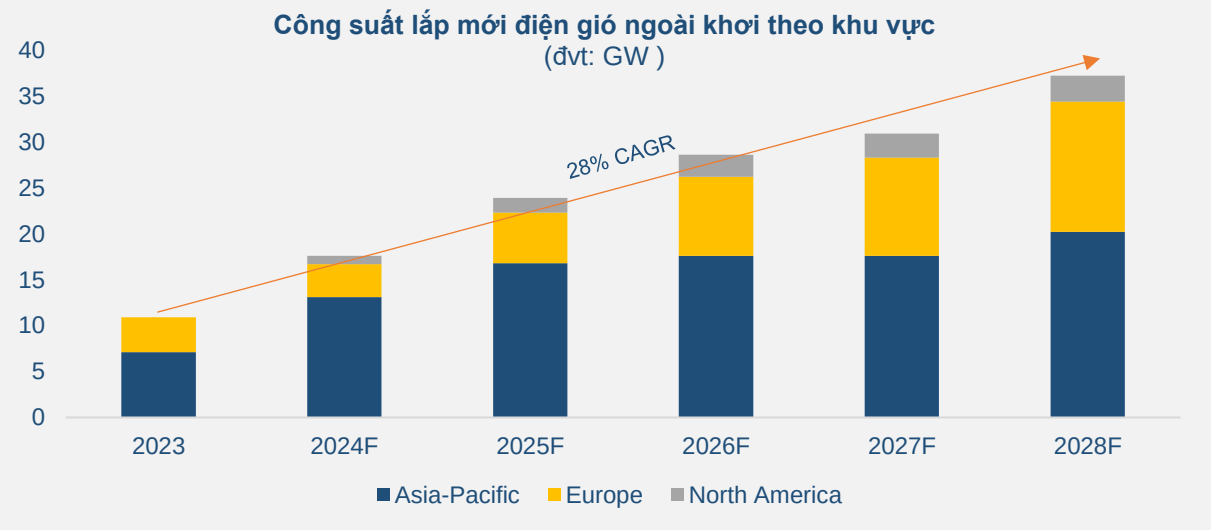
PVS – Bước vào giai đoạn tăng trưởng kết quả kinh doanh mạnh mẽ

Current price: 34.000 VNĐ/CP - Target: 47.600 VNĐ/CP | Upside: +40% - Recommendation: OUTPERFORM





Tàu	Vùng hoạt động	Đáo hạn hợp đồng	Dayrate	Tỷ lệ sở hữu
FSO Orkid	Mỏ PM3-CAA Malaysia	2027	41.008	49%
FSO Golden Star	Mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt (Lô 05-1b và 05-1c)	2027	68.885	49%
FPSO Ruby II	Mỏ Hồng Ngọc (Lô 01 và 02)	2024	92.500	60%
FPSO Lam Sơn	Mỏ Thăng Long Đông Đô (Lô 01/97 và 02/97)	2024	49.727	51%
FSO Biển Đông 01	Mỏ Hải Thạch Mộc Tinh	2028	40.854	51%
FSO MV12	Mỏ Rồng Đôi - Rồng Đôi Tây	n/a	n/a	33%
FSO Lạc Đà Vàng *	Mỏ Lạc Đà Vàng	n/a	50.000	50%
FSO Lô B *	Mỏ Lô B	n/a	50.000	50%



Nguồn: GWEC

BAOVIET Securities

PVS – Bước vào giai đoạn tăng trưởng kết quả kinh doanh mạnh mẽ

Current price: 34.000 VNĐ/CP - Target: 47.600 VNĐ/CP | Upside: +40% - Recommendation: OUTPERFORM

STT	Dự án	Khách hàng	Giá trị (triệu USD)	Thời gian triển khai	Doanh thu 2025 (triệu USD)	Doanh thu 2026 (triệu USD)	Trạng thái
1	Lô B - Ô Môn	PQPOC. SWPOC	1.450	2024-2026	434	525	Đã trao thầu đầy đủ gói thầu EPCI#1 và EPCI#2, kỳ vọng dòng khí đầu tiên vào Q4/2027.
2	Lạc Đà Vàng	Murphy	283	2024-2027	91	111	Đã nhận FID vào tháng 11/2023, đã trao thầu cho PTSC M&C.
3	Sư Tử Trắng 2B *	Cửu Long JOC	250	2024-2026	88	100	Hợp đồng hiện tại hết hạn vào tháng 9/2025, giai đoạn 2B của mỏ Sư Tử Trắng sẽ gia tăng tuổi thọ cho Lô 15-1 thêm hơn 20 năm dự kiến dòng khí đầu tiên vào năm 2027.
4	Nam Du U Minh *	Jadestone	150	2024-2026	53	60	Đã ký thỏa thuận mua bán khí vào tháng 1/2024, dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
5	CRPO 125&126 - Ả Rập Xê Út	Lamprell	40	2025-2026	12	16	PTSC Offshore Services (POS) làm thầu phụ cho gói thầu EPCI 4 chân đế ngoài khơi, 7 mô-đun sản xuất.
6	CRPO 135 - Ả Rập Xê Út *	Lamprell	39	2026-2027	0	12	PTSC Offshore Services (POS) làm thầu phụ cho gói thầu hoán cải 3 giàn WHP, thay mới topsides, hoán cải Riser Platform.
7	LNG Thị Vải 2 *	PVGAS	100	2025-2026	30	40	
8	LNG Sơn Mỹ 1 *	PVGAS	300	2026-2028	0	90	
9	Greater Changhua 2b&4 - Đài Loan	Orsted Taiwan	300	2023–2025	240	0	EPC 33 chân đế điện gió ngoài khơi.
10	Fengmiao – Đài Loan	Copenhagen Offshore	100	2024–2026	50	30	EPC trạm biến áp ngoài khơi.
11	Baltica 2 – Ba Lan	Orsted & PGE	200	2023–2026	60	60	EPC 4 trạm biến áp ngoài khơi.
	Tổng doanh thu				**1.058**	**1.044**	

*: *Dự án tiềm năng*

BAOVIET Securities

PVD

OUTPERFORM | Target: 29.900 VNĐ/CP | Upside: +24,8%

BAOVIET Securities

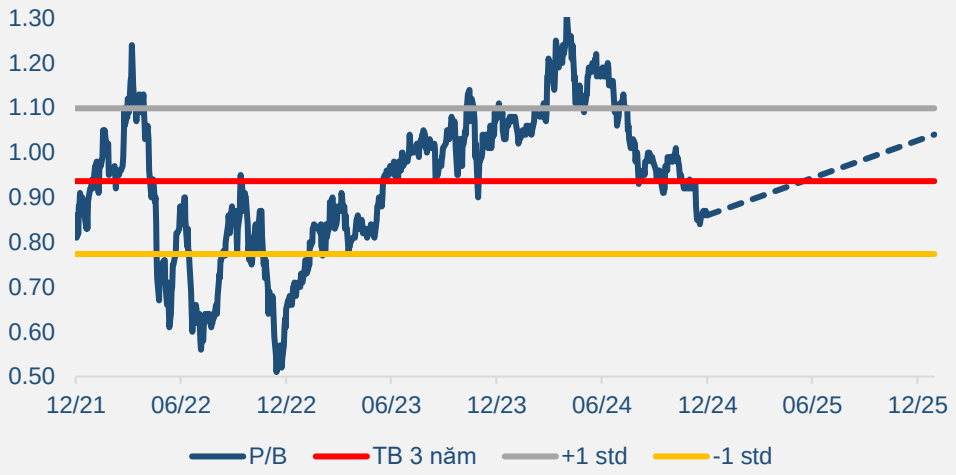
PVD – Nguồn việc được đảm bảo, giàn khoan mua mới mở ra triển vọng dài hạn

Current price: 23.950 VNĐ/CP - Target: 29.900 VNĐ/CP | Upside: +24,8% - Recommendation: OUTPERFORM

- **Các giàn khoan biển của PVD đều được đảm bảo nguồn việc dài hạn.** Doanh nghiệp chia sẻ rằng hiện tại 3/4 giàn Jack-up của PVD (giàn PVD I, II và III) đều đã ký được hợp đồng dài hạn với khách hàng Petronas và Pertamina ít nhất tới năm 2028, riêng giàn PVD III có lựa chọn gia hạn thêm 2 năm đến năm 2030. Đối với giàn PVD VI, giàn này hiện đang thực hiện khoan cho khách hàng Petronas đến hết 2025 và khách hàng này hiện rất muốn tái ký hợp đồng khoan vào đầu 2026. Trong trường hợp không có dự án dầu khí trong nước nào có thời gian khoan đủ dài thì PVD VI sẽ tiếp tục ký hợp đồng với Petronas. Giàn TAD PVD V hiện vẫn đang tiếp tục thực hiện chiến dịch khoan tại Brunei đến 2027. Giàn Landrig 11 vẫn chưa ký thêm hợp đồng mới cho năm nay.
- **Giá thuê giàn được duy trì ở mức cao và tăng dần theo các năm.** BVSC ước tính giá thuê giàn tự nâng của PVD trong năm 2024 là 97.500 USD/ngày (+23% YoY) và sẽ đi ngang trong năm 2025 PVD cho biết giá thuê giàn đã được đàm phán tăng dần theo từng năm, do đó, PVD sẽ không bị ảnh hưởng bởi diễn biến giá dầu cũng như giá thuê giàn chung của khu vực. BVSC cho rằng với việc (1) chiến lược của PVD là theo đuổi các dự án dầu khí lớn, mang tính dài hạn thông qua hợp tác với các tập đoàn dầu khí quốc gia hàng đầu trong khu vực, (2) tuổi giàn của PVD khá thấp, giá cho thuê giàn cũng ở mức thấp so với mức trung bình chung của khu vực, và (3) nhu cầu giàn khoan ở Đông Nam Á đang ở trong giai đoạn cao điểm trong bối cảnh nguồn cung giàn khoan hạn chế.
- **PVD dự kiến sẽ đầu tư 1–2 giàn tự nâng mới trong giai đoạn 2025–2026 nhằm phục vụ thị trường trong nước.** BVSC ước tính trong thời gian tới, PVD sẽ tiếp nhận 1 giàn JU với tổng mức đầu tư khoảng 90 triệu USD vào Q3/2024. Ngoài ra, PVD cũng đầu tư mới 1 giàn HWU trị giá 8 triệu USD nhằm thực hiện công tác sửa giếng, hủy giếng với kỳ vọng doanh thu mảng dịch vụ kỹ thuật dầu khí sẽ tăng trưởng trong thời gian tới khi các dự án dầu khí lớn trong nước được triển khai cũng kéo theo nhu cầu dịch vụ kỹ thuật ngày càng tăng.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư.** Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và FCFE, BVSC xác định mức giá hợp lý cho PVD là **29.900 đồng/cp** (tương đương mức P/B 1,04 lần), khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**5.432**	**5.804**	**8.827**	**7.423**	**8.212**
Tăng trưởng	35,94%	6,86%	52,07%	-15,91%	10,63%
NPAT-MI	**-103**	**585**	**642**	**677**	**833**
Tăng trưởng	n/a	n/a	9,74%	5,42%	23,06%
P/E (x)	n/a	22,96	20,14	19,10	15,52
P/B (x)	1,02	1,00	0,84	0,81	0,78
EPS (đồng/cp)	-250	810	1.155	1.217	1.498
Giá mục tiêu (đồng/cp)					**29.900**

Diễn biến P/B cổ phiếu PVD

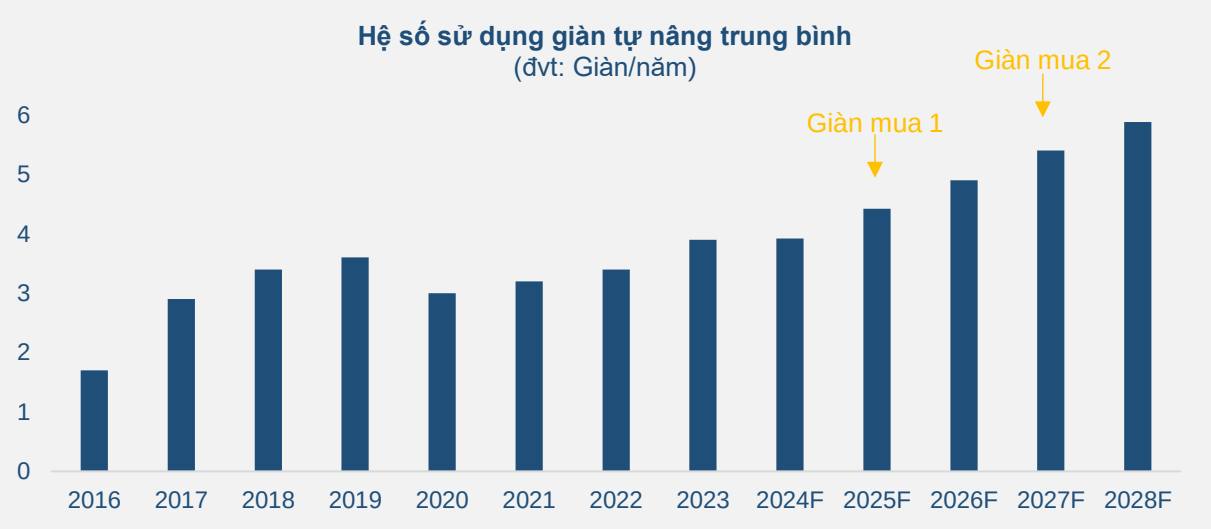


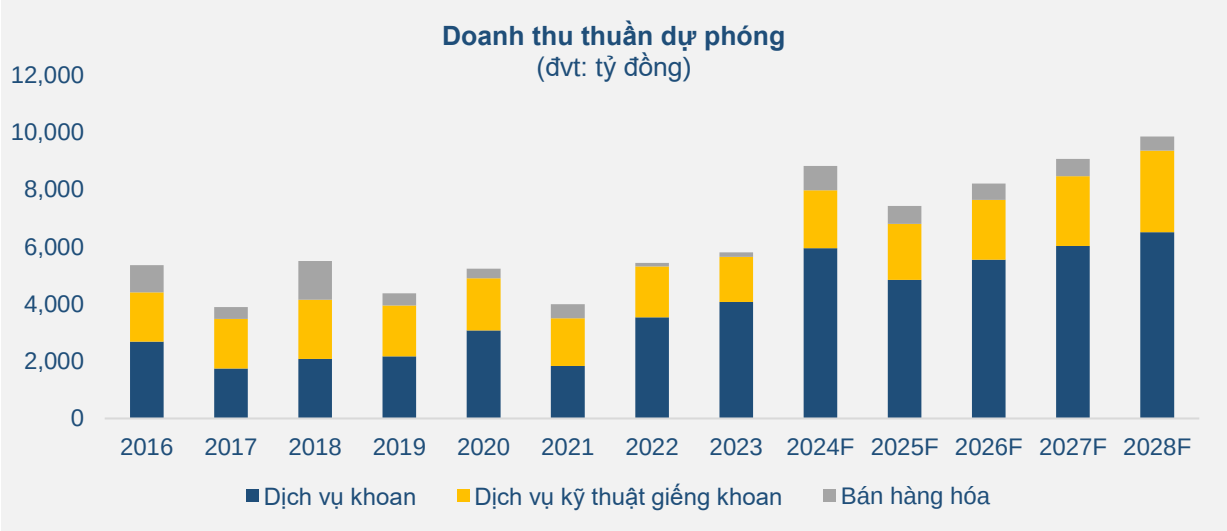
BAOVIET Securities

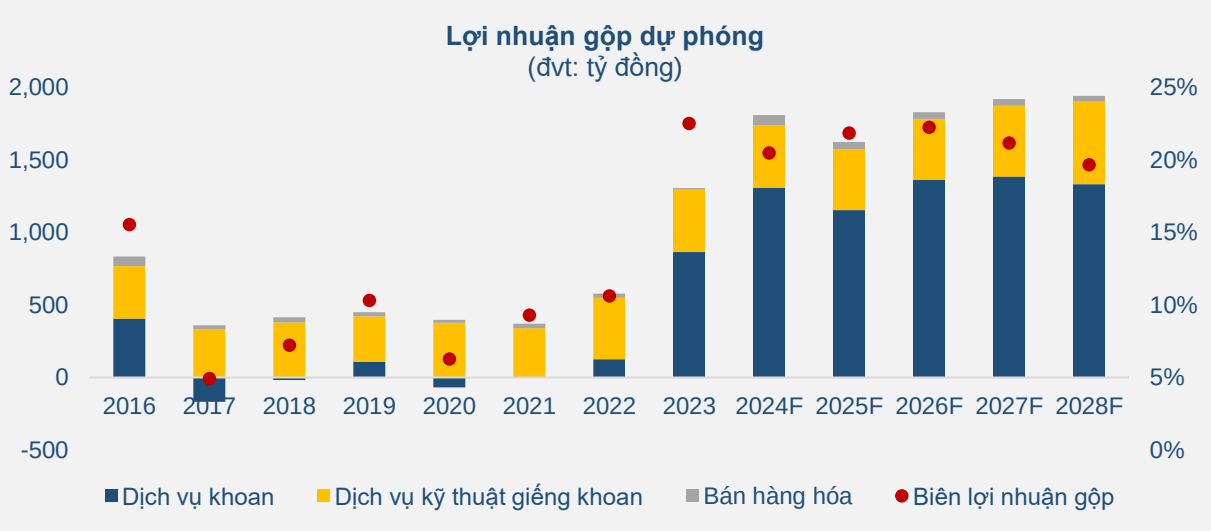
PVD – Nguồn việc được đảm bảo, giàn khoan mua mới mở ra triển vọng dài hạn

Current price: 23.950 VNĐ/CP - Target: 29.900 VNĐ/CP | Upside: +24,8% - Recommendation: OUTPERFORM

Dự báo giá thuê giàn TB (USD/ngày)	2024F	2025F	2026F
PVD I (Jack-up)	85.000	85.000	89.250
PVD II (Jack-up)	95.000	95.000	99.750
PVD III (Jack-up)	110.000	110.000	115.500
PVD VI (Jack-up)	100.000	100.000	105.000
PVD V (TAD)	90.000	90.000	90.000
Landrig 11	30.000	25.000	25.000







GAS

OUTPERFORM | Target: 81.900 VNĐ/CP | Upside: +19,6%

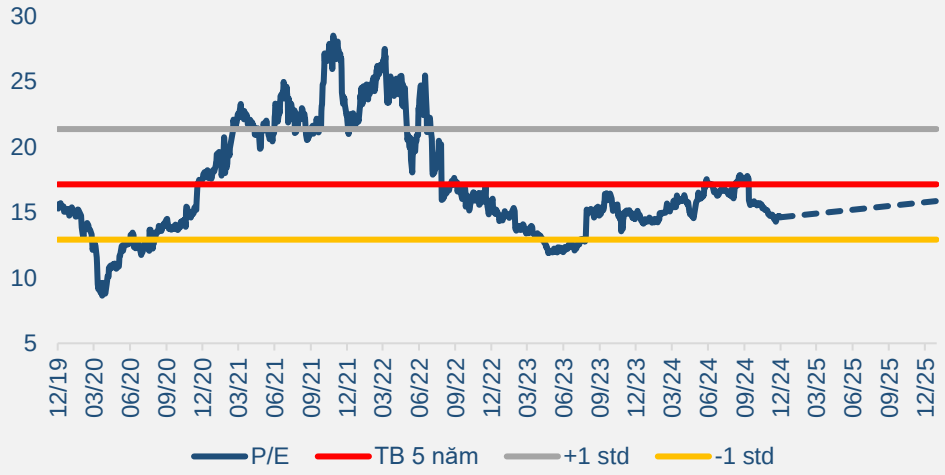
GAS – LNG nhập khẩu giải quyết tình trạng thiếu khí, hoạt động thương mại LPG tăng trưởng mạnh

Current price: 68.500 VNĐ/CP - Target: 81.900 VNĐ/CP | Upside: +19,6% - Recommendation: OUTPERFORM

- **Khí LNG nhập khẩu bù đắp tình trạng thiếu hụt khí khô trong nước.** Sản lượng khai thác của các mỏ khí giá rẻ đã suy giảm đáng kể từ năm 2019, cụ thể khí đến từ hệ thống Cửu Long và Nam Côn Sơn đã giảm lần lượt 7% và 20% CAGR trong giai đoạn 2019–2024. Đáng lưu ý, sản lượng Lô 06.1 Lan Tây Lan Đỏ đã sụt giảm đáng kể từ mức 4,1 tỷ m3 (chiếm 40% tổng sản lượng khai thác năm 2019) xuống chỉ còn khoảng 1 tỷ m3 trong năm nay và sẽ tiếp tục đà giảm. LNG nhập khẩu là giải pháp cho tình trạng thiếu khí, BVSC ước tính sản lượng tiêu thụ LNG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 133% và 48% trong 2025 và 2026 nhờ cung cấp khí cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 cũng như các khách hàng công nghiệp qua hệ thống phân phối của CNG.
- **Mảng kinh doanh thương mại LPG trên thị trường quốc tế mang đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh.** BVSC ước tính sản lượng kinh doanh LPG trong năm 2024 là 3,3 triệu tấn (+35% YoY), trong đó sản lượng xuất khẩu và kinh doanh quốc tế tăng trưởng 75% so với cùng kỳ là động lực chính giúp doanh thu kinh doanh LPG trong năm nay ước tăng 31% YoY. BVSC kỳ vọng hoạt động thương mại LPG trên thị trường quốc tế sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh trong năm 2025 và duy trì nền doanh thu mảng LPG ở mức trên dưới 50 nghìn tỷ trong giai đoạn 2024–2027 cao hơn 29% so với doanh thu LPG 2023. Chúng tôi ước tính sản lượng LPG giai đoạn 2025–2027 tăng 5% CAGR.
- **Tình hình tài chính lành mạnh, tỷ suất chi trả cổ tức hấp dẫn.** Tính đến cuối Q3/2024, GAS đang duy trì gần 45 nghìn tỷ tiền mặt và đầu tư ngắn hạn, chiếm 48,8% tổng tài sản. Chúng tôi ước tính với khoản CAPEX trung bình 3,3 nghìn tỷ mỗi năm trong giai đoạn 2025–2030 để tài trợ cho các dự án đường ống Lô B – Ô Môn, LNG Thị Vải 2 và LNG Sơn Mỹ, GAS có thể sử dụng nguồn vốn sẵn có để tài trợ cho các dự án nêu trên mà không cần vay nợ mới. Đòn bẩy tài chính ở mức an toàn, tỷ lệ D/E của GAS hiện chỉ ở mức 6% và dự kiến doanh nghiệp sẽ không còn nợ vay dài hạn vào năm 2028. Nhờ tình hình tài chính lành mạnh, chúng tôi ước tính GAS sẽ tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt ở mức 50%-60% (tỷ suất cổ tức/thị giá ở mức 7%-8,5%), duy trì tỷ lệ ROE ở mức 19%.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư.** Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và FCFE, BVSC xác định mức giá hợp lý cho GAS là **81.900 đồng/cp** (tương đương mức P/E 15,9 lần), khuyến nghị **OUTPERFORM**.

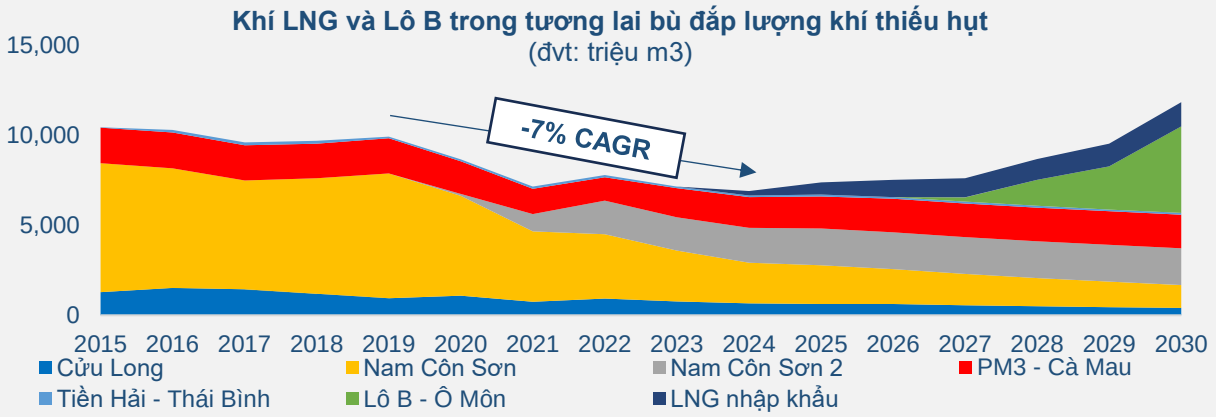
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**100.724**	**89.954**	**102.503**	**105.240**	**108.144**
Tăng trưởng	27,51%	-10,69%	13,95%	2,67%	2,76%
NPAT-MI	**14.798**	**11.606**	**11.222**	**12.095**	**12.176**
Tăng trưởng	70,63%	-21,57%	-3,31%	7,78%	0,67%
P/E (x)	13,13	13,07	14,34	13,31	13,22
P/B (x)	3,18	2,66	2,54	2,51	2,48
EPS (đồng/cp)	**6.280**	**4.972**	**4.790**	**5.163**	**5.198**
Giá mục tiêu (đồng/cp)					**81.900**

Diễn biến P/E cổ phiếu GAS

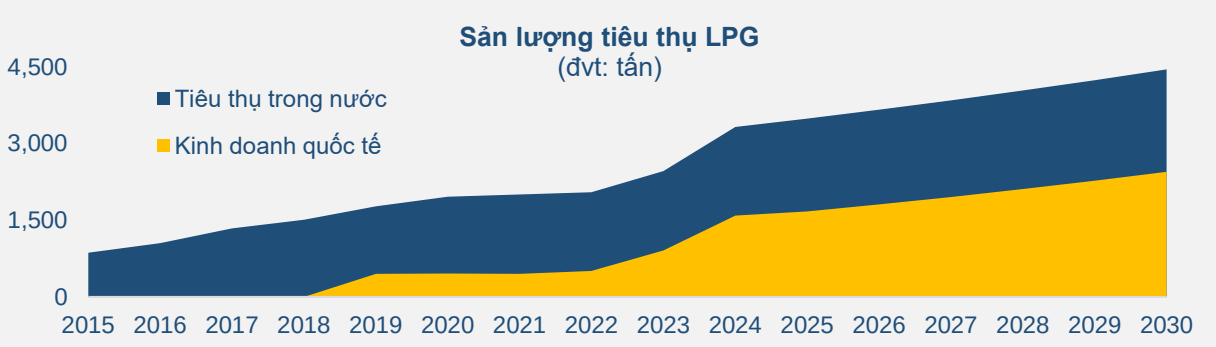


GAS – LNG nhập khẩu giải quyết tình trạng thiếu khí, hoạt động thương mại LPG tăng trưởng mạnh

Current price: 68.500 VNĐ/CP - Target: 81.900 VNĐ/CP | Upside: +19,6% - Recommendation: OUTPERFORM



Dự báo sản lượng tiêu thụ LPG Campuchia (tấn)	2021		2040		CAGR 2021-2040
Phương tiện giao thông	80.628	25%	238.560	20%	5,9%
Tiêu thụ dân cư	116.044	36%	461.309	39%	7,5%
Tiêu thụ thương mại	127.000	39%	437.000	37%	6,7%
Tiêu thụ công nghiệp	1.946	1%	34.556	3%	16,3%
Tổng	**325.618**	**100%**	**117.1425**	**100%**	**7,0%**



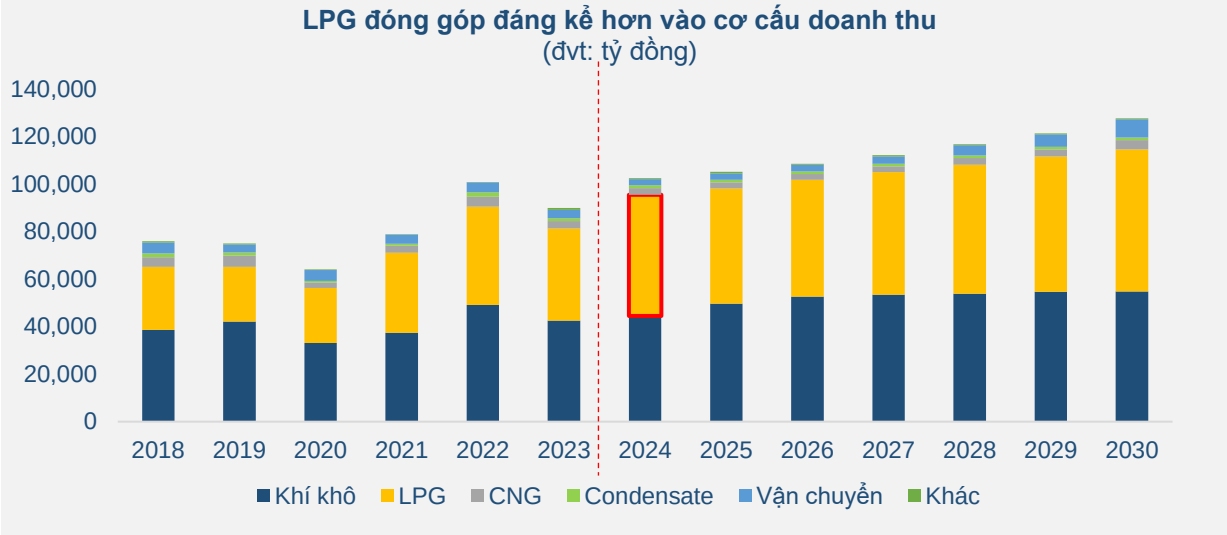
- Tình trạng suy giảm sản lượng dầu khí diễn ra trong nhiều năm nay khi các mỏ cũ trong bể Cửu Long và Nam Côn Sơn đều đã khai thác trong thời gian dài và đang bước vào giai đoạn suy giảm sản lượng tự nhiên do trữ lượng còn lại rất ít và khó khai thác. Một số mỏ mới đang được gấp rút triển khai nhằm bù đắp lượng khí nội địa suy giảm, đặc biệt là mỏ khí Lô B với trữ lượng 107 tỷ m3 tương đương sản lượng 5,06 triệu m3/năm.
- Khí LNG nhập khẩu là giải pháp khả dĩ cho nhu cầu khí ngày càng tăng. Hiện nay, GAS đã nhập thành công 5 chuyến tàu LNG với tổng khối lượng 300.000 tấn về kho cảng LNG Thị Vải. Trong năm nay, GAS đã phân phối LNG cho khu công nghiệp Thuận Đạo (Long An), phân phối cho các khách hàng công nghiệp phía Bắc thông qua tàu hỏa và đặc biệt là cung ứng LNG cho nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 chạy thử.

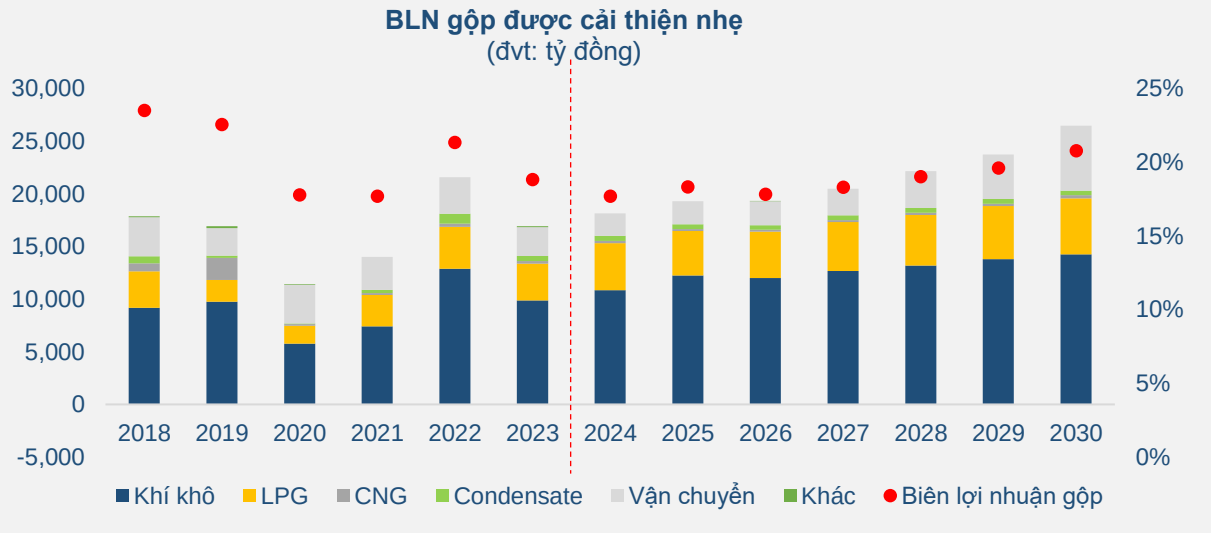
- Hoạt động thương mại quốc tế trở thành mũi nhọn mới của GAS, cụ thể, cơ cấu doanh thu của PV GAS TRADING chuyển dịch mạnh mẽ, doanh thu từ thị trường nước ngoài tăng từ 25% năm 2022, lên 35% năm 2023 và đạt 45% trong 6 tháng đầu năm 2024 tương đương giá trị trên 450 triệu USD trong 6 tháng 2024.
- Tổng sản lượng kinh doanh năm 2024 của PV GAS TRADING đạt mốc lịch sử trên 3,1 triệu tấn (+28%YoY). Đặc biệt, sản lượng kinh doanh xuất khẩu và quốc tế năm 2024 của PV GAS TRADING đạt mốc kỷ lục trên 1,5 triệu tấn (+75% YoY).
- Thị trường xuất khẩu LPG chính của GAS là Campuchia thông qua vận chuyển xe bồn bằng đường bộ. Tại Campuchia, LPG nhập từ Việt Nam chiếm tới 65% sản lượng tiêu thụ. Theo nghiên cứu của ERIA, nhu cầu LPG của Campuchia tăng trưởng 7% CAGR từ 2021-2040 nhờ (1) sự gia tăng đột biến của xe tuk-tuk; và (2) đô thị hóa giúp gia tăng nhu cầu chuyển từ năng lượng than củi sang LPG (hiện tại LPG mới chỉ là nhiên liệu đốt thứ 2 ở Campuchia, đáp ứng 56% nhu cầu ở thành thị và 11% nhu cầu ở nông thôn).

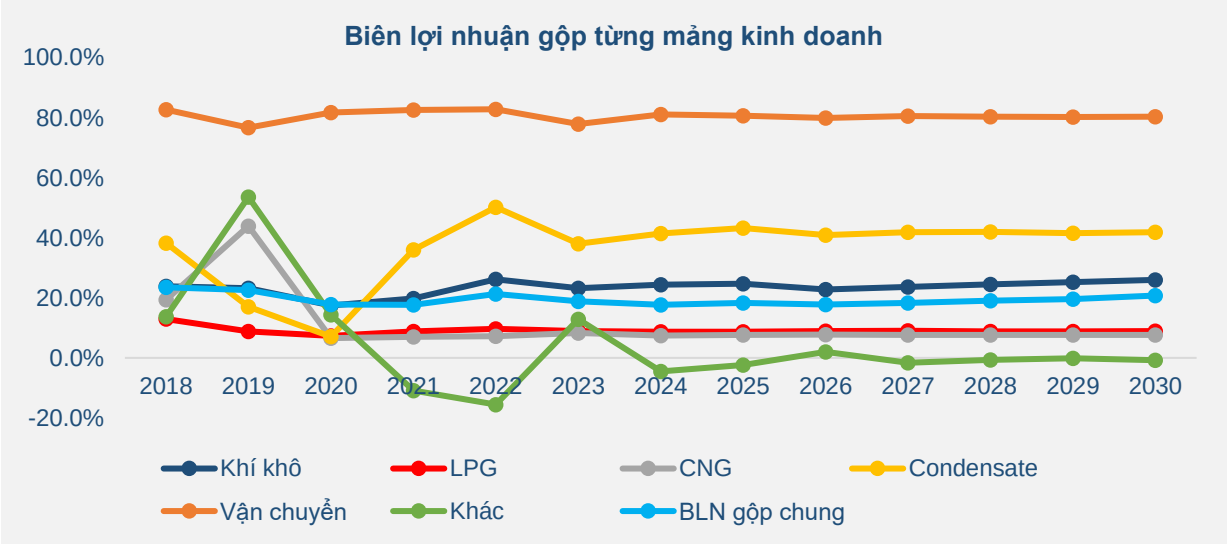
BAOVIET Securities

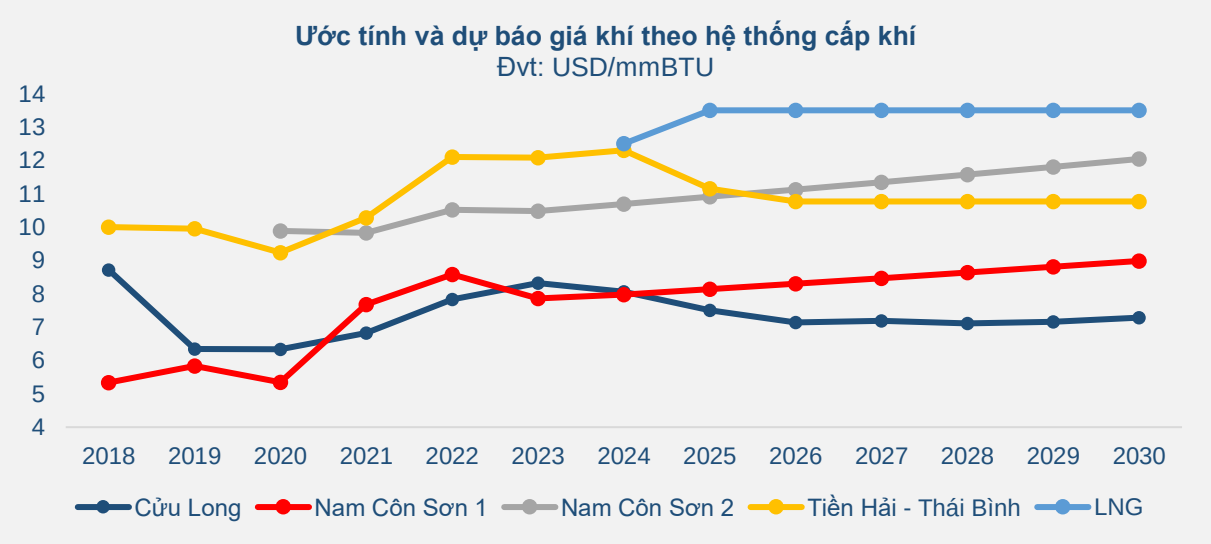
GAS – LNG nhập khẩu giải quyết tình trạng thiếu khí, hoạt động thương mại LPG tăng trưởng mạnh

Current price: 68.500 VNĐ/CP - Target: 81.900 VNĐ/CP | Upside: +19,6% - Recommendation: OUTPERFORM









BAOVIET Securities

BSR

OUTPERFORM | Target: 26.100 VNĐ/CP | Upside: +21,4%

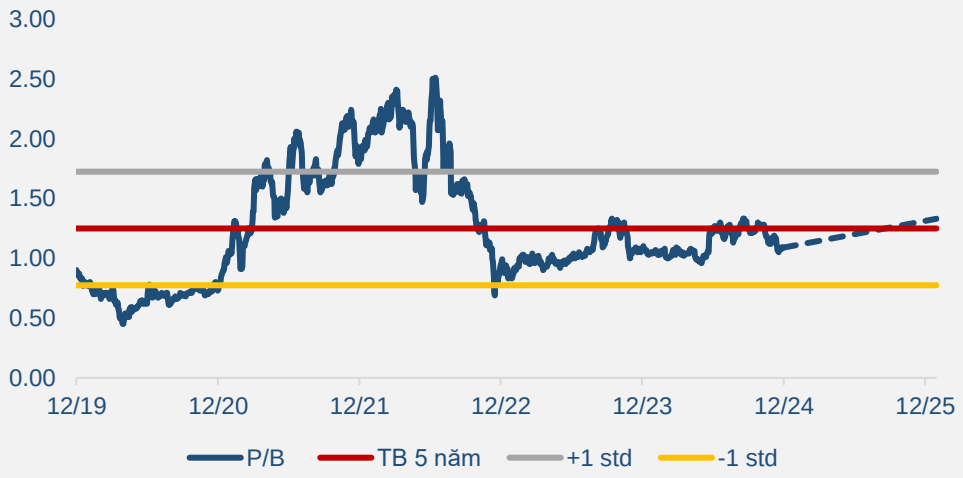
BSR – Kỳ vọng phục hồi trong năm 2025

Current price: 21.500 VNĐ/CP - Target: 26.100 VNĐ/CP | Upside: +21,4% - Recommendation: OUTPERFORM

- **Biên lọc dầu đã tạo đáy trong quý 3 và bắt đầu hồi phục nhẹ.** Giá các sản phẩm xăng dầu của châu Á phần lớn đã giảm 40% trở lên kể từ nửa cuối năm 2023, do nhu cầu suy yếu trong bối cảnh hoạt động công nghiệp trì trệ và tâm lý thận trọng của người tiêu dùng trên khắp châu Á, trong khi nguồn cung từ Hàn Quốc và Trung Quốc dồi dào trên thị trường khu vực. Theo tổng hợp của S&P Global, các nhà phân tích tại khu vực châu Á cho rằng nguồn cung của Trung Quốc sẽ giảm từ 10%-13% trong năm 2025 sau khi nước này mới đưa ra quyết định về việc cắt giảm hoàn thuế xuất khẩu xăng, dầu, nhiên liệu bay từ 13% xuống 9%, qua đó, thúc đẩy crack spread trong khu vực châu Á thông qua hạn chế nguồn cung từ Trung Quốc. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng giá dầu trong năm 2025 sẽ diễn biến ổn định ở mức 70–75 USD/thùng, đây là điều kiện giúp cho crack spread sẽ có thể tăng nhẹ sau khi đã tạo đáy trong quý 3. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của BSR sẽ được cải thiện đáng kể từ 0,8% (2024) lên 3% (2025).
- **Sản lượng kỳ vọng tăng trưởng 17,2% trong năm 2025 sau khi đã hoàn tất bảo dưỡng tổng thể lần 5.** Dự án bảo dưỡng tổng thể lần 5 (TA 5) khiến hoạt động sản xuất của BSR phải tạm dừng trong 48 ngày, do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng trong năm 2024 sẽ sụt giảm 16% YoY. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, TA 5 được kỳ vọng sẽ nâng chu kỳ tiến hành bảo dưỡng lên 4–5 năm thay vì 3 năm như hiện nay, đồng thời nâng công suất chế biến của BSR tăng thêm 16% từ 148.000 thùng lên 171.000 thùng mỗi ngày. TA 5 diễn ra trong bối cảnh crack spread giảm mạnh kể từ cuối năm 2023, do đó, chúng tôi cho rằng cả sản lượng lẫn biên lợi nhuận của BSR đều sẽ ghi nhận rất tiêu cực trong năm 2024. Do đó, BVSC kỳ vọng KQKD năm 2025 có thể chưa hồi phục lại được mức tương đương giai đoạn trước đây, tuy nhiên vẫn sẽ tăng trưởng đáng kể 125% so với năm 2024.
- **Dự kiến BSR sẽ được niêm yết trên sàn HoSE vào đầu năm 2025 sẽ là động lực thúc đẩy giá cổ phiếu.** BSR không còn ghi nhận khoản nợ quá hạn từ công ty con BSR-BF từ quý 2 năm nay và đáp ứng điều kiện niêm yết trên HOSE khi không còn dư nợ quá hạn. Theo kế hoạch của doanh nghiệp, dự kiến ngày 01/3/2025 sẽ là ngày giao dịch đầu tiên của BSR tại HoSE.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư.** Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và FCFE, BVSC xác định mức giá hợp lý cho BSR là **26.100 đồng/cp** (tương đương mức P/B 1,33 lần), khuyến nghị **OUTPERFORM**.

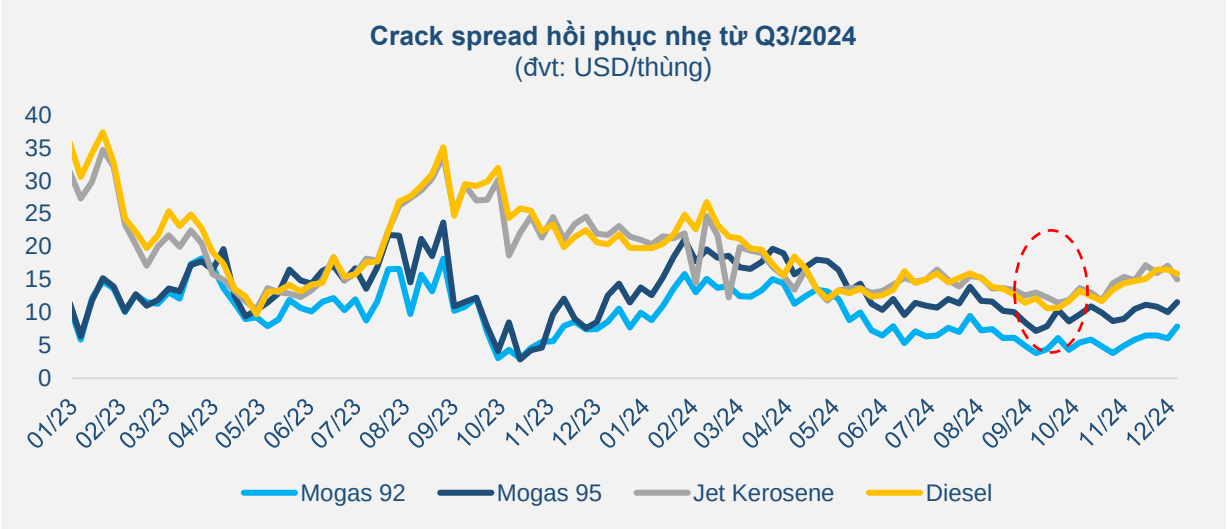
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**167.124**	**147.423**	**121.617**	**135.338**	**139.392**
Tăng trưởng	65,34%	-11,79%	-17,50%	11,28%	3,00%
NPAT-MI	**14.726**	**8.650**	**1.425**	**3.210**	**6.183**
Tăng trưởng	119,28%	-41,26%	-83,52%	125,28%	92,59%
P/E (x)	9,03	25,07	46,78	20,76	10,78
P/B (x)	1,18	1,34	1,16	1,12	1,03
EPS (đồng/cp)	4.750	2.789	460	1.035	1.994
Giá mục tiêu (đồng/cp)					**26.100**

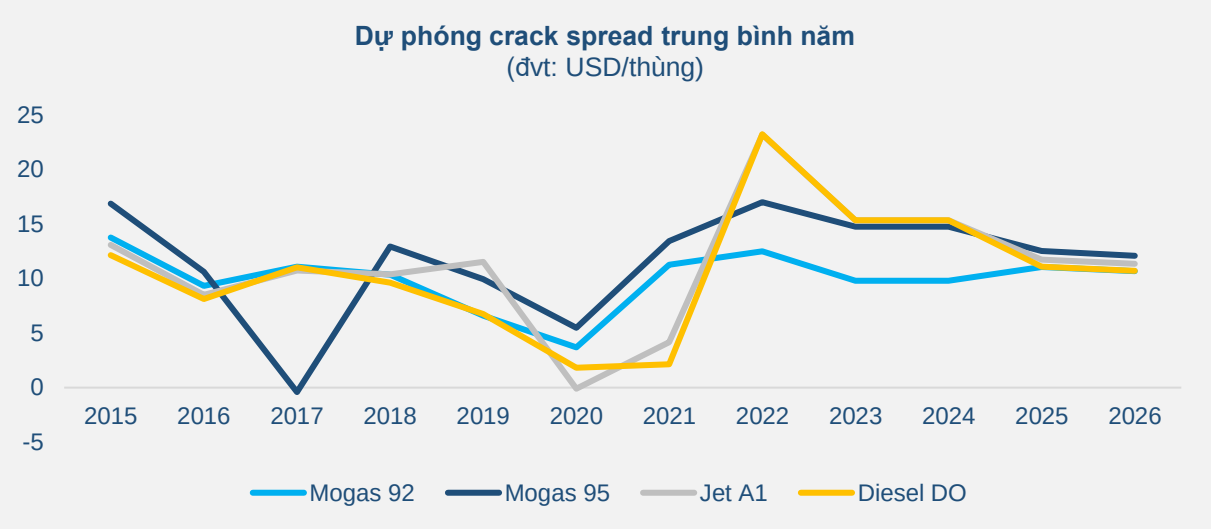
Diễn biến P/B cổ phiếu BSR

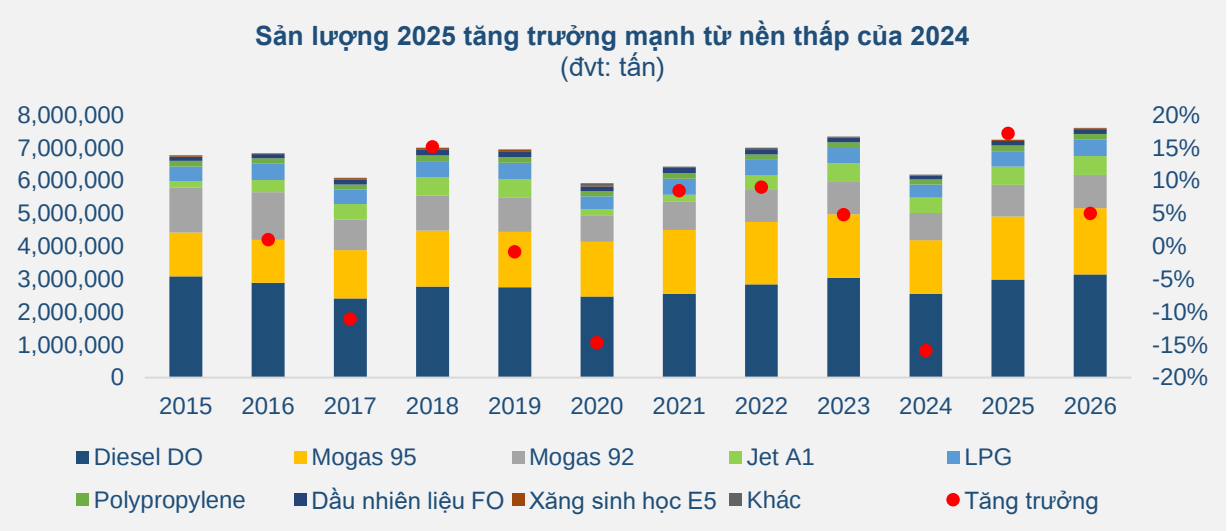


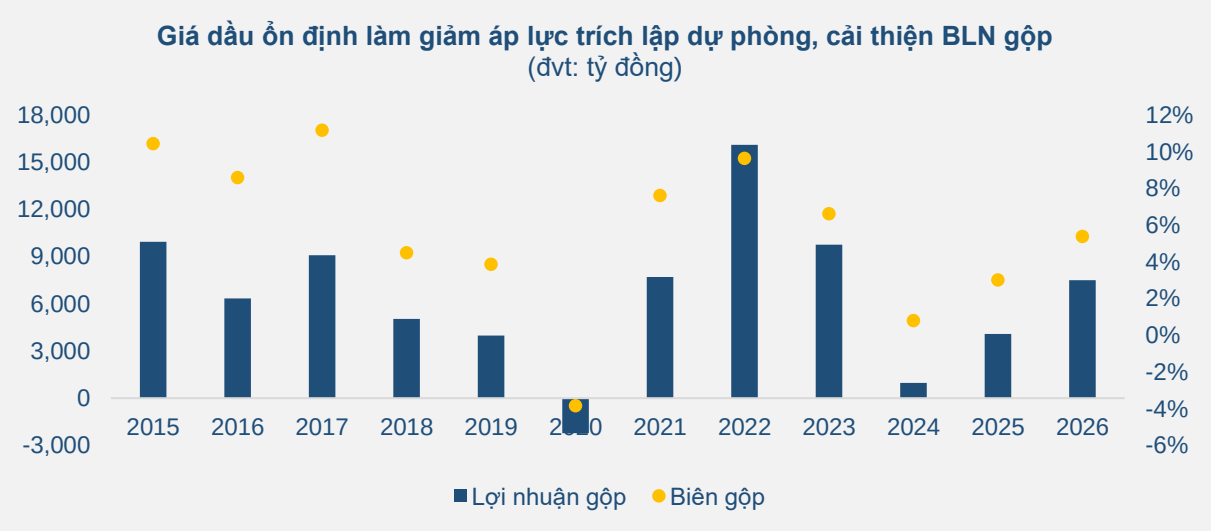
BSR – Kỳ vọng phục hồi trong năm 2025

Current price: 21.500 VNĐ/CP - Target: 26.100 VNĐ/CP | Upside: +21,4% - Recommendation: OUTPERFORM









BAOVIET Securities

PLX

OUTPERFORM | Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1%

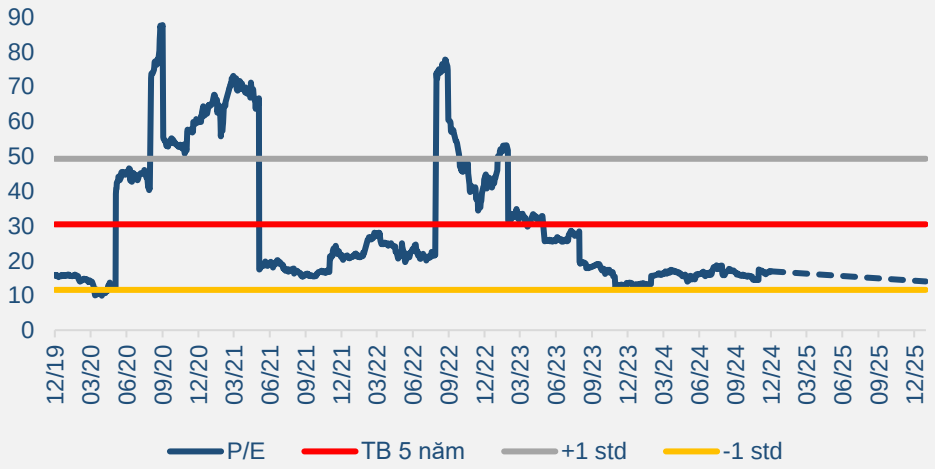
PLX – Thay đổi pháp lý thúc đẩy kết quả kinh doanh

Current price: 39.400 VNĐ/CP - Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1% - Recommendation: OUTPERFORM

- **Vị thế cạnh tranh vượt trội, thị phần đứng đầu với chiến lược phát triển hệ thống COCO.** Chúng tôi cho rằng sự kết hợp của những yếu tố sau khiến PLX là doanh nghiệp trong ngành tận dụng tốt nhất các thay đổi trong Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu: (1) PLX là thương nhân đứng đầu mảng kinh doanh xăng dầu nội địa với thị phần 50% được duy trì trong nhiều năm, (2) Hoạt động phân phối từ bán lẻ (COCO) của PLX chiếm 74% cơ cấu doanh thu, lớn nhất trong các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu giúp PLX tối ưu hóa chi phí kinh doanh, và (3) Chi phí tạo nguồn rất cạnh tranh so với các thương nhân đầu mối khác.
- **Thay đổi về mặt pháp lý tạo ra một nền lợi nhuận mới giúp tái định giá PLX.** Những thay đổi trong Nghị định 80/2023 đã phản ánh tích cực ngay trong KQKD 1H2024 của PLX. Đáng chú ý, Dự thảo 4 Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu quy định lại về cách tính giá xăng tạo điều kiện cho PLX có quyền được điều hành giá bán phù hợp với chi phí thực tế của doanh nghiệp. Đồng thời, thắt chặt quản lý với các thương nhân cũng là yếu tố tích cực với PLX khi môi trường cạnh tranh trở nên lành mạnh, minh bạch hơn. Chúng tôi cho rằng thay đổi về mặt môi trường pháp lý và kinh doanh trong dài hạn sẽ thúc đẩy lợi nhuận của PLX tăng trưởng 36% và 9,7% trong năm 2025 và 2026 cũng như duy trì mức nền lợi nhuận này trong các năm tiếp theo.
- **Nền kinh tế phục hồi hỗ trợ tăng trưởng sản lượng.** Nhờ sự phục hồi và tăng trưởng chung của nền kinh tế, đặc biệt, sản lượng nhiên liệu bay dự báo sẽ tăng trưởng mạnh nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của ngành du lịch và hàng không, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng xuất bán của PLX sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 4,7% giai đoạn 2024–2028 trong khi sản lượng giai đoạn 2019–2023 chỉ tăng CAGR 0,9%. Bên cạnh đó, chính sách tiếp tục giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu là yếu tố tác động tích cực lên tâm lý của người tiêu dùng giúp kích thích nhu cầu tiêu thụ xăng dầu.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư.** Kết hợp 2 phương pháp định giá FCFF và P/E, BVSC xác định mức giá hợp lý cho PLX là **49.700 đồng/cp**, khuyến nghị **OUTPERFORM**.

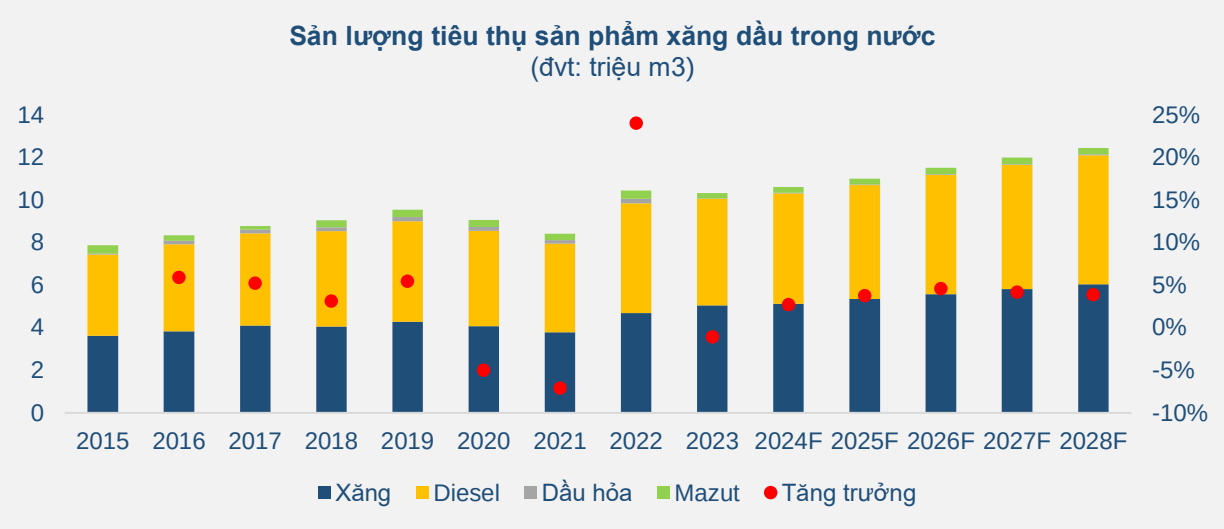
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**304,064**	**273,979**	**283,399**	**295,599**	**316,629**
Tăng trưởng	79.91%	-9.89%	3.44%	4.30%	7.11%
NPAT-MI	**1,450**	**2,834**	**3,315**	**4,507**	**4,944**
Tăng trưởng	-48.93%	95.48%	16.97%	35.97%	9.70%
P/E	21,03	21,17	15.10	11.11	10.13
P/B	1,4	1,39	1.67	1.57	1.46
EPS (đồng/cp)	714	1,706	2,609	3,547	3,891
Giá mục tiêu (đồng/cp)					**49.700**

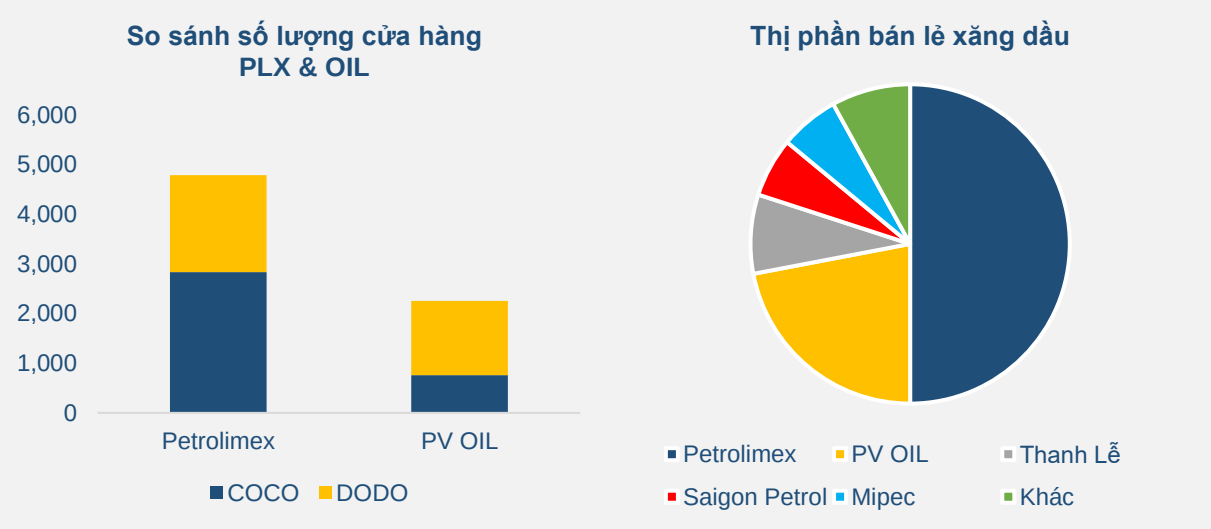
Diễn biến P/E cổ phiếu PLX

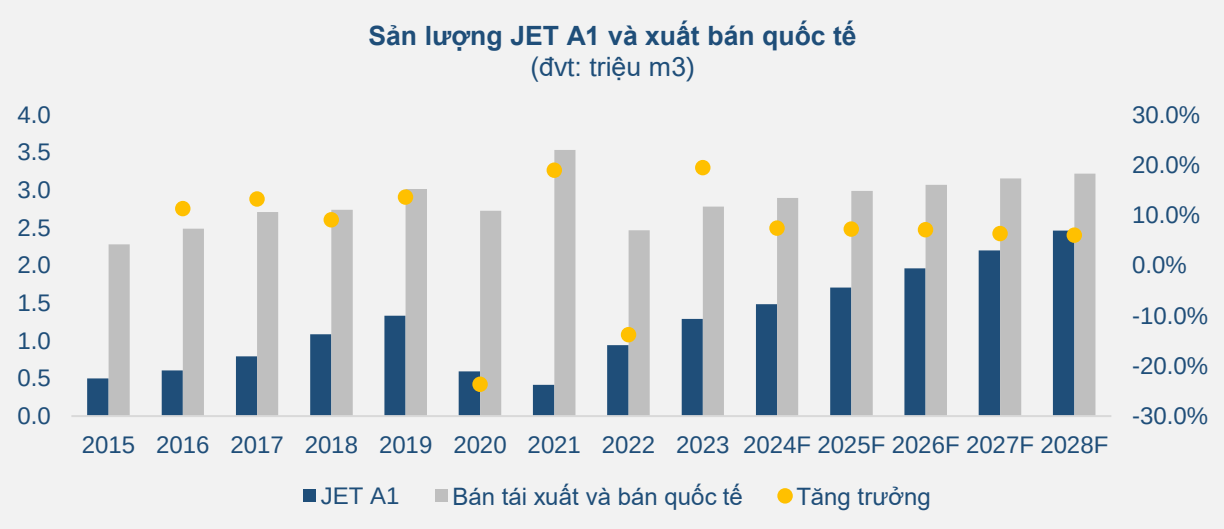


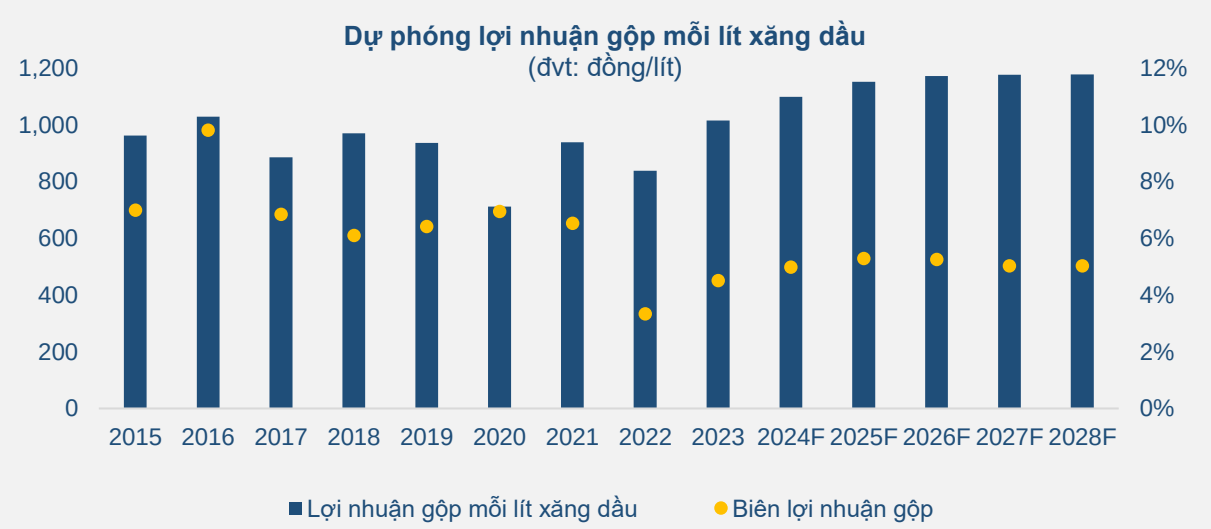
PLX – Thay đổi pháp lý thúc đẩy kết quả kinh doanh

Current price: 39.400 VNĐ/CP - Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1% - Recommendation: OUTPERFORM









PLX – Tăng chi phí kinh doanh định mức, tiếp tục giảm 50% thuế bảo vệ môi trường

Current price: 39.400 VNĐ/CP - Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1% - Recommendation: OUTPERFORM

- Chi phí kinh doanh định mức mới được điều chỉnh tăng tại công văn 6808 từ ngày 04/07/2023. Chúng tôi cho rằng mức tăng này sẽ hỗ trợ rất tích cực cho lợi nhuận của các thương nhân từ giờ đến giữa năm 2025 (kỳ điều hành chi phí kinh doanh định mức tiếp theo). Cụ thể, chi phí kinh doanh định mức của các sản phẩm RON 95, E5 RON 92, diesel, dầu hỏa và dầu mazut tăng lần lượt 60, 40, 140, 230 và 70 đồng/lít.
- Theo chia sẻ của một số doanh nghiệp, giai đoạn đầu năm 2024, các thương nhân phải chịu áp lực rất lớn về mặt lạm phát và tỷ giá lên các chi phí kinh doanh xăng dầu. Những năm trước đây chi phí kinh doanh định mức thường không tăng hoặc tăng rất ít khiến cho giá bán xăng không phản ánh đúng chi phí thực của doanh nghiệp, ảnh hưởng tiêu cực lên lợi nhuận trên mỗi lít xăng dầu xuất bán.
- Bộ Tài chính vừa có công văn số 11859/BTC-CST đề xuất tiếp tục giảm thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu trong năm 2025. Dự kiến, mức thuế sau khi giảm đối với xăng, trừ etanol còn 2.000 đồng/lít; nhiên liệu bay giảm còn 1.000 đồng/lít; dầu diesel, dầu mazut, dầu nhờn giảm còn 1.000 đồng/lít; mỡ nhờn giảm 1.000 đồng/kg; dầu hỏa giảm còn 600 đồng/lít. Việc giảm thuế BVMT không tác động trực tiếp lên lợi nhuận của nhóm doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu nhưng sẽ là tín hiệu hỗ trợ cho tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm xăng dầu trong năm tới.

	RON 95	RON 92	DIESEL	DẦU HỎA	MAZUT
Chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng (đồng)	790	740	530	n/a	1150
Premium lọc dầu trong nước (đồng)	680	640	230	n/a	710
Chi phí đưa xăng dầu từ NMLD về cảng (đồng)	260	270	210	n/a	420
Chi phí kinh doanh định mức (đồng)	1.140 (+5,6%)	1.250 (+3,2%)	1.170 (+13,6%)	1.180 (+24,2%)	430 (+19,4%)
Lợi nhuận định mức (đồng)	300	300	300	300	300
Thuế suất nhập khẩu (%)	5,62%	5,62%	0,58%	0,08%	1,38%
Thuế suất tiêu thụ đặc biệt (%)	10%	8%	0%	0%	0%
Thuế suất VAT (%)	10%	10%	10%	10%	10%
Thuế bảo vệ môi trường (đồng)	2.000	2.000	1.000	600	1.000

PLX – Nghị định Kinh doanh Xăng dầu sửa đổi tạo cơ chế cho giá bán vận hành theo cơ chế thị trường, gia tăng sự cạnh tranh giữa các thương nhân

Current price: 39.400 VNĐ/CP - Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1% - Recommendation: OUTPERFORM

Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023	Dự thảo 4 Nghị định mới	Thay đổi trọng yếu
Giá cơ sở = Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu*Tỷ trọng nhập khẩu + Giá xăng dầu từ nguồn trong nước*Tỷ trọng trong nước Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu = Giá xăng dầu thế giới ± Premium nhập khẩu **+ Chi phí đưa xăng dầu về Việt Nam** + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức **+ Trích lập quỹ bình ổn giá** + Thuế VAT + Trích nộp khác Giá xăng dầu từ nguồn trong nước = Giá xăng dầu thế giới ± Premium trong nước **+ Chi phí đưa xăng dầu từ NMLD về cảng** + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức **+ Trích lập quỹ bình ổn giá** + Thuế VAT + Trích nộp khác	**Giá cơ sở = Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu*Tỷ trọng nhập khẩu + Giá xăng dầu từ nguồn trong nước*Tỷ trọng trong nước** Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu = Giá xăng dầu thế giới ± Premium nhập khẩu **+ Chi phí đưa xăng dầu về Việt Nam** + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức **+ Trích lập quỹ bình ổn giá** + Thuế VAT + Trích nộp khác Giá xăng dầu từ nguồn trong nước = Giá xăng dầu thế giới ± Premium trong nước **+ Chi phí đưa xăng dầu từ NMLD về cảng** + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức **+ Trích lập quỹ bình ổn giá** + Thuế VAT + Trích nộp khác	Giá bán xăng dầu = Giá xăng dầu thế giới ± Premium **+ Chi phí vận tải, bảo hiểm, hao hụt, bốc dỡ** + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức + Thuế VAT	- Nghị định 80 không thay đổi so với Nghị định 95 (Nghị định 95 thay đổi so với Nghị định 83 ở chỗ đã phân tách rõ nguồn nhập khẩu và nguồn trong nước trong công thức tính giá cơ sở). - Dự thảo 4 **không phân tách nguồn nhập khẩu và nguồn trong nước** trong công thức tính giá cơ sở/giá bán xăng dầu, **xóa bỏ khoản mục trích quỹ bình ổn giá** trong công thức tính giá cơ sở/giá bán xăng dầu. - Về nguyên tắc điều hành xăng dầu, Dự thảo 4 về mặt quy định không khác biệt so với Nghị định trước đây. Tuy nhiên, về mặt cơ chế điều hành theo chúng tôi là có khác biệt. Trong dự thảo Nghị định mới chúng tôi thấy rằng những thay đổi trong công thức tính giá bán xăng dầu (giá trần) của Bộ Công Thương sẽ tạo điều kiện cho các thương nhân có cơ hội điều hành giá bán theo cơ chế thị trường hơn.

BAOVIET Securities

PLX – Nghị định Kinh doanh Xăng dầu sửa đổi tạo cơ chế cho giá bán vận hành theo cơ chế thị trường, gia tăng sự cạnh tranh giữa các thương nhân

Current price: 39.400 VNĐ/CP - Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1% - Recommendation: OUTPERFORM

Nội dung	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023	Dự thảo 4 Nghị định mới	Thay đổi trọng yếu
Premium, chi phí vận tải, bảo hiểm, hao hụt, bốc dỡ	- Xác định theo phương pháp bình quân gia quyền theo khối lượng xăng dầu nhập khẩu, xăng dầu mua từ thương nhân sản xuất xăng dầu trong nước. - Bộ Tài chính rà soát, điều chỉnh mức chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam, Premium và chi phí đưa xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng **định kỳ 6 tháng.**	- Xác định theo phương pháp bình quân gia quyền theo khối lượng xăng dầu nhập khẩu, xăng dầu mua từ thương nhân sản xuất xăng dầu trong nước. - Bộ Tài chính rà soát, điều chỉnh mức chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam, Premium và chi phí đưa xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng **định kỳ 3 tháng.**	- Xác định theo phương pháp bình quân gia quyền theo khối lượng xăng dầu nhập khẩu, xăng dầu mua từ thương nhân sản xuất xăng dầu trong nước. - Bộ Công Thương công bố định kỳ **1 Quý/lần** để thương nhân áp dụng tính giá bán xăng dầu dựa trên chi phí thực tế của thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu trong Quý liền trước.	- Nghị định 80 **rút ngắn kỳ điều chỉnh từ 6 tháng xuống 3 tháng**. - Dự thảo 4 về bản chất không có thay đổi so với Nghị định 80.
Chi phí kinh doanh định mức	- **Trên cơ sở báo cáo của các thương nhân đầu mối**, Bộ Tài chính tổng hợp, rà soát, đánh giá và tiến hành khảo sát thực tế (nếu cần thiết) để xem xét, quyết định chi phí kinh doanh định mức. - Bộ Tài chính xác định và thông báo **hàng năm** để Bộ Công Thương áp dụng trong công thức tính giá cơ sở xăng dầu.	- **Trên cơ sở báo cáo của các thương nhân đầu mối**, Bộ Tài chính tổng hợp, rà soát, đánh giá và tiến hành khảo sát thực tế (nếu cần thiết) để xem xét, quyết định chi phí kinh doanh định mức. - Bộ Tài chính xác định và thông báo **hàng năm** để Bộ Công Thương áp dụng trong công thức tính giá cơ sở xăng dầu.	- **Chi phí kinh doanh định mức hiện hành được sử dụng làm gốc** để tính toán chi phí kinh doanh định mức **hàng năm.** - Chi phí kinh doanh định mức hàng năm được **điều chỉnh tăng, giảm theo chỉ số giá tiêu dùng CPI** thực tế bình quân của năm trước do Tổng cục Thống kê công bố. - **Định kỳ 3 năm/lần**, Bộ Công Thương chủ trì, phối hợp các bộ, ngành có liên quan rà soát, công bố chi phí kinh doanh định mức được sử dụng làm gốc, phù hợp với tình hình thực tế để thương nhân thực hiện.	- Nghị định 80 không có thay đổi so với Nghị định 95. - Dự thảo 4 đưa ra **cách xác định chi phí kinh doanh định mức mới** điều chỉnh theo CPI từ chi phí kinh doanh định mức gốc.
Trích lập quỹ bình ổn giá	- **Thực hiện theo thông báo của Bộ Công Thương** tại thời điểm công bố giá cơ sở.	- **Thực hiện theo thông báo của Bộ Công Thương** tại thời điểm công bố giá cơ sở.	- **Không quy định** - Trường hợp (…) mặt hàng xăng dầu có biến động bất thường, Bộ Công Thương chủ trì, phối hợp các Bộ, ngành liên quan (…) trình Chính phủ quyết định chủ trương, biện pháp, thời hạn bình ổn giá phù hợp theo quy định tại khoản 2 Điều 20 Luật Giá. - Bộ Tài chính hướng dẫn thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu chuyển, nộp số dư Quỹ bình ổn giá xăng dầu vào ngân sách nhà nước.	- Nghị định 80 không có thay đổi so với Nghị định 95. - Dự thảo 4 **xóa bỏ khoản mục trích quỹ bình ổn giá** và quỹ bình ổn giá sẽ được **đưa về ngân sách nhà nước**. Trong trường hợp đặc biệt, quỹ bình ổn sẽ được sử dụng theo quy định của Luật Giá.

BAOVIET Securities

PLX – Nghị định Kinh doanh Xăng dầu sửa đổi thắt chặt quản lý các khâu trung gian, thương nhân đầu mối quy mô lớn được hưởng lợi

Current price: 39.400 VNĐ/CP - Target: 49.700 VNĐ/CP | Upside: +26,1% - Recommendation: OUTPERFORM

Nội dung	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023	Dự thảo 4 Nghị định mới	Thay đổi trọng yếu
Các hình thức thương nhân kinh doanh xăng dầu	- Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu - Thương nhân sản xuất xăng dầu - Thương nhân phân phối xăng dầu **- Thương nhân làm tổng đại lý kinh doanh xăng dầu** - Thương nhân làm đại lý bán lẻ xăng dầu - Thương nhân nhận quyền bán lẻ xăng dầu - Thương nhân kinh doanh dịch vụ xăng dầu	- Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu - Thương nhân sản xuất xăng dầu - Thương nhân phân phối xăng dầu - Thương nhân làm tổng đại lý kinh doanh xăng dầu (trừ các thương nhân đã được cấp Giấy chứng nhận đủ điều kiện làm tổng đại lý, **các quy định về tổng đại lý hết hiệu lực thi hành kể từ ngày Nghị định này có hiệu lực**). - Thương nhân làm đại lý bán lẻ xăng dầu **- Thương nhân nhận quyền bán lẻ xăng dầu** **- Thương nhân kinh doanh dịch vụ xăng dầu**	- Thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu **- Thương nhân bao tiêu sản phẩm xăng dầu** - Thương nhân sản xuất xăng dầu - Thương nhân phân phối xăng dầu - Thương nhân bán lẻ xăng dầu	- Nghị định 80 loại bỏ hình thức thương nhân tổng đại lý. - Dự thảo 4 thêm hình thức thương nhân bao tiêu sản phẩm xăng dầu. - Dự thảo 4 loại bỏ hình thức thương nhân nhận quyền bán lẻ và thương nhân kinh doanh dịch vụ xăng dầu.
Dữ liệu kho chứa xăng dầu (Thương nhân đầu mối)	Không quy định	Không quy định	Kết nối mạng với Bộ Công Thương về dữ liệu kho chứa xăng dầu, tình hình thực hiện tổng nguồn xăng dầu, nhập - xuất - tồn kho xăng dầu và các dữ liệu khác theo quy định của Bộ Công Thương.	Dự thảo 4 yêu cầu thương nhân phải cập nhật dữ liệu tồn kho lên hệ thống của Bộ Công Thương.
Thời gian hoạt động tối thiểu (Thương nhân đầu mối)	Không quy định	Không quy định	Là thương nhân phân phối xăng dầu tối thiểu trong 36 tháng liên tục trước khi đề nghị cấp Giấy xác nhận đủ điều kiện làm thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu.	Dự thảo 4 yêu cầu thời gian hoạt động tối thiểu để cấp giấy chứng nhận thương nhân đầu mối.
Quyền mua xăng dầu (Thương nhân phân phối)	Được mua xăng dầu từ nhiều thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và **thương nhân phân phối xăng dầu khác** theo Hợp đồng mua bán xăng dầu.	Được mua xăng dầu từ nhiều thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và **thương nhân phân phối xăng dầu khác** theo Hợp đồng mua bán xăng dầu.	Được mua xăng dầu từ các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu.	Dự thảo 4 chỉ cho phép thương nhân phân phối mua xăng dầu từ thương nhân đầu mối, **không cho phép mua từ thương nhân phân phối khác.**
Quyền mua xăng dầu (Đại lý/ Thương nhân bán lẻ)	Chỉ được ký hợp đồng làm đại lý bán lẻ xăng dầu cho **1** tổng đại lý hoặc **1** thương nhân phân phối xăng dầu hoặc **1** thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu.	Chỉ được ký hợp đồng làm đại lý bán lẻ xăng dầu cho tối đa **3** thương nhân là thương nhân phân phối xăng dầu hoặc thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu.	Thương nhân bán lẻ xăng dầu nằm trong hệ thống phân phối của thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu hoặc thương nhân phân phối xăng dầu phải chịu sự giám sát của thương nhân đó.	- Nghị định 80 cho phép thương nhân đại lý được nhập xăng từ tối đa 3 nguồn. - Dự thảo 4 chỉ cho phép nhập xăng từ 1 nguồn tương tự Nghị định 95/2021 và 83/2014.

BAOVIET Securities

Ngành Chứng khoán

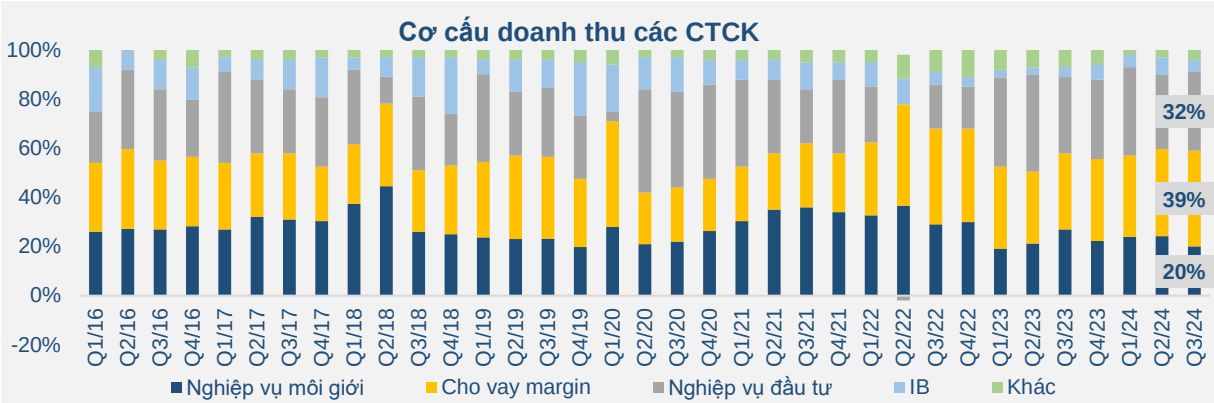
Triển vọng 2025

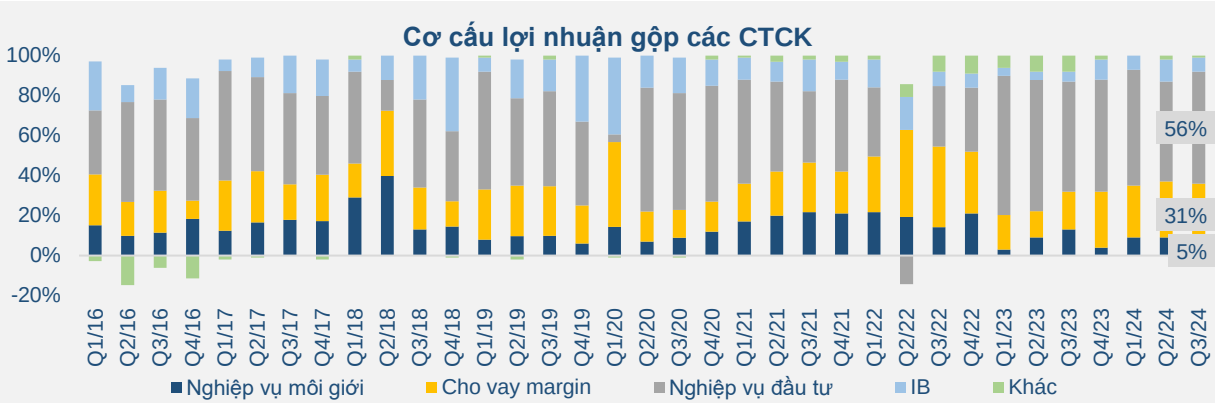
BAOVIET Securities

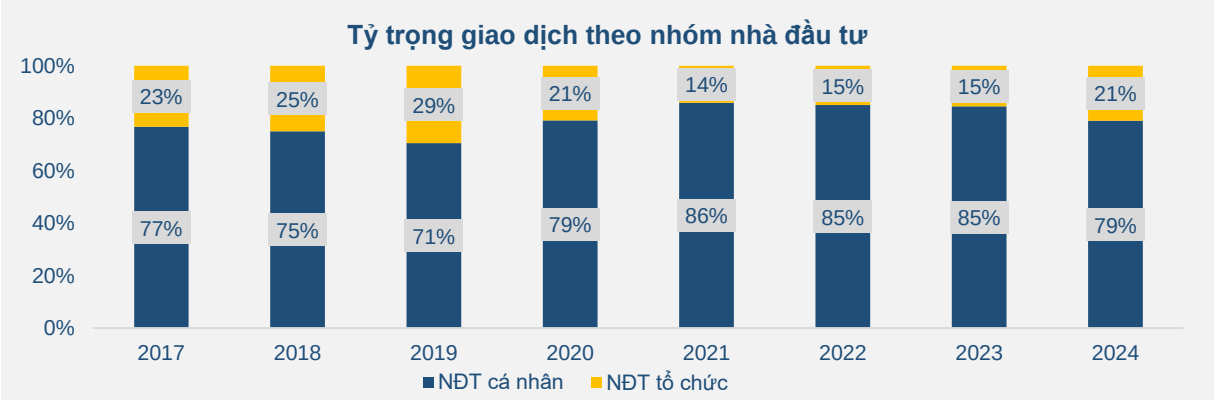
Các mảng hoạt động kinh doanh chính

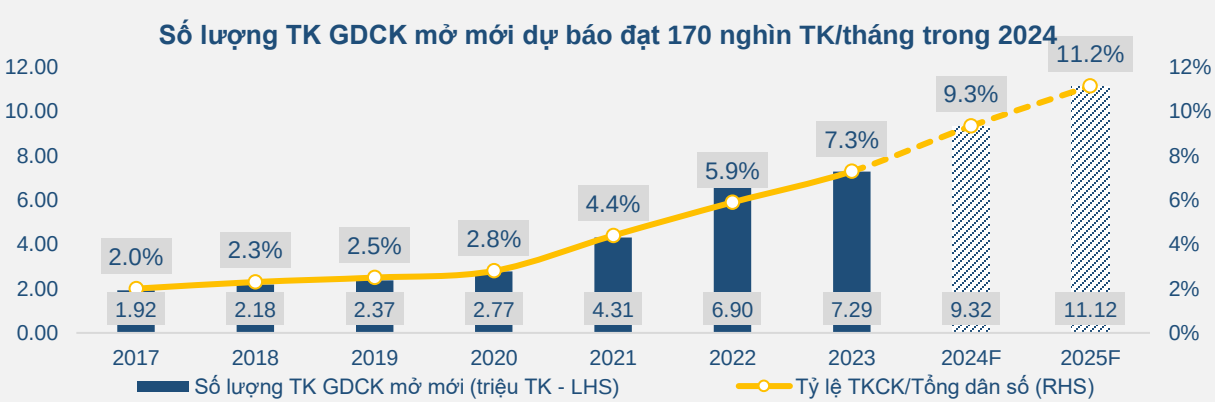
Ngành Chứng khoán 2025

- Cơ cấu doanh thu/lợi nhuận của các CTCK thường được đóng góp chủ yếu bởi 4 mảng hoạt động chính: (1) nghiệp vụ môi giới; (2) cho vay margin; (3) đầu tư/tự doanh; và (4) ngân hàng đầu tư (IB).
- Xu hướng lợi nhuận đóng góp từ mảng môi giới ngày càng giảm do tình hình cạnh tranh khốc liệt giữa các CTCK. Mảng cho vay margin và đầu tư tự doanh đang dần chiếm tỷ lệ lớn hơn trong cơ cấu lợi nhuận của các CTCK. Nghiệp vụ IB thường tập chung chính ở các CTCK như VCI, SSI, HCM, TCBS, VND, ORS, vốn có lợi thế và nhiều kinh nghiệm ở thị trường vốn/thị trường nợ và các hoạt động M&A.
- GTGD từ khối NĐT cá nhân tăng mạnh trong năm 2020-2021 trong bối cảnh tiền rẻ, sự thuận tiện khi mở tài khoản online thông qua eKYC. Từ năm 2022 trở lại đây, tỷ trọng GTGD từ khối NĐT tổ chức dần đóng góp tỷ lệ lớn trở lại qua các năm.









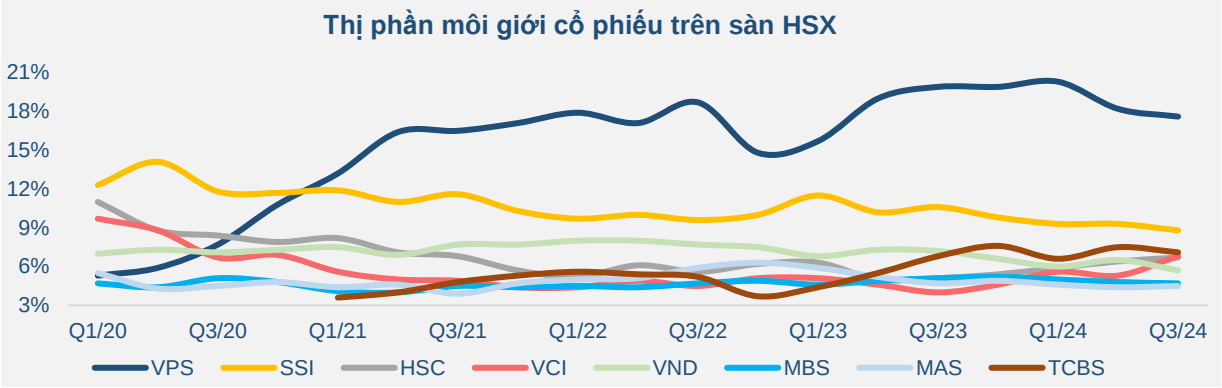
Nguồn: VSD, Báo cáo Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

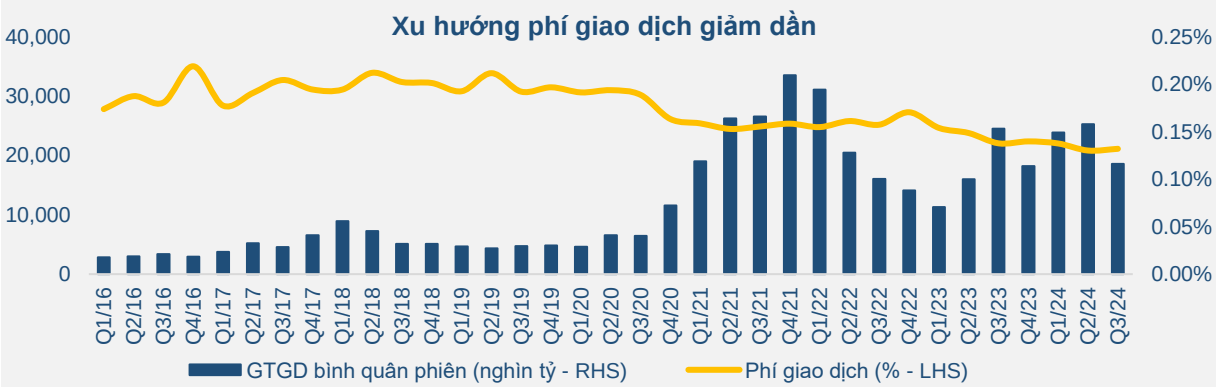
BAOVIET Securities

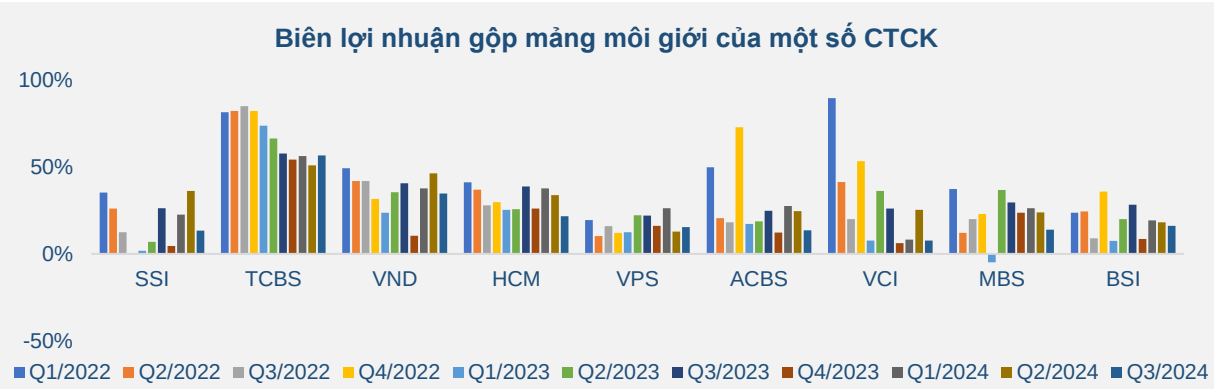
Nghiệp vụ môi giới chứng khoán: Cạnh tranh khốc liệt

Ngành Chứng khoán 2025

- Tình hình cạnh tranh giữa các CTCK đang diễn ra rất khốc liệt, với chiến lược sử dụng chủ yếu thường là: (1) giảm phí giao dịch; (2) tăng trải nghiệm sử dụng khách hàng qua nền tảng công nghệ hoặc các sản phẩm/dịch vụ cung cấp đi kèm; và (3) chi trả tỷ lệ hoa hồng cho môi giới cao. Biên lợi nhuận gộp nghiệp vụ này đang chịu áp lực rất lớn và có xu hướng giảm dần qua thời gian. Điều này đòi hỏi các CTCK phải cung cấp các chiến lược và sản phẩm mới khác biệt để thu hút cũng như giữ chân thị phần khách hàng trong thời gian sắp tới.
- Các CTCK có thế mạnh ở phân khúc KHTC như VCI, HCM, SSI kỳ vọng sẽ được hưởng lợi cùng xu hướng nâng hạng của thị trường.
- Các CTCK có liên kết với ngân hàng như MBS, ACBS, BSI, VCBS, CTS có lợi thế tiếp cận nguồn vốn dồi dào với lãi suất hợp lý, cùng tập khách hàng tiềm năng – giúp hỗ trợ bán chéo sản phẩm và gia tăng thị phần.







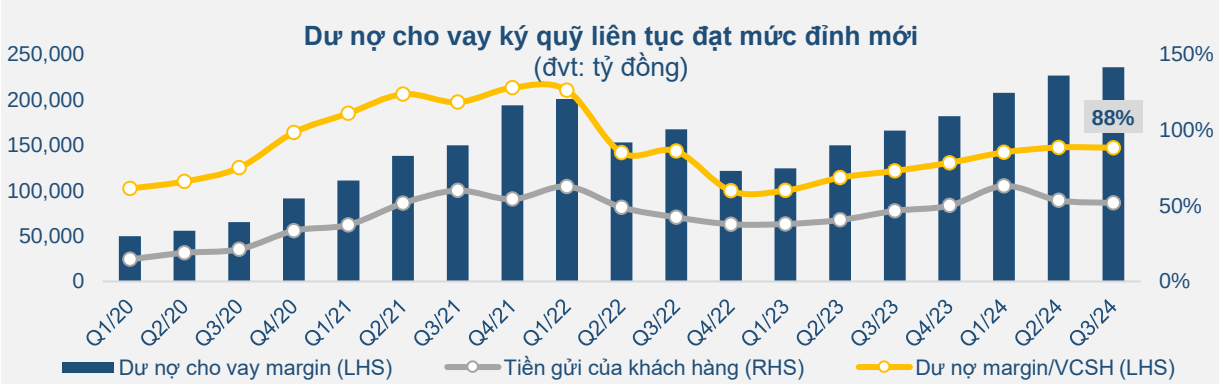
Nguồn: HSX, HNX, Báo cáo Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

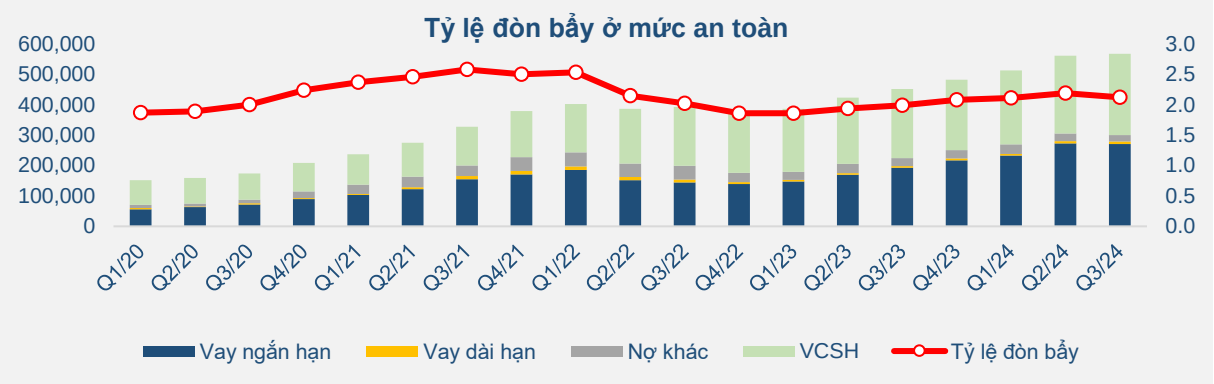
BAOVIET Securities

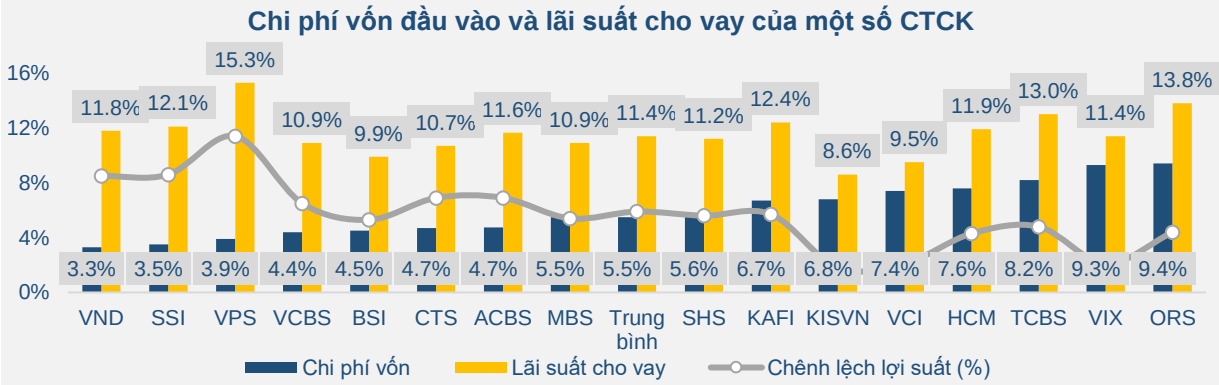
Mảng cho vay margin: Ngày càng đóng góp trọng yếu vào KQKD

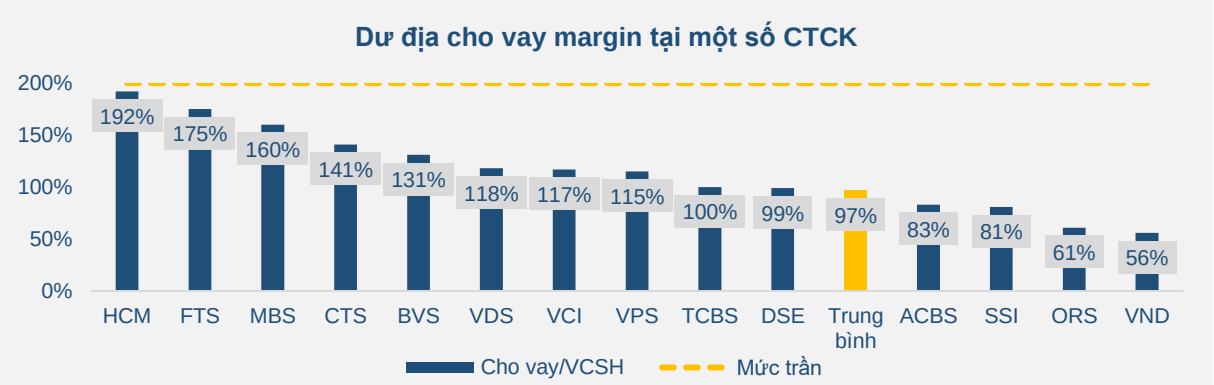
Ngành Chứng khoán 2025

- Dư nợ cho vay margin liên tục đạt mức đỉnh mới trong các quý vừa qua và dần đóng góp trọng yếu vào KQKD của các CTCK, giúp gia tăng hiệu quả sử dụng vốn cũng như bù đắp cho sự sụt giảm từ doanh thu phí môi giới.
- Các CTCK có nguồn vốn vay đầu vào rẻ có thể cạnh tranh với mức phí margin hấp dẫn hơn. Ngoài ra, một số CTCK có thể thu hút thêm thị phần bằng danh mục cho vay margin nhiều mã hơn cùng tỷ lệ cho vay cao hơn.
- Tỷ lệ đòn bẩy của các CTCK vẫn được kiểm soát ở mức an toàn, nhờ liên tục hoàn thành các đợt tăng vốn gần đây. Một số CTCK như HCM, FTS, MBS đã có mức cho vay margin/VCSH gần chạm trần quy định, có thể sẽ tiếp tục lên kế hoạch tăng vốn trong thời gian tới.









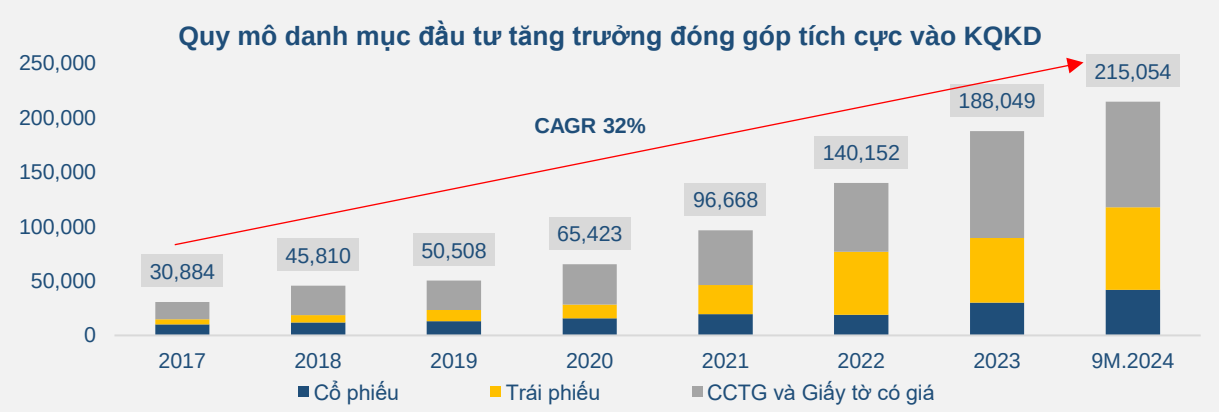
Nguồn: HSX, HNX, Báo cáo Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

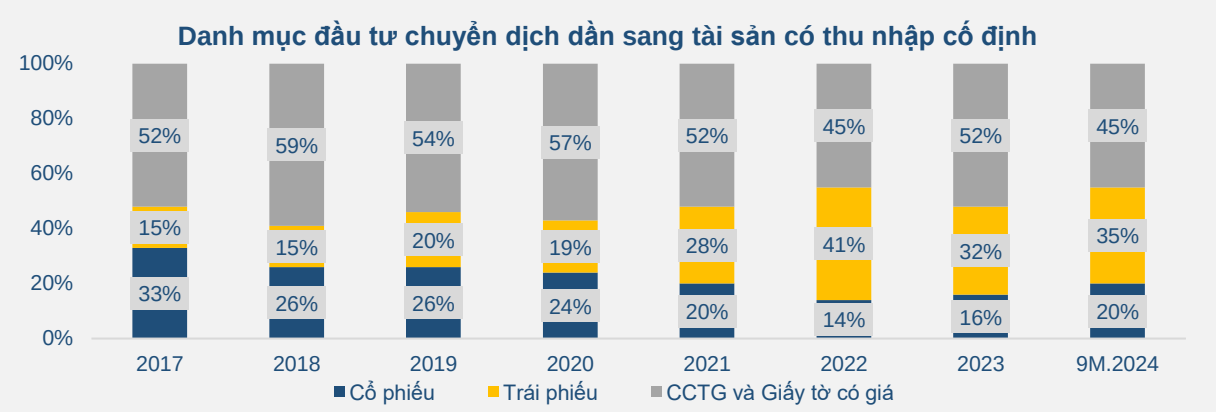
BAOVIET Securities

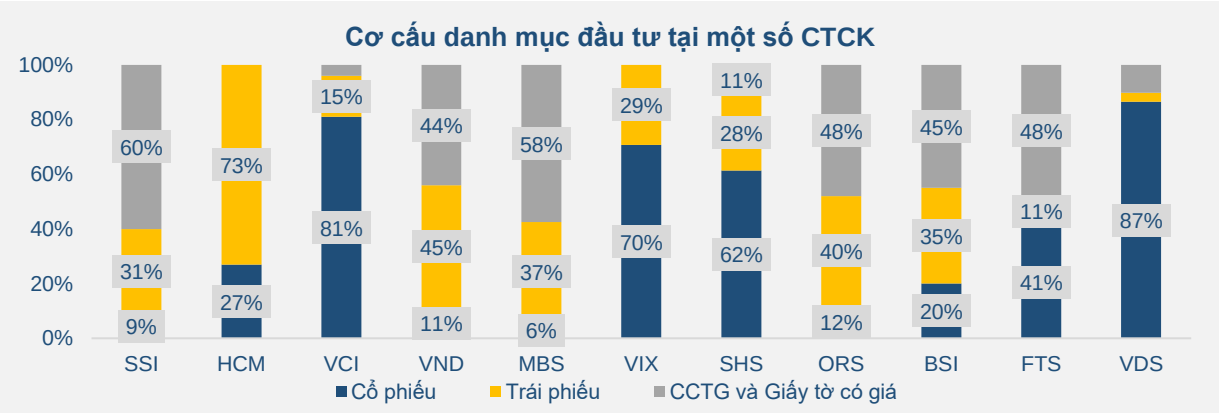
Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư được hỗ trợ nhờ tăng trưởng quy mô danh mục

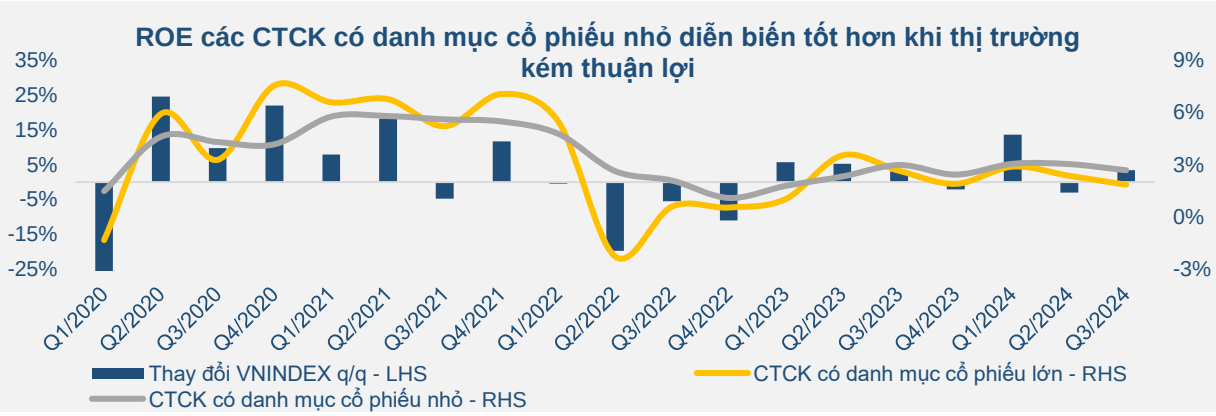
Ngành Chứng khoán 2025

- Quy mô danh mục đầu tư của các CTCK tăng trưởng rất mạnh qua các năm qua, và cũng trở thành một trong những trụ cột chính đóng góp vào KQKD.
- Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư sẽ có sự khác biệt tùy theo chiến lược của các CTCK. Một số CTCK như SSI, VND, MBS, ORS sẽ có tỷ suất sinh lời khá ổn định, dao động từ 2–4%/quý – và sẽ tích cực hơn so với mặt bằng chung toàn ngành khi diễn biến VNINDEX kém tích cực trong thời gian vừa qua.
- Trong khi đó, các CTCK phân bổ tỷ trọng lớn cổ phiếu như VCI, SHS, VIX, VDS, FTS sẽ có lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tương quan nhiều hơn với diễn biến của thị trường.









Nguồn: HSX, HNX, Báo cáo Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

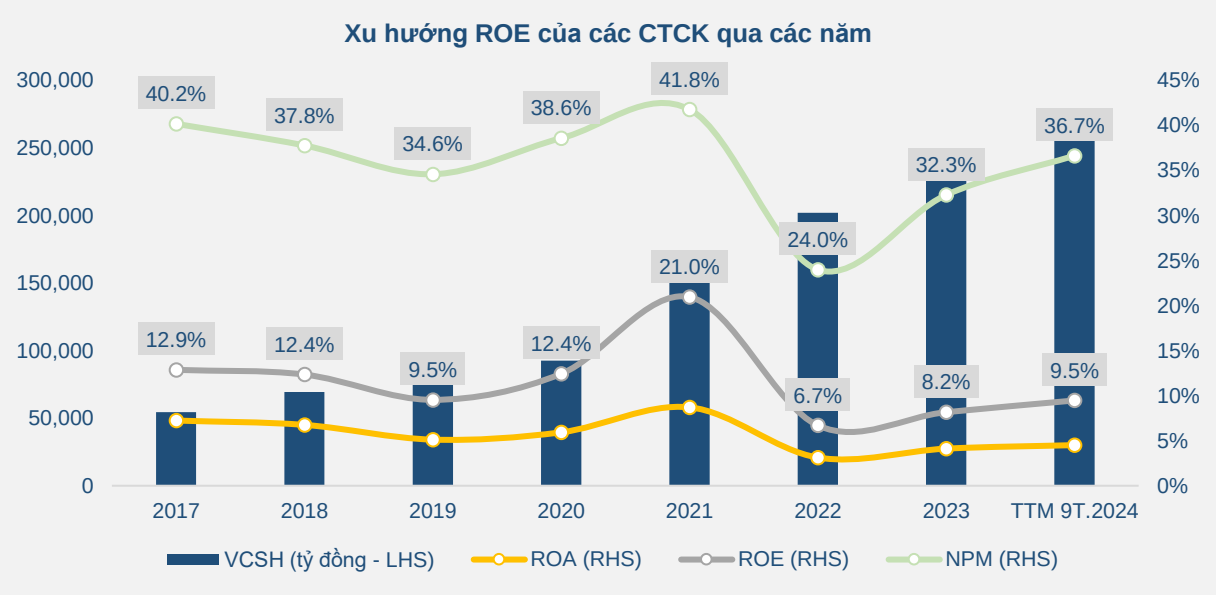
BAOVIET Securities

Kế hoạch tăng vốn

Ngành Chứng khoán 2025

- Nhiều CTCK đặt kế hoạch tăng vốn trong giai đoạn 2024-25. Việc tăng vốn sẽ giúp các CTCK có thể: (1) mở rộng quy mô cho vay margin nhằm đáp ứng nhu cầu của nhà đầu tư, đặc biệt như HCM, MBS đã có giá trị cho vay gần chạm mức trần; (2) mở rộng quy mô danh mục đầu tư tự doanh; (3) hỗ trợ nghiệp vụ IB như bảo lãnh phát hành trái phiếu như TCBS, VND, ORS; và (4) tăng cường bộ đệm dự phòng rủi ro vốn.
- Từ đầu năm tới nay, rất nhiều CTCK đã hoàn thành các đợt tăng vốn điều lệ, với tổng giá trị tiền thu về của các đợt phát hành ước tính khoảng 16.670 tỷ đồng. Tổng giá trị vốn huy động chưa thực hiện còn lại ước tính đạt 22.500 tỷ đồng.
- Việc tăng vốn liên tục trong vài năm trở lại đây đã gây áp lực rất lớn lên ROE của các CTCK. ROE TTM 9T.2024 đạt 9,5% - thấp hơn so với mức hơn 12% trong các năm 2017–2020, tuy nhiên đã cho thấy sự hồi phục nhất định trong 2 năm trở lại đây.
- Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng mức ROE tiếp tục được cải thiện, nhờ vào việc đóng góp KQKD từ nghiệp vụ cho vay margin và đầu tư vốn có tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn hơn và giảm phụ thuộc vào diễn biến thanh khoản thị trường.

Công ty	KH tăng vốn điều lệ	VĐL sau phát hành (tỷ đồng)	Tăng trưởng (%)
TCBS	- Phát hành 118,8 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho 25 NĐT cá nhân chuyên nghiệp, giá 11.585 đồng/cp	20.802	6%
VND	- Phát hành 268,6 triệu cổ phiếu riêng lẻ, giá chào bán không thấp hơn BV. - ESOP 30 triệu cổ phiếu giá 10.000 đồng/cp.	18.209	20%
HCM	- Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp, tỷ lệ thực hiện 2:1	10.081	50%
ACBS	- ACB góp thêm vốn cổ phần.	10.000	33%
MBS	- Phát hành 25,7 triệu cổ phiếu riêng lẻ giá 23.040 đồng/cp.	5.728	5%
SHS	- Phát hành cổ phiếu trả cổ tức (tỷ lệ 5%). - Phát hành cổ phiếu để tăng vốn cổ phần từ nguồn VCSH (tỷ lệ 5%). - Phát hành quyền mua cổ phần cho cổ đông hiện hữu giá 10.000 đồng/cp (tỷ lệ 1:1). - Phát hành 5 triệu cổ phiếu theo chương trình lựa chọn cho người lao động (ESOP) giá 10.000 đồng/cp.	17.126	111%
ORS	- Phát hành quyền mua cổ phần cho CĐHH, giá chào bán không thấp hơn 10.000 đồng/cp, tỷ lệ 2:1,2. - ESOP 14,5 triệu cổ phiếu giá 10.000 đồng/cp.	5.608	67%
VDS	- Phát hành tối đa 81 triệu cổ phiếu riêng lẻ.	3.240	33%



Nguồn: Báo cáo Công ty, BVSC ước tính và tổng hợp

Dự báo kết quả kinh doanh 2024-2025

Ngành Chứng khoán 2025

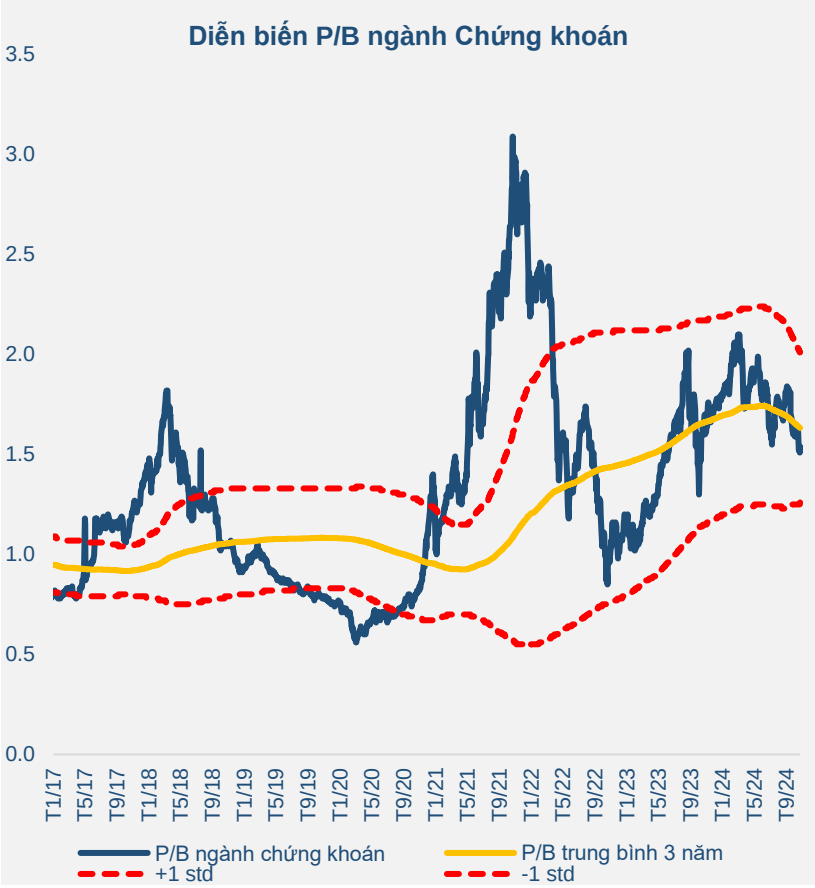
- **Giả định dự phóng:** VNIndex đạt **1.400–1.450** điểm vào 2025, thanh khoản trung bình phiên đạt **18.996 tỷ đồng/phiên** (-10% y/y).

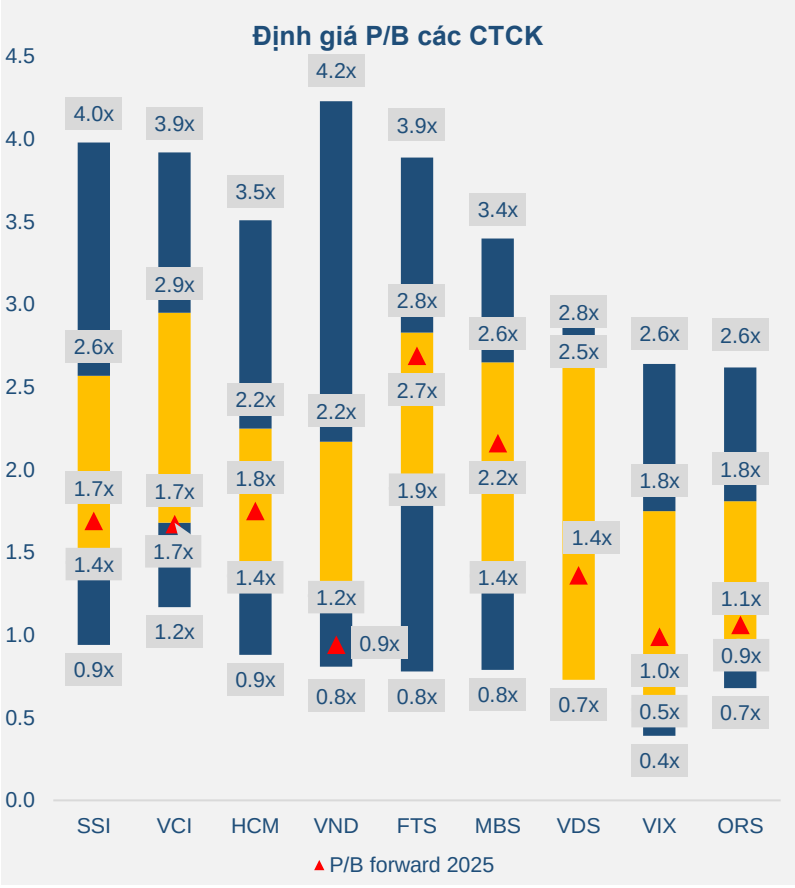
Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT		Tăng trưởng LNST	
MCK	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
SSI	6.476	7.085	7.708	2.293	3.024	3.449	9%	9%	32%	14%
VCI	1.976	2.706	3.090	492	855	1.159	37%	14%	74%	36%
HCM	2.254	3.213	3.712	674	977	1.262	43%	16%	45%	29%
VND	5.066	4.295	4.980	2.022	1.939	2.352	-15%	16%	-4%	21%
FTS	941	1.104	1.127	445	524	515	17%	2%	18%	-2%
MBS	1.785	2.248	2.492	584	709	819	26%	11%	21%	16%
VDS	897	994	1.065	328	344	368	11%	7%	5%	7%

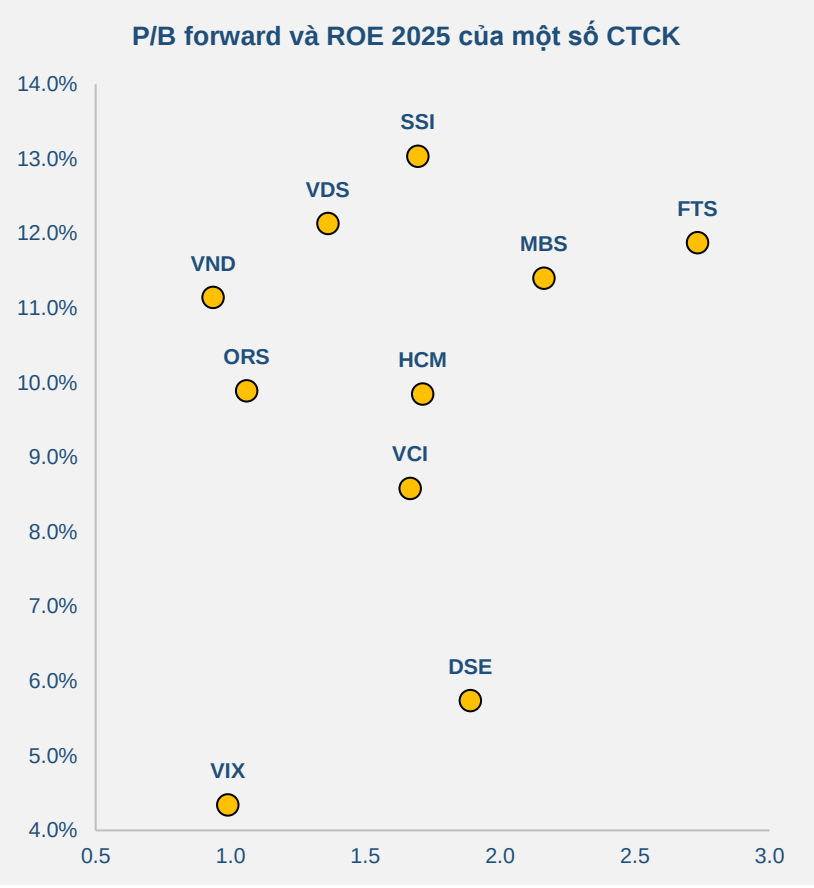
MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	Điểm nhấn đầu tư
SSI	**OUTPERFORM**	31.600	21,5%	- Chiến lược cạnh tranh thị phần khác biệt, chú trọng vào tất cả các tệp khách hàng. - Chiến lược đầu tư thận trọng nhưng vẫn có sự linh hoạt. - Chi phí vốn đầu vào thấp hơn các đối thủ cạnh tranh là một lợi thế. - ROE vẫn duy trì ổn định dù tăng vốn mạnh qua các năm, cho thấy hiệu suất sử dụng vốn tốt.
VCI	**OUTPERFORM**	45.500	32,1%	- Thị phần môi giới KHTC và Ngân hàng đầu tư đứng đầu thị trường. - Chiến lược đẩy mạnh vào phân khúc Khách hàng cá nhân giúp gia tăng thị phần. - Tiềm năng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ, chủ yếu từ lợi nhuận chưa thực hiện từ danh mục đầu tư và khối lượng công việc hợp đồng IB đang thực hiện.
HCM	**OUTPERFORM**	35.600	21,5%	- Cơ cấu danh mục đầu tư an toàn, chiến lược đầu tư thận trọng giúp giảm thiểu rủi ro trích lập dự phòng. - Dư địa cho vay có thể tiếp tục mở rộng nhờ kế hoạch tăng vốn mới. - Mảng môi giới cá nhân kỳ vọng sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới.
VDS	**OUTPERFORM**	24.000	16,8%	- Hoạt động đầu tư và cho vay margin (đóng góp 80-90% cơ cấu doanh thu thuần hàng năm) kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng. - Định giá hấp dẫn so với mặt bằng trung bình ngành.

Định giá cổ phiếu ngành Chứng khoán chưa thực sự hấp dẫn trong bối cảnh thị trường khó khăn

Ngành Chứng khoán 2025







Beta	Trung bình	SSI	VCI	HCM	VND	FTS	MBS	VDS	VIX	ORS
VnIndex	1,43	1,27	1,38	1,36	1,38	1,17	2,05	1,70	1,58	0,78

BAOVIET Securities

VCI

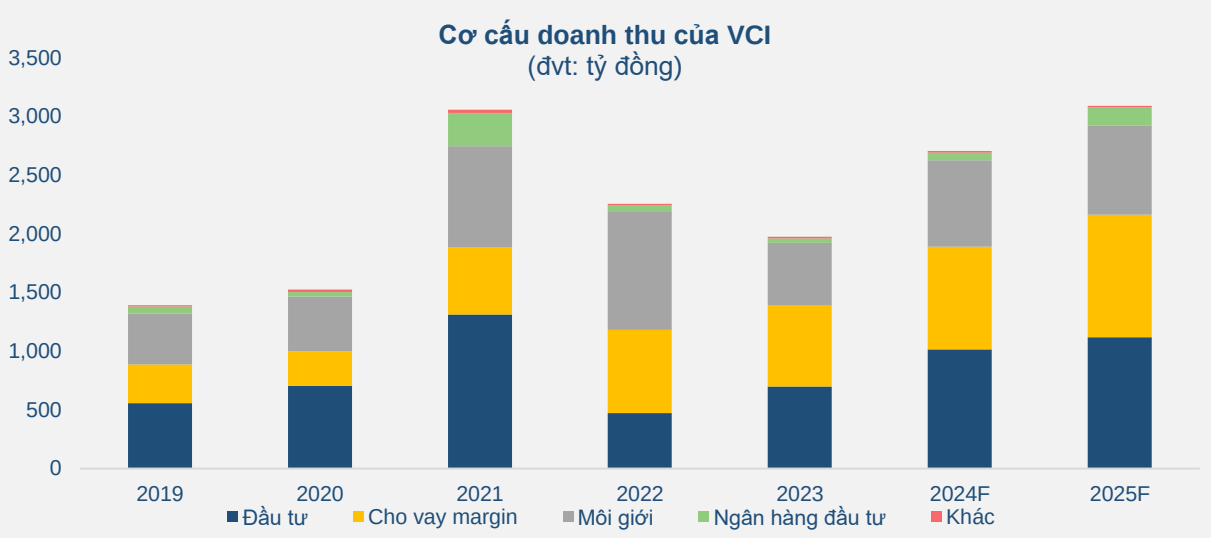
OUTPERFORM | Target: 45.500 VNĐ/CP | Upside: +32,1%

VCI – Tiềm năng tăng trưởng từ nghiệp vụ IB và nghiệp vụ môi giới

Giá hiện tại: **34.450 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **45.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+32,1% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

- **Thị phần môi giới KHTC và Ngân hàng đầu tư đứng đầu thị trường.** VCI có thị phần đứng đầu thị trường ở tập khách hàng tổ chức (khoảng 25-30%), nhờ: (1) lợi thế mối quan hệ tốt với các tổ chức, định chế trong nước và quốc tế bao gồm cả khách hàng từ nghiệp vụ IB, giúp gia tăng khả năng bán chéo giữa các sản phẩm; (2) đội ngũ nhân sự KHTC, IB và Phân tích có chuyên môn cao, thường xuyên tổ chức các sự kiện như VAD, AM, Earnings Call… cùng việc cập nhật tin tức, báo cáo khuyến nghị thường xuyên giúp gia tăng độ phủ song và giá trị cho khách hàng. Với xu hướng nâng hạng của TTCK Việt Nam trong các năm tới, VCI sẽ là một trong những cái tên hàng đầu trong nhóm CTCK được hưởng lợi. Ngoài ra, ở nghiệp vụ IB, VCI có thể đóng vai trò là nhà đầu tư trong một số thương vụ tiềm năng như IDP, KDH, NAPAS… giúp tiết giảm chi phí trung gian và gia tăng biên lợi nhuận.
- **Chiến lược đẩy mạnh vào phân khúc Khách hàng cá nhân.** VCI đang áp dụng các chương trình ưu đãi phí giao dịch nhằm thu hút thêm nhóm KHCN, khi tỷ trọng giao dịch NĐT cá nhân thường chiếm khoảng 80-90%. Điều này có thể gây áp lực lên biên lợi nhuận mảng môi giới, tuy nhiên sẽ được bù đắp bằng lợi nhuận từ cho vay margin. Lãi cho vay margin của VCI cũng hấp dẫn hơn so với mặt bằng chung toàn thị trường, giúp công ty có thể thu hút thêm thị phần cho vay và mở rộng danh mục cho vay trong thời gian tới (tỷ lệ danh mục cho vay margin/VCSH đang đạt khoảng 117%).
- **Tiềm năng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ**. Tổng giá trị các thương vụ IB VCI đang thực hiện khoảng 40–50 nghìn tỷ đồng – và sẽ là một trong những động lực chính thúc đẩy KQKD của VCI trong các năm tiếp theo. Ngoài ra, danh mục AFS của VCI đang tạm lãi khoảng gần 3.000 tỷ đồng – và chưa được hạch toán vào báo cáo KQKD.
- Khuyến nghị **OUTPERFORM** cho VCI với mức giá mục tiêu **45.500 đồng/cp**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**2.256**	**1.976**	**2.706**	**3.090**
Tăng trưởng	-26%	-12%	37%	14%
LNST	**869**	**492**	**855**	**1.159**
Tăng trưởng	-42%	-43%	74%	36%
P/B (x)	1,6	2,5	1,9	1,7
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**45.500**



SSI

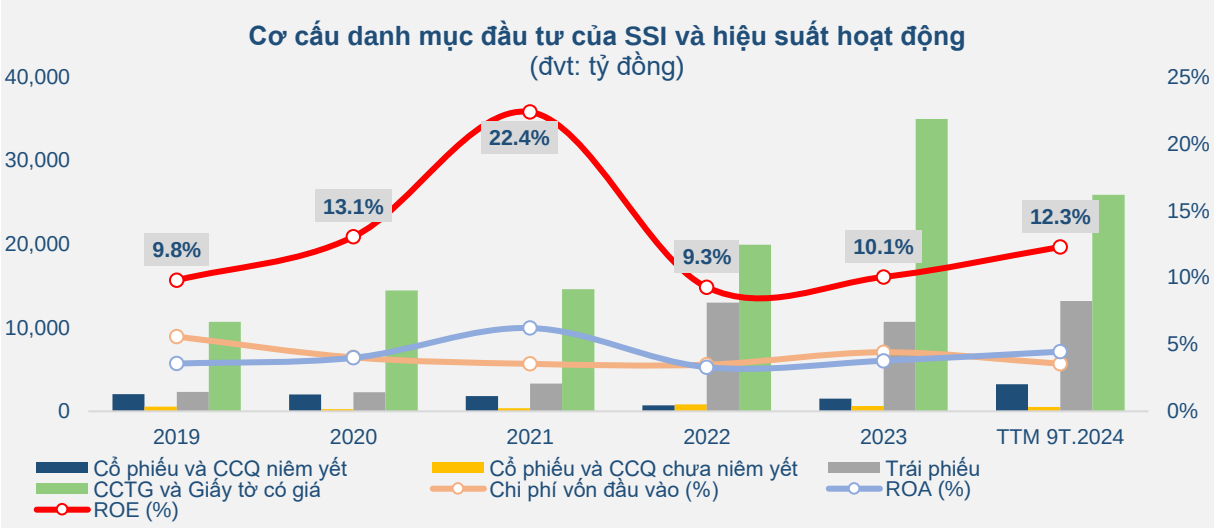
OUTPERFORM | Target: 31.600 VNĐ/CP | Upside: +21,5%

SSI – Vị thế dẫn đầu

Giá hiện tại: **26.000 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **31.600 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+21,5% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

- **Chiến lược cạnh tranh thị phần khác biệt, chú trọng vào tất cả các tệp khách hàng.** Tình hình cạnh tranh ở mảng môi giới đang rất khốc liệt, Công ty không chạy đua mạnh theo chiến lược hạ phí như các đối thủ khác mà sẽ tập trung cải tiến/bổ sung các sản phẩm, dịch vụ đi kèm hoặc tăng cường marketing nhằm thu hút thị phần, ví dụ như: (1) xuất hiện nhiều trên các chương trình truyền hình, media nhằm tạo kết nối và thu hút khách hàng giới trẻ; (2) tăng cường chất lượng đội ngũ môi giới, ngân hàng đầu tư, khách hàng tổ chức, phân tích… giúp tạo ra các giá trị khác biệt so với các đối thủ khác trên thị trường; và (3) SSIAM là mảnh ghép quan trọng trong chiến lược của SSI, với tổng tài sản quản lý đạt khoảng 564 triệu USD – đáp ứng nhu cầu đầu tư của các nhà đầu tư.
- **Chiến lược đầu tư thận trọng nhưng vẫn có sự linh hoạt.** Hơn 90% danh mục là các tài sản có thu nhập cố định như trái phiếu và CCTG, sẽ làm giảm tác động lên lợi nhuận của SSI khi diễn biến thị trường kém thuận lợi. Tài sản thanh khoản cao giúp SSI có thể dễ dàng chuyển đổi thành các tài sản cho lợi suất cao hơn tùy thuộc vào diễn biến thị trường tiền tệ, cũng như có thể chuyển đổi thành các khoản cho vay margin khi nhu cầu nhà đầu tư tăng cao. Lợi nhuận từ hoạt động đầu tư đóng góp đều đặn **700–800 tỷ LNTT/quý** cho SSI.
- **Chi phí vốn đầu vào thấp hơn các đối thủ khác.** Chi phí vốn đầu vào của SSI được giữ ở mức thấp khoảng 3,5%-4,5% trong vòng 5 năm qua – thấp hơn khá nhiều so mặt bằng chung toàn ngành là 5,0–8,0%. Điều này là nhờ: (1) SSI vay từ cả các định chế tài chính trong nước và quốc tế; (2) các tài sản đảm bảo có giá trị và thanh khoản cao; và (3) vị thế tín nhiệm hàng đầu sau 25 năm hoạt động. Chi phí vốn thấp giúp SSI có thể áp dụng mức lãi cho vay margin thấp hơn để thu hút thị phần, tuy nhiên vẫn đảm bảo được chênh lệch lợi suất cũng như lợi nhuận thuần từ hoạt động cho vay margin vượt trội hơn so với các đối thủ khác.
- **Tỷ suất sinh lời ROA, ROE được duy trì đều đặn dù tăng vốn liên tục trong các năm vừa qua, cho thấy hiệu quả sử dụng vốn tốt.**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**5.374**	**6.476**	**7.085**	**7.708**
Tăng trưởng	-12%	20%	9%	9%
LNST	**1.699**	**2.293**	**3.024**	**3.449**
Tăng trưởng	-37%	35%	32%	14%
P/B (x)	1,2	2,1	1,9	1,7
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**31.600**



BAOVIET Securities

HCM

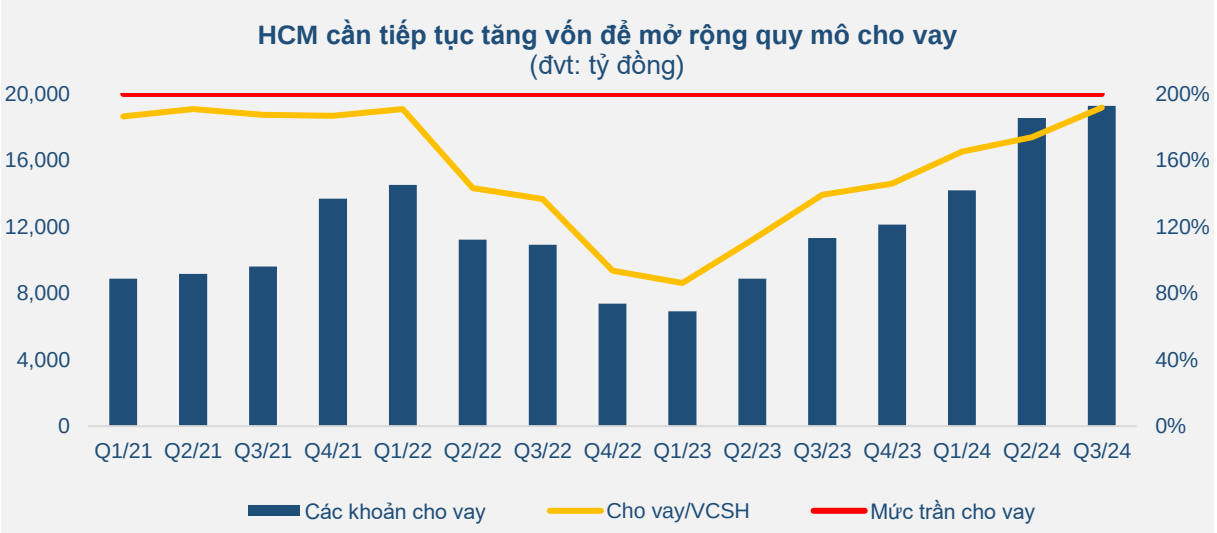
OUTPERFORM | Target: 35.600 VNĐ/CP | Upside: +21,5%

HCM – Tiếp tục tăng vốn để trở lại cuộc đua thị phần

Giá hiện tại: **29.300 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **35.600 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+21,5% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

- **Nghiệp vụ IB và môi giới KHTC thuộc top đầu thị trường**, nhờ vào (1) cổ đông lớn Dragon Capital; (2) kinh nghiệm hoạt động lâu năm cùng đội ngũ chuyên môn cao; và (3) mối quan hệ với các tổ chức, định chế trong nước và quốc tế giúp tăng khả năng phân phối và bán chéo các sản phẩm.
- **Cơ cấu danh mục đầu tư an toàn.** Danh mục đầu tư hiện tại của HCM có 27% là cổ phiếu và chứng chỉ quỹ ETF (khoảng gần 2.400 tỷ đồng), trong đó chủ yếu tập trung phần lớn vào các mã trong VN30; và khoảng 6.300 tỷ đồng trái phiếu phát hành bởi các ngân hàng. Các mã cổ phiếu trong danh mục đầu tư có vốn hóa lớn, thanh khoản tốt, giúp giảm rủi ro mất vốn và phải trích lập dự phòng. Danh mục dự kiến sẽ đóng góp tích cực vào KQKD của HCM khi dự báo VNIndex đạt 1.400 điểm trong năm 2025.
- **Dư địa cho vay có thể tiếp tục mở rộng nhờ kế hoạch tăng vốn mới**. Tỷ lệ dư nợ cho vay/VCSH cuối Q3.24 của HCM đạt 192%, đã gần chạm mức trần theo quy định là 200%. Công ty đã trình ĐHCĐ về kế hoạch phát hành quyền mua cho CĐHH với tỷ lệ 2:1, giá chào bán 10.000 đồng/cp. Nếu thành công, HCM dự kiến thu về số tiền khoảng 3.600 tỷ đồng, và dư địa cho vay margin có thể tăng lên hơn 2.300 tỷ đồng (hiện tại là 827 tỷ đồng) – từ đó đóng góp tích cực vào KQKD của Công ty trong thời gian tới.
- **Mảng môi giới KHCN là điểm yếu, tuy nhiên kỳ vọng sẽ có những sự cải thiện nhất định trong thời gian tới**. Trong các năm trước đây, chính sách/sản phẩm dành cho tập KHCN của HCM trước đây chưa hấp dẫn bằng các CTCK khác, ví dụ: mức phí giao dịch cao, thủ tục mở tài khoản chưa linh hoạt, báo cáo phân tích chỉ phục vụ cho nhóm KHTC… đã khiến thị phần của HCM giảm dần từ năm 2020 trở lại đây. Kể từ tháng 10/24, HCM đã hạ biểu phí giao dịch xuống mức tối thiểu 0,10% (trước đây là 0,15–0,35%), đồng thời hạ lãi suất cho vay margin từ 13,5% xuống 13,0%. Chúng tôi kỳ vọng với những chính sách sản phẩm mới này sẽ thu hút thêm tập KHCN cho HCM trong thời gian tới.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**2.851**	**2.254**	**3.213**	**3.712**
Tăng trưởng	-15%	-21%	43%	16%
LNST	**852**	**674**	**977**	**1.262**
Tăng trưởng	-26%	-21%	45%	29%
P/B (x)	1,2	1,9	1,9	1,7
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**35.600**



BAOVIET Securities

NDN

OUTPERFORM | Target: 12.800 VNĐ/CP | Upside: +43,8%

NDN – Định giá rẻ, chất lượng tài sản tốt

Giá hiện tại: **8.900 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **12.800 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+43,8% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

- **Cơ cấu tài sản có tính thanh khoản cao.** Tại cuối Q3.24, tổng tài sản của NDN đạt 1.277 tỷ đồng, nợ phải trả đạt 183 tỷ đồng và VCSH đạt 1.094 tỷ đồng. Có thể thấy cơ cấu danh mục tài sản có tính thanh khoản cao và chất lượng tốt.
- Khoản mục nợ phải trả 183 tỷ đồng, tập trung ở các khoản như: phải trả người bán ngắn hạn 50 tỷ đồng; phí bảo trì chung cư Monarchy B 43 tỷ đồng; người mua trả tiền trước tại Monarchy B 17 tỷ đồng; vay margin để đầu tư chứng khoán 59 tỷ đồng. Như vậy, công ty có lợi thế về việc chiếm dụng vốn từ khách hàng, hỗ trợ bổ sung vốn cho hoạt động kinh doanh.
- **Hoạt động SXKD.** Hiện tại, doanh thu của NDN đến từ 2 mảng kinh doanh chính: (1) chuyển nhượng và cho thuê BĐS tại dự án Monarchy; và (2) kinh doanh đầu tư cổ phiếu niêm yết.
    - **Ở hoạt động BĐS.** dự kiến NDN sẽ bàn giao và ghi nhận doanh thu 6 căn hộ tại dự án này trong Q4.24. Công ty còn 112 sản phẩm chưa mở bán, dự kiến sẽ tiếp tục mở bán và ghi nhận KQKD trong các quý sắp tới. Ngoài ra, với các căn hộ chưa mở bán, NDN cũng tạo thêm giá trị thặng dư nhờ đầu tư nội thất và cho thuê các sản phẩm này. Lưu ý: Giá trị ghi sổ các sản phẩm này hiện tại khoảng 1,5–1,6 tỷ đồng/căn – thấp hơn khoảng 70–75% so với mức giá thị trường là khoảng 2,7 tỷ đồng/căn.
    - **Ở hoạt động đầu tư kinh doanh cổ phiếu.** Doanh thu/lợi nhuận sẽ đi theo diễn biến của thị trường chứng khoán.

Cơ cấu tài sản	Giá trị (tỷ đồng)	Ghi chú
Tiền và tương đương tiền	137	- Tại cuối năm 2023, Cục thi hành án dân sự TP. Đà Nẵng quản lý số tiền của NDN là 215 tỷ đồng theo Công văn của Công an TP. Đà Nẵng. - Tuy nhiên, hiện tại NDN không còn bị tạm giữ khoản tiền này do đã thực hiện xong nghĩa vụ liên quan đến vụ án của ông Nguyễn Quang Trung trong đầu năm 2024.
Đầu tư tài chính ngắn hạn	630	- Danh mục cổ phiếu niêm yết 452 tỷ đồng và tiền gửi có kỳ hạn 178 tỷ đồng. - Danh mục cổ phiếu của NDN bao gồm những cổ phiếu: HPG, STB, TCB, BSR, VHM, QTP, HVN, MBB, PVT – cổ phiếu có triển vọng tốt và có thanh khoản cao.
Hàng tồn kho và căn hộ cho thuê tại Monarchy B	188	- Đây là giá trị các sản phẩm cuối cùng của dự án Monarchy B. Dự án đã hoàn thiện toàn bộ phần xây dựng, đã bàn giao được khoảng 663/781 căn hộ.
Khoản phải thu	129	- Khoản phải thu liên quan đến dự án Monarchy B đạt 103 tỷ đồng; - Phải thu về cho vay với 2 pháp nhân liên quan đến BLĐ 22 tỷ đồng.
BĐS đầu tư	95	- Quyền sử dụng đất tại lô A2.21 Phan Đăng Lưu 16 tỷ đồng - Hầm gửi xe và nhà trẻ tại Mornachy B 74 tỷ đồng - TTTM Tầng 1 và 1 căn hộ tại Lapaz Tower 4 tỷ đồng.
Đầu tư tài chính dài hạn	55	- CTCP Việt Nam Equity 4 tỷ đồng - CTCP Xây lắp Phát triển Nhà Đà Nẵng 42 tỷ đồng (HNX: NDX) - CTCP Cấp nước Đà Nẵng Ngọc Hồi 9 tỷ đồng.
Tài sản khác	42	- Thuế hoãn lại, thuế GTGT, chi phí trả trước, tài sản cố định, tài sản dở dang, tài sản khác.
Tổng tài sản	**1.277**	

NDN – Định giá rẻ, chất lượng tài sản tốt

Giá hiện tại: **8.900 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **12.800 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+43,8% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

- **NDN không còn chịu rủi ro liên quan đến vụ án của ông Nguyễn Quang Trung.** Ngày 7/12/2021, Cơ quan Cảnh sát điều tra – Công an TP. Đà Nẵng ra quyết định khởi tố, bắt giam ông Trung để điều tra các vấn đề từ trước năm 2010 (trước khi CPH). Theo kết luận của bản án xét xử sơ thẩm ngày 04/01/2024, NDN có nghĩa vụ phải hoàn trả lại cho cho UBND TP. Đà Nẵng số tiền **hơn 81 tỷ đồng.** Số tiền này đã được **NDN trích lập và chi trả đầy đủ các chi phí phạt này vào đầu năm 2024.** Như vậy, các tài sản hiện tại và KQKD của NDN không còn chịu rủi ro bị tịch thu/tạm giữ liên quan đến vụ án này nữa trong tương lai.
- **Định giá tài sản.** VCSH hiện tại của NDN đạt **1.094 tỷ đồng** – tương đương BVPS **15.272 đồng/cp.** Trường hợp thận trọng, loại trừ các khoản mục có rủi ro mất thanh khoản cao như khoản phải thu tại dự án Monarchy B hay khoản đầu tư tài chính vào Công ty liên quan, giá trị tài sản ròng còn lại của NDN đạt khoảng **915 tỷ đồng** – tương đương với mức **12.800 đồng/cp.** Giá trị tài sản này chưa xét đến yếu tố hàng tồn kho và BĐS đầu tư tại Monarchy B (tổng cộng **185 tỷ đồng**) chính thức được mở bán, do khi đó tài sản sẽ được định giá theo mức giá trị hợp lý của thị trường, đem lại mức thặng dư lớn hơn đáng kể (ước tính khoảng **70–75%**) so với giá gốc ghi sổ.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**3**	**436**	**68**	**86**
Tăng trưởng	-99%	12.627%	-84%	25%
LNST	**-143**	**218**	**50**	**83**
Tăng trưởng	-	-	-77%	68%
P/B (x)	0,6	0,7	0,6	0,5
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**12.800**

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tại ngày 31 tháng 12 năm 2023

(tiếp theo)

Mã số	NGUỒN VỐN	Thuyết minh	31/12/2023 VND	01/01/2023 VND
300	C. NỢ PHẢI TRẢ		272.458.396.112	600.564.236.598
310	I. Nợ ngắn hạn		271.229.959.332	598.485.765.185
311	1. Phải trả người bán ngắn hạn	16	49.970.178.703	42.710.168.035
312	2. Người mua trả tiền trước ngắn hạn	17	48.558.942.661	454.276.542.339
313	3. Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	18	10.746.410.840	4.279.323.474
314	4. Phải trả người lao động		247.930.955	214.245.800
315	5. Chi phí phải trả ngắn hạn	19	-	33.798.170.368
318	6. Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	21	2.049.392.975	-
319	7. Phải trả ngắn hạn khác	20	158.766.853.198	42.465.484.477
322	8. Quỹ khen thưởng, phúc lợi		890.250.000	20.741.830.692
330	II. Nợ dài hạn		1.228.436.780	2.078.471.413
336	1. Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	21	1.028.436.780	1.878.471.413
337	2. Phải trả dài hạn khác	20	200.000.000	200.000.000
400	D. VỐN CHỦ SỞ HỮU		1.052.744.862.371	896.653.951.062
410	I. Vốn chủ sở hữu	22	1.052.744.862.371	896.653.951.062
411	1. Vốn góp của chủ sở hữu		716.579.360.000	716.579.360.000
411a	- Cổ phiếu phổ thông có quyền biểu quyết		716.579.360.000	716.579.360.000
412	2. Thặng dư vốn cổ phần		17.321.925.260	17.321.925.260
418	3. Quỹ đầu tư phát triển		-	9.838.317.468
421	4. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối		318.843.577.111	152.914.348.334
421a	- LNST chưa phân phối lũy kế đến cuối năm trước		100.697.606.189	295.874.972.371
421b	- LNST chưa phân phối năm nay		218.145.970.922	(142.960.624.037)
440	TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN		1.325.203.258.483	1.497.218.187.660

Đà Nẵng, ngày 25 tháng 3 năm 2024

22 . VỐN CHỦ SỞ HỮU

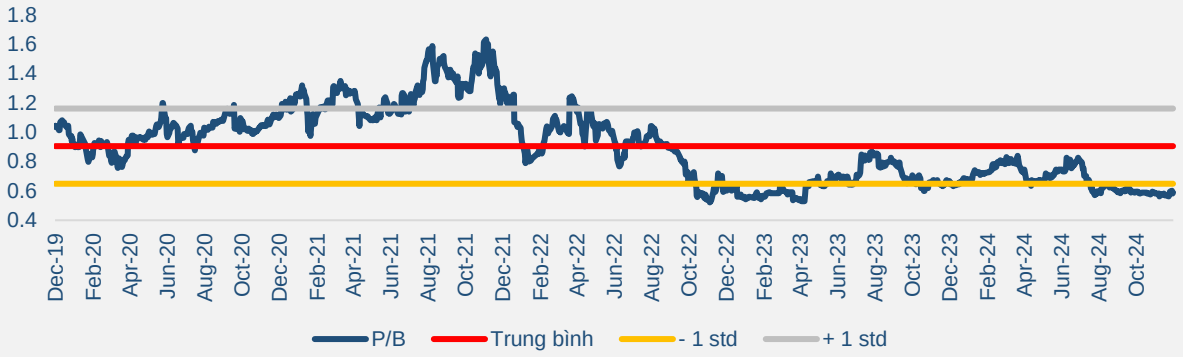
a) Bảng đối chiếu biến động của Vốn chủ sở hữu

	Vốn đầu tư của CSH VND	Thặng dư vốn cổ phần VND	Quỹ đầu tư phát triển VND	Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối VND	Cộng VND
Số dư đầu năm trước	716.579.360.000	17.321.925.260	9.838.317.468	439.190.844.371	1.182.930.447.099
Lãi/(lỗ) trong năm trước	-	-	-	(142.960.624.038)	(142.960.624.038)
Phân phối lợi nhuận (i)	-	-	-	(143.315.872.000)	(143.315.872.000)
Số dư cuối năm trước	716.579.360.000	17.321.925.260	9.838.317.468	152.914.348.334	896.653.951.062
Lãi/(lỗ) trong năm nay	-	-	-	218.145.970.922	218.145.970.922
Giảm khác (ii)	-	-	(9.838.317.468)	(52.216.742.145)	(62.055.059.613)
Số Số dư cuối năm nay	716.579.360.000	17.321.925.260	-	318.843.577.111	1.052.744.862.371

(i) Theo Nghị quyết họp Đại hội đồng cổ đông thường niên số 02/2022/NQ-ĐHĐCĐ-NDN ngày 25/6/2022 thông qua Báo cáo tài chính năm 2021 và phương án phân phối lợi nhuận năm 2021.

(ii) Là các khoản giảm phục vụ cho việc khắc phục thiệt hại do sai phạm trong việc định giá cổ phần hóa giai đoạn 2010 theo kết quả sơ thẩm của Tòa án, tổng số tiền 81.241.490.305 đồng, trong đó:
- Số tiền đã thực chi là 22.000.000.000 đồng được trích từ các nguồn theo Nghị quyết họp Đại hội đồng cổ đông thường niên số 01/2023/NQ-ĐHĐCĐ-NDN ngày 24/6/2023 thông qua việc khắc phục thiệt hại do sai phạm trong việc định giá cổ phần hóa giai đoạn 2010, cụ thể:
+ Quỹ thưởng ban quản lý điều hành công ty 5.994.000.000 đồng
+ Quỹ đầu tư phát triển 9.838.317.468 đồng
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối: 6.167.682.532 đồng
- Phần còn lại chưa chi trả được trích từ những nguồn như sau:
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi: 13.192.430.692 đồng
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối: 46.049.059.613 đồng;
- Số tiền này sẽ được cơ quan thi hành án trích từ số tiền do Cục thi hành án dân sự thành phố Đà Nẵng đang tạm giữ (xem chi tiết tại thuyết minh số 03).

Diễn biến P/B của NDN trong 5 năm vừa qua



DGC

NEUTRAL | Target: 129.300 VNĐ/CP | Upside: +11%

DGC – Câu chuyện dài hạn còn tiếp diễn

DGC - Target: 129.300 VNĐ/CP | Upside: +11%

Bảng khuyến nghị

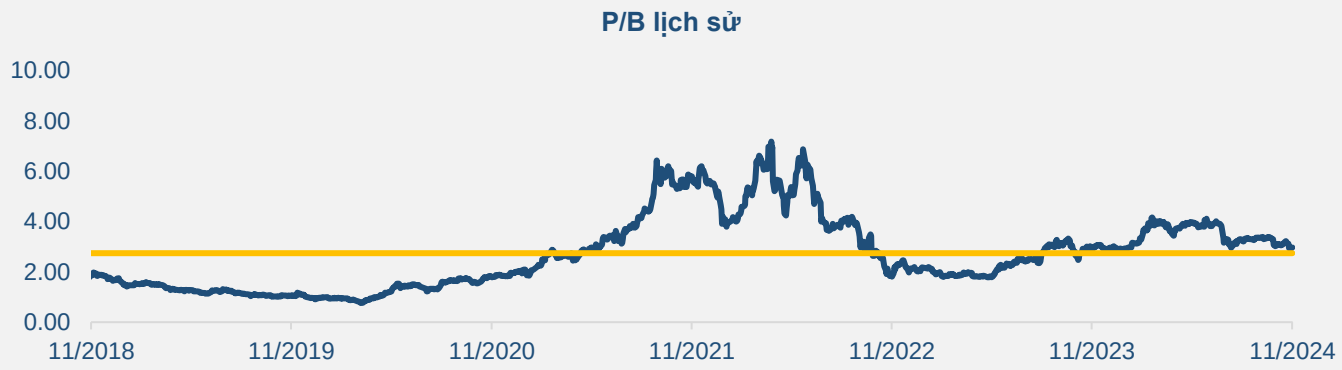
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	129.300 đồng/cp
Giá thị trường:	116.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+11%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2023**	**2024F**	**2025F**	**3YR CAGR**
Doanh thu	**9.748**	**10.150**	**12.025**	**11,1%**
Tăng trưởng	-32,5%	4,1%	18,5%	
Lợi nhuận gộp	**3.455**	**3.632**	**4.720**	**16,9%**
Tăng trưởng	-48,8%	9,4%	43,2%	
Lợi nhuận ròng	**3.100**	**3.125**	**4.271**	**17,3%**
Tăng trưởng	-44,3%	14,6%	36,8%	
EPS (đồng/cp)	**8.186**	**8.223**	**11.246**	
P/E (x)	**15,9**	**15,7**	**11,5**	
P/B (x)	**3,95**	**3,04**	**2,56**	

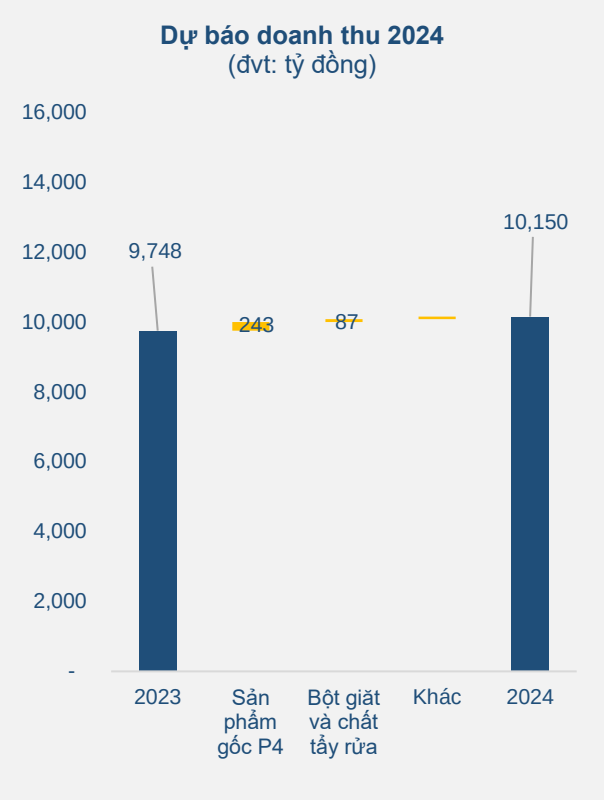
Điểm nhấn đầu tư:

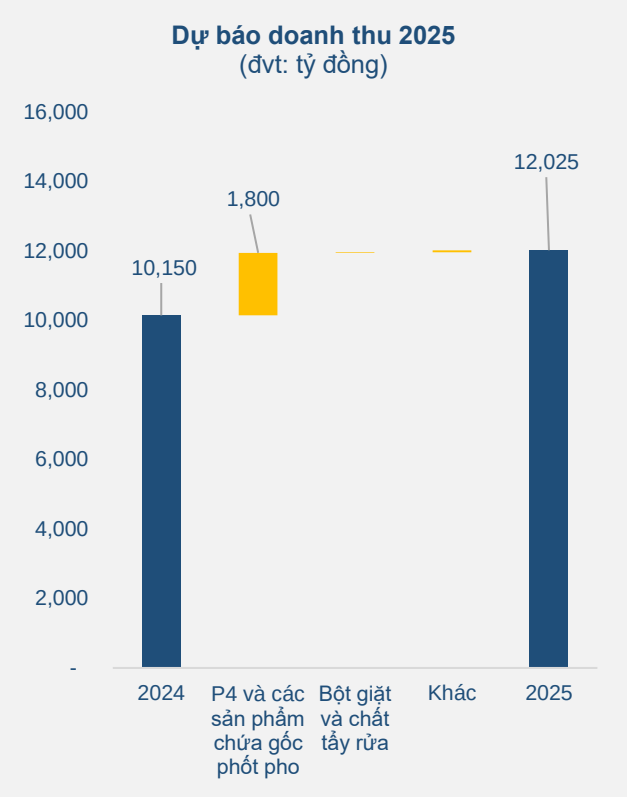
- **Mảng Phốt pho vàng (P4) kỳ vọng tiếp tục tăng trong Q4 và 2025.** Sản lượng P4 bắt đầu phục hồi từ quý 3 khi DGC xuất khẩu gần 13,4 nghìn tấn (+47%YoY; +53%QoQ) và chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu P4 tiếp tục tăng trưởng trong Q4 và 2025 trong bối cảnh thị trường chất bán dẫn tăng trưởng mạnh mẽ, khách hàng các thị trường trọng điểm như Nhật Bản, Hàn Quốc và Đài Loan bắt đầu nhập tồn kho trở lại, đồng thời DGC cũng xuất khẩu đến các thị trường mới tại Đông Nam Á và Mỹ. Về giá bán, BVSC ước tính P4 sẽ tăng nhẹ trong 2025 khoảng 5% trong 2025, khoảng 4200 USD/tấn nhờ giá P4 Trung Quốc tăng do nhu cầu hạ nguồn tại quốc gia này phục hồi (cụ thể là nhu cầu axit photphoric thực phẩm, PCl3 trong sản xuất xe điện). DGC sẽ đẩy mạnh xuất khẩu P4 tới các thị trường trọng điểm thay vì xuất khẩu qua Ấn Độ.
- **Nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào trong 2025.** DGC đang xin thay đổi giấy phép khai thác sản lượng quặng gấp đôi tại Khai trường 25, kỳ vọng cuối năm 2024 sẽ xin được giấy phép, do đó, công ty có thể nâng tỷ lệ tự chủ nguyên liệu đầu vào ở mức 100%.
- **Nhà máy Ethanol sẽ đi vào hoạt động vào Quý 4 năm 2024.** Nhà máy sản xuất ethanol của Công ty TNHH Đại Việt chuyển đổi bột sắn từ nông dân thành ethanol 96% dùng trong thực phẩm và y tế. DGC ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của ethanol trong năm 2025 lần lượt là 1.500 tỷ đồng và 150 tỷ đồng.
- **Dự án Đức Giang – Nghi Sơn bị trì hoãn khởi công trong Q2.2024, sẽ bắt đầu trong tháng 12.2024.** Dự án này sẽ cung cấp sản phẩm Xút và các dẫn xuất từ Clo, trong đó có PCl_3 – một thành phần quan trọng trong sản xuất pin xe điện. Ban lãnh đạo kỳ vọng dự án Nghi Sơn ghi nhận kết quả kinh doanh vào 2026 với mức doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt 2.000–2.500 tỷ đồng và 220–250 tỷ đồng.

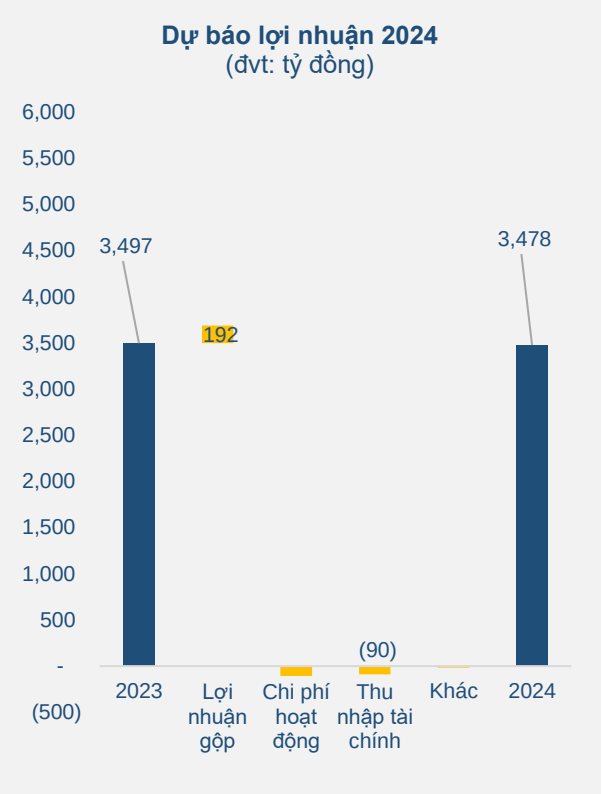


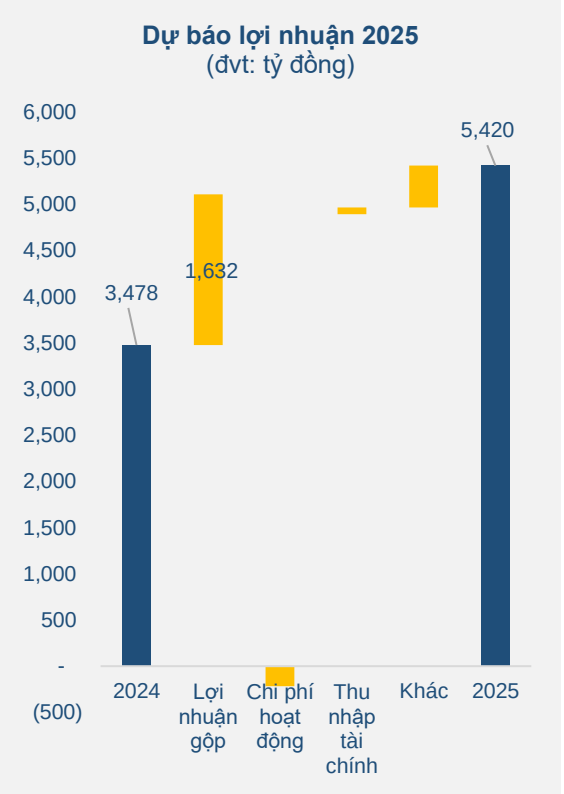
DGC – Phân tích động lực tăng trưởng

DGC - Target: 129.300 VNĐ/CP | Upside: +11%









Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ P4 và các sản phẩm chứa gốc phốt pho. Trong đó:

- P4 có mức tăng trưởng sản lượng 35% trong 2024, tuy nhiên, giá bán P4 lại giảm nhẹ so với 2023. Sang 2025, P4 có mức tăng trưởng sản lượng 27% và giá bán P4 kỳ vọng tăng nhẹ 5% do nhu cầu tiêu thụ P4 phục hồi ở Trung Quốc trong bối cảnh nền kinh tế chung phục hồi.
- Lợi nhuận gộp P4 ước tính tăng 6% trong 2024, đóng góp khoảng 192 tỷ đồng, biên lãi gộp 35,8% (tăng 1.2 bps so với 2023). Sang 2025, lợi nhuận P4 ước tính tăng 30%YoY, đóng góp nhờ DGC nâng tỷ lệ tự chủ lên 100% và giá bán phục hồi.

BAOVIET Securities

DGC – Cập nhật các dự án mới trong dài hạn

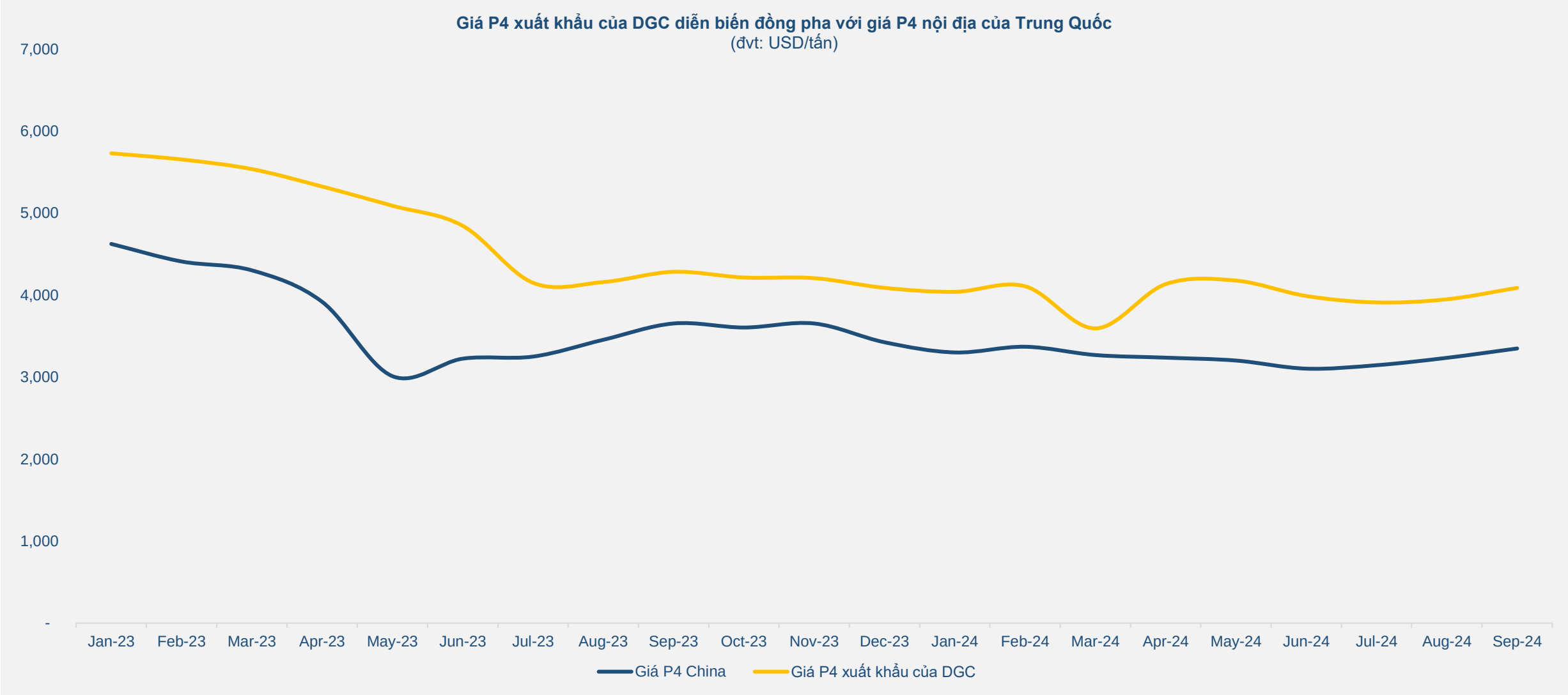
DGC - Target: 129.300 VNĐ/CP | Upside: +11%

Dự án	Đức Giang - Nghi Sơn	Alumin
Tổng vốn đầu tư	- 2.400 tỷ đồng, ưu tiên nguồn vốn tự có.	- 57.000 tỷ đồng, VCB đã ký cam kết cho vay 14.500 tỷ đồng.
Công suất hằng năm	- Giai đoạn 1: 50 nghìn tấn Xút. - Giai đoạn 2: 100 nghìn tấn Xút và 160 nghìn tấn PVC.	- 1,2 triệu tấn Alumin.
Tiến độ mới nhất	- Đã được phê duyệt báo cáo tác động môi trường. - Đặt hàng các thiết bị chính để khởi công dự án. - Hoàn thành thiết kế cơ bản và thiết kế chi tiết cho nhà máy. - Đang xin giấy phép xây dựng.	- Đã ký MOU với tỉnh Đắc Nông cho dự án bauxit với mức đầu tư khoảng 2,3 tỷ USD (chỉ đứng sau TH True Milk với tổng mức đầu tư 3,6 tỷ USD). - Ưu tiên những nhà đầu tư có năng lực tài chính và công nghệ cao. - DGC bắt đầu tuyển dụng những vị trí chủ chốt cho dự án Alumin. - DGC đã xây dựng nhà máy phân bón NPK tại tỉnh Đắk Nông như một dịch vụ xã hội. - Công ty đang nộp đơn xin khai thác bauxit và chế biến thành Alumin.
Bắt đầu khởi công	- Giai đoạn 1: delay đến tháng 12.2024 - Giai đoạn 2: 4-5 năm tới.	- 2-3 năm tới (trong điều kiện thuận lợi).
Kết quả kinh doanh dự kiến	- Mất khoảng 1,5 năm để hoàn thành xong tổ hợp Nghi Sơn, bắt đầu ghi nhận KQKD vào 2026. - Ban lãnh đạo tự tin chỉ mất 2 tháng nhà máy sẽ chạy full công suất. - Doanh thu: 2.000–2.500 tỷ đồng/năm. - Lợi nhuận ròng: 200-220 tỷ đồng/năm. Tỷ suất sinh lời 10% do nguyên liệu đầu vào phải mua từ bên ngoài.	- Mất khoảng 2 năm xây dựng, bắt đầu ghi nhận KQKD vào 2029–2030. - Doanh thu: 4.800 tỷ đồng/năm. - Tỷ suất sinh lời 20%.
Tiềm năng tăng trưởng	- Nguồn cung Xút tại Việt Nam chỉ mới đáp ứng 40% nhu cầu tiêu thụ. - Tiềm năng tăng trưởng ngành Xút là 10%/năm. - Tận dụng Xút để sản xuất Alumina (cần 70 nghìn tấn/năm). - Tận dụng khí Cl2 từ quá trình sản xuất Xút để sản xuất photpho triclorua - một thành phần quan trọng trong sản xuất chất bán dẫn và pin xe điện. - Ban lãnh đạo DGC cho biết thị trường pin LFP đang rất tiềm năng trong bối cảnh 90% công suất sản xuất pin LFP toàn cầu đang nằm tại Trung Quốc nhưng các tập đoàn đa quốc gia lại đang muốn đa dạng hoá nhà cung cấp thay vì phụ thuộc vào Trung Quốc. - DGC nỗ lực hướng tới việc sản xuất PVC vì tỷ suất sinh lợi cao, ước tính lợi nhuận có thể đạt 400-500 USD/tấn nếu giá PVC đạt 800-900 USD.	- Tốc độ tăng trưởng thị trường Alumin tại Khu vực Châu Á Thái Bình Dương 9-10%/năm trong giai đoạn 2022-2032.

BAOVIET Securities

Thị trường Phốt pho vàng

Diễn biến giá P4 giai đoạn 2023-2024

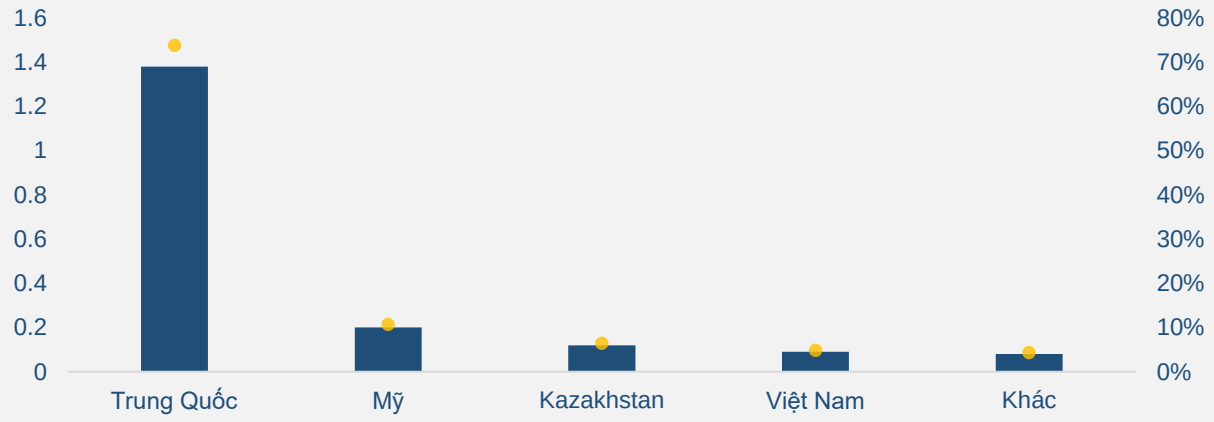


BAOVIET Securities

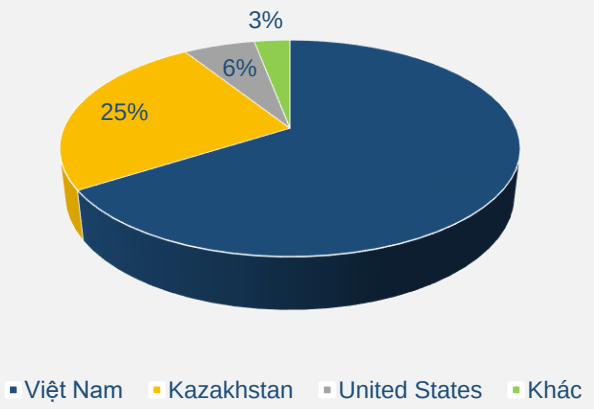
Thị trường Phốt pho vàng

Việt Nam thuộc top 3 quốc gia có giá trị xuất khẩu P4 lớn nhất năm 2022

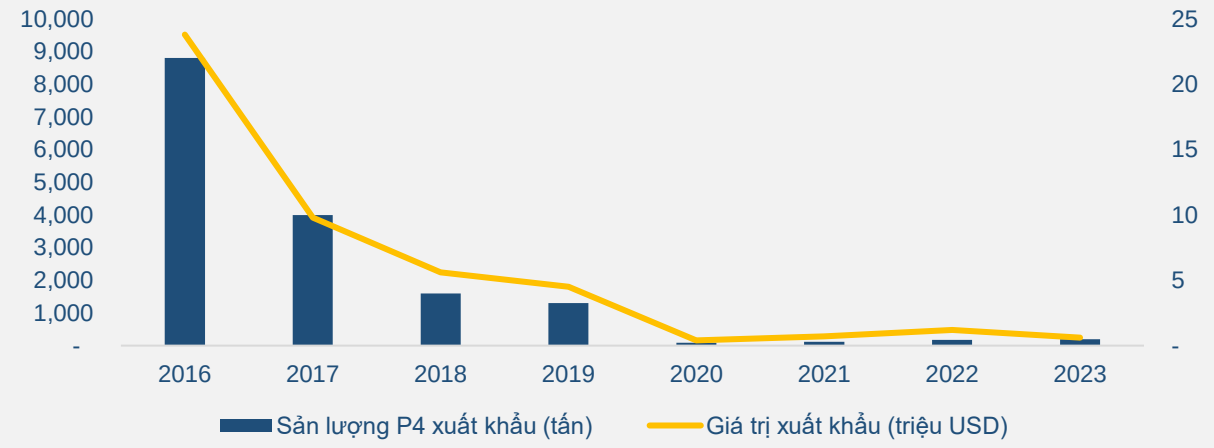
Công suất sản xuất Phốt pho vàng của một số quốc gia trên thế giới
(đvt: triệu tấn)



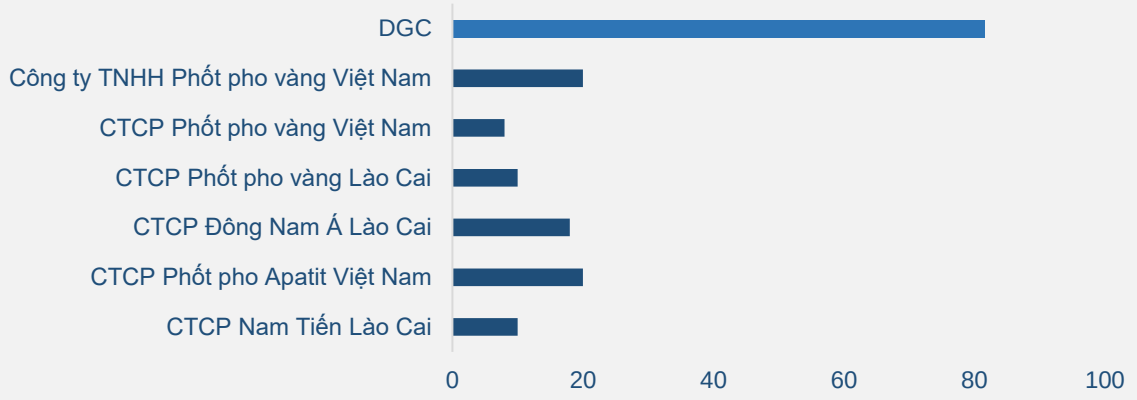
Thị phần các quốc gia xuất khẩu Phốt pho vàng (theo giá trị xuất khẩu) năm 2022



Giá trị xuất khẩu và sản lượng P4 của Trung Quốc giai đoạn 2016-2023



Công suất sản xuất Phốt pho vàng 2023
(đvt: nghìn tấn)

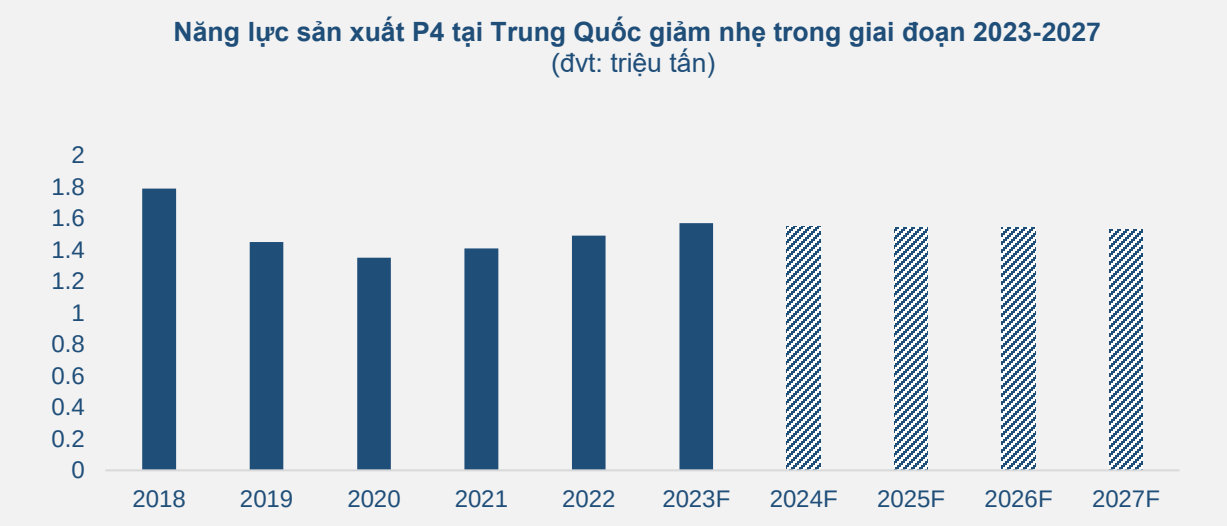


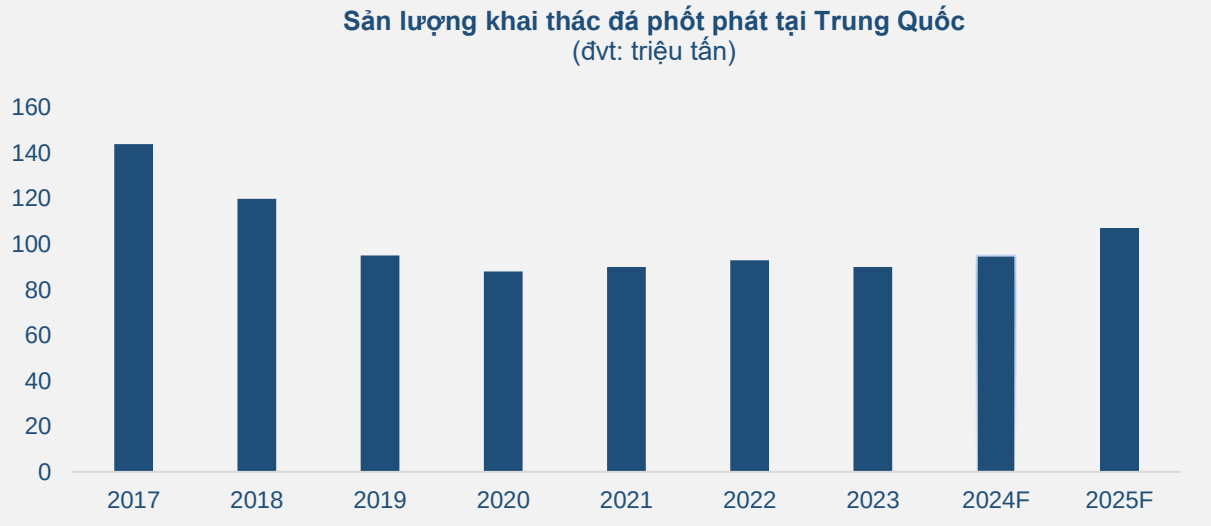
Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc, SDIC Anxin Futures, World Integrated Trade Solution, Báo cáo Chiến lược phát triển ngành Hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035

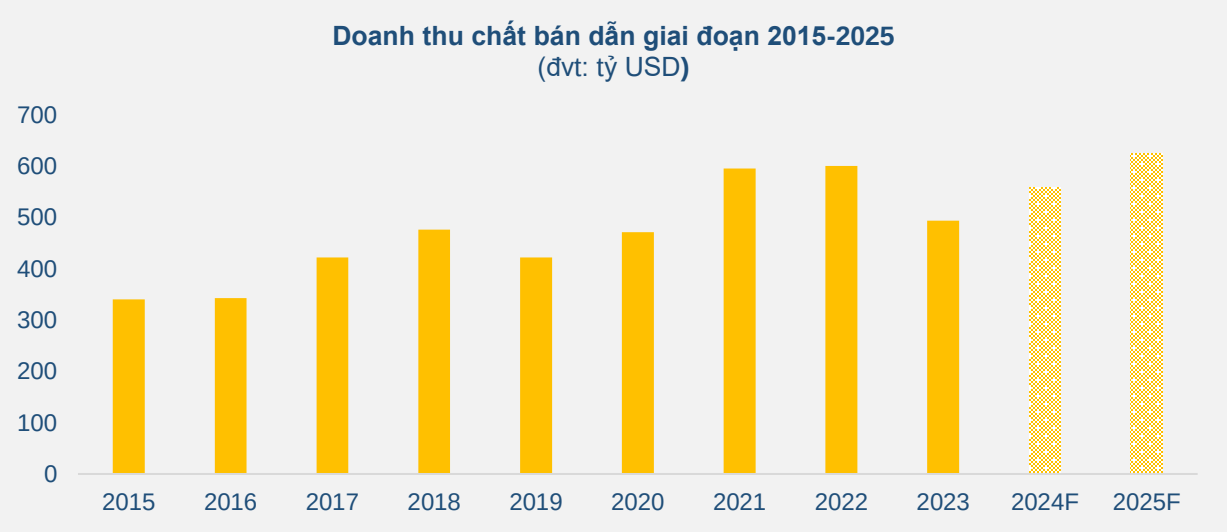
BAOVIET Securities

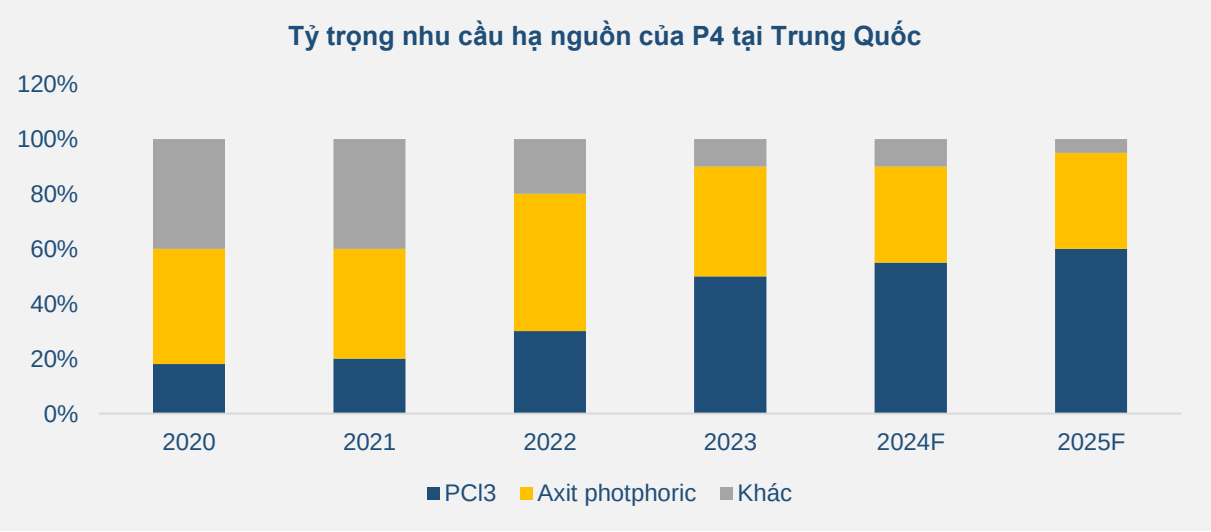
Cung/cầu Phốt pho vàng

Triển vọng 2025









Nguồn: Longzhong Information; Financial.sina, Precedence research, SIA

BAOVIET Securities

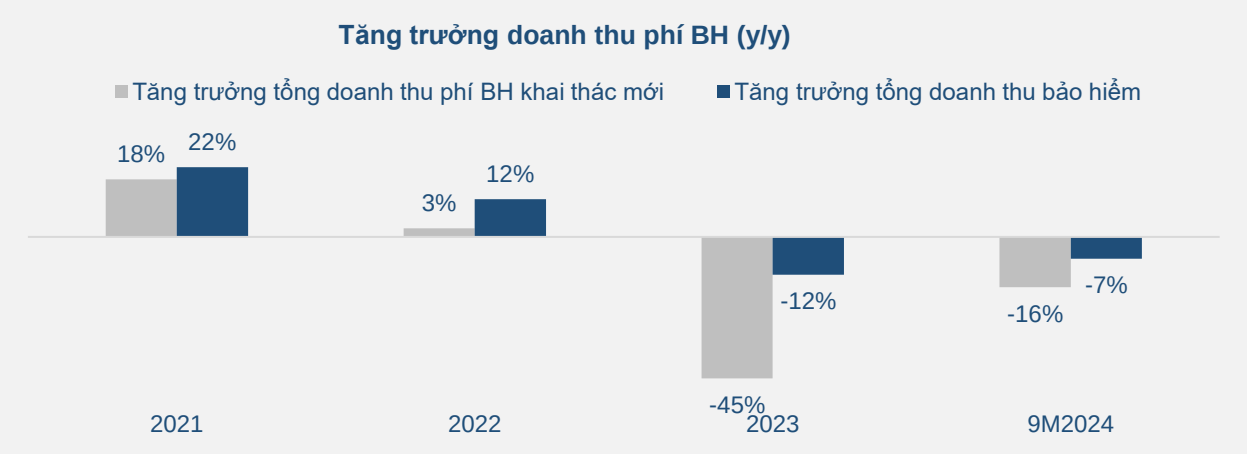
Ngành Bảo hiểm

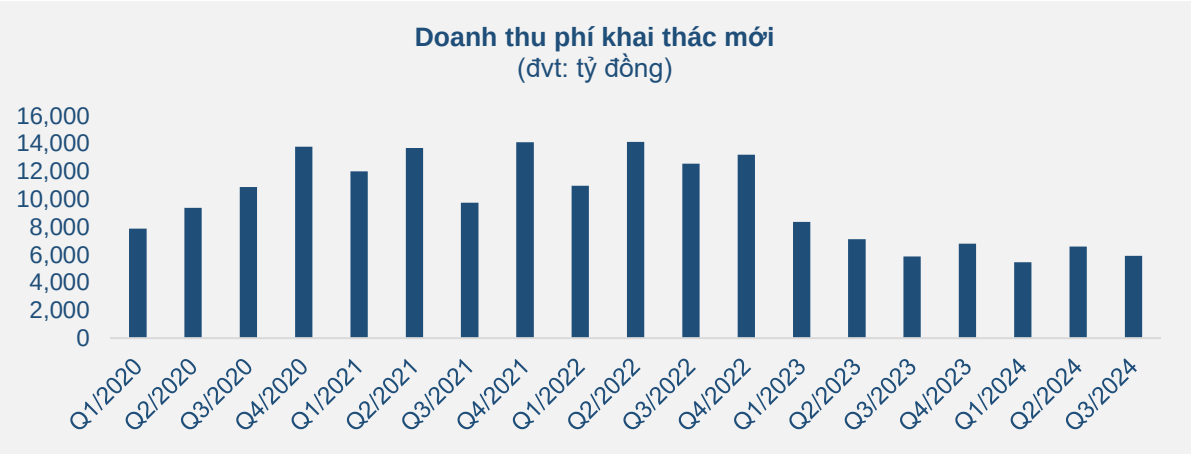
BH NT vẫn khó khăn, BH PNT tăng trưởng tích cực

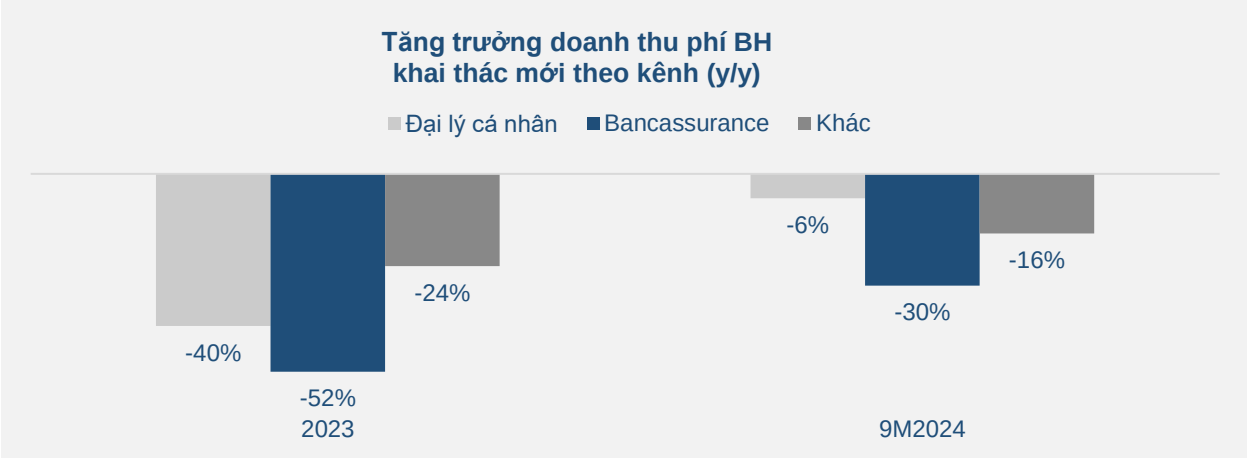
BAOVIET Securities

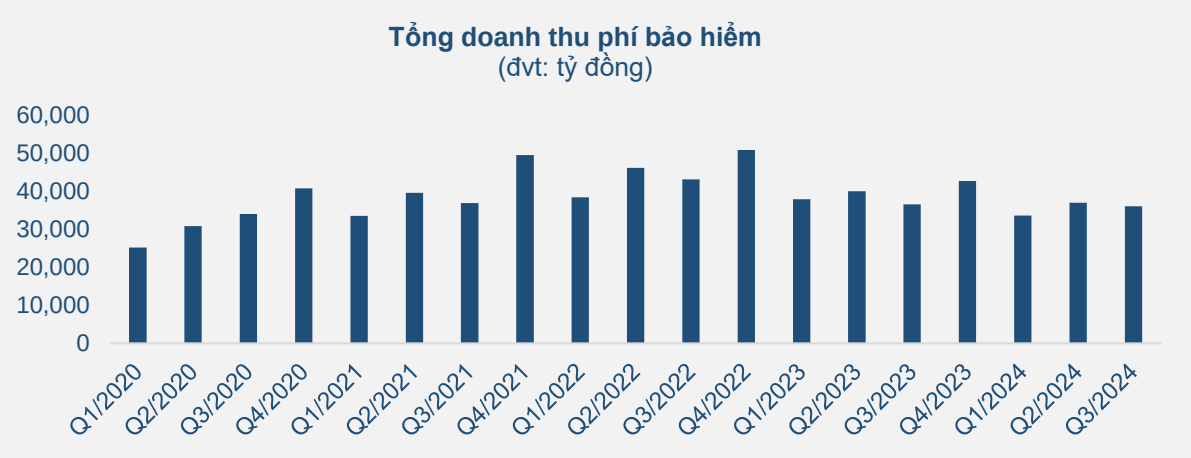
Bảo hiểm nhân thọ vẫn trong giai đoạn khó khăn

Ngành Bảo hiểm





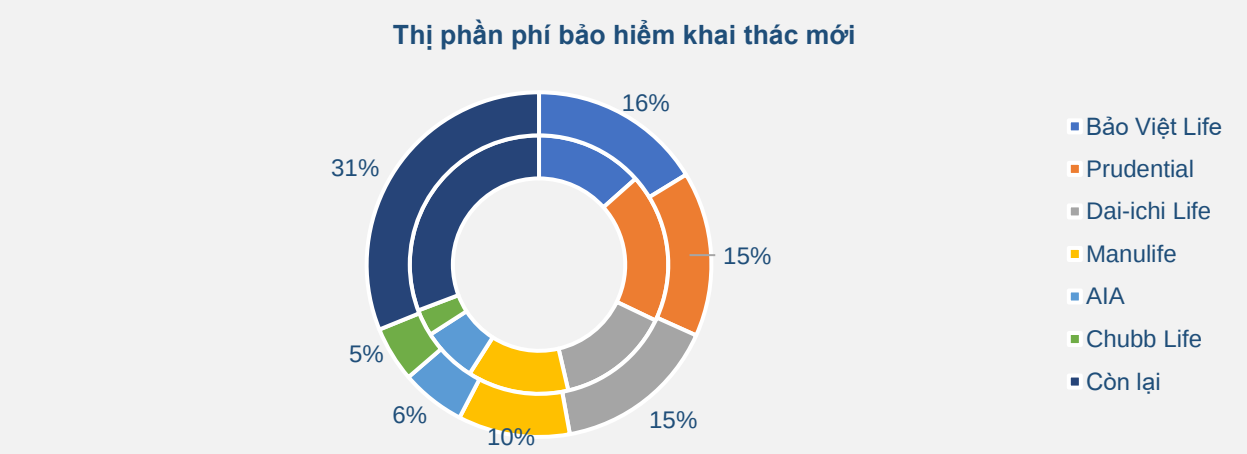


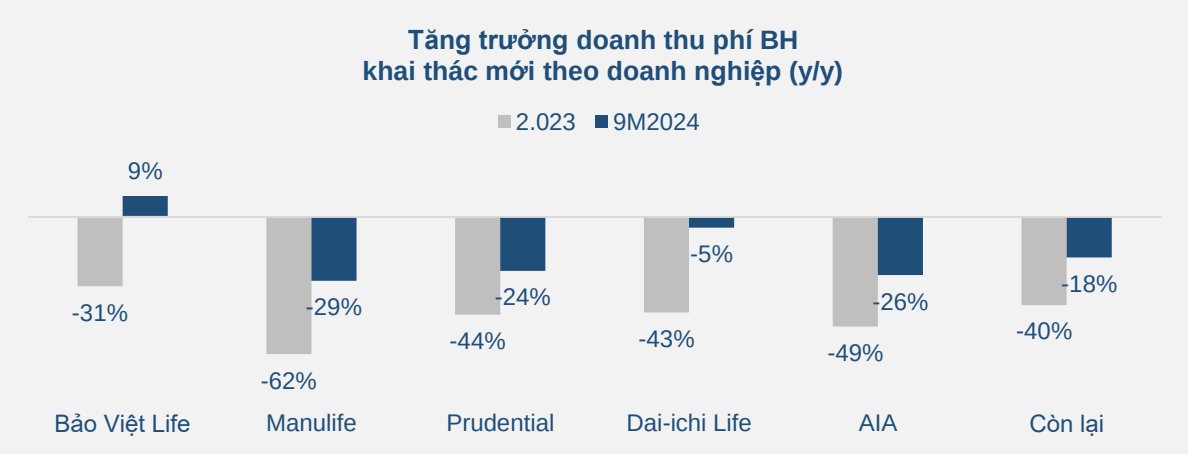


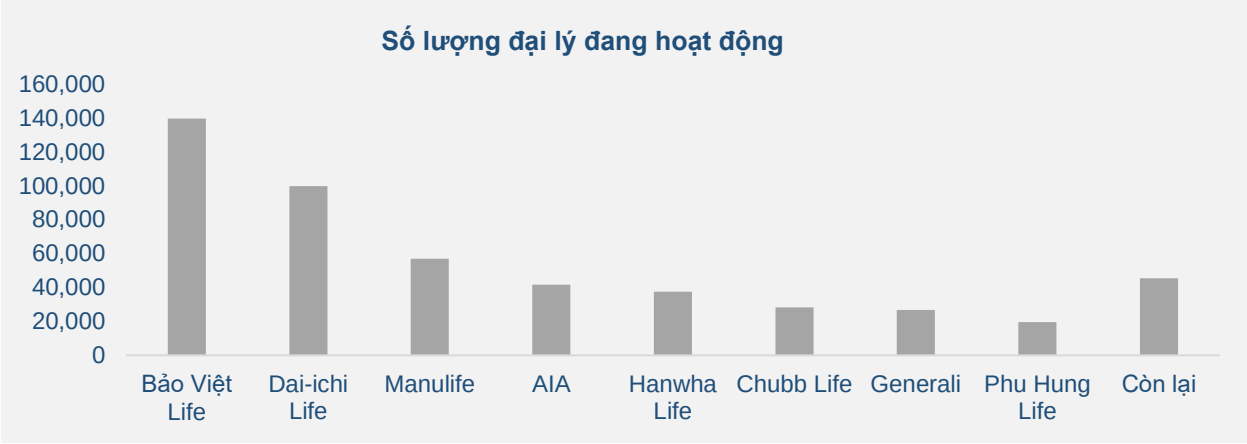
- 9 tháng đầu năm 2024 cả doanh thu phí BH khai thác mới và tổng doanh thu bảo hiểm đều vẫn giảm so với cùng kỳ. Tuy nhiên mức giảm đã thấp hơn so với năm 2023.
- Kênh banca vẫn gặp nhiều khó khăn khi suy giảm doanh thu phí -30% y/y trong 9T2024.

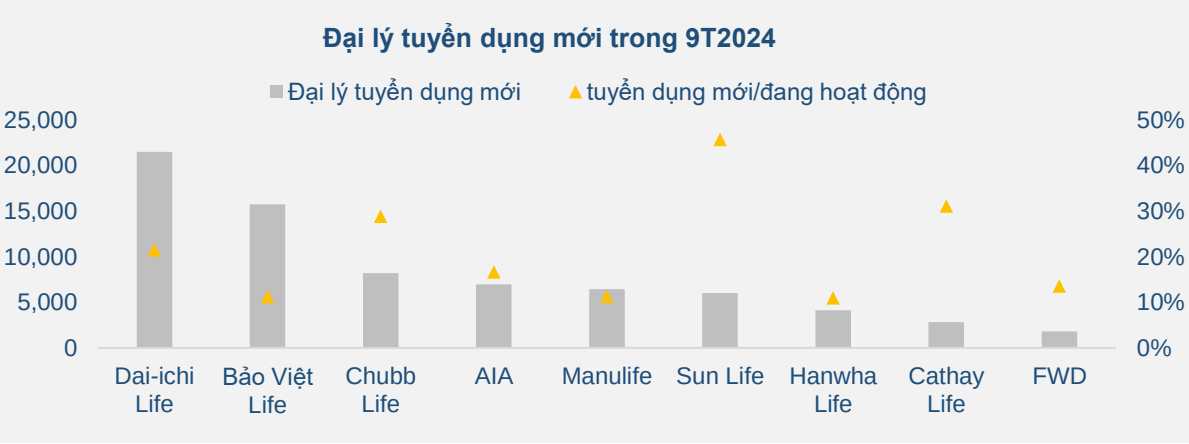
Bảo hiểm nhân thọ vẫn trong giai đoạn khó khăn

Ngành Bảo hiểm







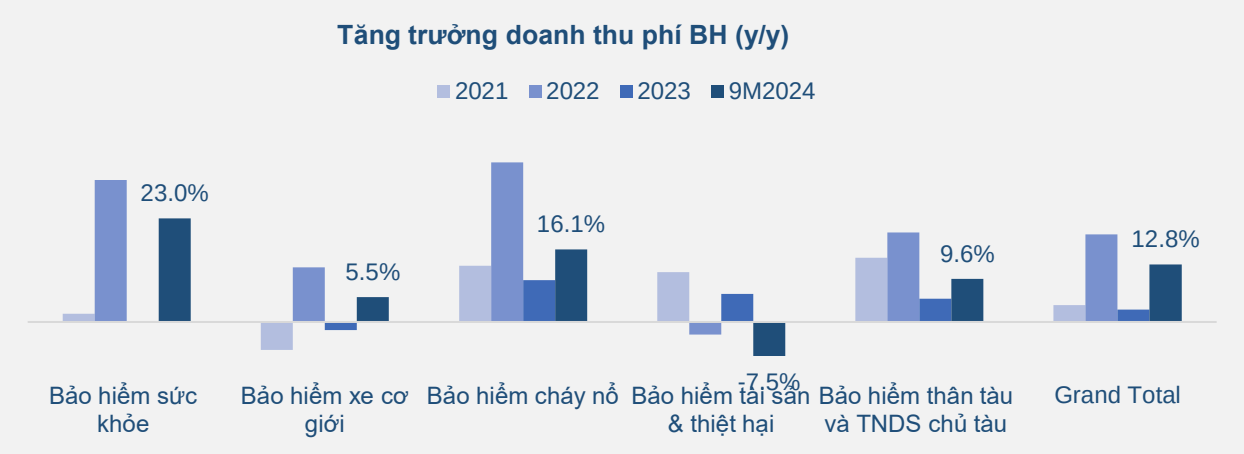


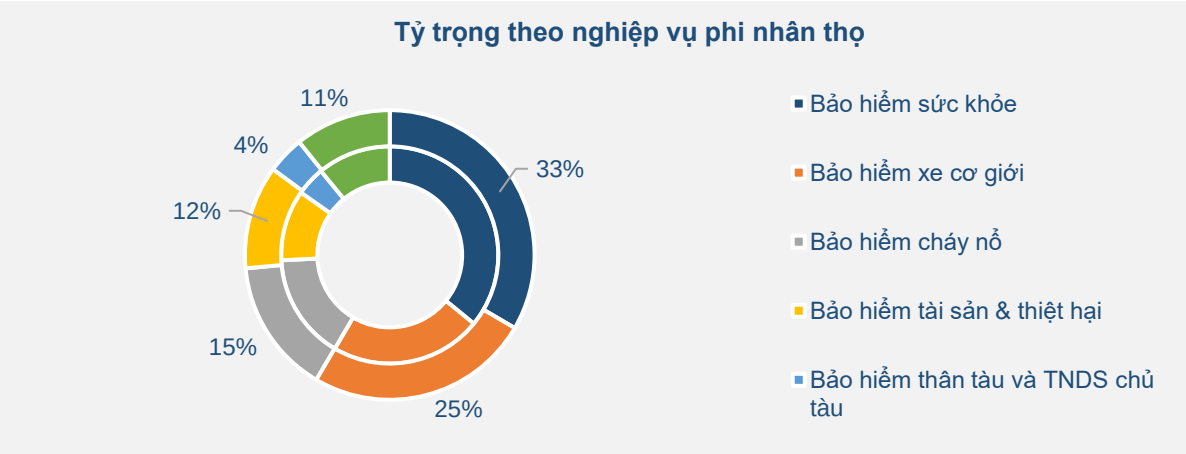
- Thị phần phí BH khai thác mới của BV Life tăng lên 16%, do đây là DN bảo hiểm có kênh đại lý lớn và doanh thu từ hoạt động banca thấp. Trong 9 tháng đầu năm 2024, BV Life cũng là một trong những doanh nghiệp BHNT có quy mô lớn duy nhất có tăng trưởng doanh thu phí khai thác mới.
- Quy mô kênh đại lý của BV Life vượt trội so với các doanh nghiệp khác, tuy nhiên, Dai-ichi đang có số lượng đại lý tuyển dụng mới tăng mạnh nhất trong 9T2024.

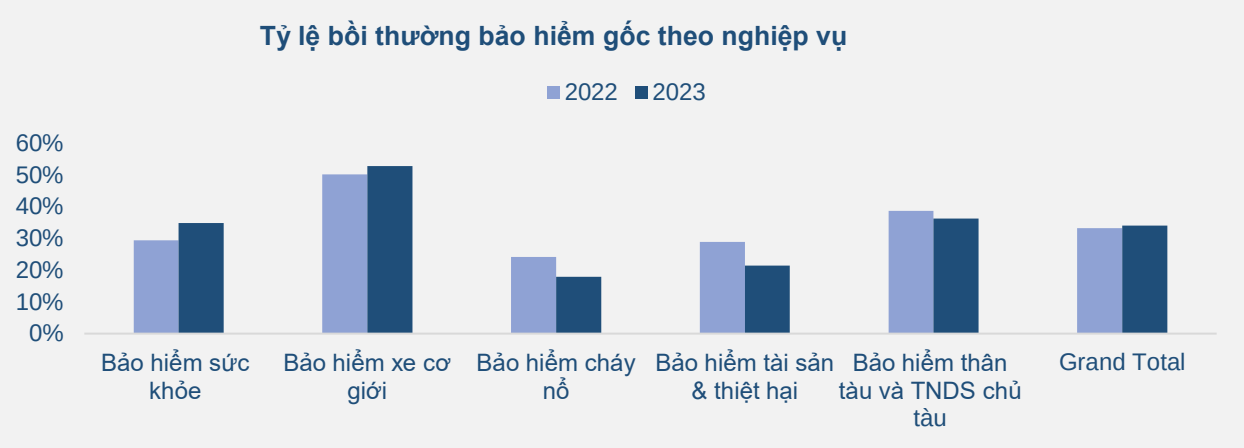
BAOVIET Securities

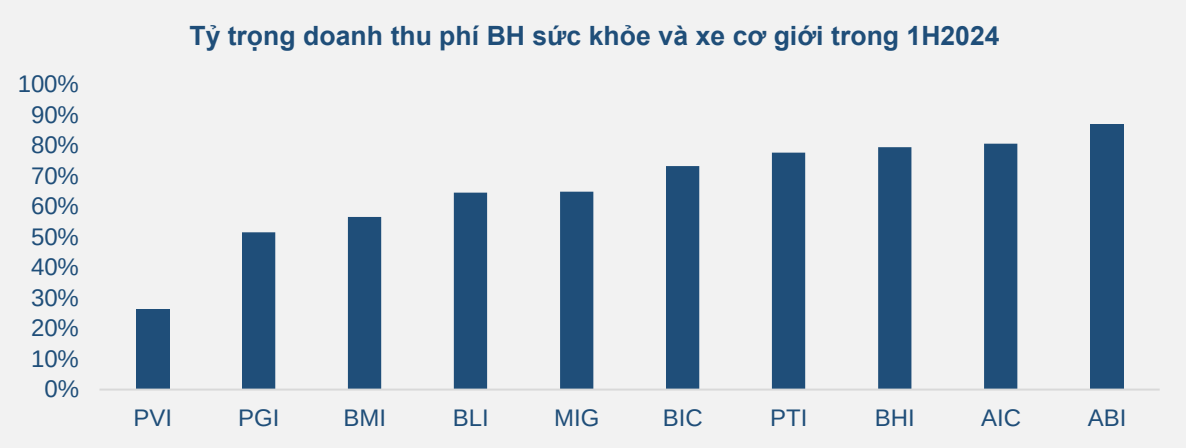
Bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục tích cực

Ngành Bảo hiểm







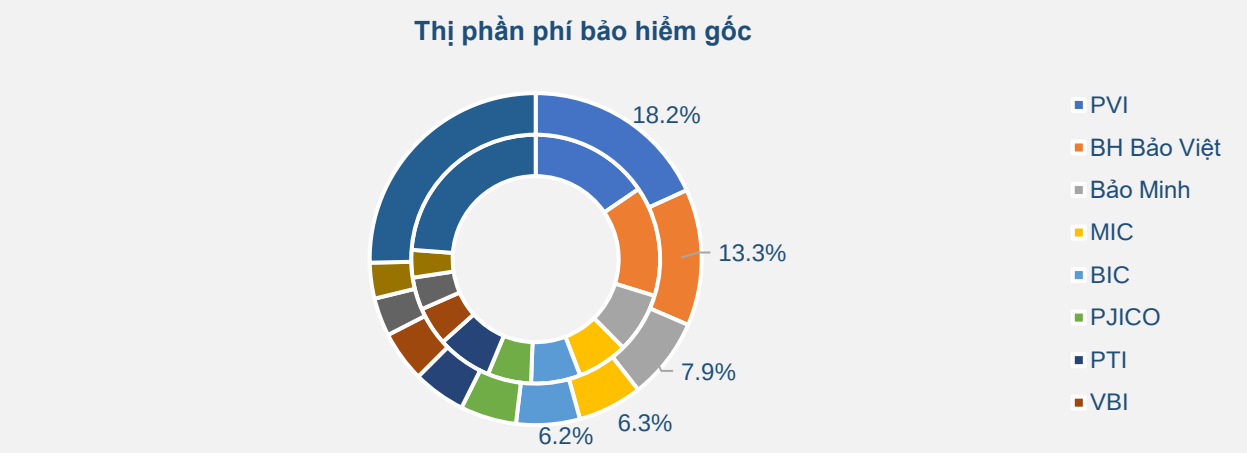


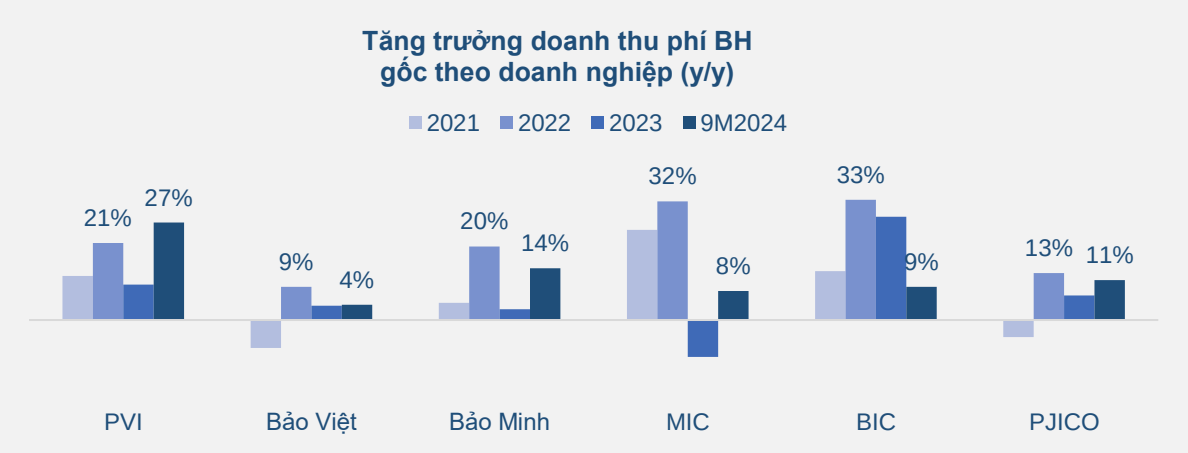
- Doanh thu phí BH gốc của BH PNT tăng trưởng đạt 12,8% y/y trong 9T2024.
- Quy mô lớn nhất vẫn tập trung vào bảo hiểm sức khỏe, xe cơ giới, cháy nổ và BH tài sản. Tỷ trọng phần BH sức khỏe và xe cơ giới chiếm tỷ trọng lớn hơn 50% trong cơ cấu doanh thu các doanh nghiệp BH PNT, trừ PVI.

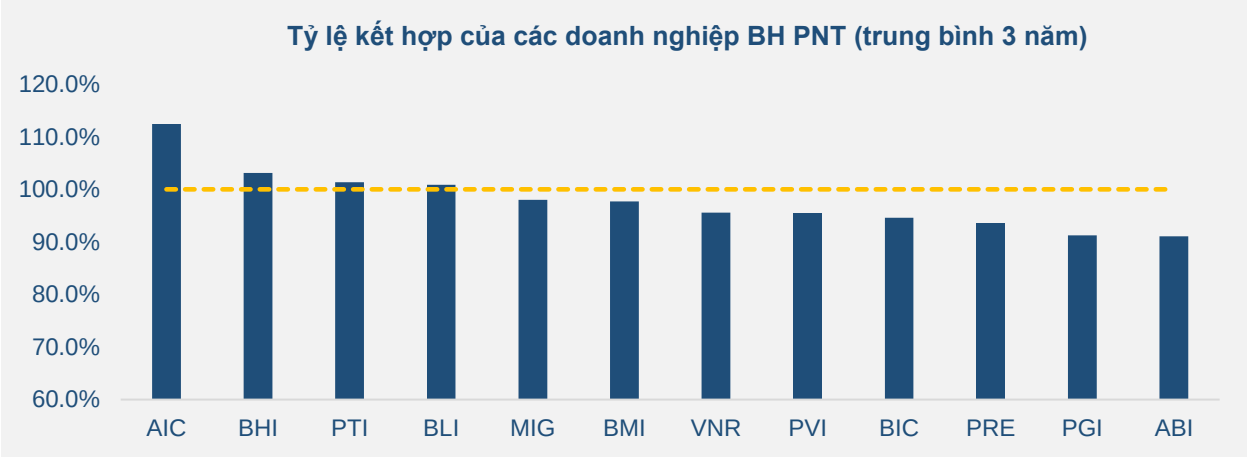
BAOVIET Securities

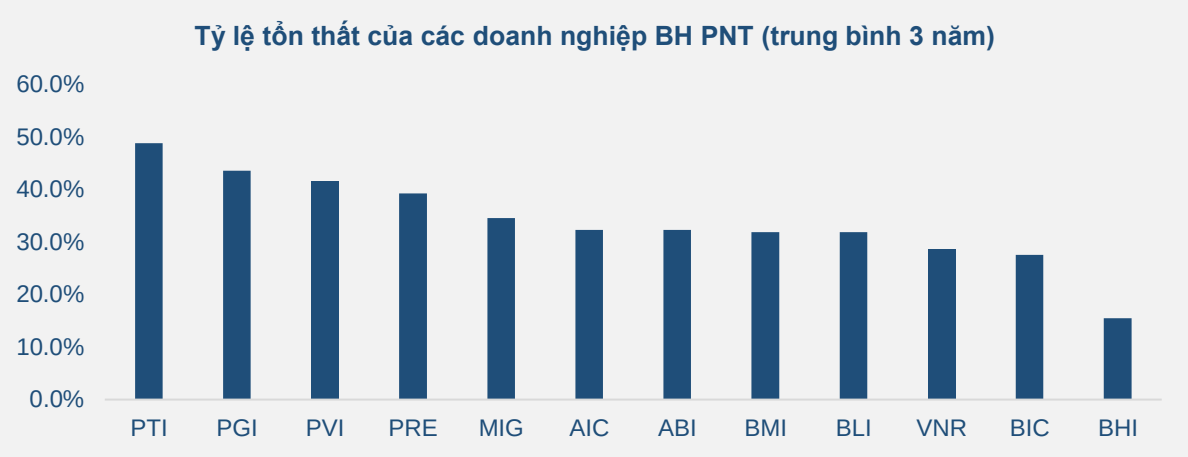
Bảo hiểm phi nhân thọ hồi phục tích cực

Ngành Bảo hiểm









- PVI là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng phí BH gốc cao nhất trong 9T2024 đạt 27% y/y. PVI cũng duy trì thị phần số 1 là 18,2%. Bảo hiểm Bảo Việt có quy mô thị phần thứ 2 là 13,3%.
- Hầu hết các doanh nghiệp BH PNT đều có lãi nghiệp vụ. Các doanh nghiệp có tỷ lệ kết hợp thấp bao gồm ABI, PGI, PRE và BIC nhờ tỉ lệ tổn thất các doanh nghiệp này ở mức thấp và tỷ lệ chi phí hiệu quả.

BAOVIET Securities

PVI

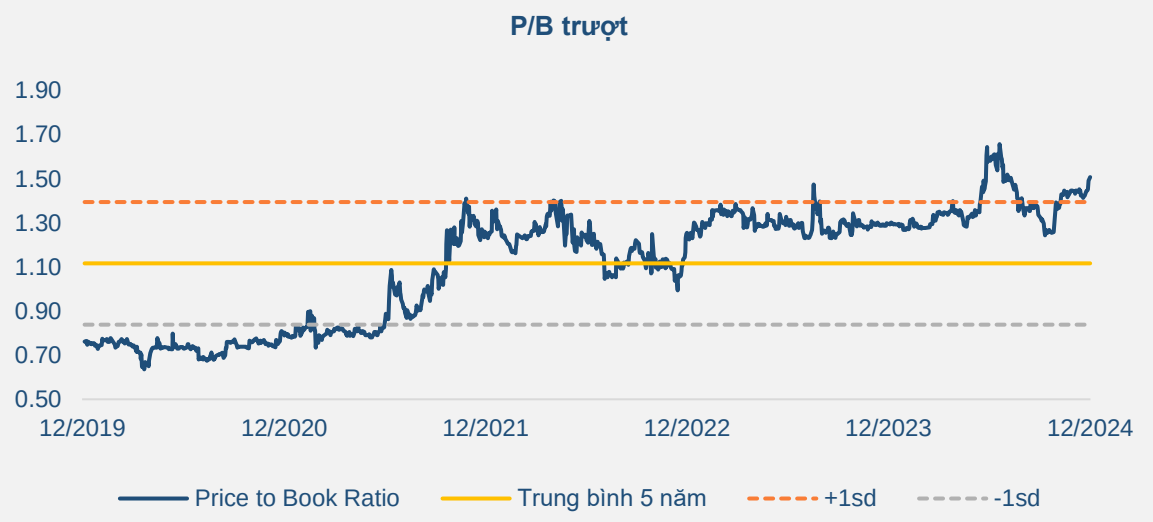
OUTPERFORM | Target: 62.000 VNĐ/CP | Upside: +18,1%

PVI – Doanh nghiệp đầu ngành hưởng lợi từ các dự án lớn

Current price: 52,500 VND/Share- Target: 62,000 VND/Share | Upside: +18.1% - Recommendation: OUTPERFORM

- **PVI có nhiều tiềm năng tăng trưởng doanh thu phí bảo hiểm nhờ:** (1) Năng lực tài chính tốt; (2) Có nhiều kinh nghiệm, nghiệp vụ trong lĩnh vực bảo hiểm công nghiệp và tốc độ xử lý yêu cầu bồi thường nhanh; (3) Hưởng lợi từ các dự án đầu tư công lớn sắp được triển khai; và (4) Nhu cầu mua bảo hiểm tài sản và phí bảo hiểm tài sản dự báo có thể tăng trong thời gian tới sau cơn bão số 3.
- **PVI có năng lực cạnh tranh vượt trội so với các doanh nghiệp bảo hiểm phi nhân thọ khác đến từ:** (1) Năng lực tài chính được xếp hạng A-; (2) Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường BH Phi nhân thọ về thị phần phí bảo hiểm gốc và vốn điều lệ; và (3) Có sự hỗ trợ về mặt chuyên môn và hoạt động kinh doanh từ các cổ đông lớn là Tập đoàn PVN và HDI Global SE. Năng lực cạnh tranh vượt trội giúp PVI duy trì vị số 1 và liên tục tăng thị phần phí bảo hiểm gốc phi nhân thọ.
- **PVI hiệu quả hoạt động kinh doanh bảo hiểm ở mức cao với tỷ lệ kết hợp ở mức thấp nhờ các yếu tố chính:** (1) Quản trị rủi ro hiệu quả giúp tỷ lệ bồi thường duy trì ở mức thấp; (2) Tỷ trọng mảng có tỷ lệ bồi thường cao là sức khỏe và xe cơ giới chỉ ở mức quanh 30%; và (3) Kiểm soát tốt tỷ lệ chi phí nhờ quản lý chi phí bán hàng và hoa hồng.
- **Tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt PVI duy trì ở mức cao, trên 30%.** PVI duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt từ năm 2008 tới nay. Trong 3 năm gần nhất, tỷ lệ chi trả cổ tức trung bình tiền mặt của PVI hơn 31%.
- LNST của PVI giảm trong 2024 nhưng sẽ tăng trưởng tích cực trong 2025. Cụ thể, LNST dự báo đạt 917 tỷ đồng (-4% y/y) trong 2024 và tăng lên 1.063 tỷ đồng (+16% y/y) trong 2025. Động lực trong 2025 đến từ doanh thu phí tăng trưởng tích cực, giảm tỷ lệ kết hợp và lợi suất đầu tư hồi phục.
- **Định giá và khuyến nghị đầu tư:** chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với PVI với giá mục tiêu là **62.000 đồng/cp**.

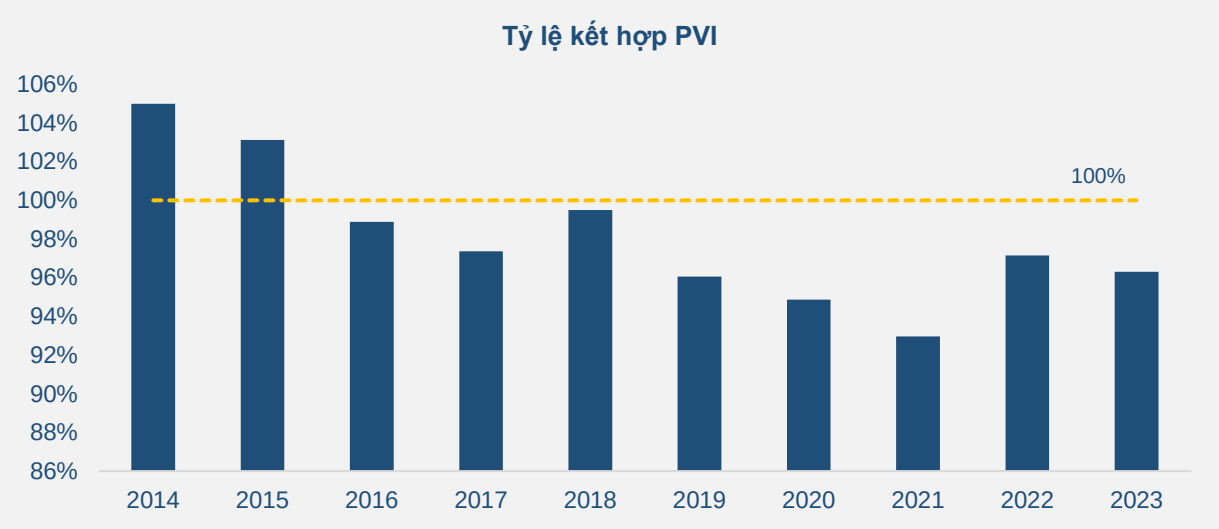
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu phí BH gốc	**10.032**	**11.002**	**13.753**	**15.403**
Tăng trưởng	21,0%	9,7%	25,0%	12,0%
NPAT	**834**	**957**	**917**	**1.063**
Tăng trưởng	0,4%	14,8%	-4,2%	16,0%
P/E (x)	12,19	11,43	12,77	11,01
P/B (x)	1,19	1,30	1,48	1,42
EPS (đồng/cp)	**3.407**	**4.037**	**3.914**	**4.540**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**62.000**

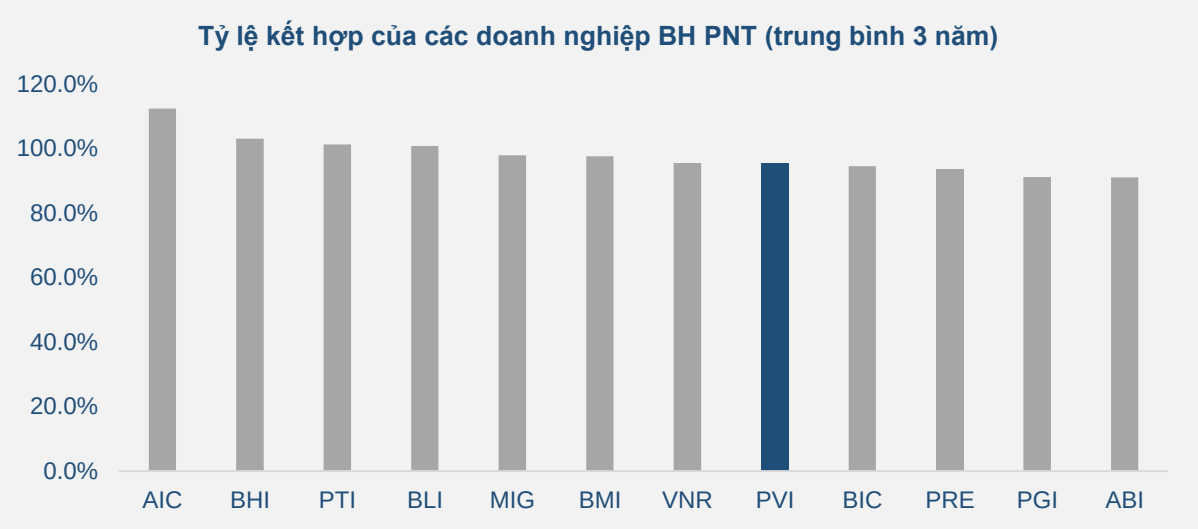


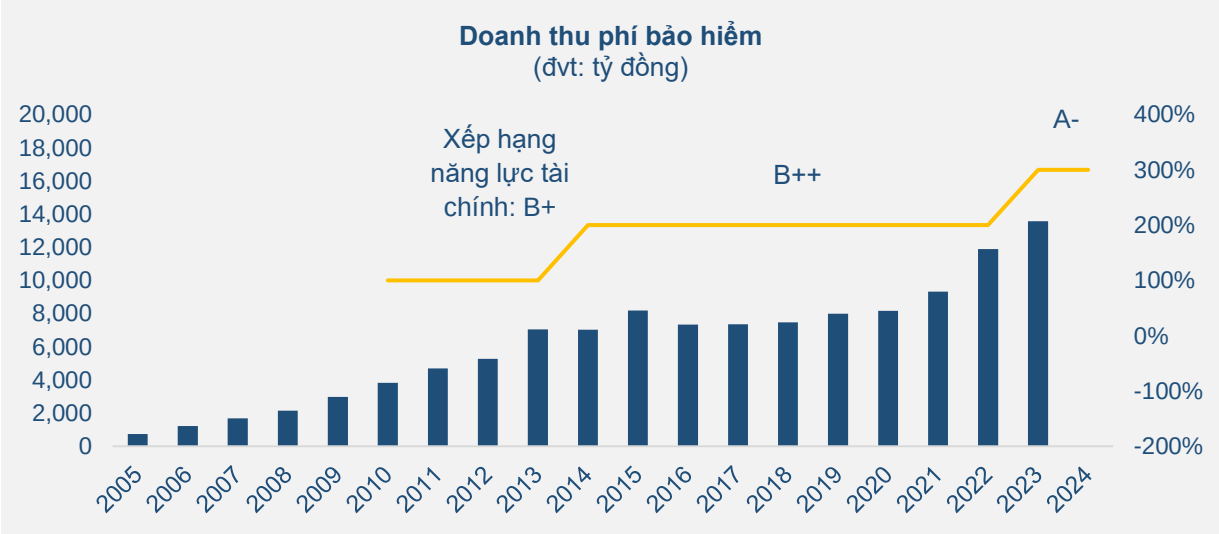
BAOVIET Securities

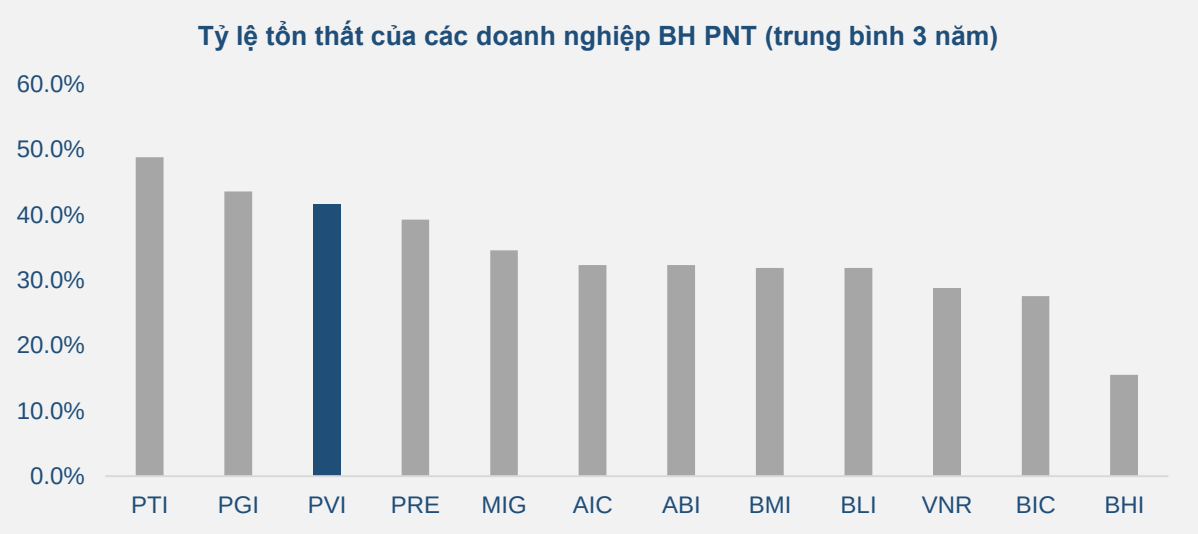
PVI – Doanh nghiệp đầu ngành hưởng lợi từ các dự án lớn

Current price: 52,500 VND/Share- Target: 62,000 VND/Share | Upside: +18.1% - Recommendation: OUTPERFORM









BAOVIET Securities

BVH

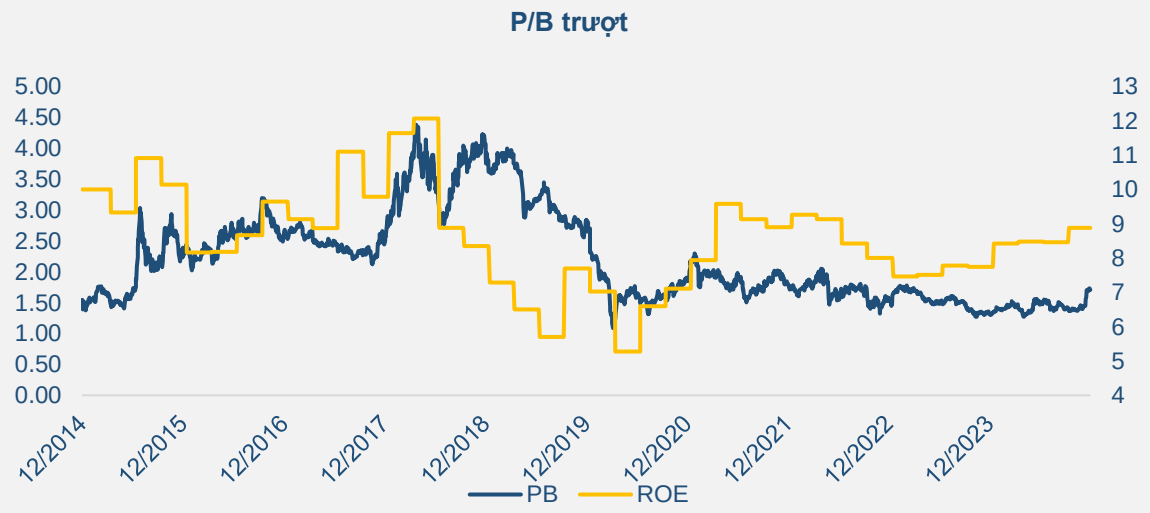
OUTPERFORM | Target: 64.300 VNĐ/CP | Upside: +21,6%

BVH- Định giá hấp dẫn, nhiều tiềm năng tăng trưởng

Current price: 52,900 VND/Share- Target: 64,300 VND/Share | Upside: +21.6% - Recommendation: OUTPERFORM

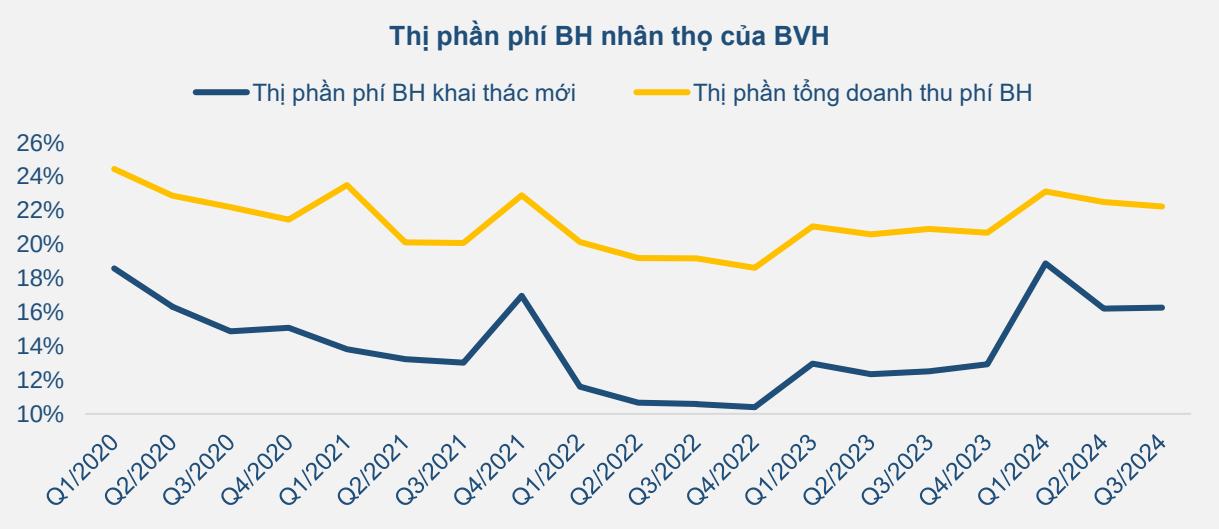
- Thị phần phí khai thác mới dẫn đầu với thị phần 16,3% trong 9T2024. Thị phần tổng doanh thu phí cũng đứng đầu toàn ngành ở mức 22,23%.
- Ít chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi khó khăn của hoạt động bancassurance do doanh thu chính đến từ kênh đại lý cá nhân (agents).
- Mặt bằng lãi suất huy động dự kiến tăng trong 2025 giúp BVH tăng hiệu suất danh mục đầu tư tài chính và giảm dự phòng nghiệp vụ bảo hiểm trong thời gian tới.
- BVH đang nghiên cứu, xây dựng phương án cổ phần hóa 2 công ty con là TCT Bảo hiểm Bảo Việt và TCT Bảo Việt Nhân thọ và giảm tỷ lệ sở hữu của công ty mẹ.
- KQKD năm 2024 và 2025 dự báo duy trì tăng trưởng tích cực.
- P/B hiện tại của BVH ở mức 1,7 lần, ROE đã hồi phục nhưng P/B vẫn duy trì ở vùng thấp.

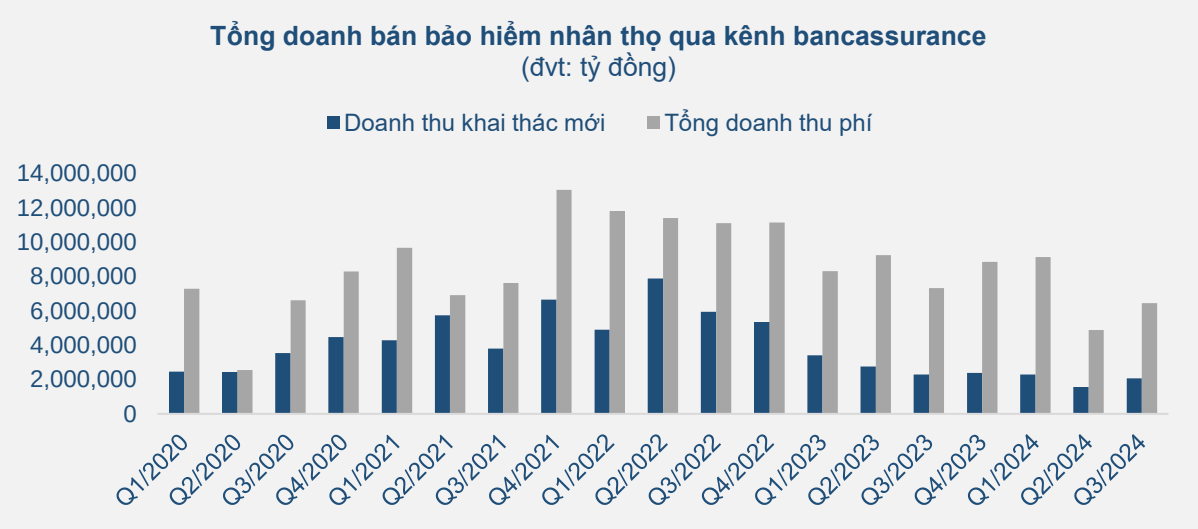
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu phí BH gốc	**42,963**	**42,641**	**42,723**	**44,762**
Tăng trưởng	8.8%	-0.7%	0.2%	4.8%
NPAT	**1,551**	**1,785**	**1,901**	**2,178**
Tăng trưởng	-18.9%	15.1%	6.5%	14.6%
P/E (x)	19.9	19.7	20.4	17.8
P/B (x)	1.7	1.5	1.7	1.5
EPS (đồng/cp)	2,039	2,404	2,561	2,934
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**64.300**

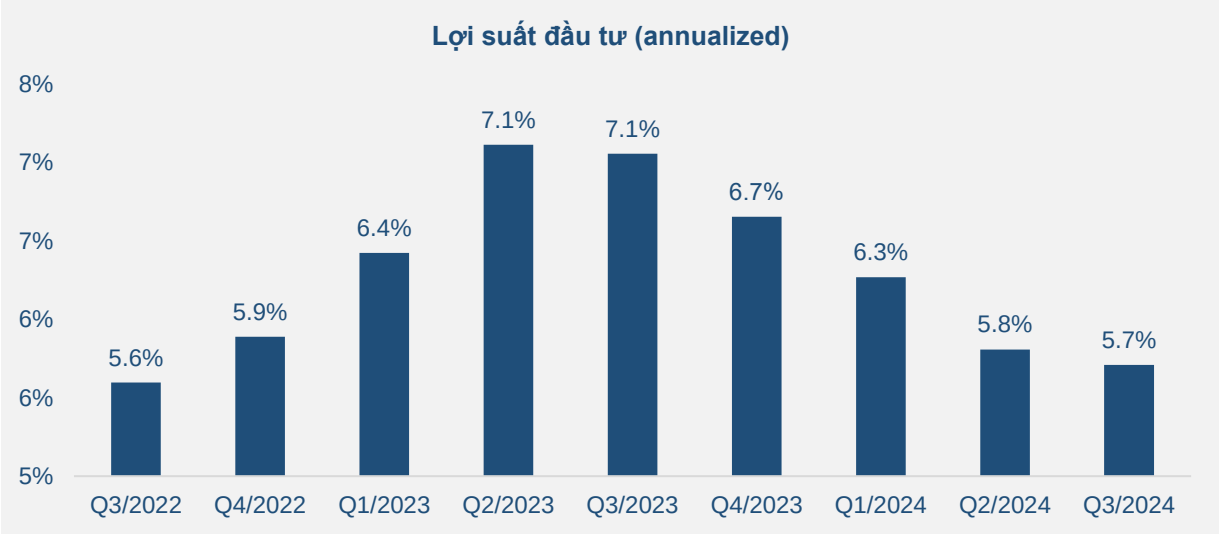


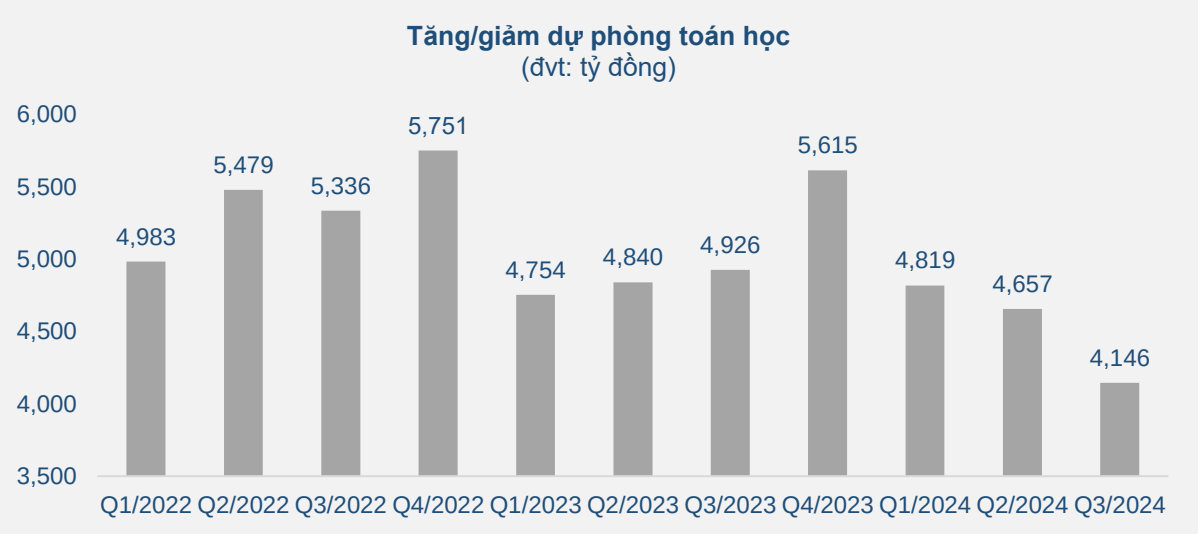
BVH- Định giá hấp dẫn, nhiều tiềm năng tăng trưởng

Current price: 52,900 VND/Share- Target: 64,300 VND/Share | Upside: +21.6% - Recommendation: OUTPERFORM









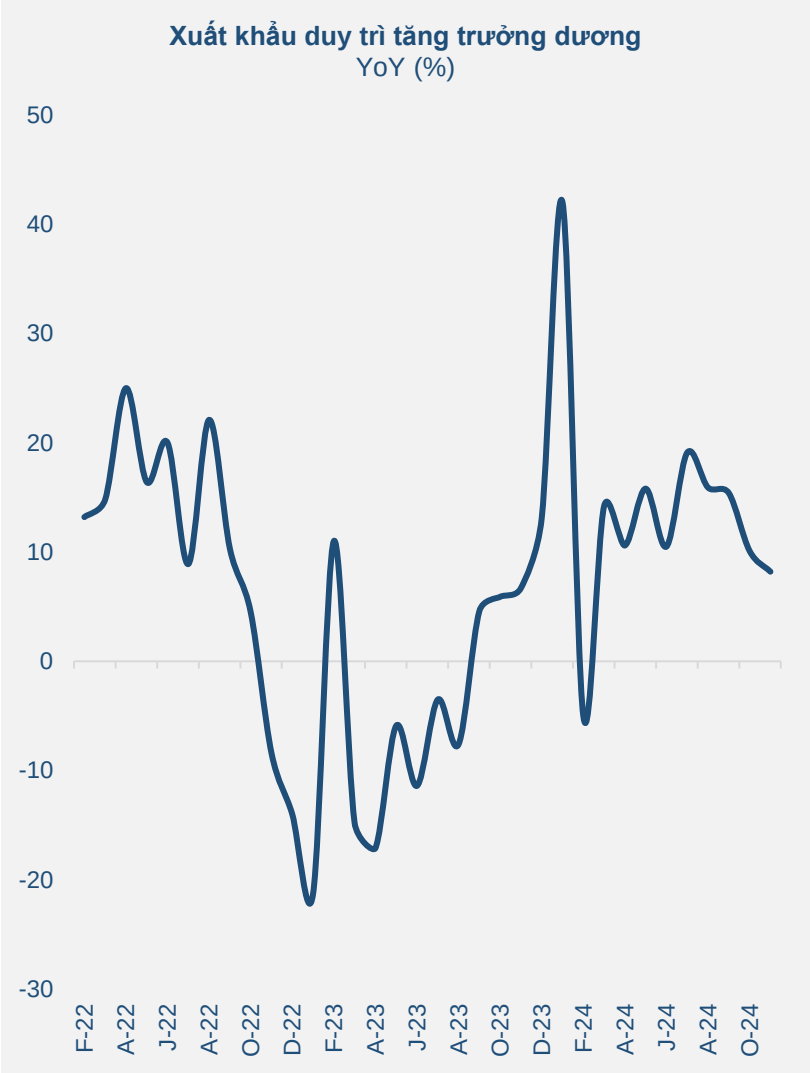
Tiêu dùng

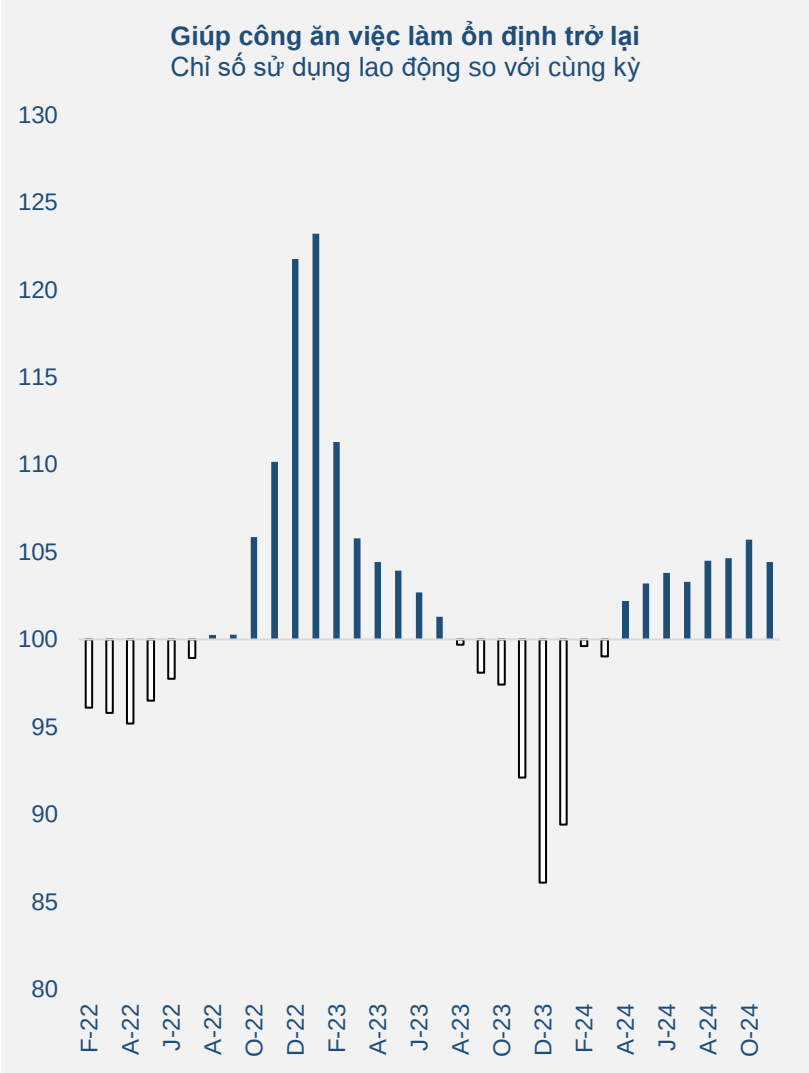
Dưới góc nhìn vĩ mô

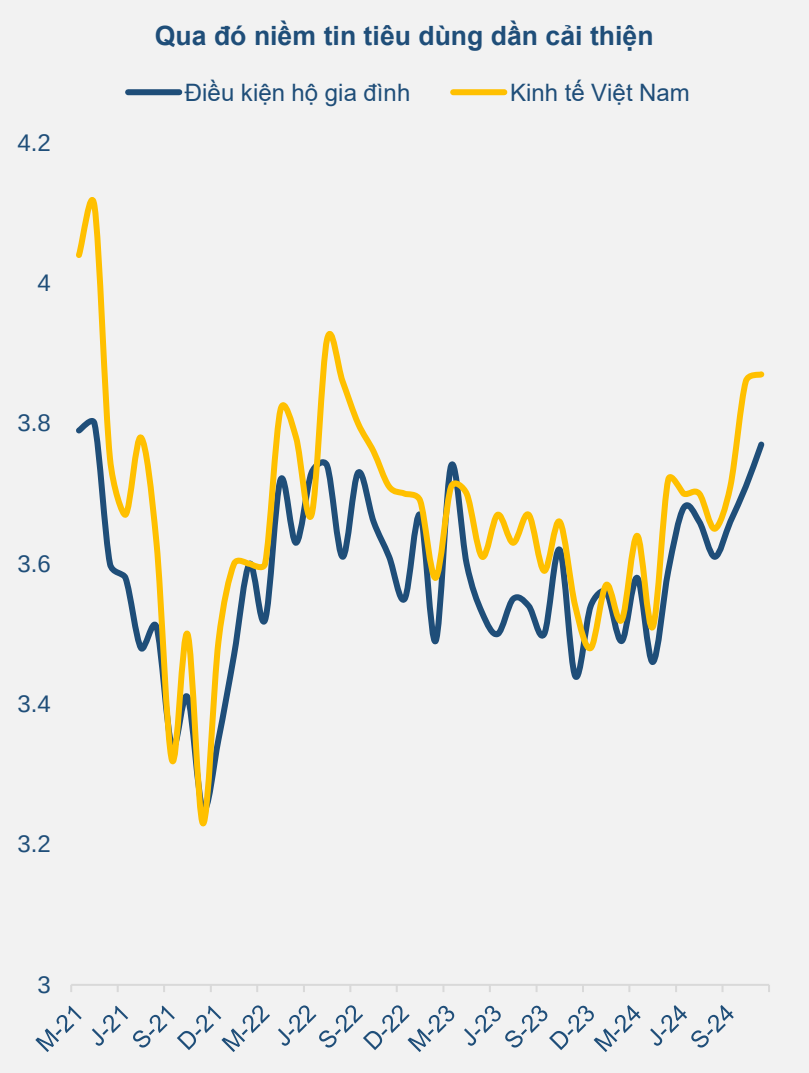
BAOVIET Securities

Niềm tin tiêu dùng dần được củng cố

Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô







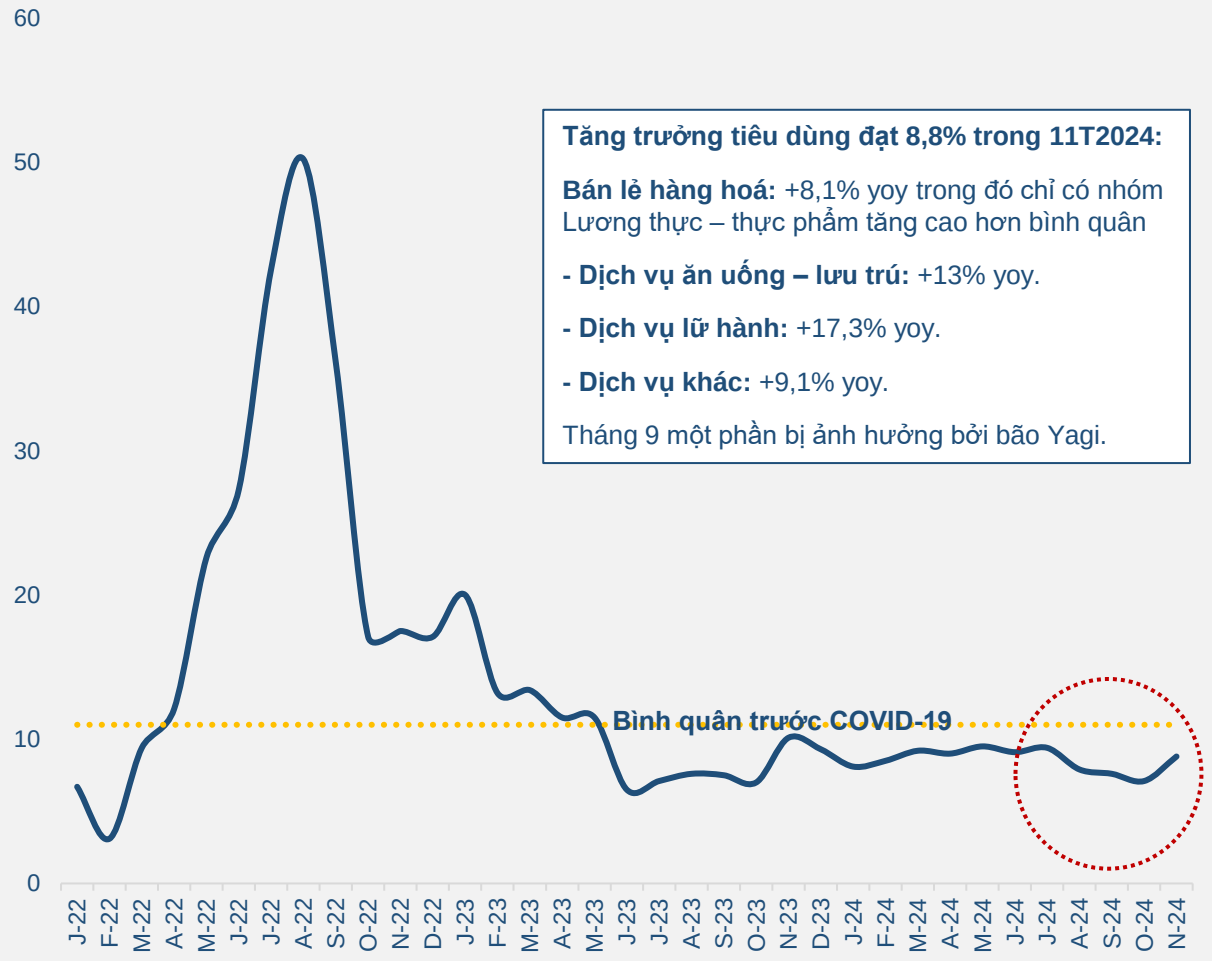
Nguồn: GSO, Intage

BAOVIET Securities

Tuy vậy, tiêu dùng vẫn mang xu hướng phòng thủ

Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô

Tăng trưởng tiêu dùng vẫn thấp hơn trước COVID-19
Tăng trưởng tổng mức bán lẻ yoy (%)



Tăng trưởng tiêu dùng đạt 8,8% trong 11T2024:

Bán lẻ hàng hoá: +8,1% yoy trong đó chỉ có nhóm Lương thực – thực phẩm tăng cao hơn bình quân

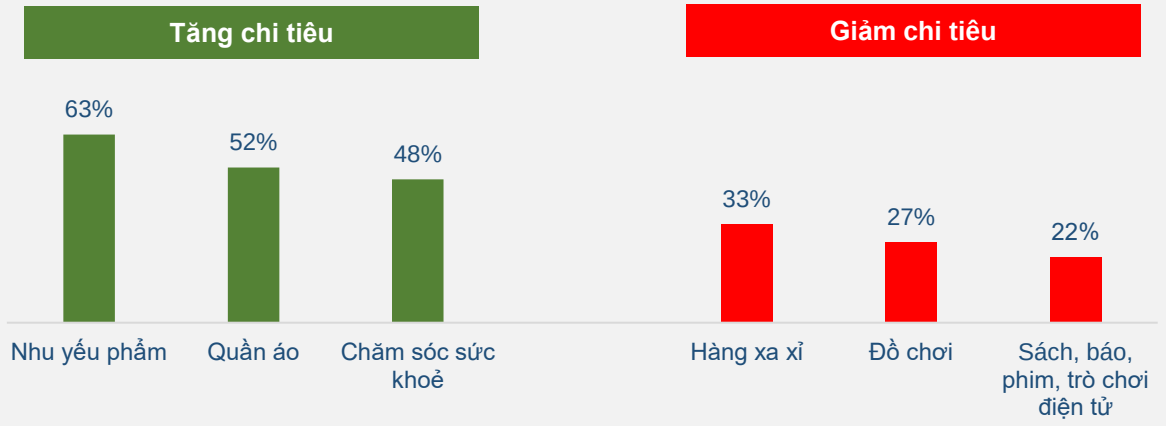
- Dịch vụ ăn uống – lưu trú: +13% yoy.

- Dịch vụ lữ hành: +17,3% yoy.

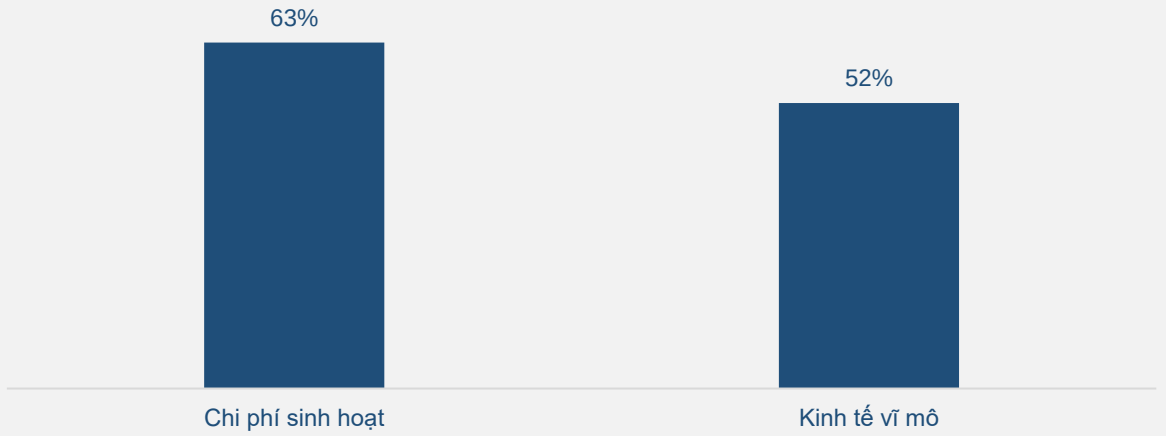
- Dịch vụ khác: +9,1% yoy.

Tháng 9 một phần bị ảnh hưởng bởi bão Yagi.

Số người tiêu dùng Việt Nam được khảo sát sẽ:



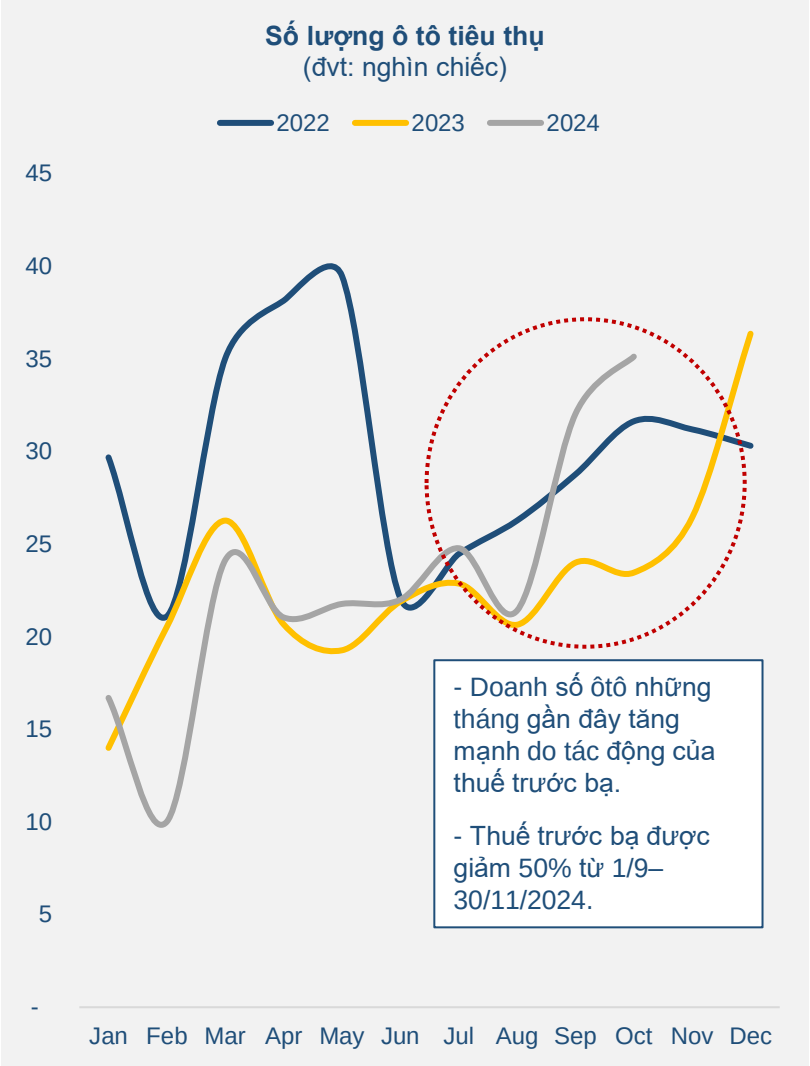
Người tiêu dùng chủ yếu lo ngại về:

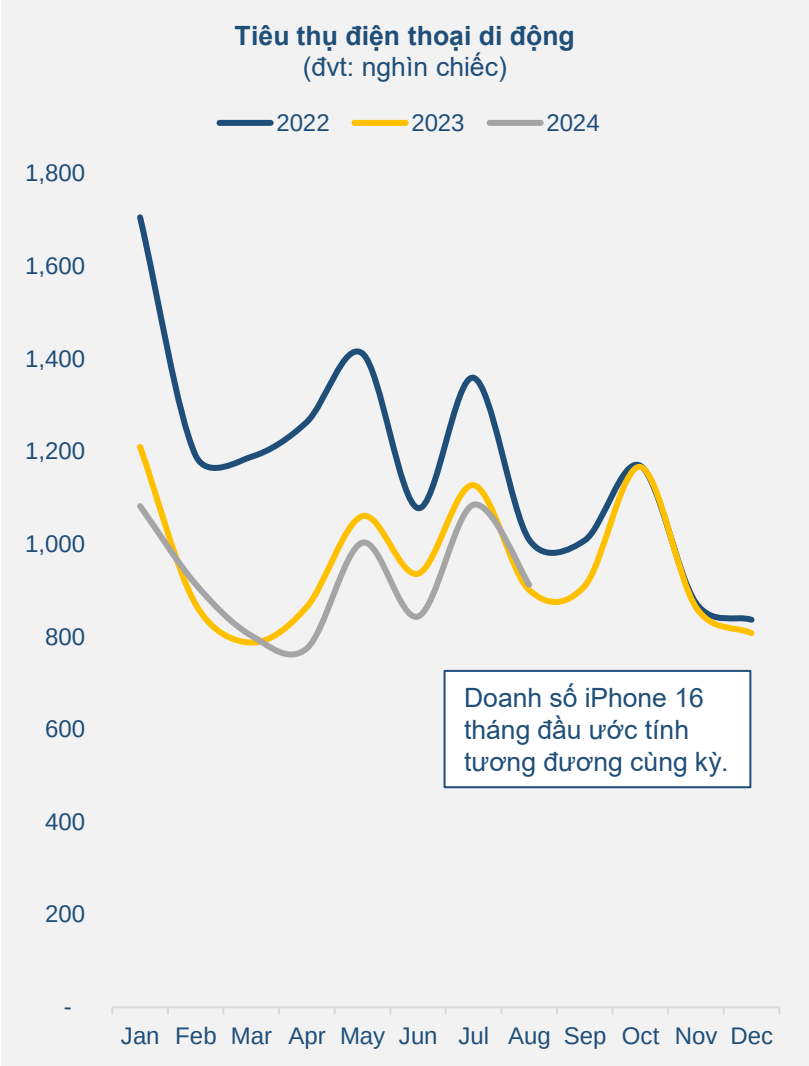


Nguồn: GSO, Cimigo, PwC

Các mặt hàng không thiết yếu chưa bứt phá nhưng đã có sự ổn định trở lại

Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô



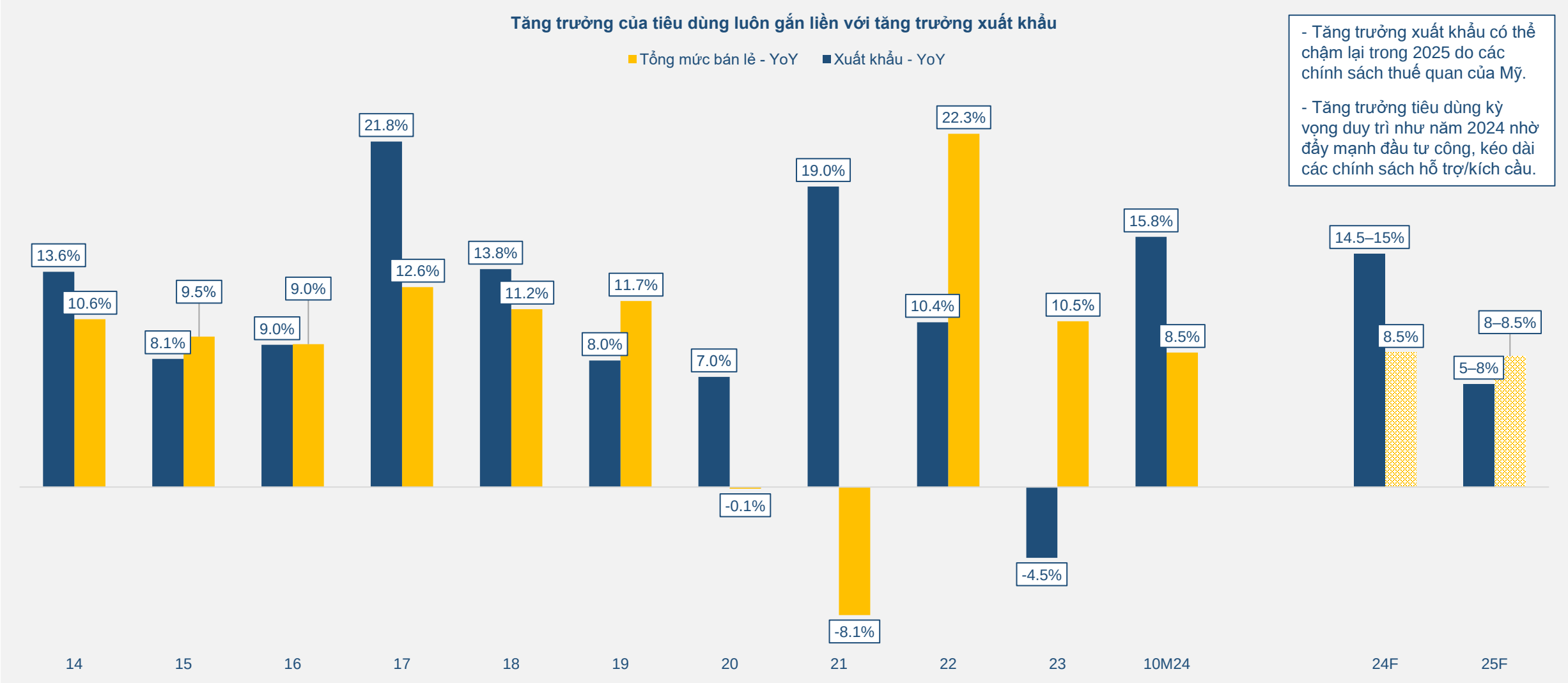


Nguồn: VAMA, GfK, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Triển vọng tiêu dùng 2025 phụ thuộc nhiều vào yếu tố bên ngoài

Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô

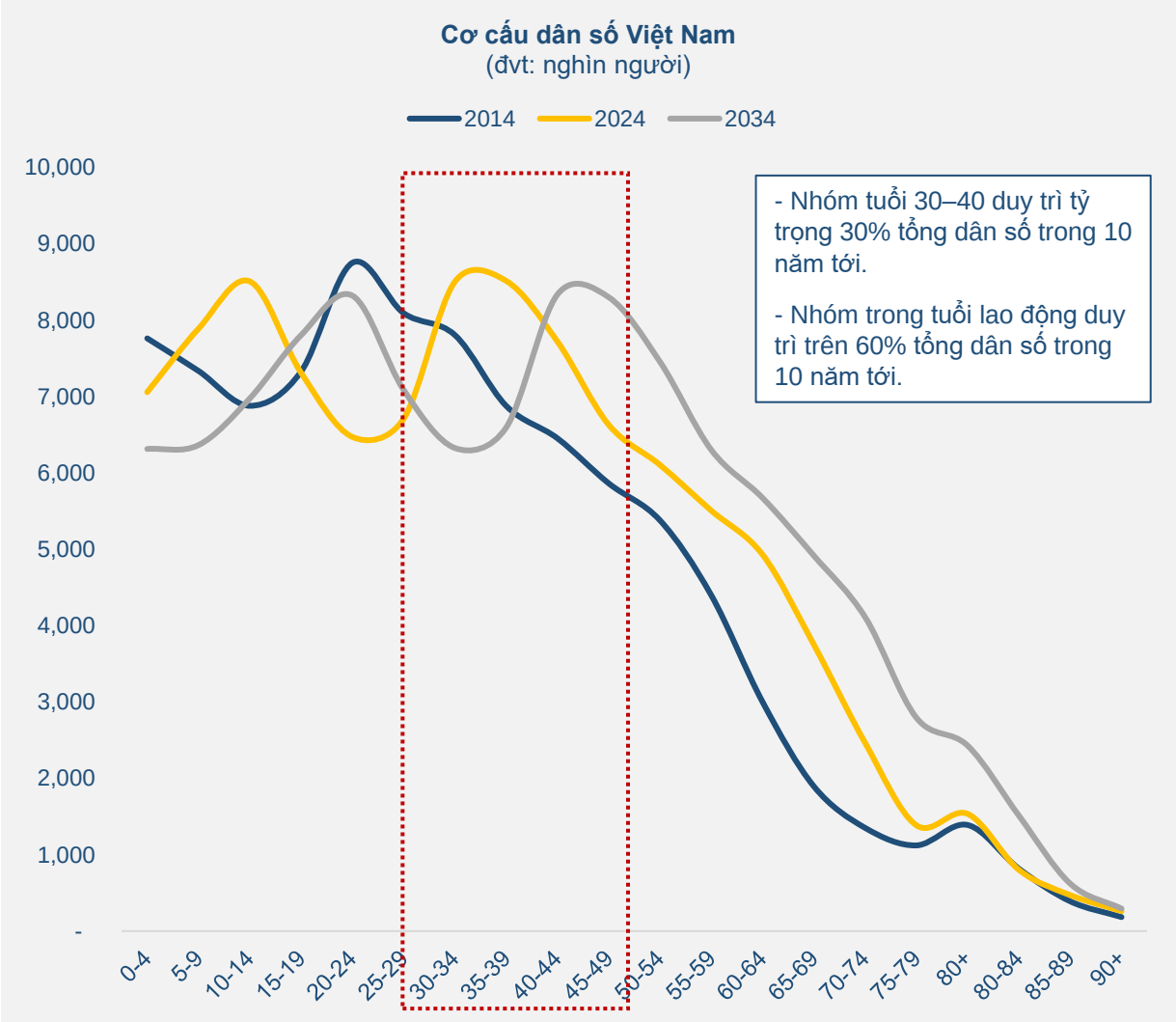


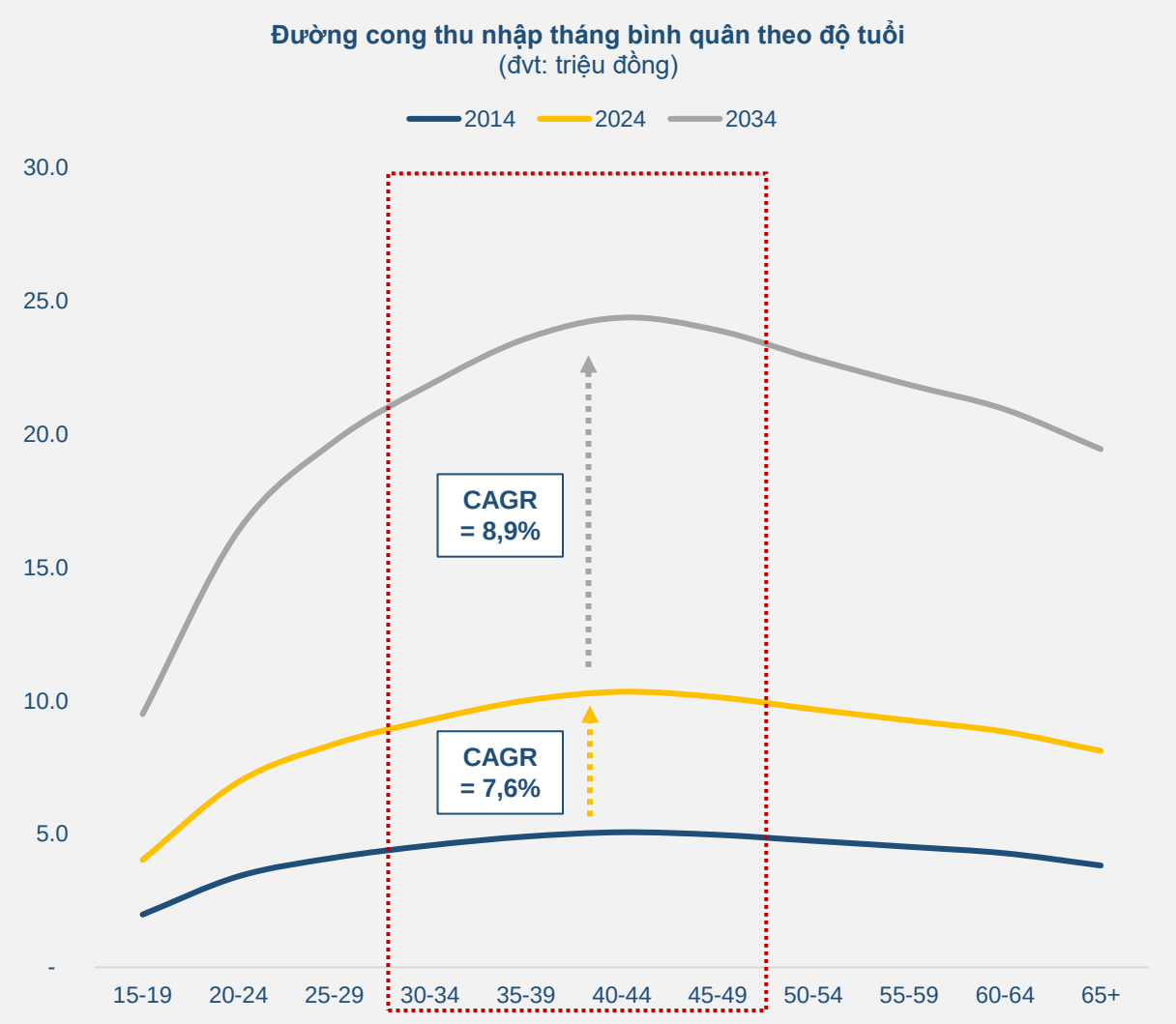
Nguồn: GSO, BVSC dự báo

BAOVIET Securities

Tiềm năng dài hạn của tiêu dùng tại Việt Nam còn rất lớn xét trên yếu tố nhân khẩu học

Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô





Nguồn: Euromonitor, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Bán lẻ hiện đại đồng hành cùng tỷ lệ đô thị hoá và thu nhập đầu người tăng

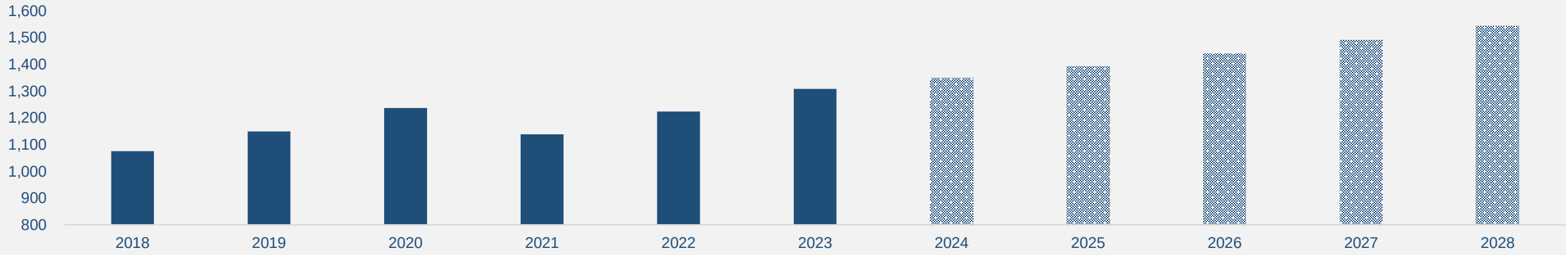
Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô

Quốc gia	2018 - 2023 CAGR (%)	Thâm nhập MT - 2018	Thâm nhập MT - 2023	Tỷ lệ đô thị hoá (%)	Thu nhập hộ gia đình (USD)
Việt Nam	12.4%	8.3%	12.2%	37.6%	8,675
Thái Lan	2.7%	46.1%	51.0%	53.6%	12,020
Philippines	5.5%	28.1%	29.1%	48.0%	14,693
Indonesia	3.9%	17.0%	22.6%	58.6%	18,673
Malaysia	0.7%	46.6%	49.3%	78.7%	46,773
Trung Quốc	2.7%	34.5%	37.2%	65.0%	72,848
Singapore	3.2%	67.6%	70.0%	100.0%	116,929
Nhật Bản	1.1%	83.3%	85.3%	92.0%	119,160
Hàn Quốc	1.0%	75.5%	78.8%	81.4%	136,094

Quan sát chính:

- Tỷ lệ thâm nhập của kênh hiện đại có mối tương quan chặt chẽ với tỷ lệ đô thị hoá và thu nhập hộ gia đình nhìn trên dữ liệu của các quốc gia tại Châu Á.
- Tỷ lệ đô thị hoá tại Việt Nam dự kiến sẽ đạt 50% vào 2030 (1).
- Thu nhập bình quân tăng 8,9%/năm trong 10 năm tới (2).
- **(1) và (2) => Kỳ vọng bán lẻ hiện tại duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số.**

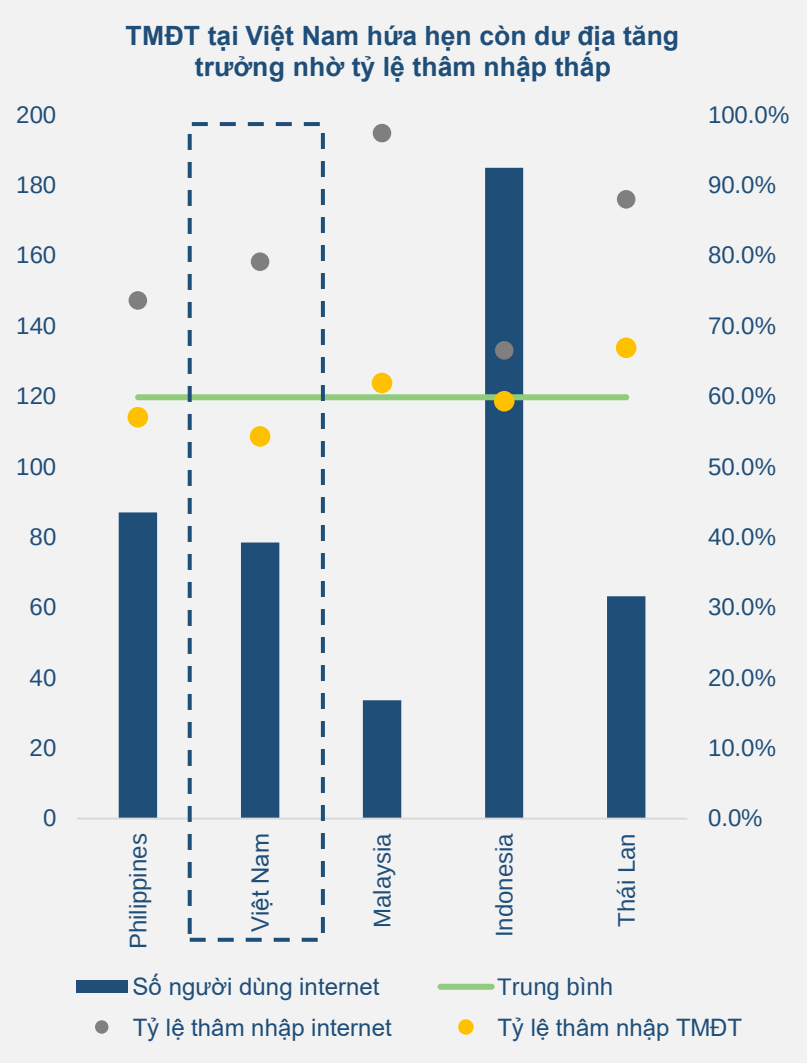
Quy mô bán lẻ tạp hoá hiện đại
(đvt: nghìn tỷ)

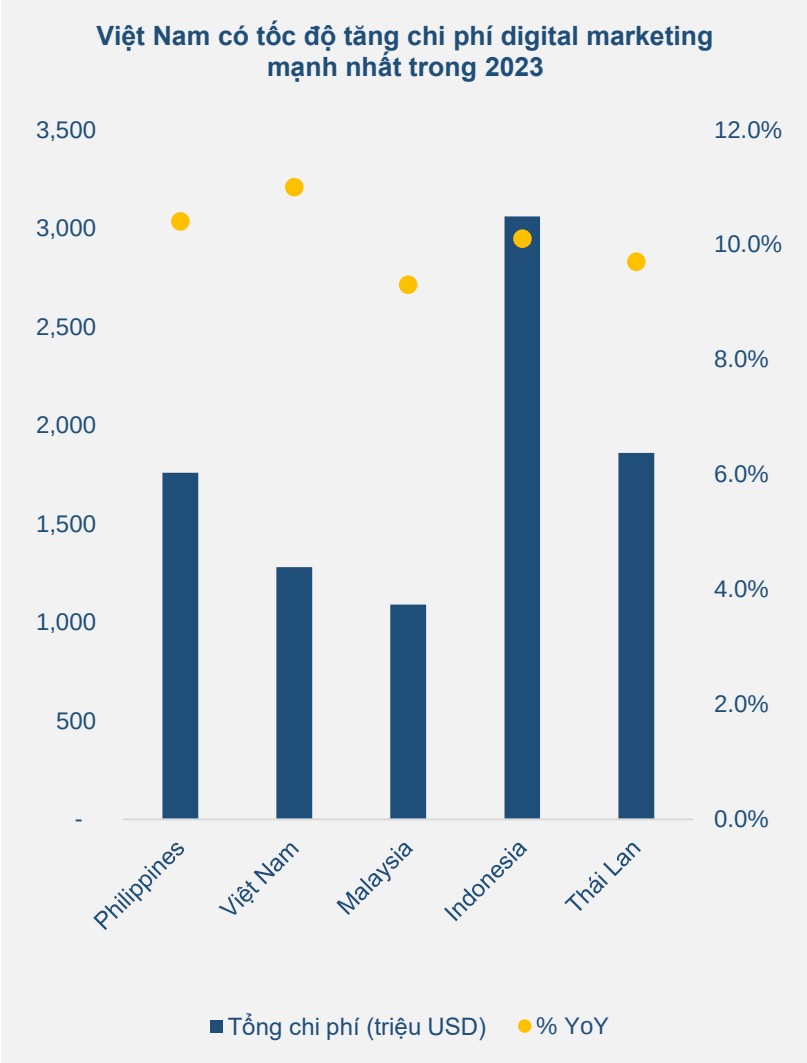


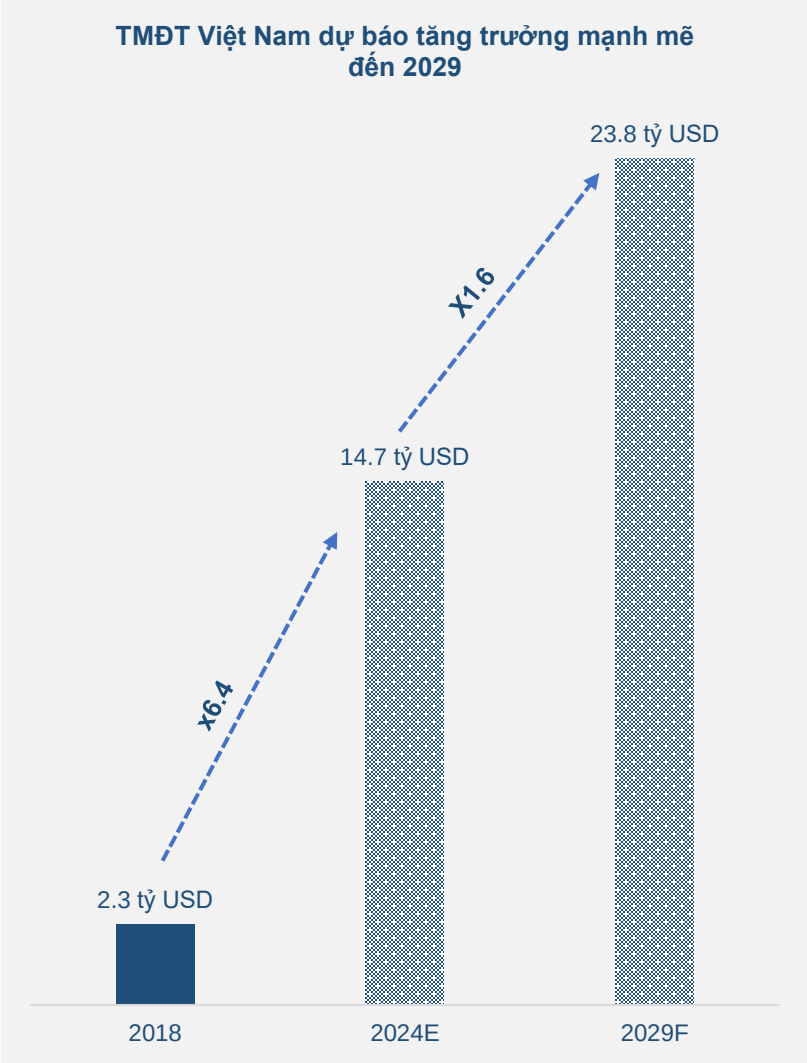
Nguồn: Euromonitor, Statista, CEIC

Xu hướng đa kênh và sự trỗi dậy của Thương mại điện tử

Tiêu dùng dưới góc nhìn vĩ mô







Nguồn: TMO group, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Tiêu dùng nhanh

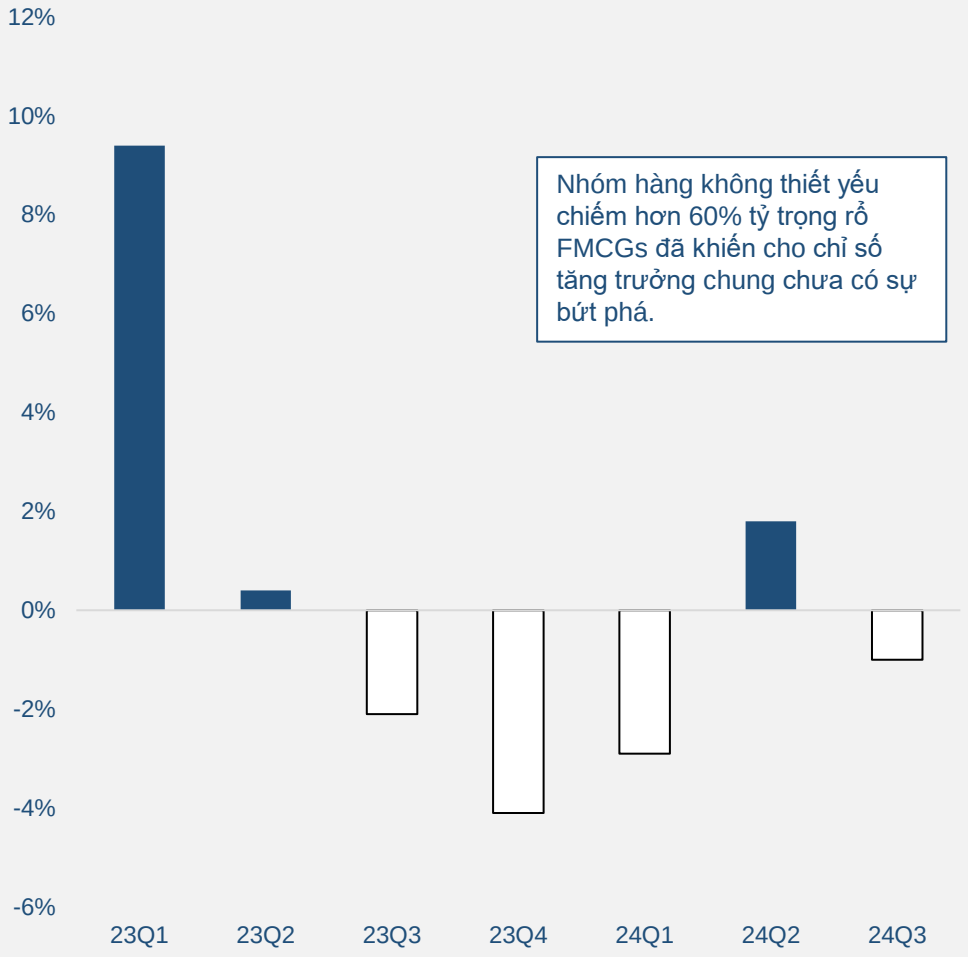
Nhìn lại 2024 và triển vọng 2025

BAOVIET Securities

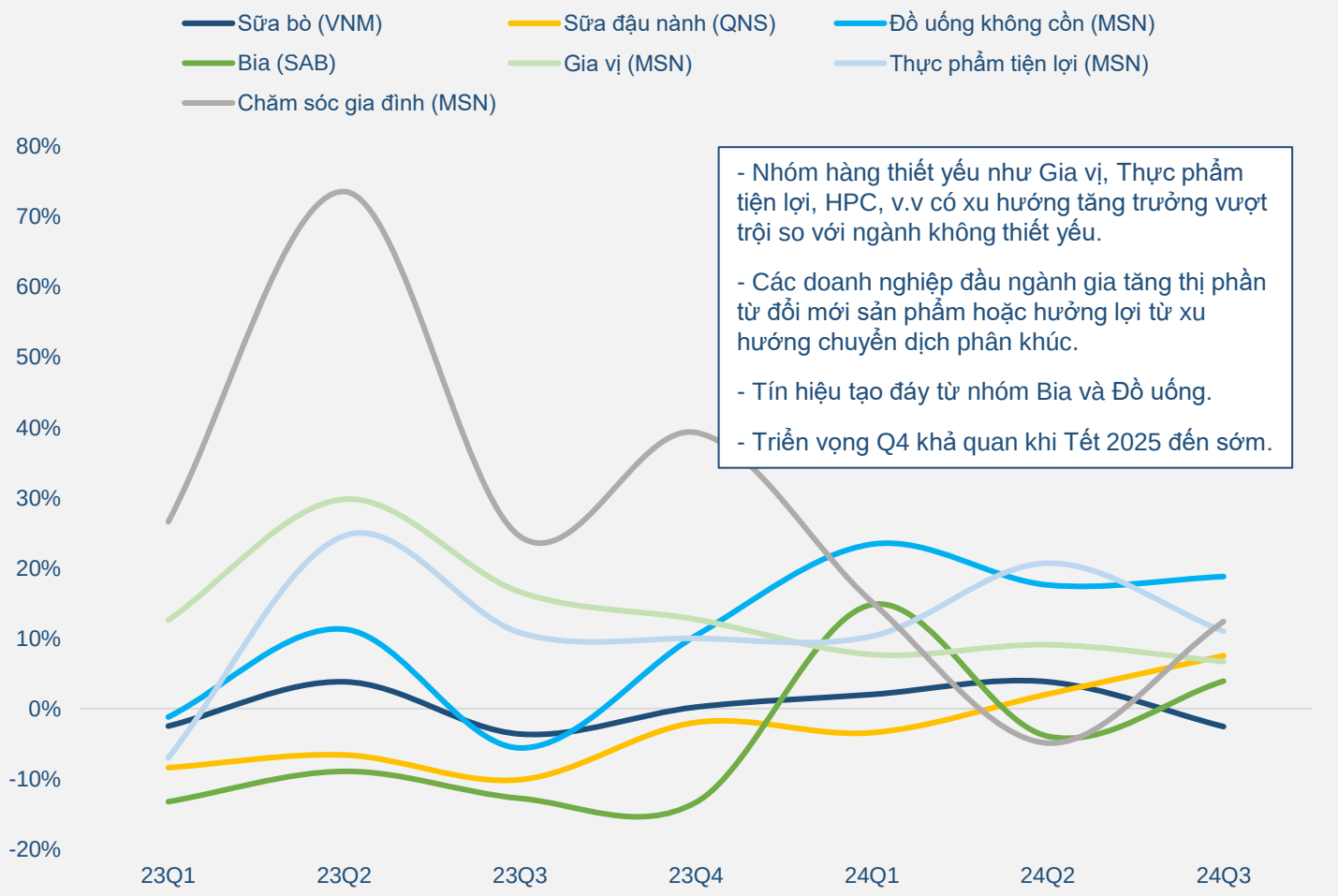
Tiêu dùng nhanh chưa có sự bứt phá. Tín hiệu tích cực từ các doanh nghiệp dẫn đầu

Nhìn lại 2024

Tiêu thụ FMCGs nhìn chung chưa có sự khởi sắc
Tăng trưởng FMCGs - YoY



Các doanh nghiệp đầu ngành thể hiện sức mạnh
Tăng trưởng doanh thu DN niêm yết - YoY

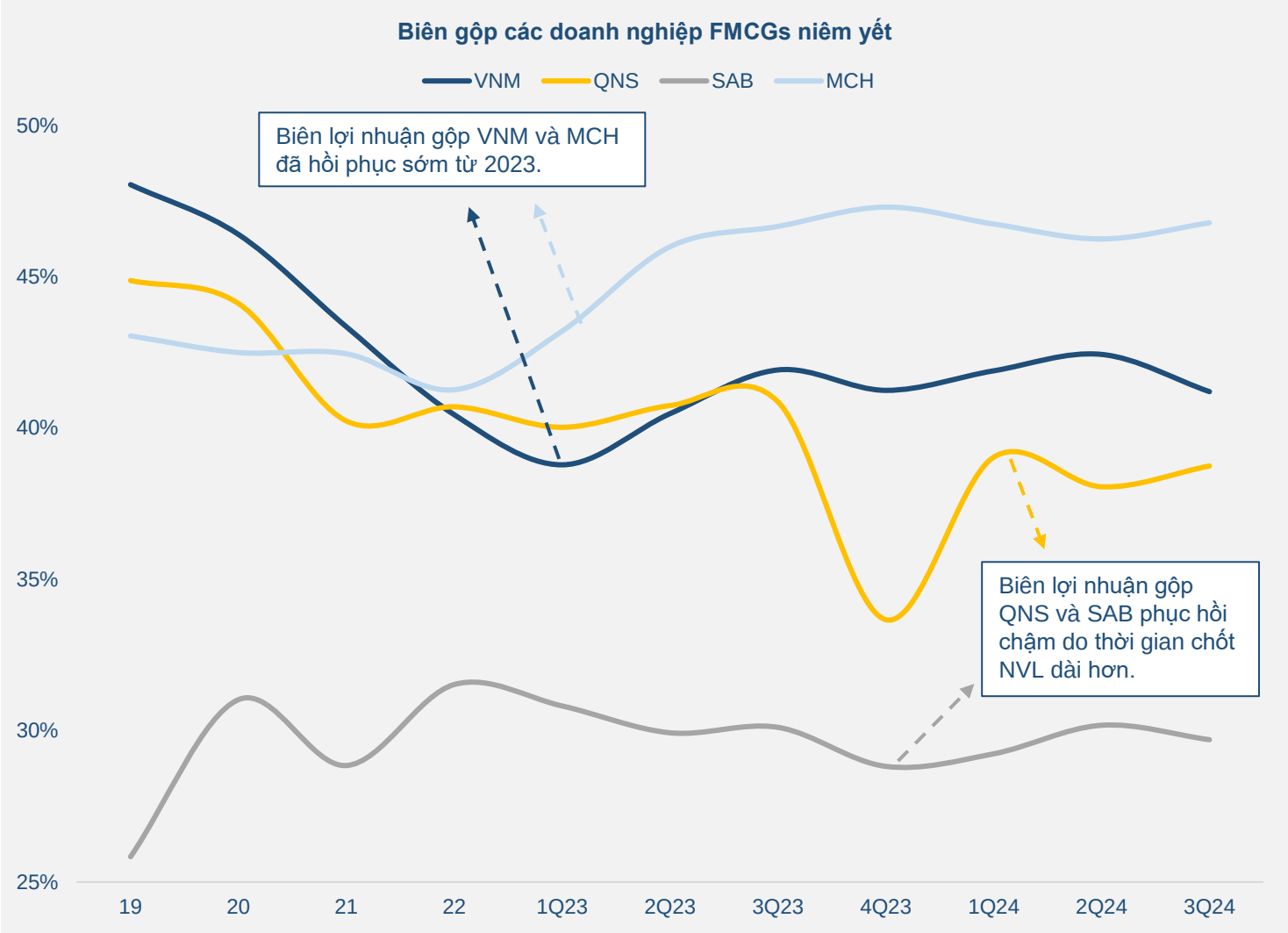


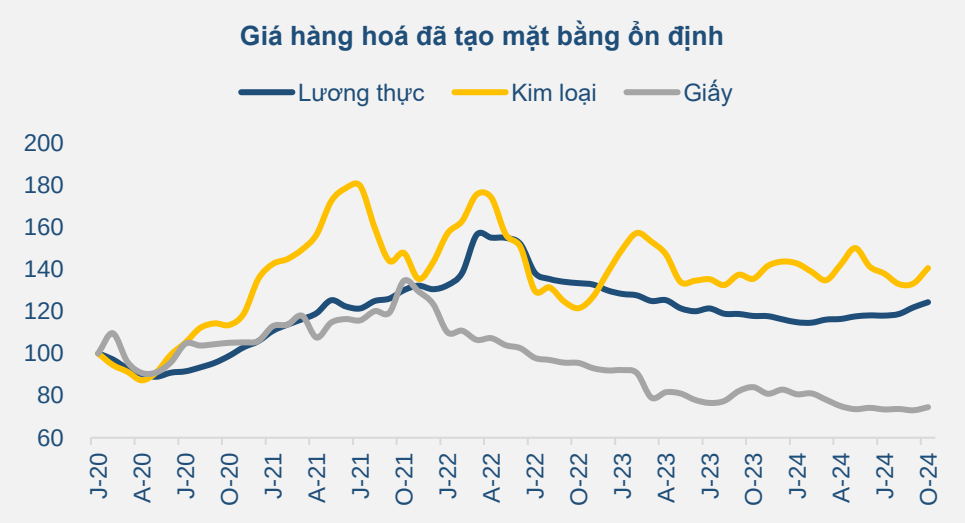
Nguồn: Nielsen, BVSC tổng hợp

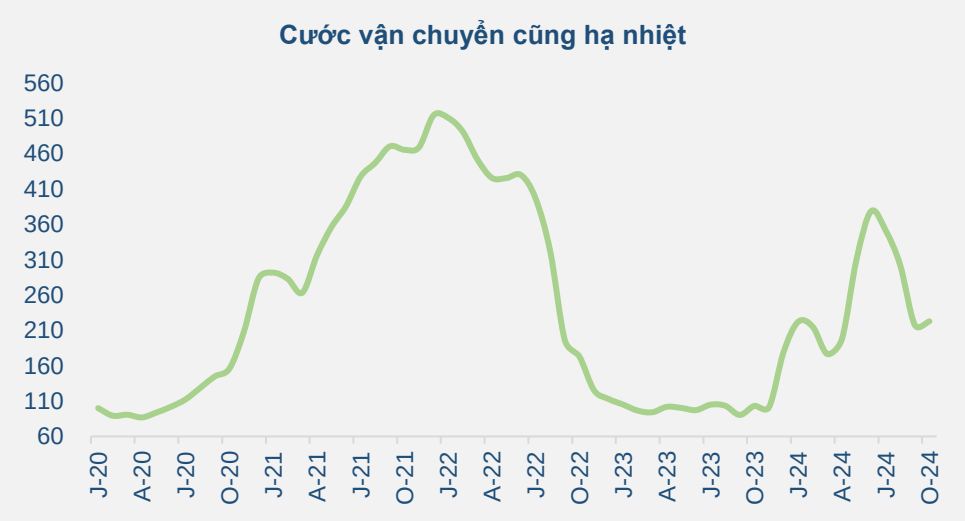
BAOVIET Securities

Kỳ vọng biên lợi nhuận ổn định trong 2025 sau khi đã hồi phục khả quan trong 2023-2024

Nhìn lại 2024





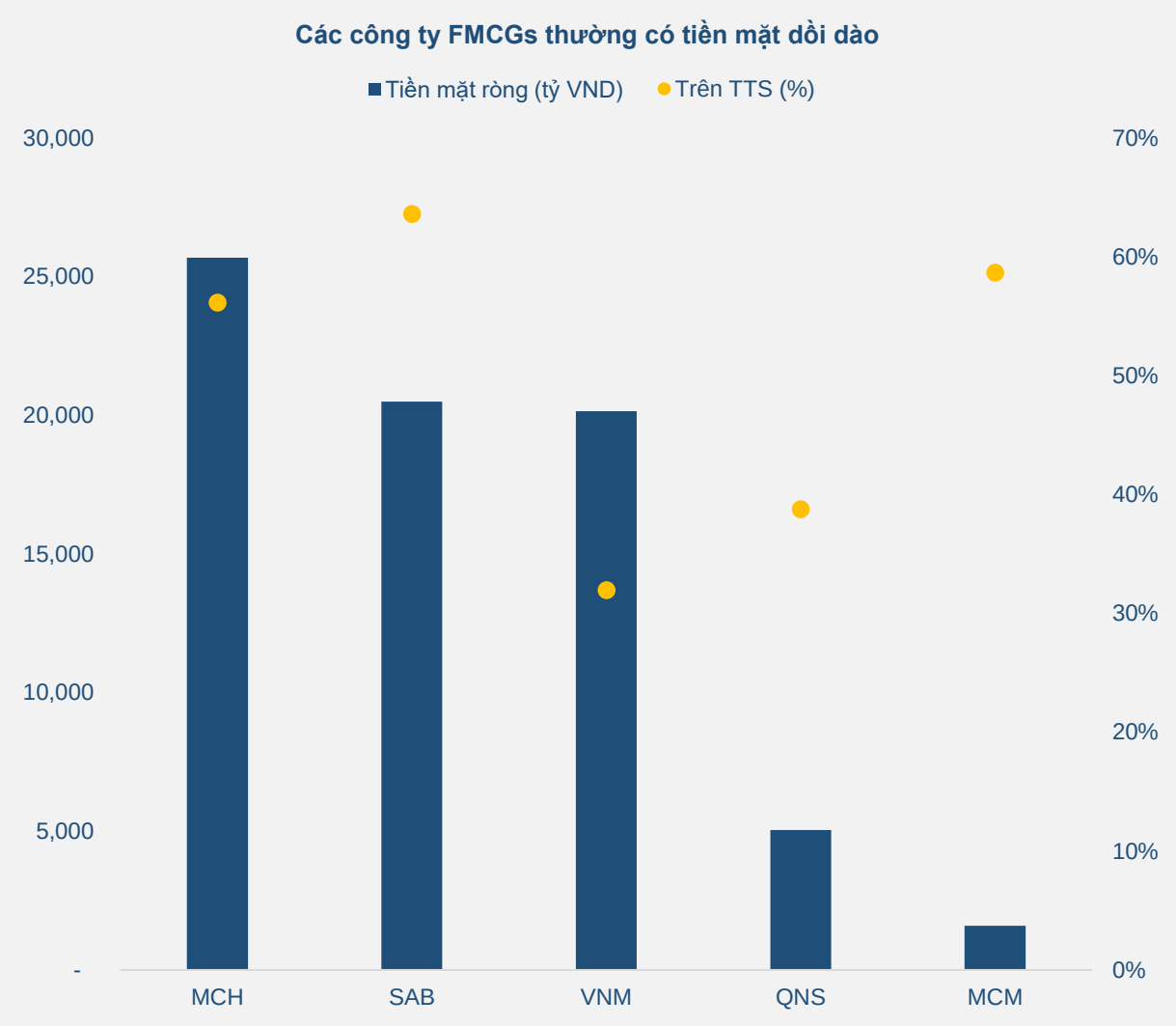


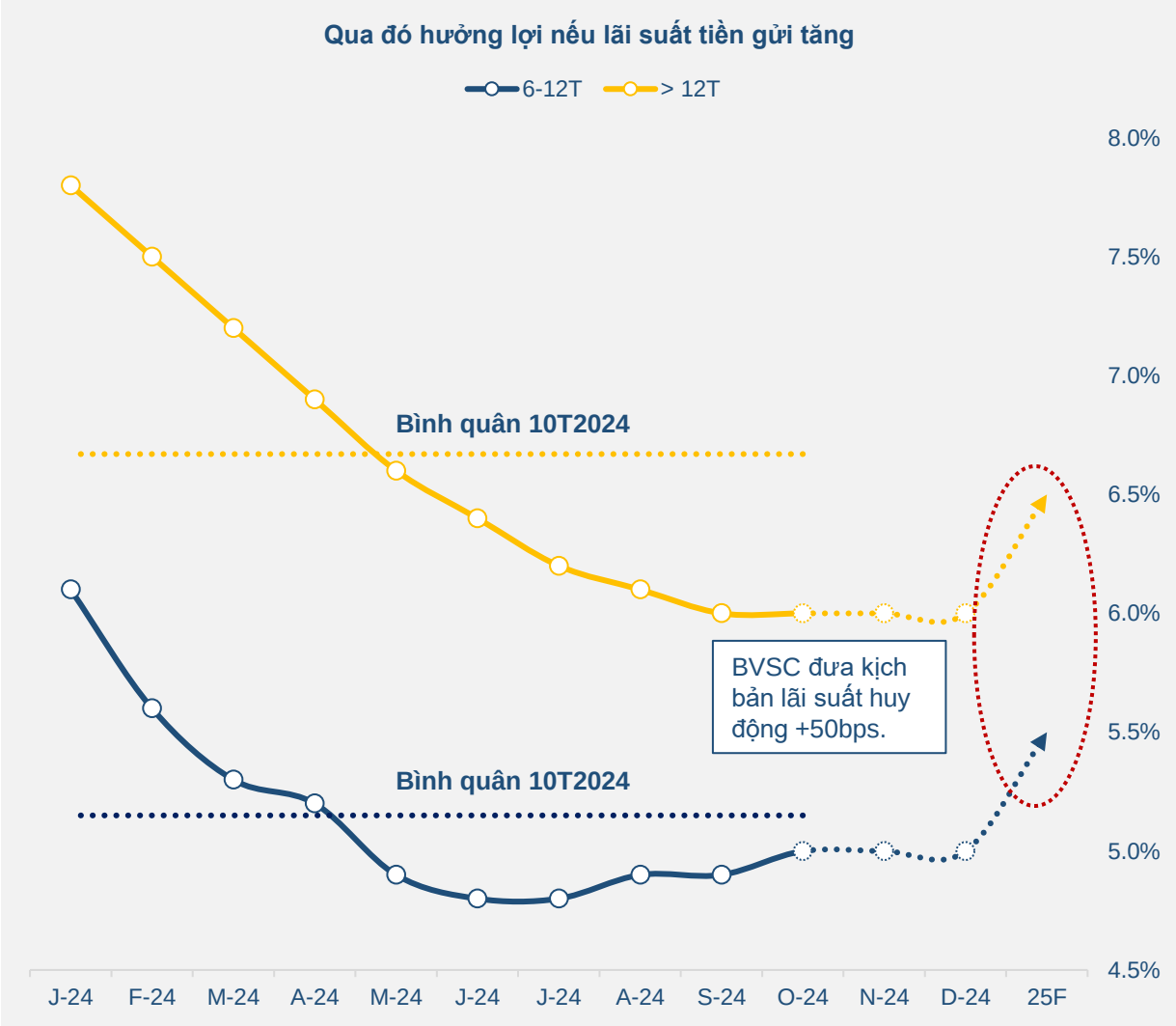
Nguồn: FAO, IMF, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Tiền mặt dồi dào, cơ cấu tài chính lành mạnh là điểm nhấn nếu lãi suất tăng trong 2025

Triển vọng 2025



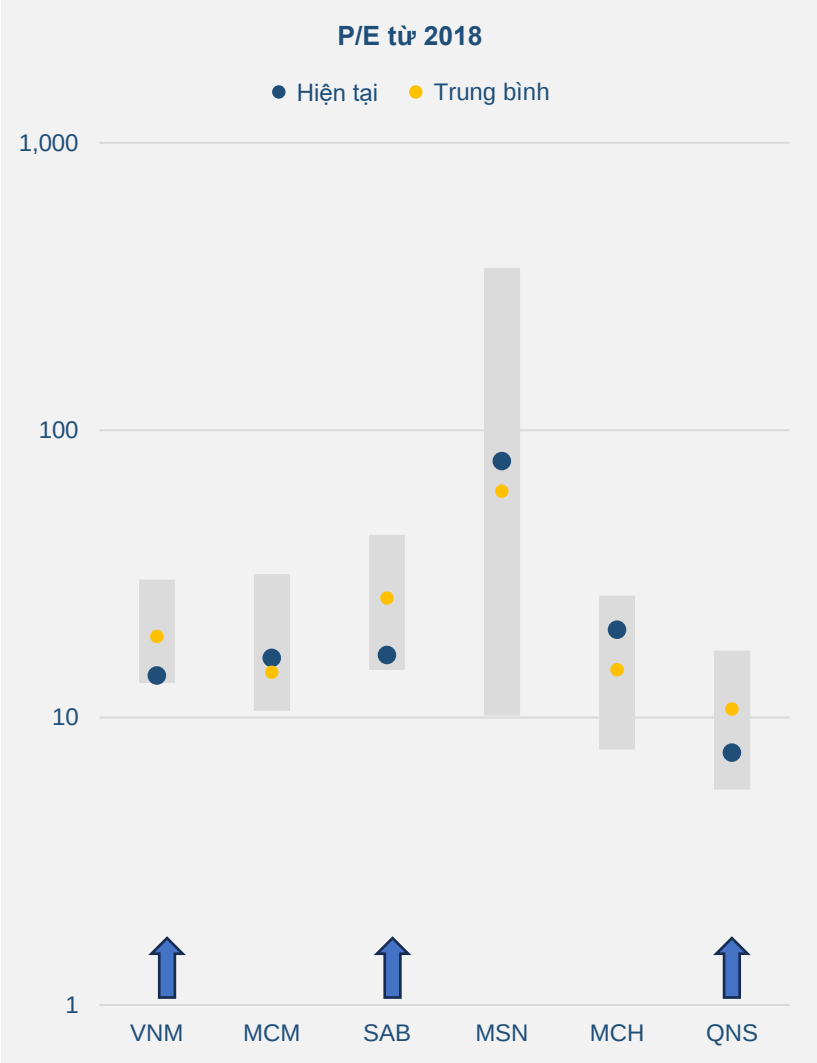


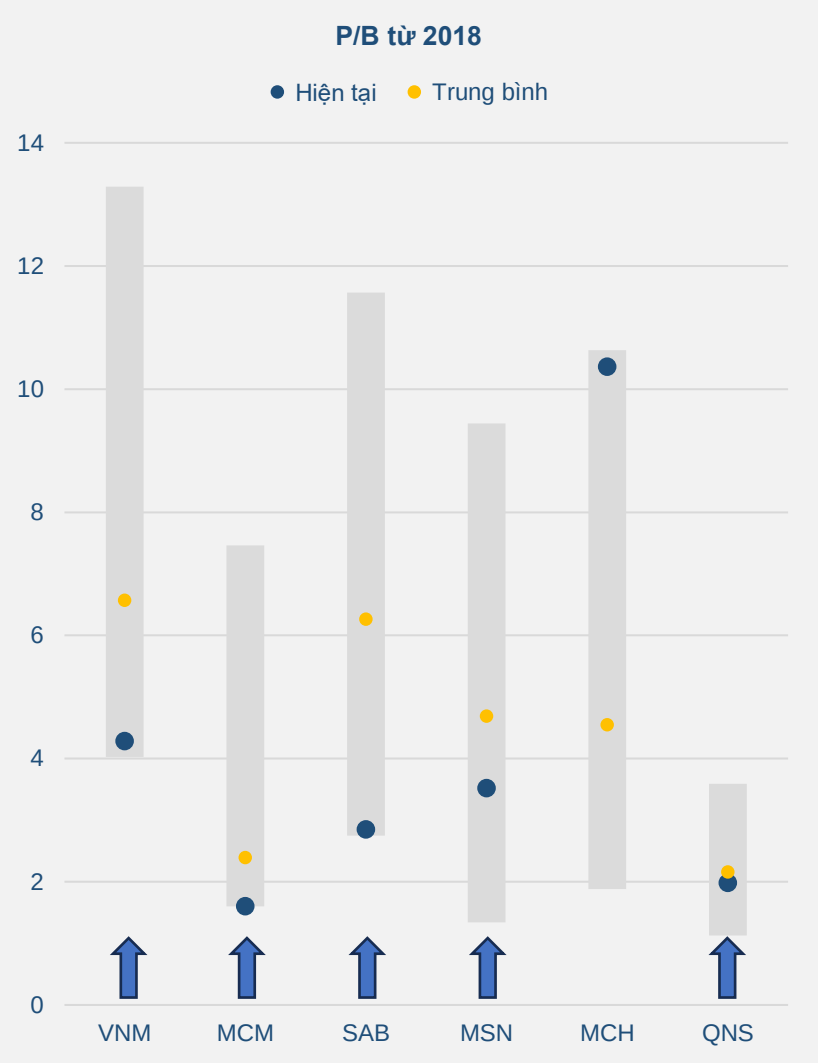
Nguồn: BCTC DN, FiinPro

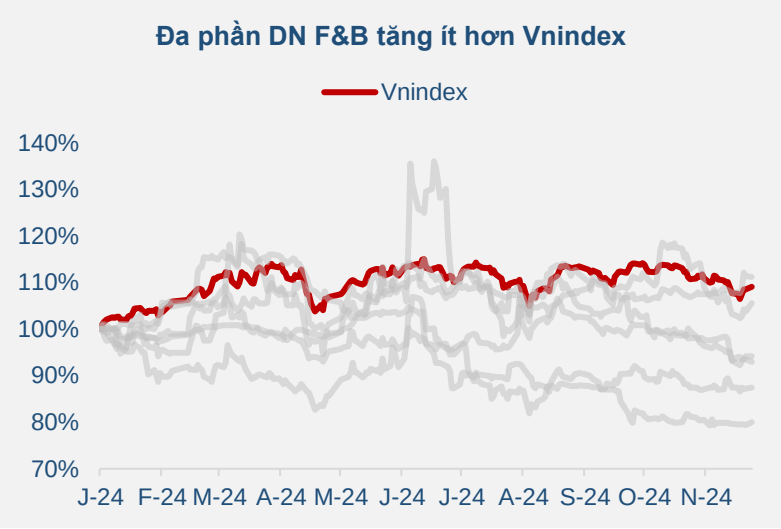
BAOVIET Securities

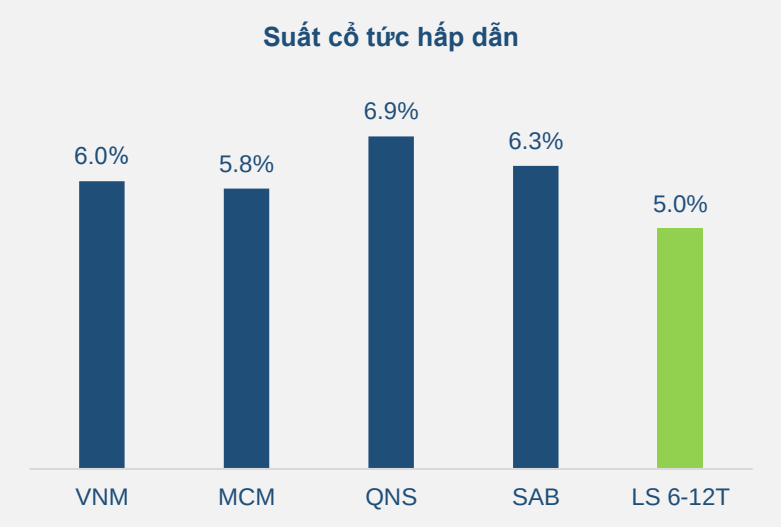
Định giá quay về mặt bằng thấp, cổ tức tiền mặt hấp dẫn

Triển vọng 2025









Nguồn: BVSC tổng hợp, FiinPro

BAOVIET Securities

Tổng hợp dự báo và khuyến nghị đầu tư nhóm Hàng tiêu dùng nhanh

Triển vọng 2025

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**
VNM	60.369	62.879	65.264	8.874	9.895	10.559	0,7%	4,2%	3,8%	4,2%	11,5%	6,7%
SAB	30.461	32.318	34.920	4.118	4.420	4.845	-12,9%	6,1%	8,1%	-21,2%	7,3%	9,6%
MSN	78.252	87.010	96.826	419	2.781	3.554	2,7%	11,2%	11,3%	-88,3%	564,3%	27,8%
QNS	10.021	10.655	11.227	2.183	2.268	2.298	21,4%	6,3%	5,4%	69,7%	3,9%	1,3%
Tổng	**179.103**	**192.862**	**208.237**	**15.594**	**19.364**	**21.256**	**-0,1%**	**7,7%**	**8,0%**	**-16,2%**	**24,2%**	**9,8%**

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	KQKD Q4 2024	Điểm nhấn đầu tư
VNM	**OUTPERFORM**	78.300	+21,2%	Tăng trưởng 2 chữ số	- Kỳ vọng vào thị trường nước ngoài, đặc biệt là xuất khẩu trực tiếp. - Thị trường nội địa duy trì thị phần nhờ công cuộc thay đổi nhận diện thương hiệu, bao bì. - Định giá chiết khấu về vùng thấp, tỷ suất cổ tức tốt.
SAB	**NEUTRAL**	65.000	+13%	Tăng trưởng 2 chữ số	- Mùa bán hàng Tết 2025 đến sớm. - Tiếp tục kiểm soát chi phí bán hàng. - Biên lợi nhuận ổn định và chưa bứt phá đến khi sử dụng hết tồn kho giá cao.
MSN	**OUTPERFORM**	98.000	+36%	Tăng trưởng mạnh	- MCH, WCM duy trì xu hướng tích cực như 9T 2024. - MHT giảm lỗ nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường từ bán HCS, ngoài ra, doanh thu bán Đồng Q4 có thể sẽ lớn hơn 9T đầu năm cộng lại.
QNS	**OUTPERFORM**	60.200	+17,5%	Giảm so với mức cao cùng kỳ 2023	- Mảng đường tăng trưởng nhờ mở rộng vùng nguyên liệu, công suất nhà máy trong bối cảnh giá đường khó bứt phá. - Mảng sữa đậu nành hưởng lợi nhẹ khi giá nguyên liệu đầu vào giảm. - Định giá và tỷ suất cổ tức ở mức hấp dẫn.

VNM – Kỳ vọng ở thị trường nước ngoài

VNM - Target: 78.300 VNĐ/CP | Upside: +21,2%

Bảng khuyến nghị	
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	78.300 đồng/cp
Giá thị trường:	64.600 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+21,2%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**59.956**	**60.369**	**62.879**	**65.264**	**2,9%**
% T.Trưởng	-1,6%	0,7%	4,2%	3,8%	
Lợi nhuận gộp	**23.897**	**24.545**	**26.308**	**27.700**	**5,0%**
% T.Trưởng	-9,1%	2,7%	7,2%	5,3%	
Lợi nhuận ròng	**8.516**	**8.874**	**9.895**	**10.559**	**7,4%**
% T.Trưởng	-19,1%	4,2%	11,5%	6,7%	
EPS (đồng/cp)	**4.075**	**4.246**	**4.735**	**5.052**	
P/E (x)	**18,0**	**16,8**	**13,6**	**13,1**	

Điểm nhấn đầu tư:

- Tăng trưởng tích cực từ thị trường xuất khẩu trực tiếp trong 2025, đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang một số quốc gia khác như: Nhật Bản, Úc, Canada…
- Chi nhánh nước ngoài tại Campuchia và Mỹ tăng trưởng nhờ (1) mở rộng danh mục sản phẩm, và (2) thêm nhập thêm kênh bán hàng HORECA.
- Định giá P/E về gần vùng đáy trong 5 năm gần nhất, tỷ suất cổ tức hấp dẫn.

BAOVIET Securities

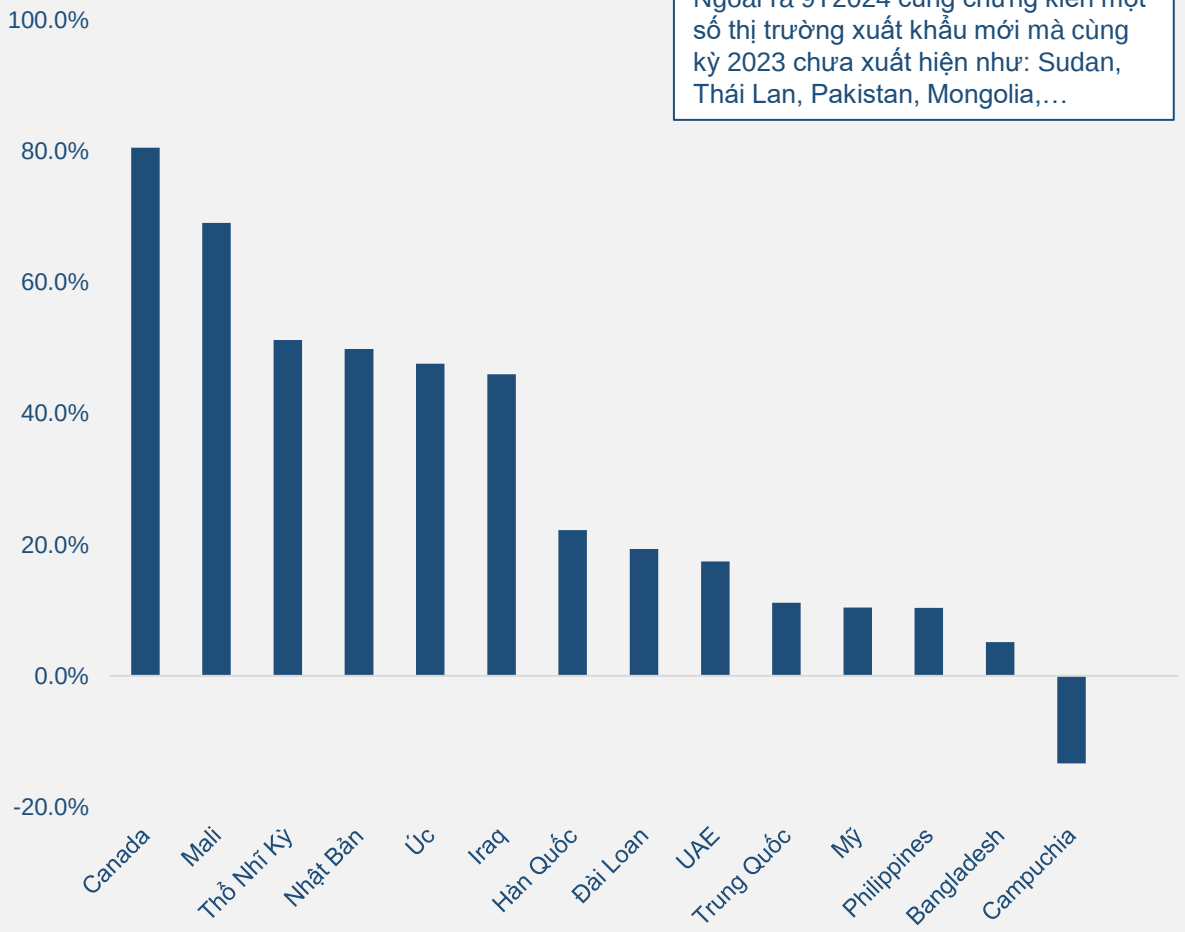
VNM – Kỳ vọng ở thị trường nước ngoài

VNM - Target: 78.300 VNĐ/CP | Upside: +21,2%

Tăng trưởng tại một số thị trường xuất khẩu trực tiếp 9T2024

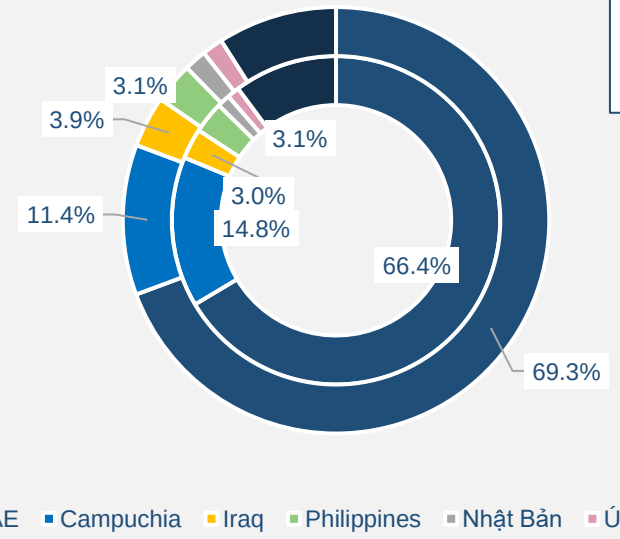
(% YoY)

Ngoài ra 9T2024 cũng chứng kiến một số thị trường xuất khẩu mới mà cùng kỳ 2023 chưa xuất hiện như: Sudan, Thái Lan, Pakistan, Mongolia,…



Tỷ trọng xuất khẩu một số thị trường chính

Thị trường UAE là điểm trung gian để xuất khẩu sang Afghanistan và Iraq.



Quốc gia	Mặt hàng chính	Tỷ trọng mặt hàng chính
Canada	Sữa đặc	56,1%
Nhật Bản	Sữa đặc	79,1%
Úc	Sữa chua uống	100,0%
Philippines	Sữa đặc	79,4%
Iraq	Sữa bột Dielac	100,0%

Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

SAB - Tiêu thụ bia cải thiện và biên lợi nhuận phục hồi trong 2025

SAB - Target: 65.000 VNĐ/CP | Upside: +13%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	65.000 đồng/cp
Giá thị trường:	57.500 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+13%

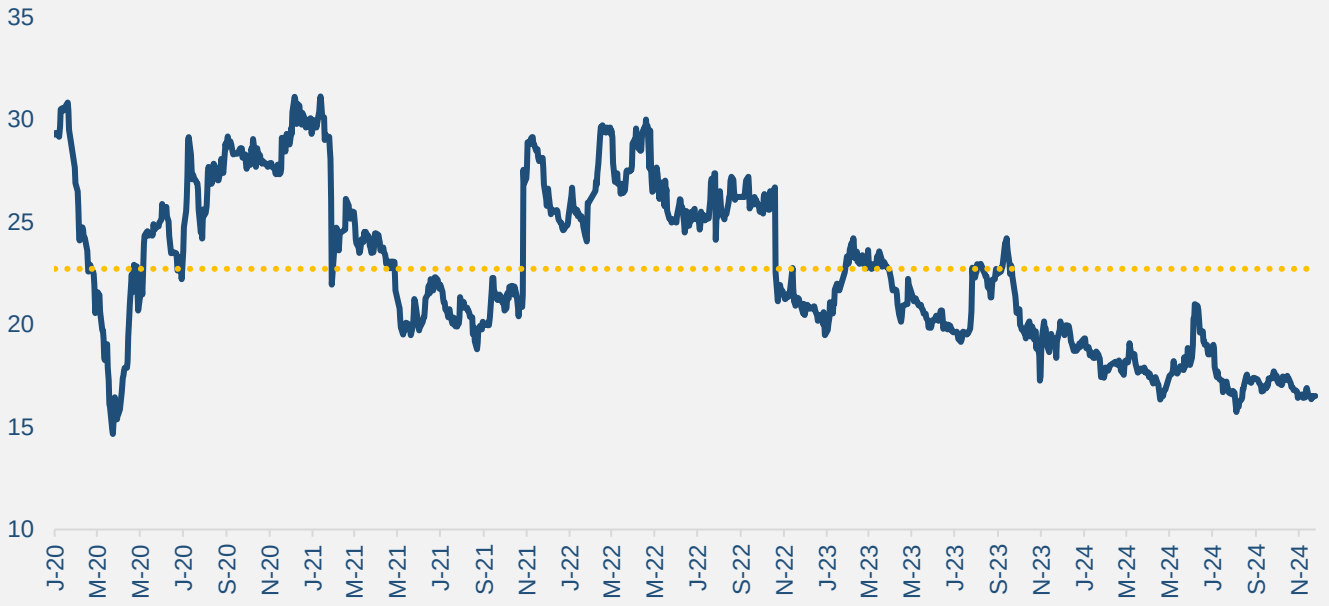
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu	**34.979**	**30.461**	**32.318**	**34.920**	**-0,1%**
% T.Trưởng	32,6%	-12,9%	6,1%	8,1%	
Lợi nhuận gộp	**10.771**	**9.091**	**9.563**	**10.441**	**-1,0%**
% T.Trưởng	41,6%	-15,6%	5,2%	9,2%	
Lợi nhuận ròng	**5.224**	**4.118**	**4.420**	**4.845**	**-2,5%**
% T.Trưởng	42,1%	-21,2%	7,3%	9,6%	
EPS (đồng/cp)	**4.073**	**3.210**	**3.446**	**3.777**	
P/E (x)	**14,1**	**17,9**	**16,7**	**15,2**	

Điểm nhấn đầu tư:

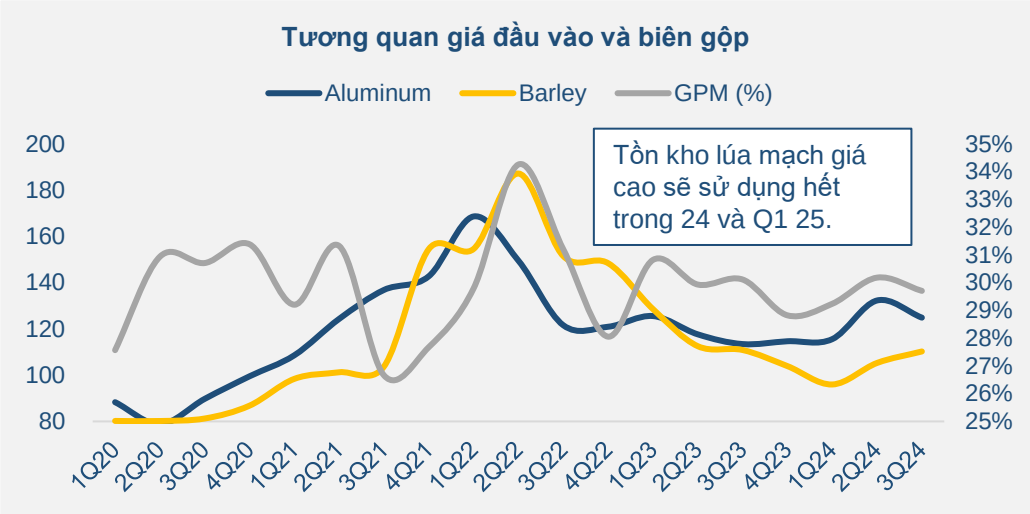
- Kỳ vọng tiêu thụ bia đã chạm đáy trong 1H 2024 và có sự hồi phục từ 2H 2024 và 2025.
- Tiềm năng mở rộng biên lợi nhuận trong 2025: (i) chi phí đầu vào liên quan tới lúa mạch giảm; (ii) tối ưu hoá chi phí SG&A mà 9T đầu năm 2024 là một minh chứng rõ ràng; và (iii) việc hợp nhất và cơ cấu Sabibeco có thể cải thiện hiệu quả chung của cả công ty.
- Cơ cấu tài chính lành mạnh, suất cổ tức hấp dẫn, có thể hưởng lợi từ lãi suất tiết kiệm tăng.

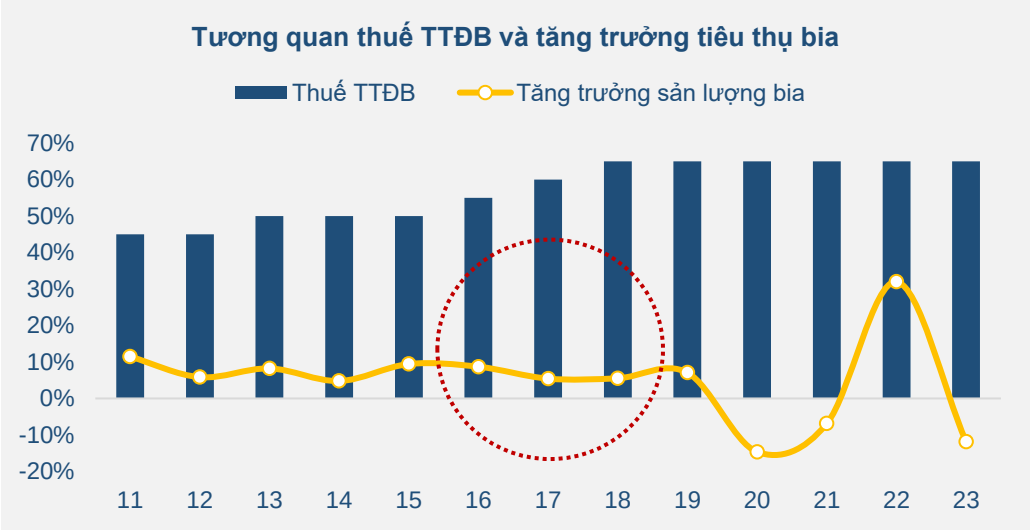
P/B lịch sử từ đầu 2020

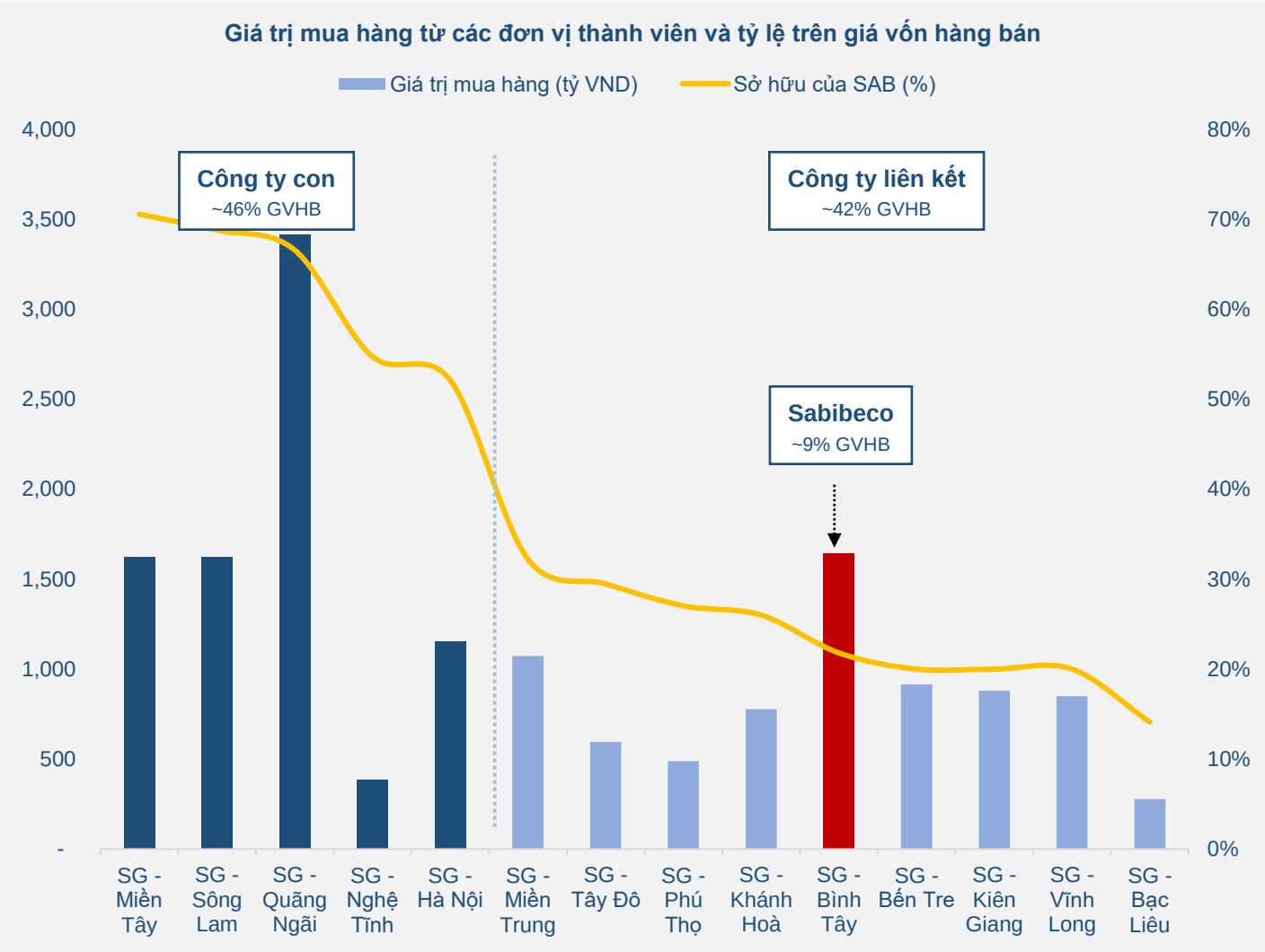


SAB - Tiêu thụ bia cải thiện và biên lợi nhuận phục hồi trong 2025

SAB - Target: 65.000 VNĐ/CP | Upside: +13%







BAOVIET Securities

MSN - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ khối Tiêu dùng – Bán lẻ và đóng góp từ TCB

MSN - Target: 98.000 VNĐ/CP | Upside: +36%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	98.000 đồng/cp
Giá thị trường:	72.100 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+36%**

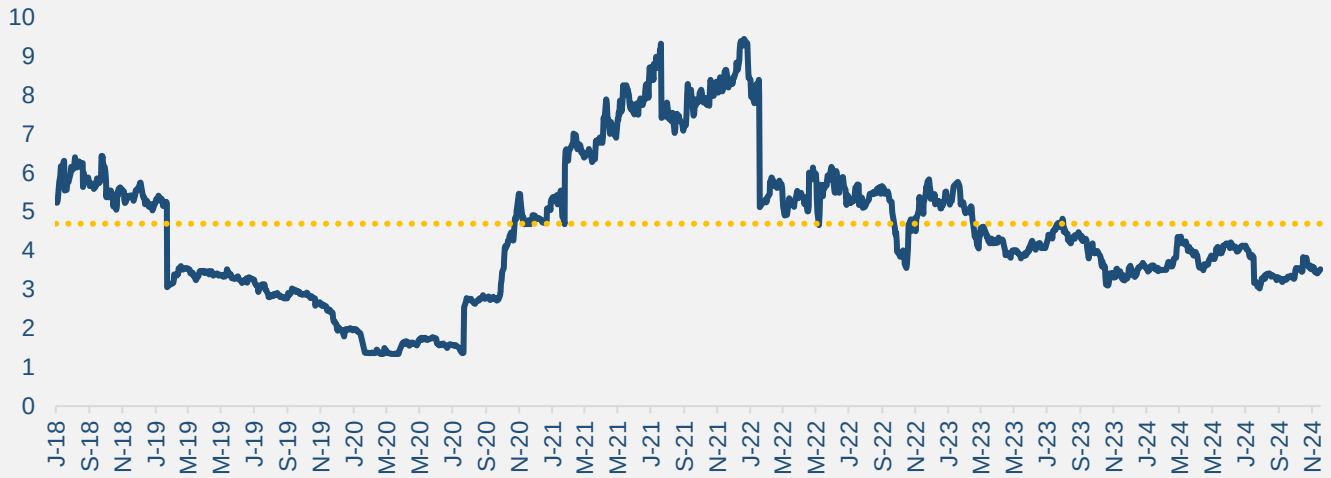
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**76.198**	**78.252**	**87.010**	**96.826**	**8,3%**
% T.Trưởng	-14,0%	2,7%	11,2%	11,3%	
Lợi nhuận gộp	**22.135**	**21.035**	**22.121**	**26.579**	**6,3%**
% T.Trưởng	23,7%	-5,0%	5,2%	20,2%	
Lợi nhuận ròng	**3.567**	**419**	**2.781**	**3.554**	**-0,1%**
% T.Trưởng	-58,3%	-88,3%	564,3%	27,8%	
EPS (đồng/cp)	**2,480**	**291**	**1,934**	**2,471**	
P/E (x)	**29,1**	**247,8**	**37,3**	**29,2**	

Điểm nhấn đầu tư:

- MCH duy trì tăng trưởng, tập trung vào cao cấp hoá và xây dựng thương hiệu, biên lợi nhuận ổn định.
- WCM lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ nhờ doanh thu cửa hàng cải thiện, tối ưu hoá chi phí hoạt động.
- MML giảm lỗ nhờ tăng tỷ trọng thịt chế biến, đẩy mạnh sản lượng thịt mát giúp tối ưu hoá chi phí giết mổ.
- MHT ghi nhận lãi đột biến từ việc bán H.C Starck và giảm bớt lỗ hằng năm nhờ ngừng hợp nhất.
- Việc chuyển sàn MCH sang HOSE, WCM bắt đầu có lợi nhuận và giảm sở hữu tại MHT có thể cho thị trường góc nhìn khác về định giá của MSN.
- Hưởng lợi từ dòng vốn ngoại nếu thị trường được nâng hạng.

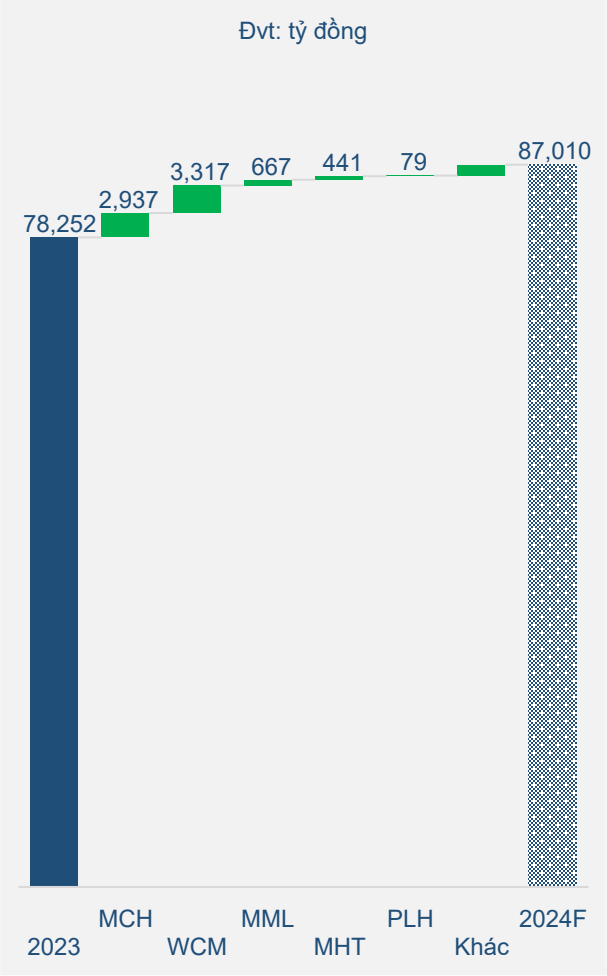
P/B lịch sử từ đầu 2018

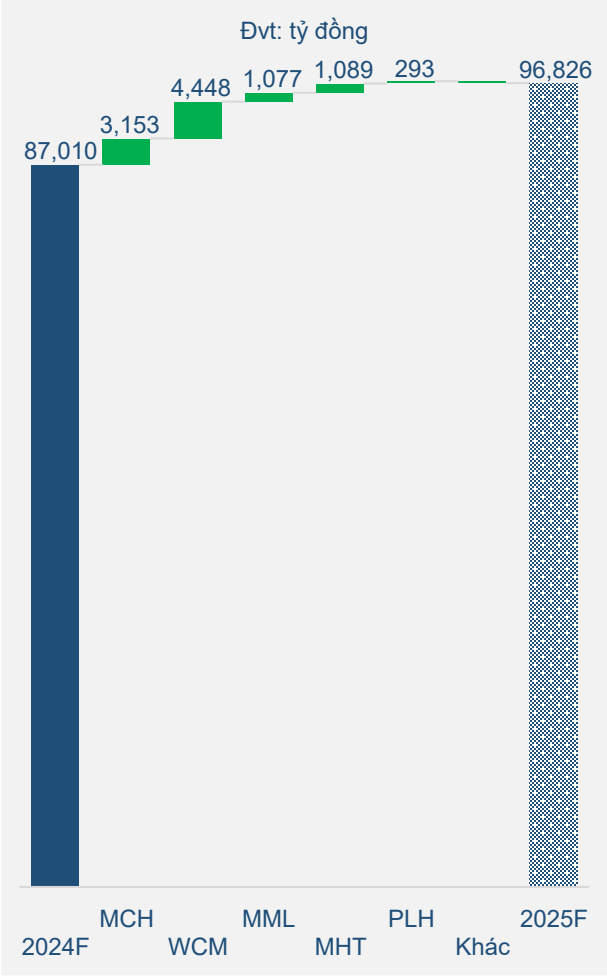


MSN - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ khối Tiêu dùng – Bán lẻ và đóng góp từ TCB

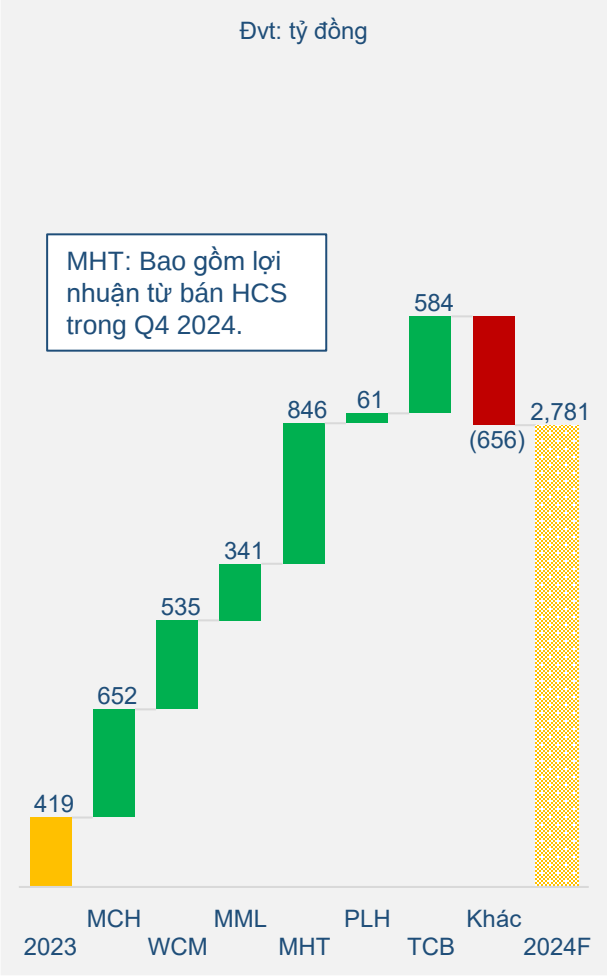
MSN - Target: 98.000 VNĐ/CP | Upside: +36%

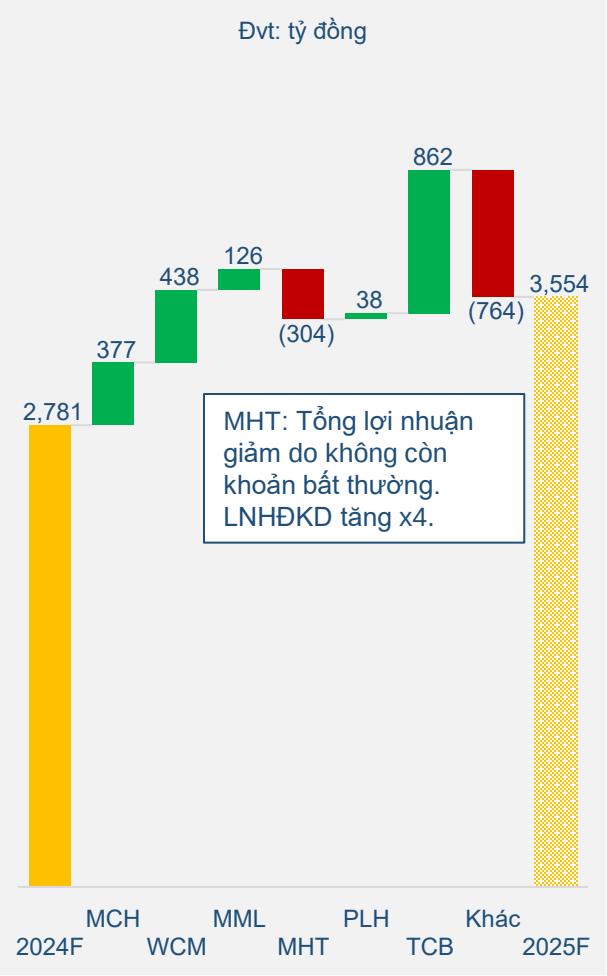
Doanh thu thuần





Lợi nhuận ròng - CĐTS



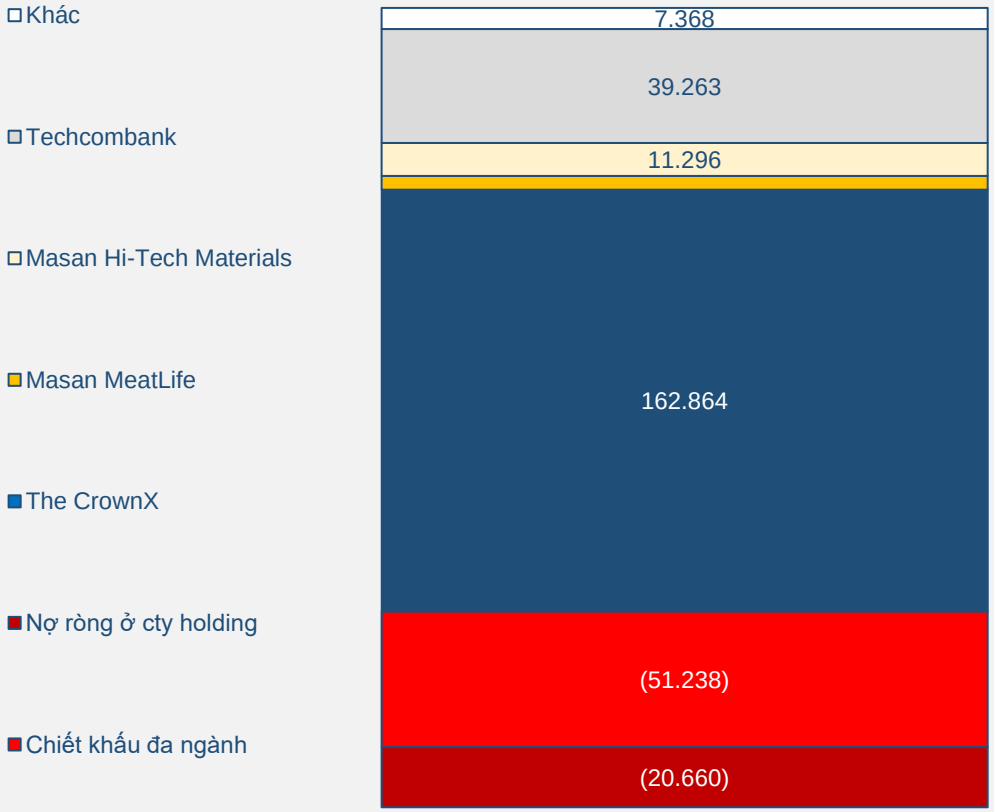


BAOVIET Securities

MSN - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ từ khối Tiêu dùng – Bán lẻ và đóng góp từ TCB

MSN - Target: 98.000 VNĐ/CP | Upside: +36%

Cơ cấu định giá MSN
Đvt: tỷ đồng



TCB = 1,3x P/B

The CrownX (TCX) = 6,7 tỷ USD
- Masan Consumer Holdings: P/E mục tiêu 20x lợi nhuận 2025
- WinCommerce: DCF tương đương 0,9x doanh thu 2025

Chiết khấu đa ngành = 25%

Giá mục tiêu:
98.000 đồng/cp

BAOVIET Securities

QNS – Lợi nhuận đi ngang, giá đường khó bứt phá

QNS - Target: 60.200 VNĐ/CP | Upside: +17,5%

Bảng khuyến nghị

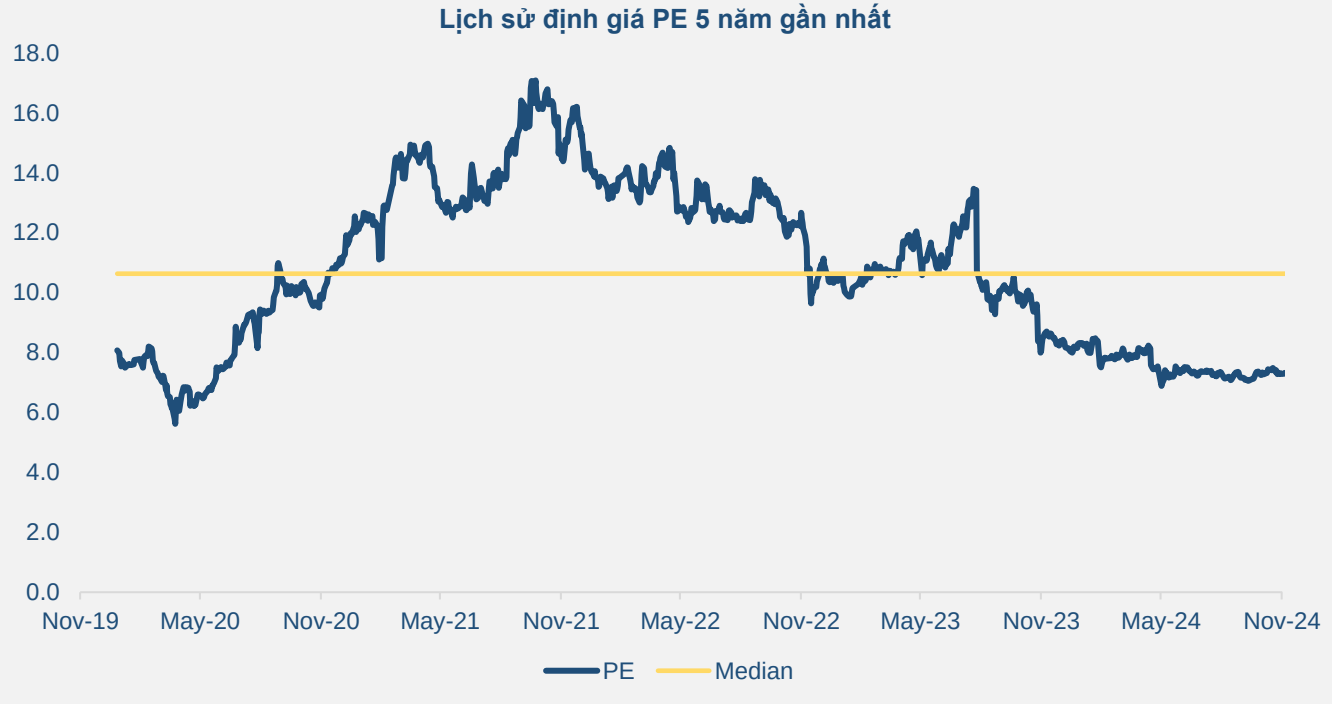
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	60.200 đồng/cp
Giá thị trường:	51.200 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+17,5%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**8.255**	**10.023**	**10.655**	**10.957**	**9.9%**
% T.Trưởng	12,5%	21,4%	6,3%	2,8%	
Lợi nhuận gộp	**2.459**	**3.357**	**3.463**	**3.641**	**14.0%**
% T.Trưởng	8,7%	36,5%	3,3%	5,1%	
Lợi nhuận ròng	**1.287**	**2.189**	**2.268**	**2.236**	**20.2%**
% T.Trưởng	2,6%	70,2%	3,9%	-1,4%	
EPS (đồng/cp)	**4.269**	**7.264**	**6.260**	**6.081**	
P/E (x)	**10,4**	**8,0**	**6,9**	**7,1**	

Điểm nhấn đầu tư:

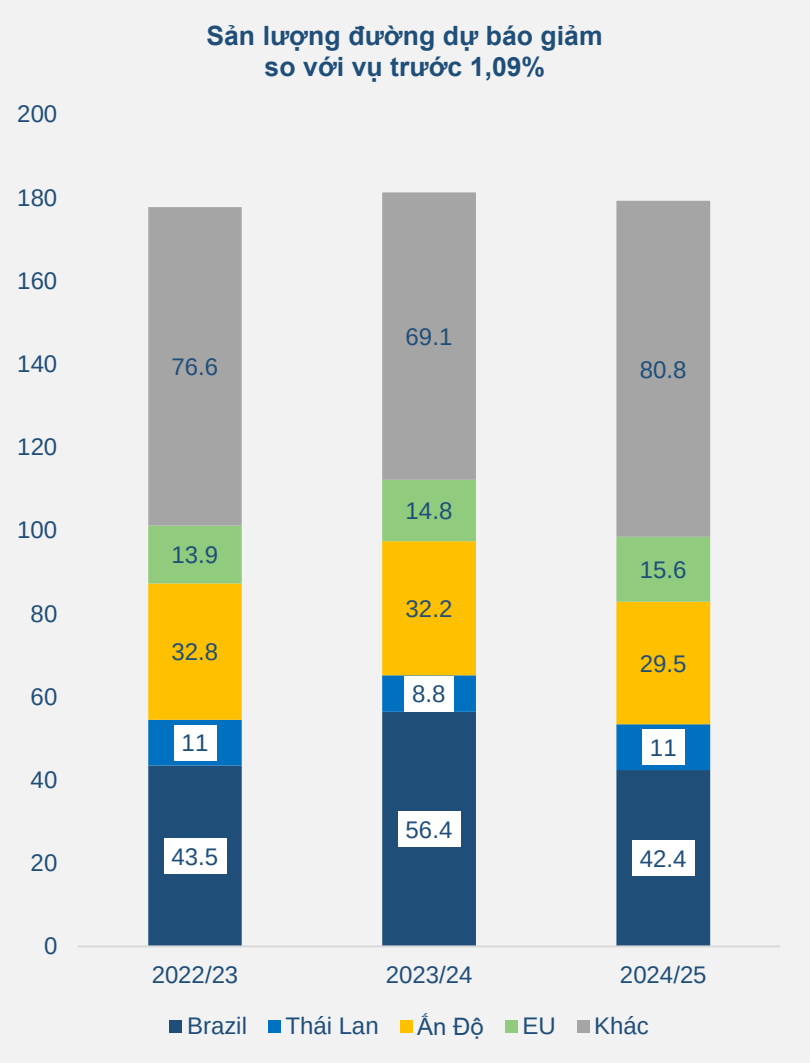
- Giá đường đi ngang và vùng nguyên liệu dự kiến tăng sẽ giúp lợi nhuận duy trì ở mức cao.
- Nguyên liệu đầu vào mảng sữa đậu nành giảm giúp nới rộng biên lợi nhuận gộp. Mảng sữa đậu nành khó gia tăng thêm thị phần khi đã tương đối áp đảo trong phân khúc sữa đậu nành.
- Định giá P/E so với lịch sử và tỷ suất cổ tức hấp dẫn.

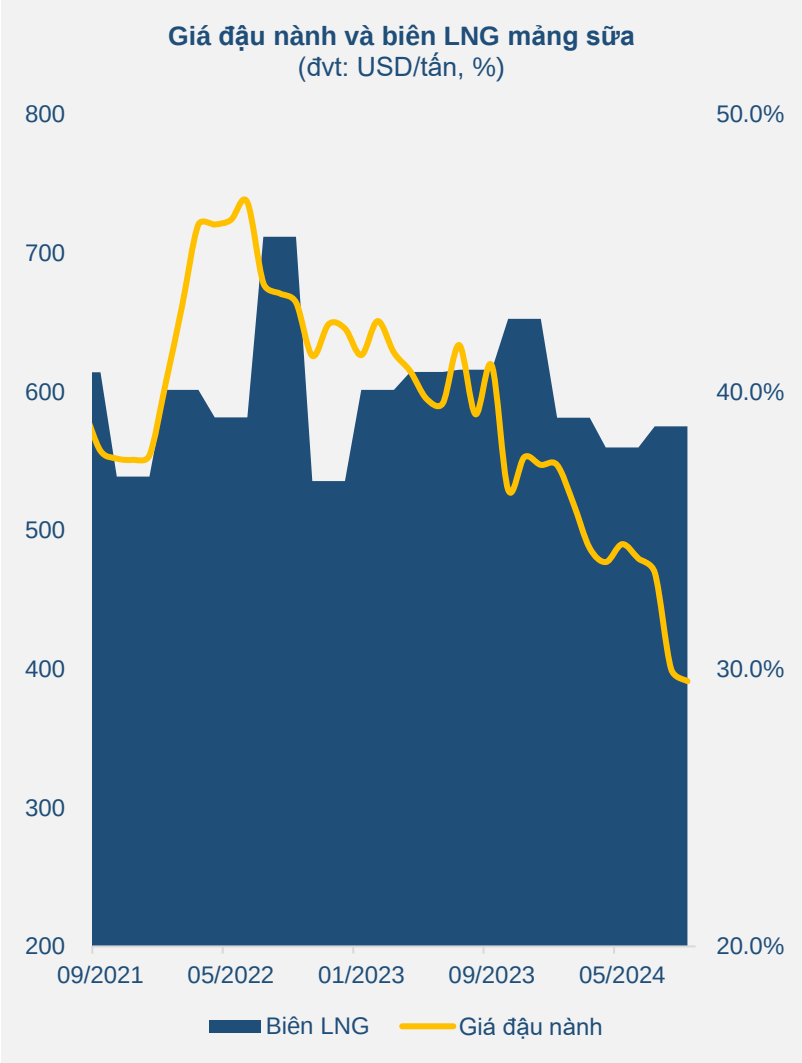


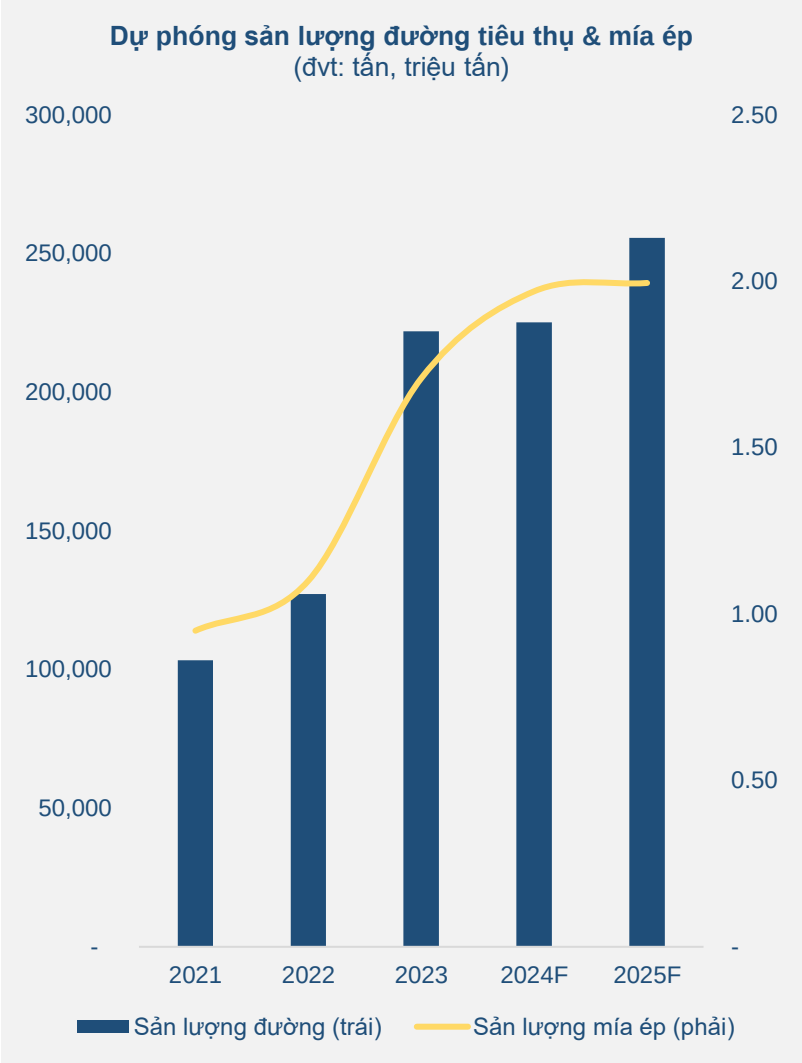
BAOVIET Securities

QNS – Lợi nhuận đi ngang, giá đường khó bứt phá

QNS - Target: 60.200 VNĐ/CP | Upside: +17,2%







Nguồn: ISO, Agromonitor, BVSC tổng hợp

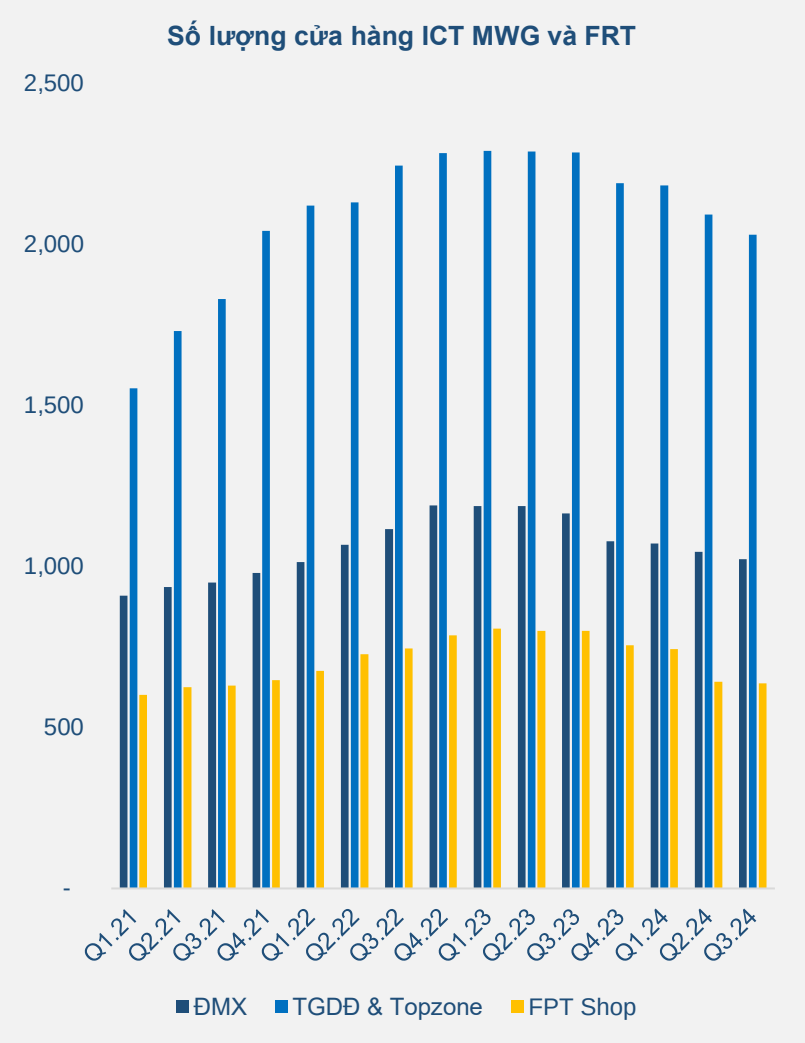
BAOVIET Securities

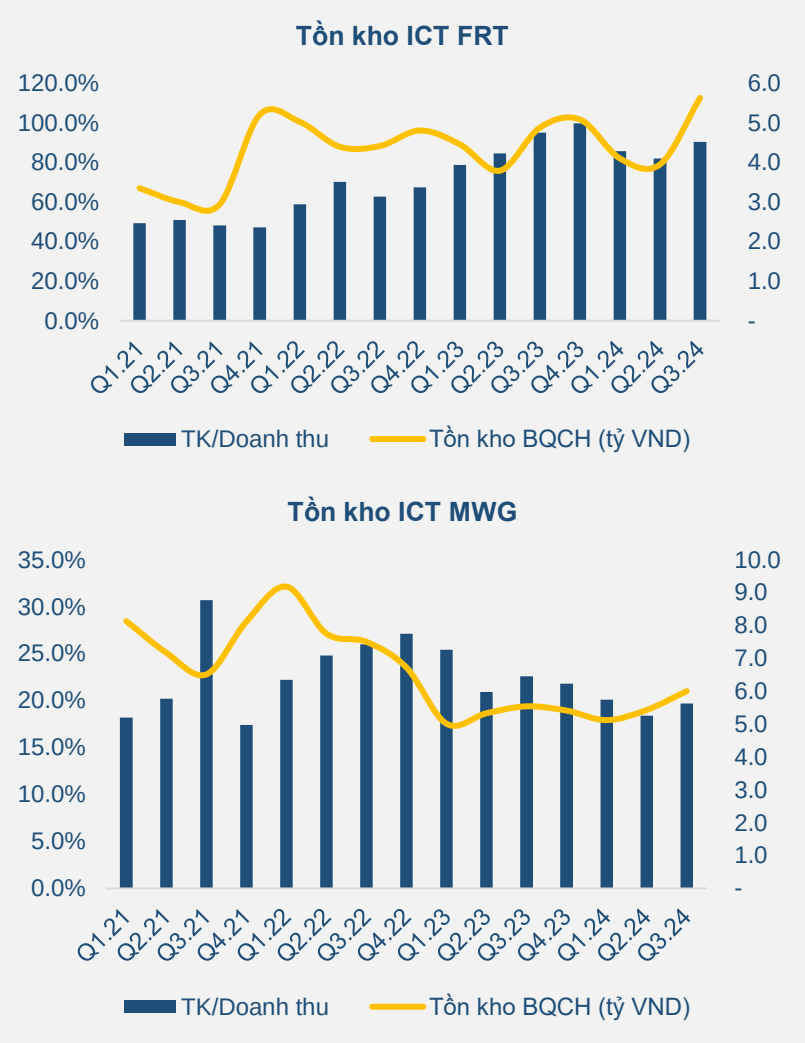
Bán lẻ và Bán buôn

Nhìn lại 2024 và triển vọng 2025

BAOVIET Securities

Bán lẻ ICT: Quản trị tồn kho và giảm số cửa hàng nâng cao hiệu quả hoạt động

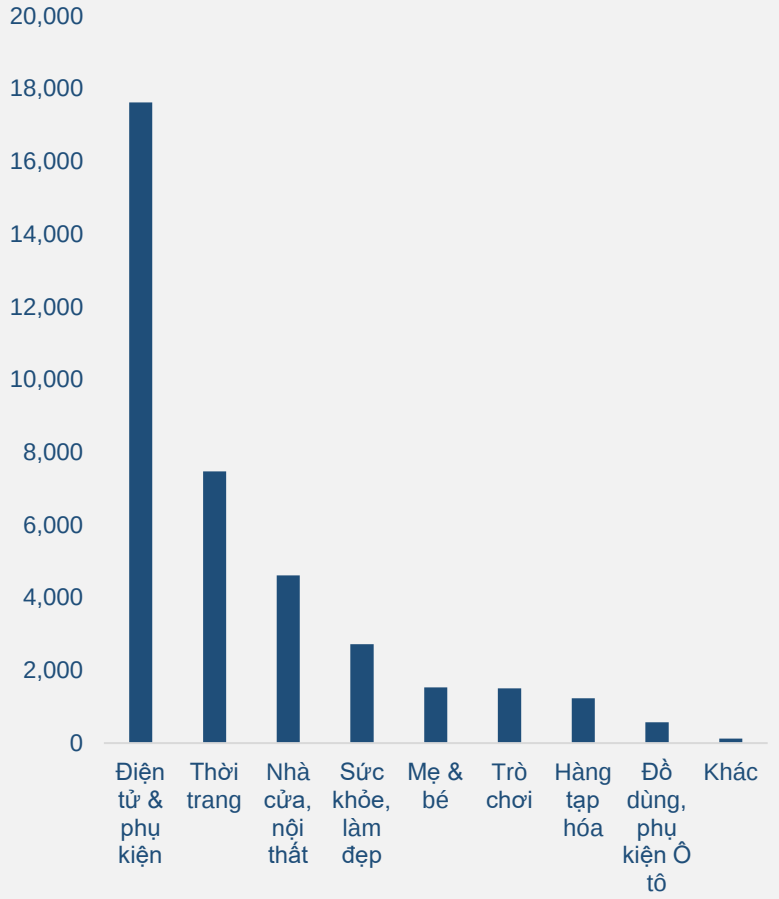




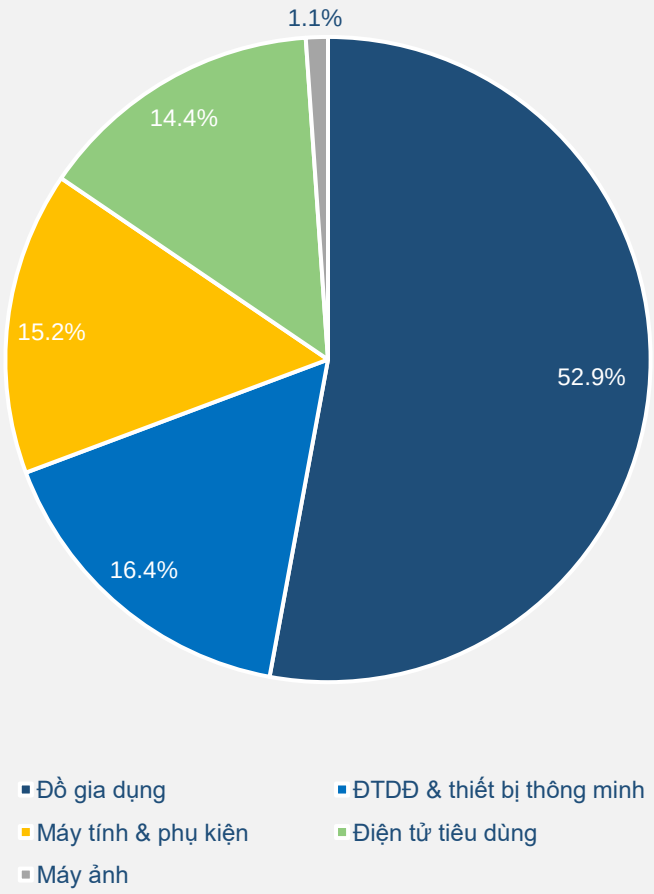
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, BVSC tổng hợp

Bán lẻ ICT: TMĐT tác động tới các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết thế nào?

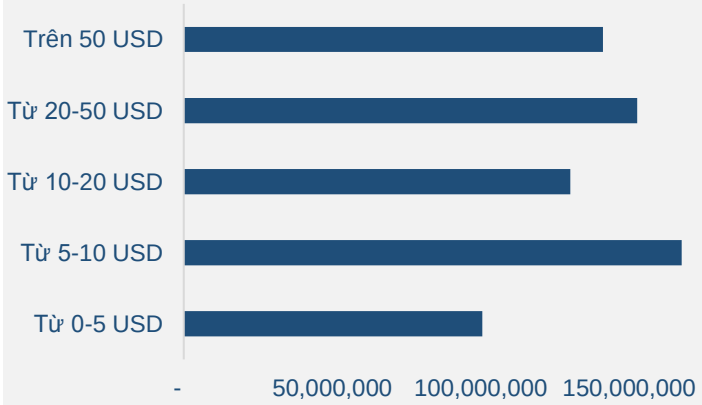
Ngành hàng điện tử, phụ kiện áp đảo doanh số tại Shopee
(đvt: tỷ đồng)



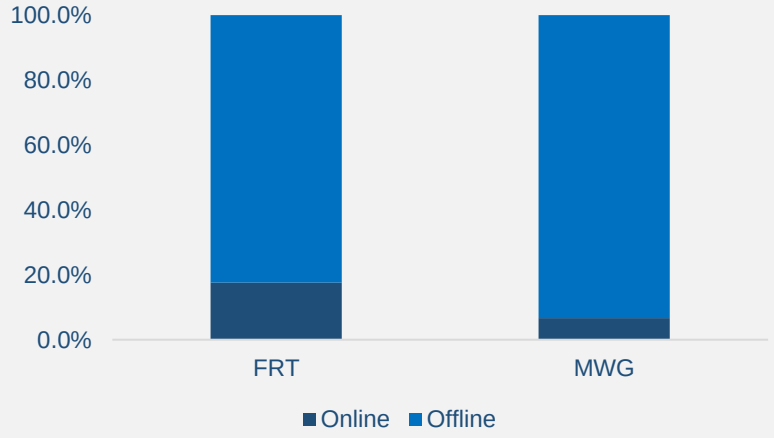
Tỷ trọng các nhóm sản phẩm trong Điện tử và phụ kiện



Doanh thu hàng Điện tử và phụ kiện theo khoảng giá Shopee Việt Nam (T5/2024)



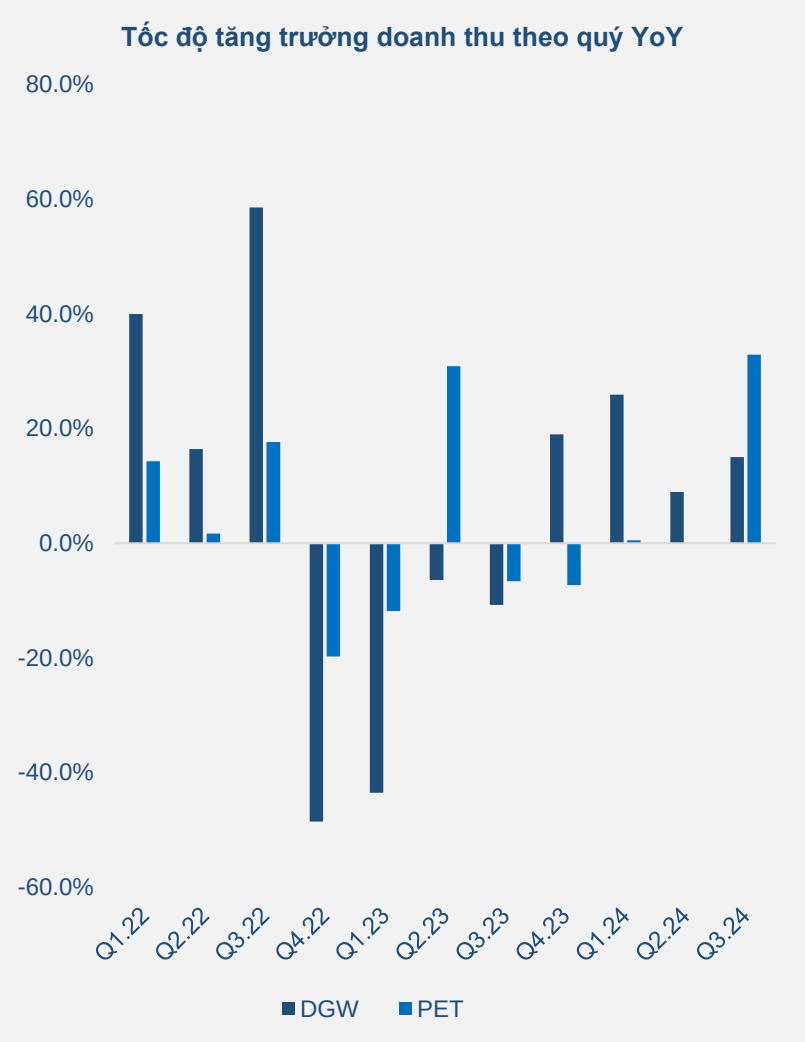
Tỷ trọng doanh thu online/offline MWG, FRT

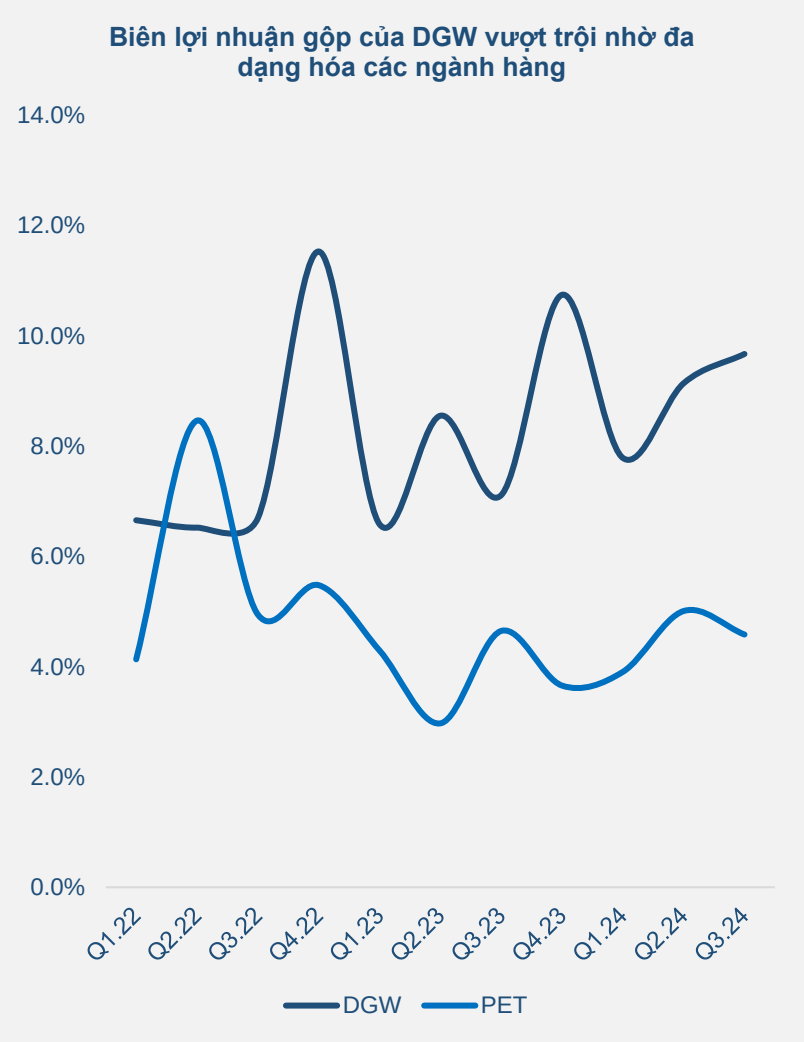


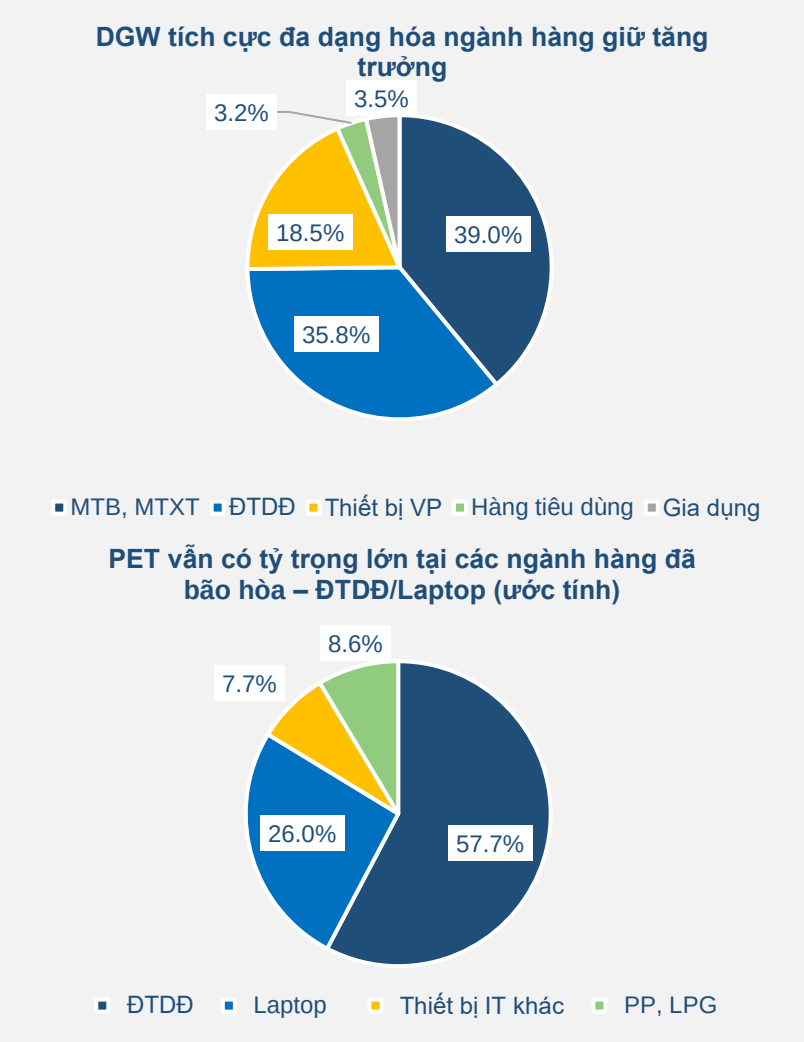
Nguồn: TMO group, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Bán buôn: bức tranh trái chiều, DGW đa dạng hóa danh mục ngành hàng

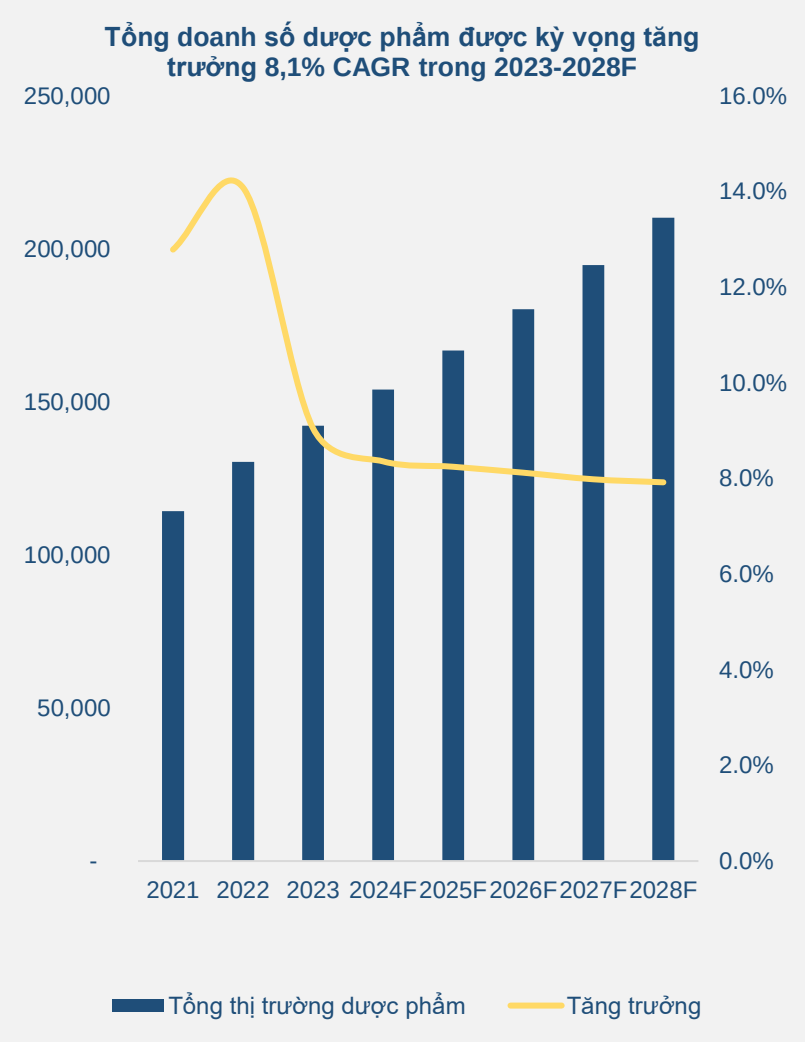


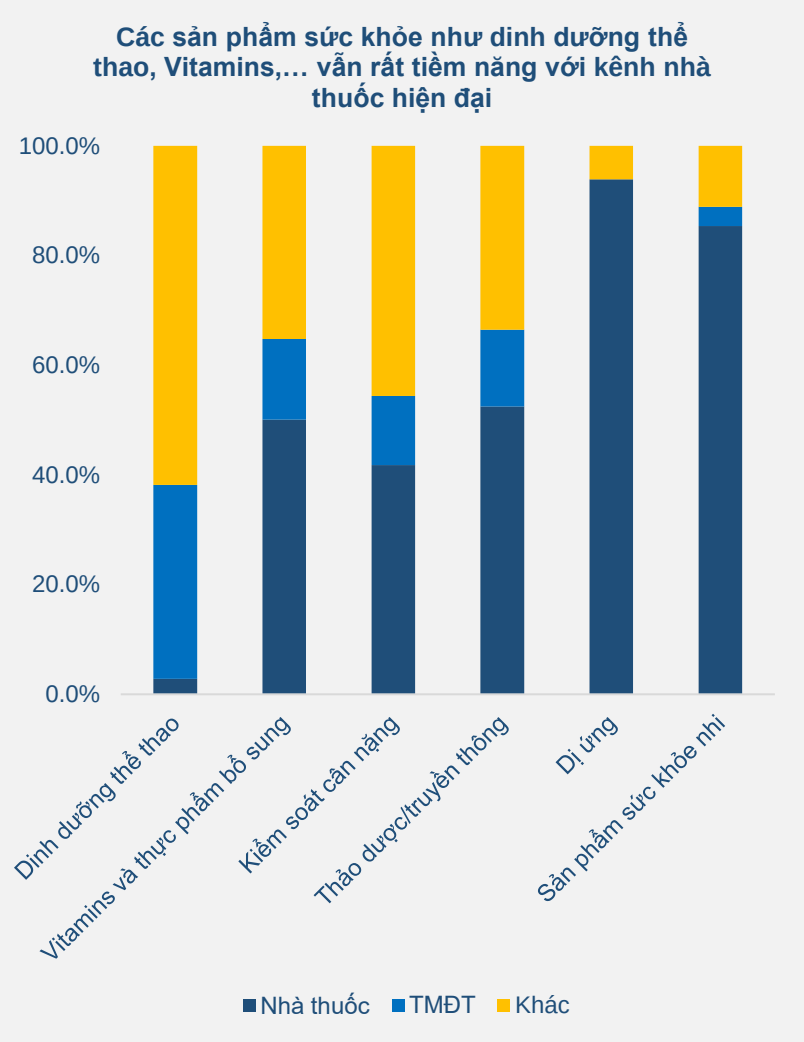


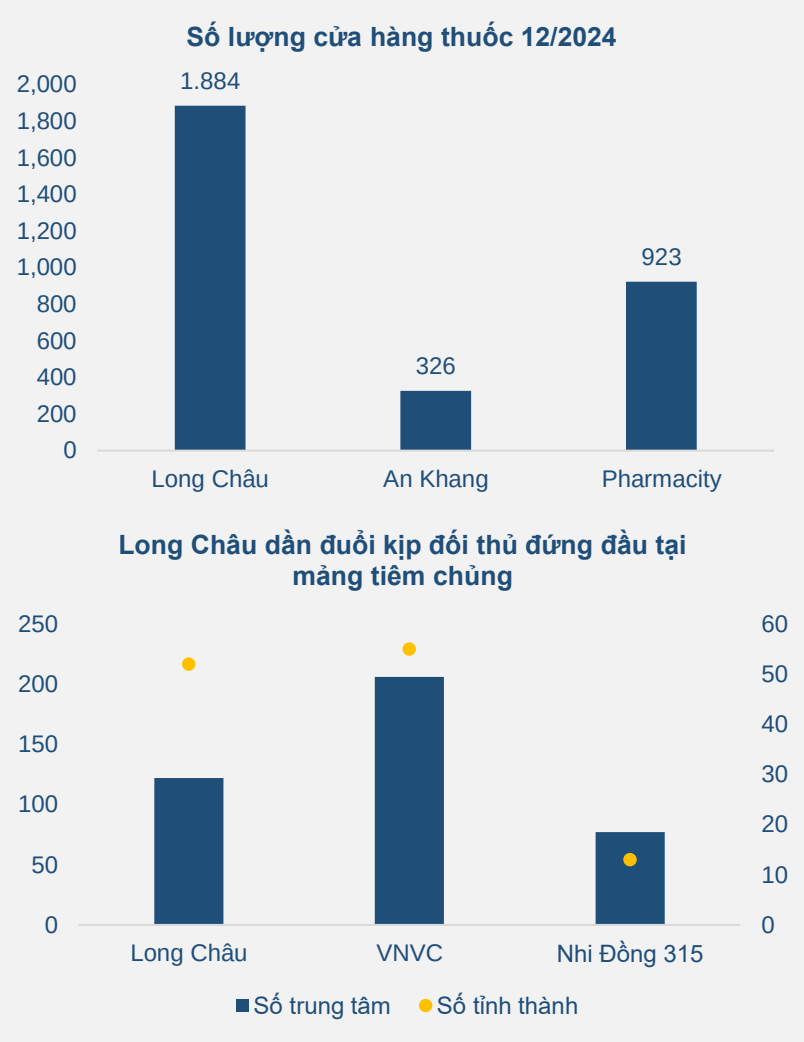


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, BVSC tổng hợp

Bán lẻ dược phẩm: Long Châu áp đảo, các đối thủ khó bắt kịp





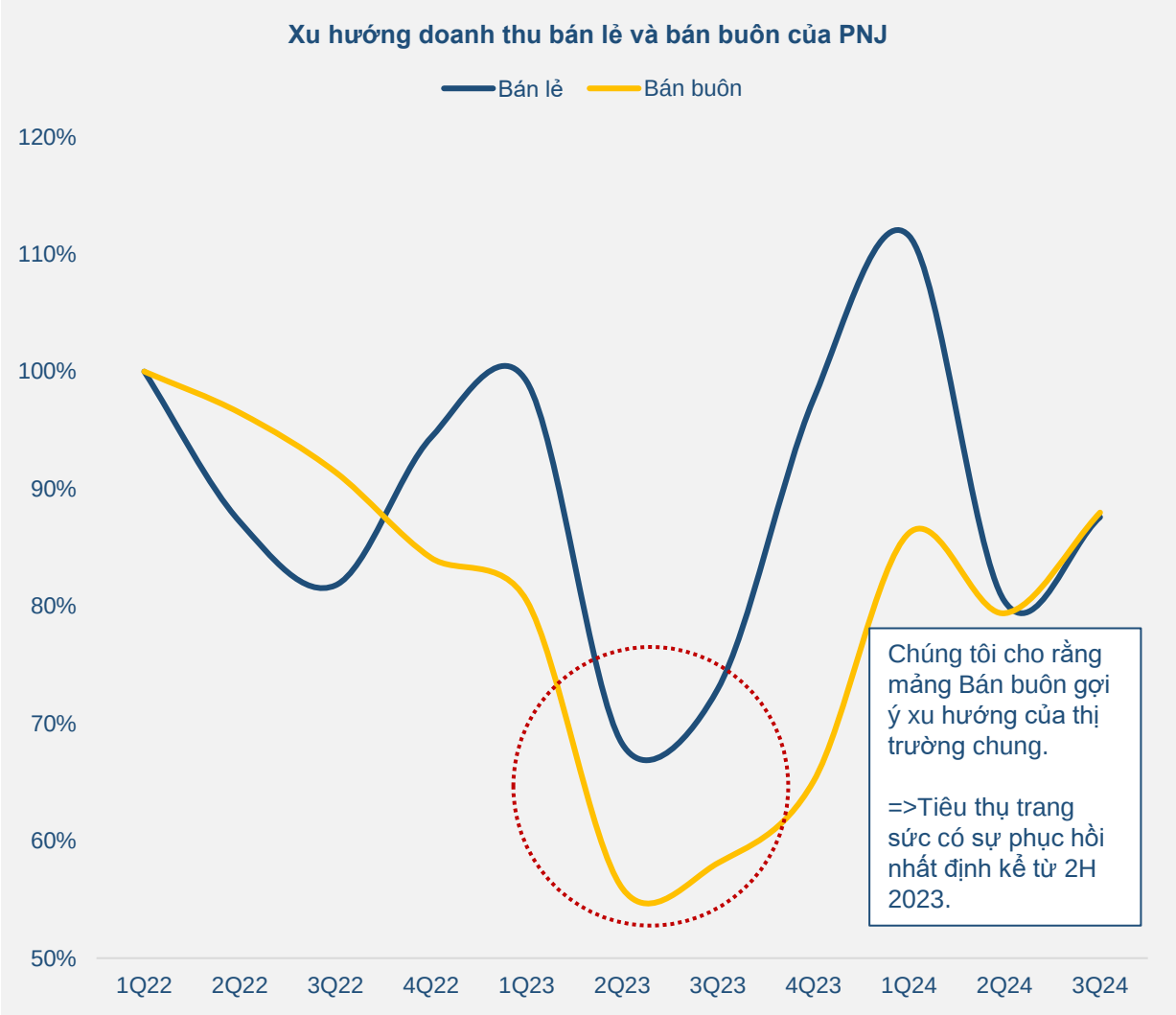


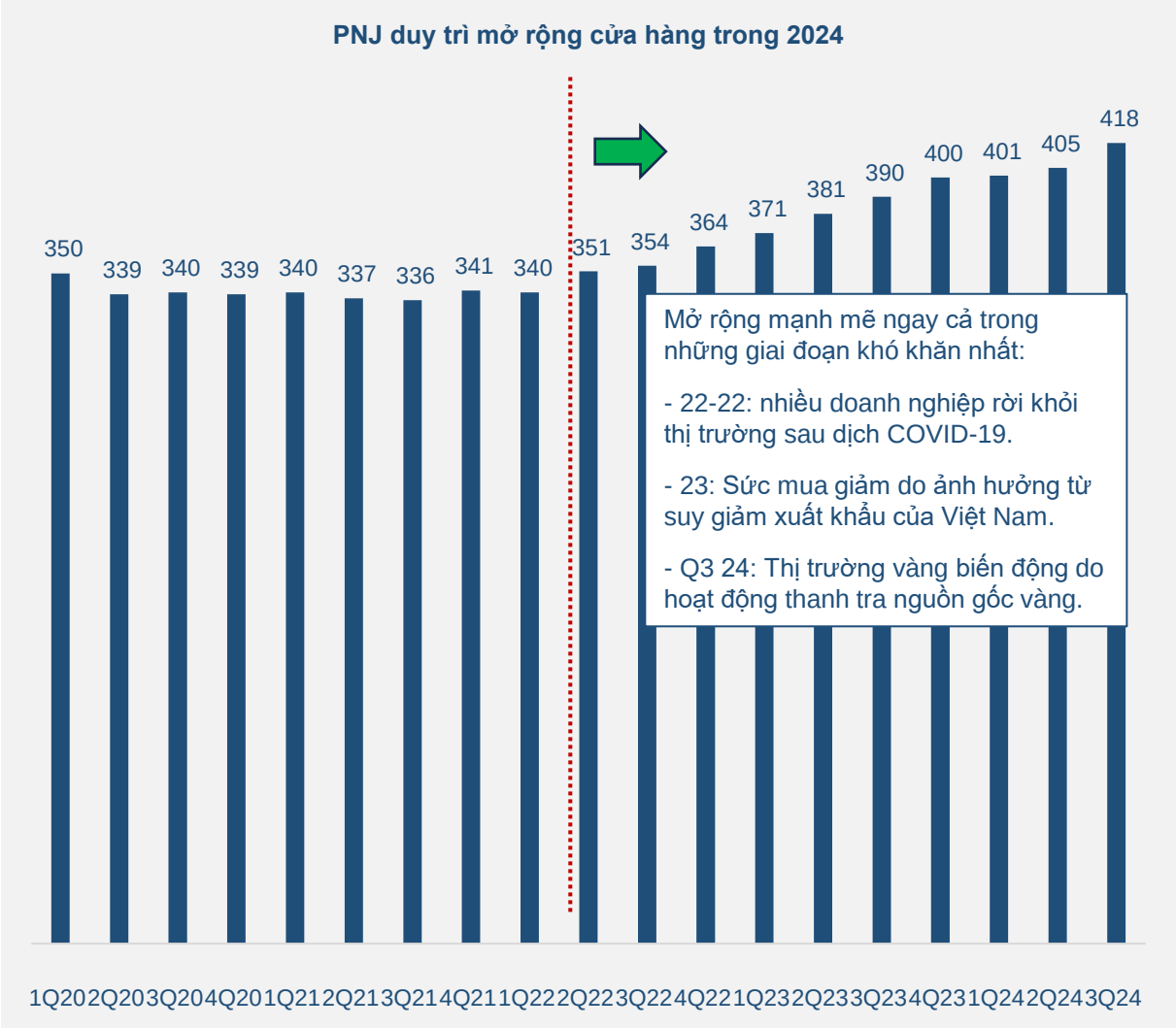
Nguồn: BMI, Euromonitor, Dữ liệu doanh nghiệp, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Bán lẻ trang sức: Doanh nghiệp dẫn đầu nắm lấy cơ hội mở rộng thị phần

Nhìn lại 2024



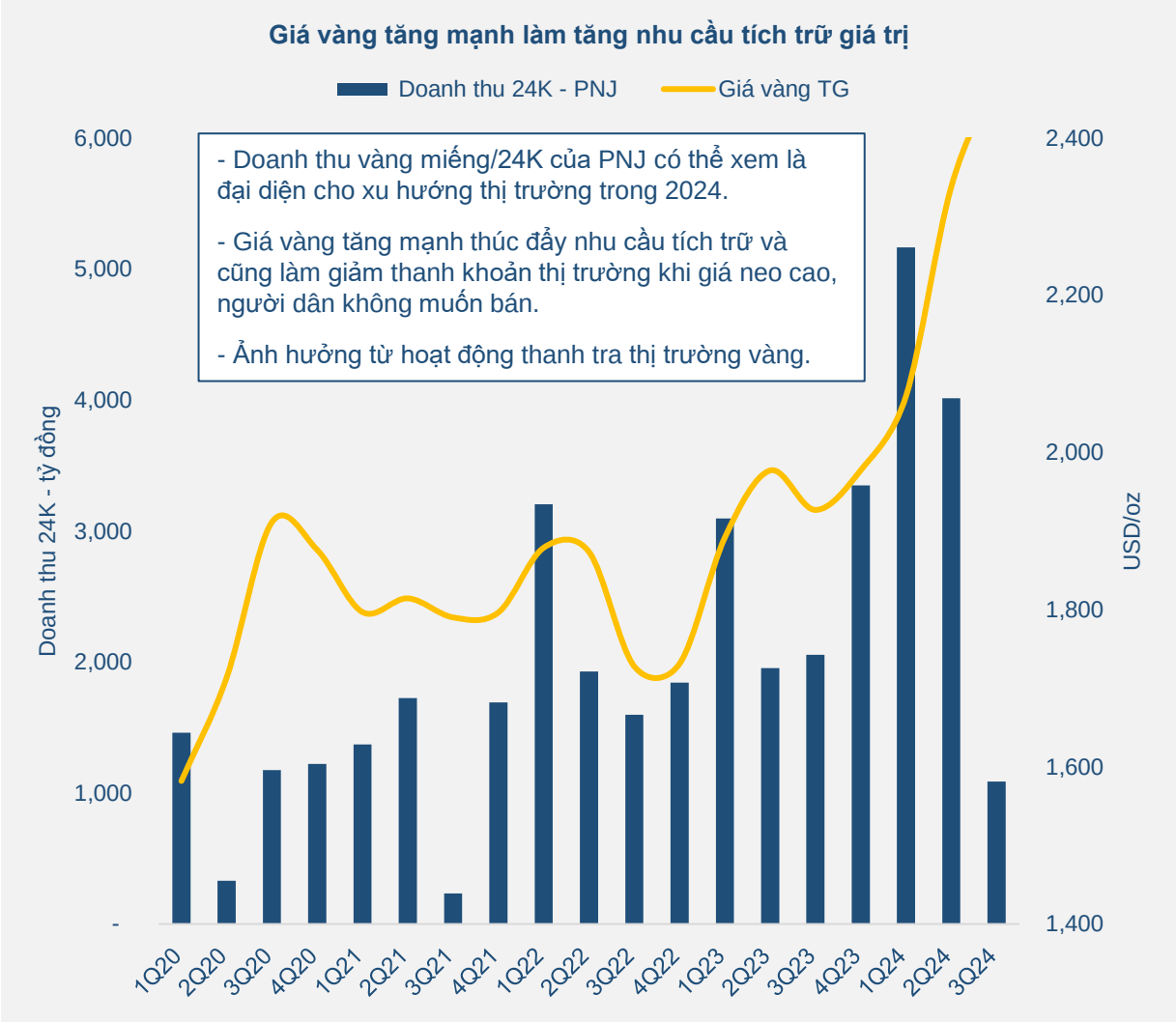


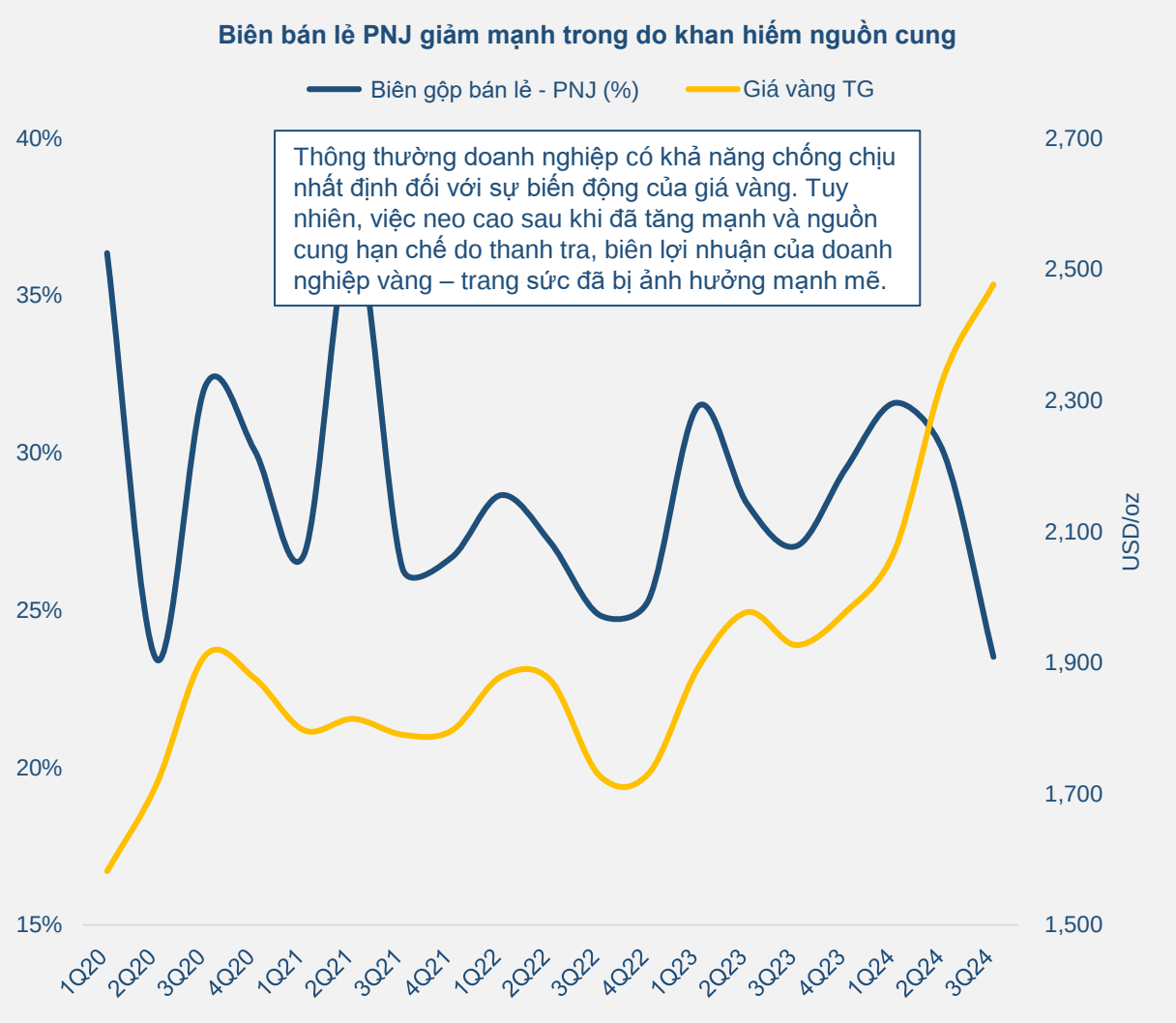
Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Bán lẻ trang sức: Giá vàng tăng mạnh gây áp lực lên nguồn cung, thu hẹp biên lợi nhuận

Nhìn lại 2024



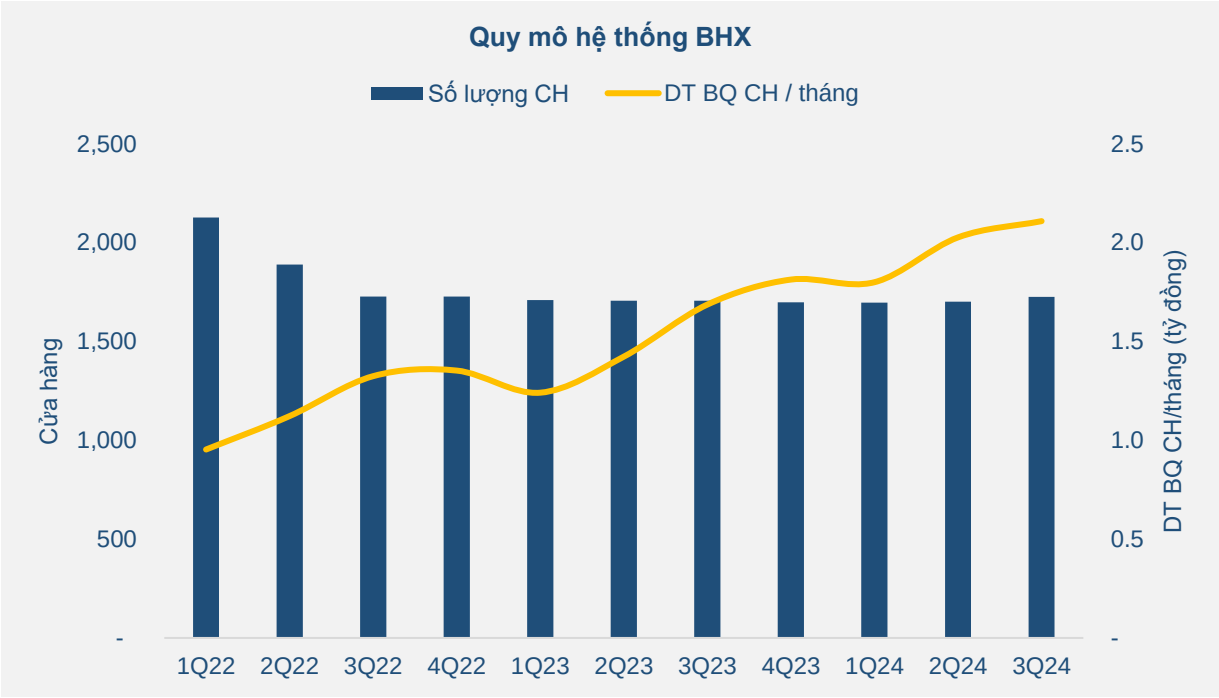


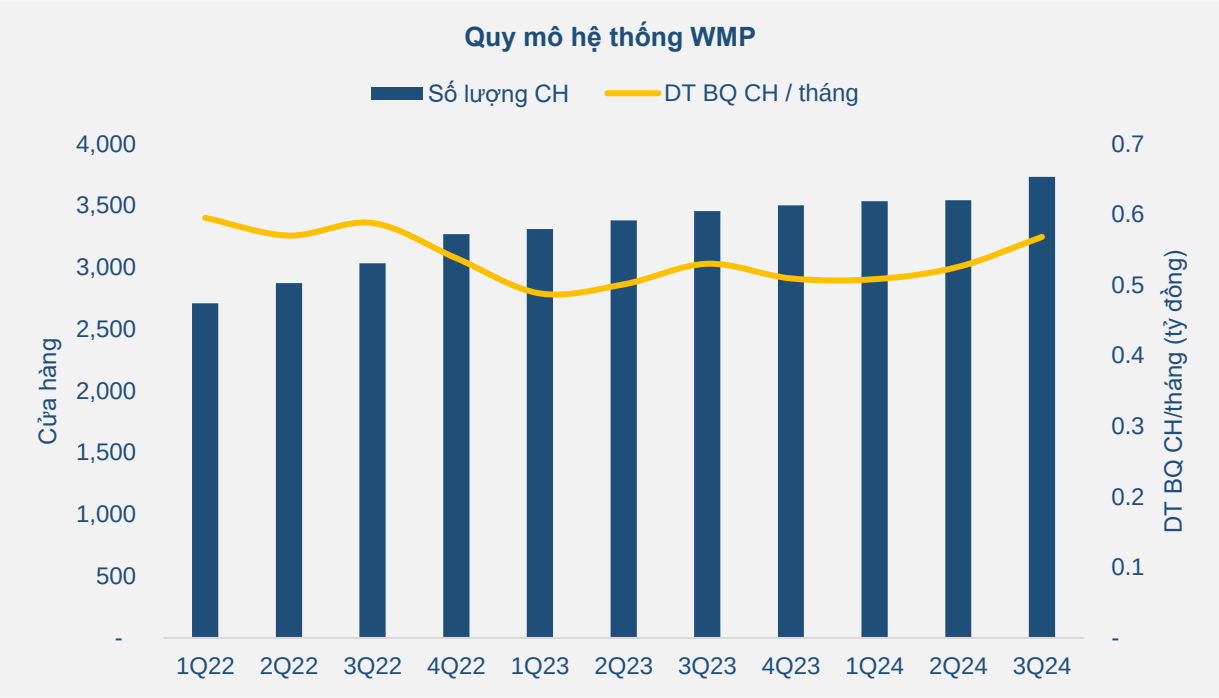
Nguồn: BVSC tổng hợp

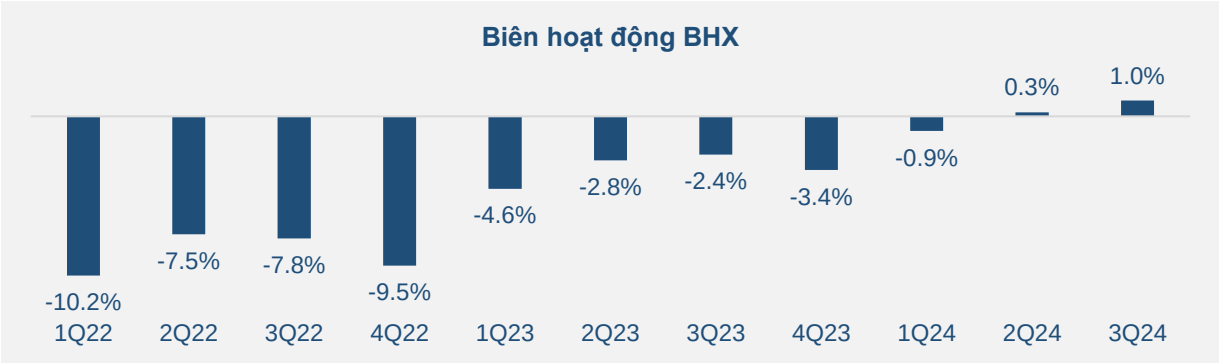
BAOVIET Securities

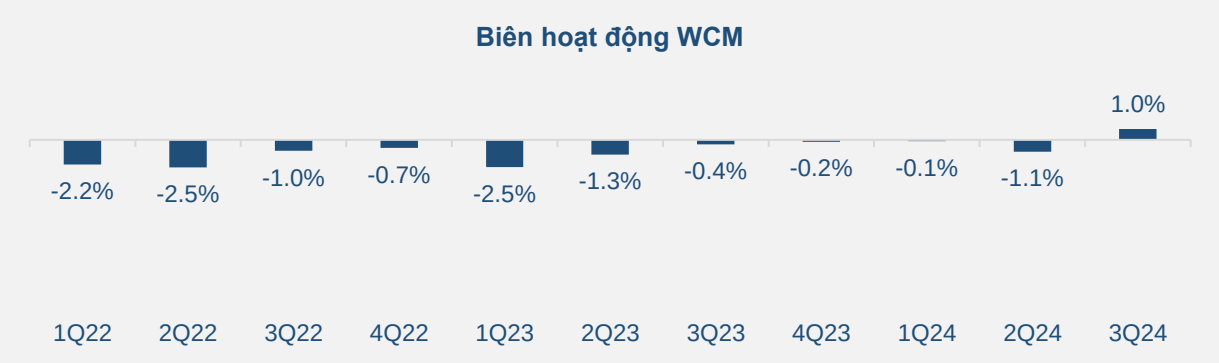
Bán lẻ Tạp hoá: Các chuỗi lớn đồng loạt báo lãi, hướng đến năm 2025 bùng nổ

Nhìn lại 2024







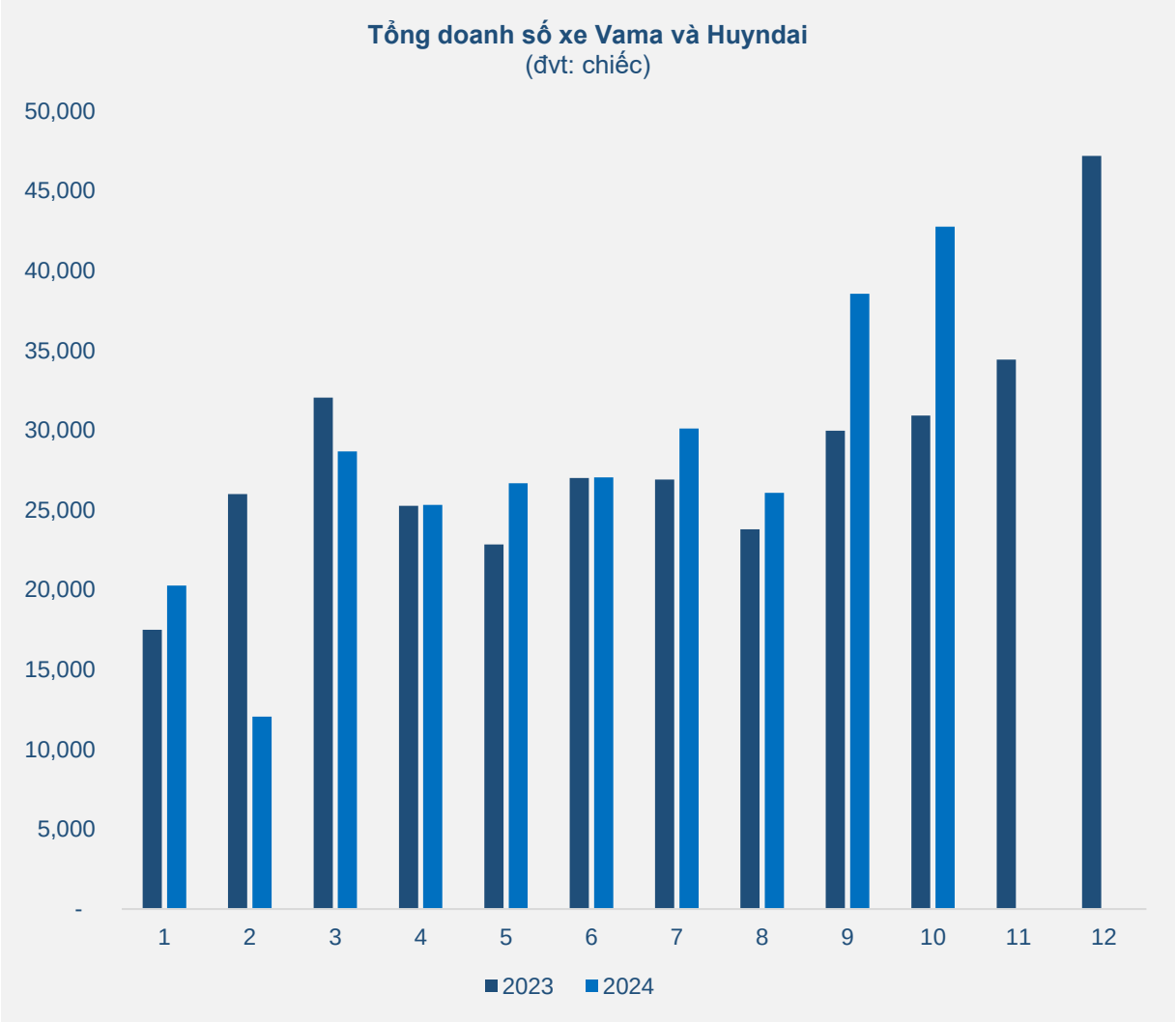


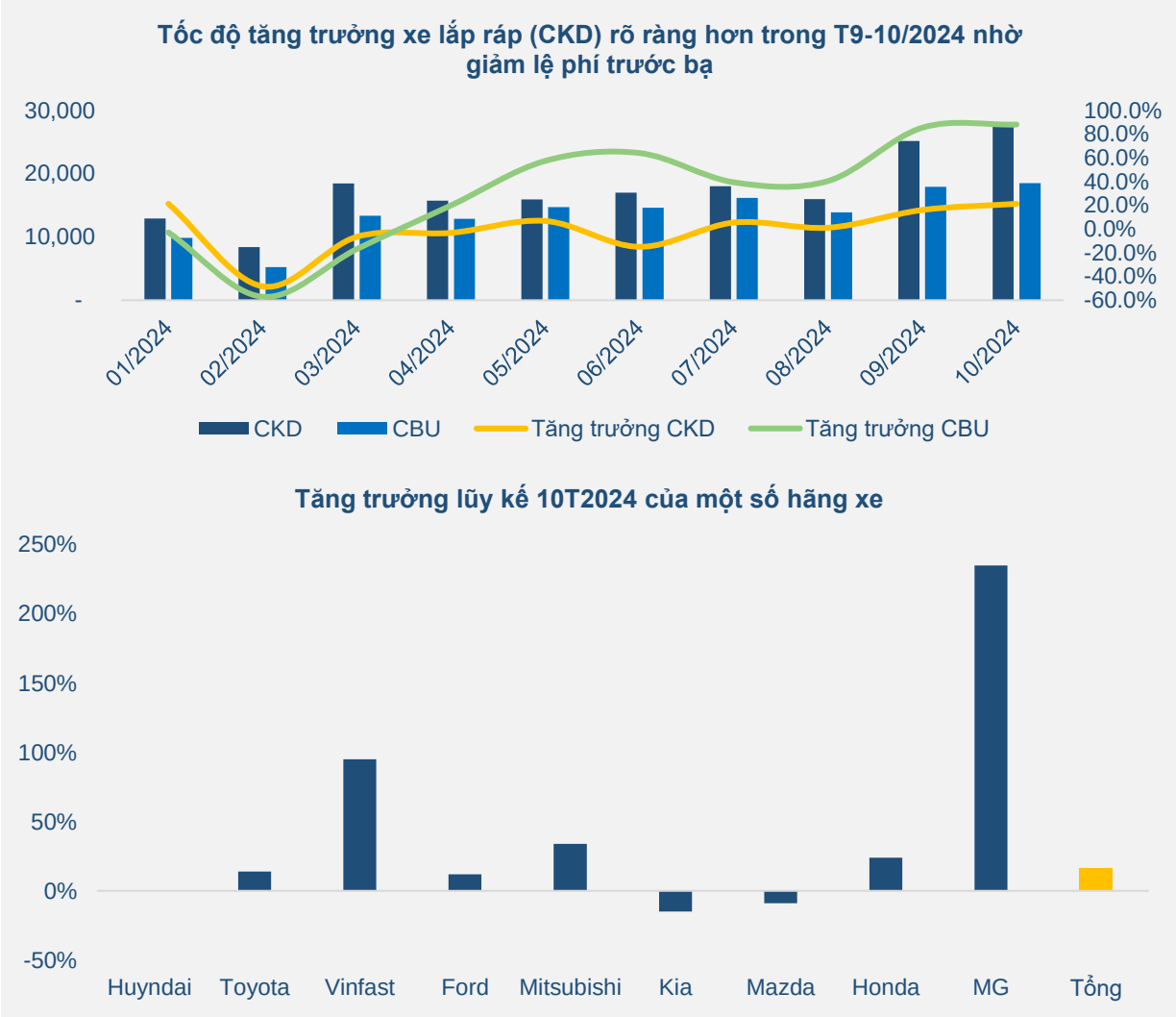
Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Ô tô: Phục hồi sau năm 2023 trồi sụt

Nhìn lại 2024



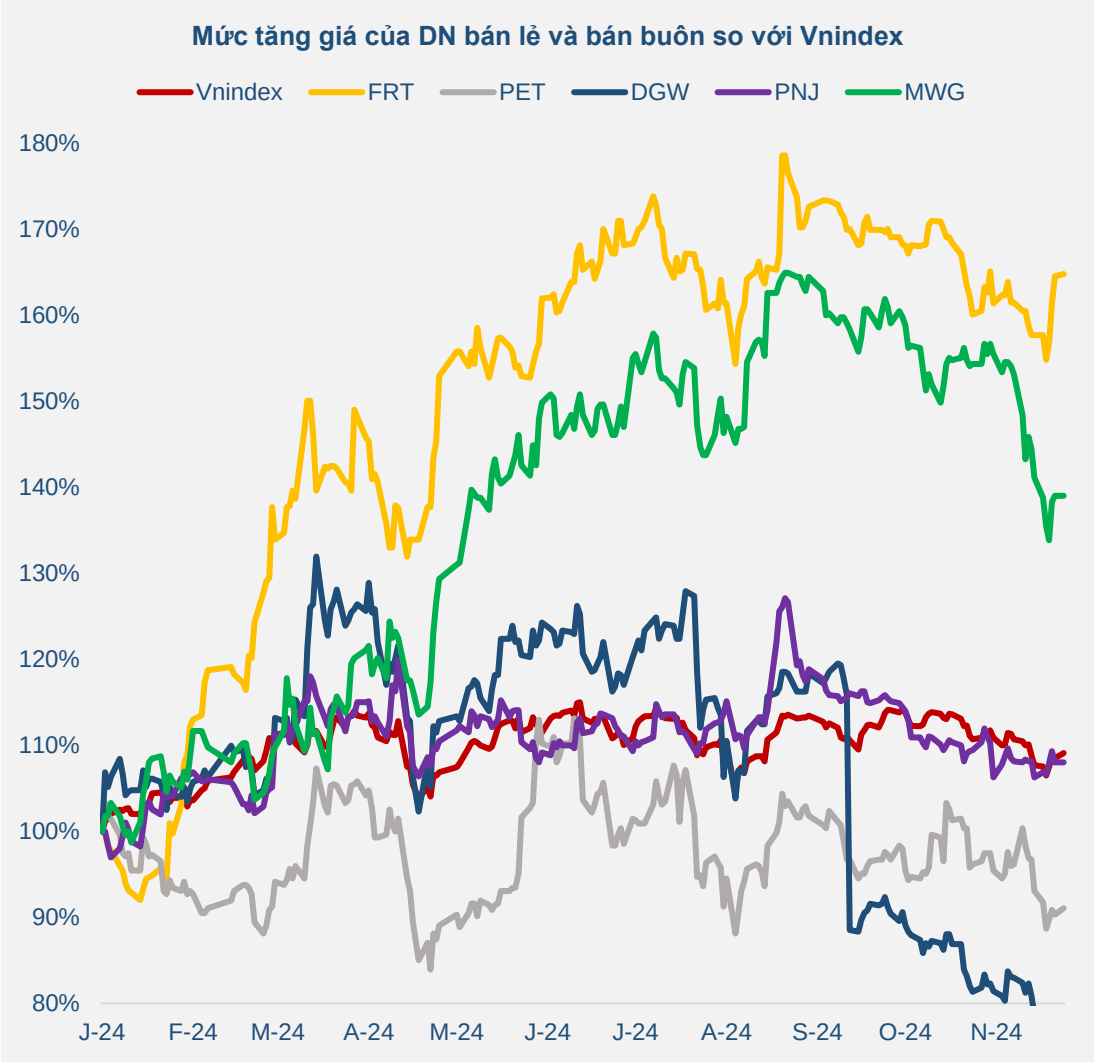


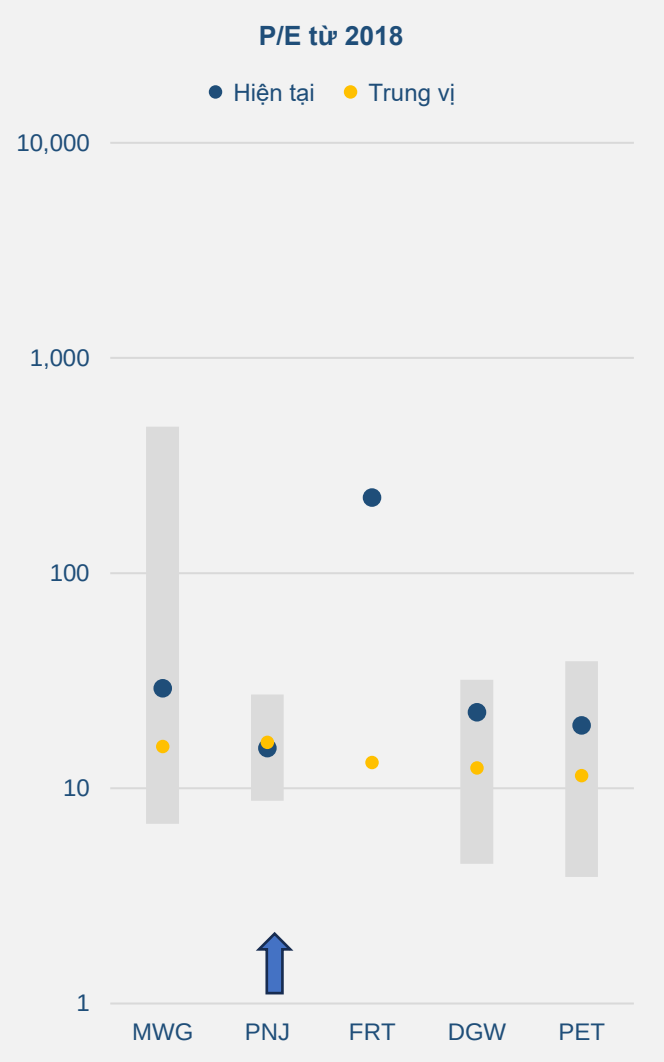
Nguồn: Vama, Huyndai, BVSC tổng hợp

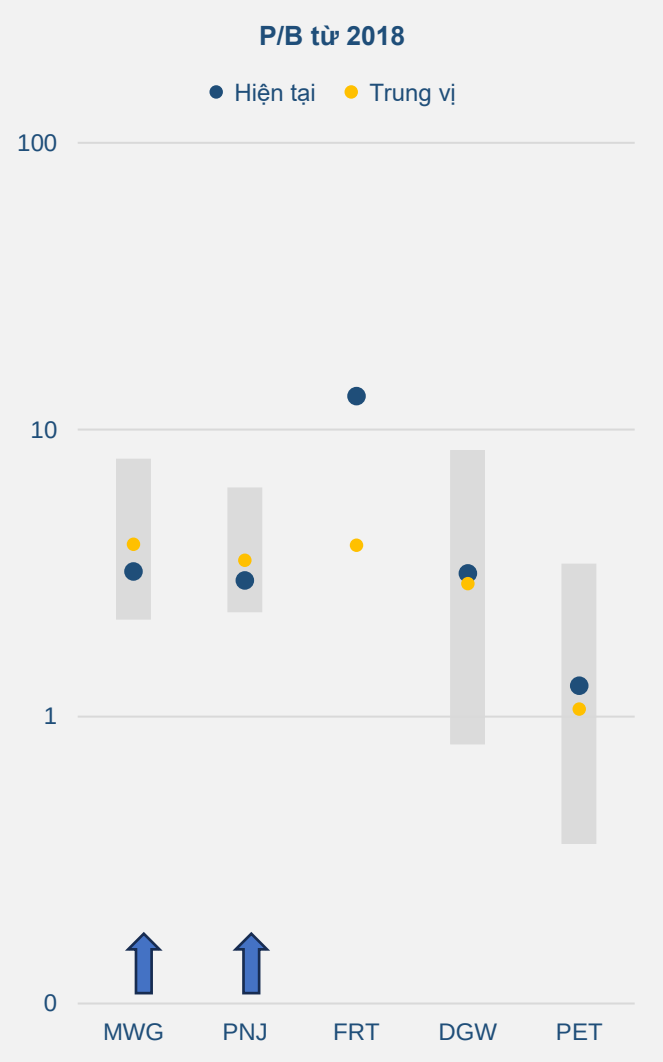
BAOVIET Securities

KQKD phục hồi ấn tượng, nhóm Bán lẻ dẫn dắt bởi MWG và FRT tăng vượt trội so với Vnindex

Triển vọng 2025







Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Tổng hợp dự báo và khuyến nghị đầu tư nhóm Bán lẻ

Triển vọng 2025

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**
MWG	118.280	134.564	141.480	131	3.788	5.380	-11,3%	13,8%	5,1%	-96,8%	2.796,1%	42,0%
FRT	31.850	39.111	47.017	(346)	340	716	5,6%	22,8%	20,2%	-188,5%	N/a	110,7%
PNJ	33.137	38.110	33.181	1.959	2.087	2.328	-2,2%	15,0%	-12,9%	8,7%	6,5%	11,5%
Tổng	**183.267**	**211.785**	**221.678**	**1.744**	**6.215**	**8.424**	**-7,2%**	**15,6%**	**4,7%**	**-72,3%**	**256,4%**	**35,5%**

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	KQKD Q4 2024	Điểm nhấn đầu tư
MWG	**OUTPERFORM**	74.900	+25%	Tăng trưởng mạnh từ nền thấp	- Biên gộp M&CE phục hồi so với Q3 do thay đổi cơ cấu doanh thu. - BHX mang lại mức lợi nhuận tương đương Q3, các cửa hàng mới chưa làm ảnh hưởng tới hiệu quả chung nhiều do tốc độ mở mới chưa nhanh. - Các khoản bất thường giảm mạnh so với Q3.
FRT	**NEUTRAL**	204.200	+11,9%	Chuyển sang lãi so với lỗ cùng kỳ	- Long Châu duy trì hiệu quả hoạt động, giữ doanh thu bình quân/cửa hàng ở mức 1,2 tỷ đồng/tháng mặc dù vẫn mở mới nhiều cửa hàng. - FPT Shop tạm hoàn thành tái cơ cấu số lượng cửa hàng, biên lợi nhuận gộp cải thiện tích cực nhờ mở rộng thêm danh mục sản phẩm như đồ gia dụng, điện máy.
PNJ	**OUTPERFORM**	117.300	+21%	Tăng trưởng 2 chữ số	- Bán lẻ tiếp tục là động lực doanh thu chính trong khi doanh thu 24K thu hẹp. - Biên lợi nhuận dần phục hồi khi tỷ trọng 24K giảm, nguồn cung vàng cải thiện hơn sau khi hoạt động thanh tra chấm dứt. - Chi phí thuế trên lợi nhuận hạ nhiệt do đã trích trước một số chi phí trong Q3.

MWG - BHX trở thành động lực tăng trưởng chính

MWG - Target: 74.900 VNĐ/CP | Upside: +25%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	74.900 đồng/cp
Giá thị trường:	60.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+25%**

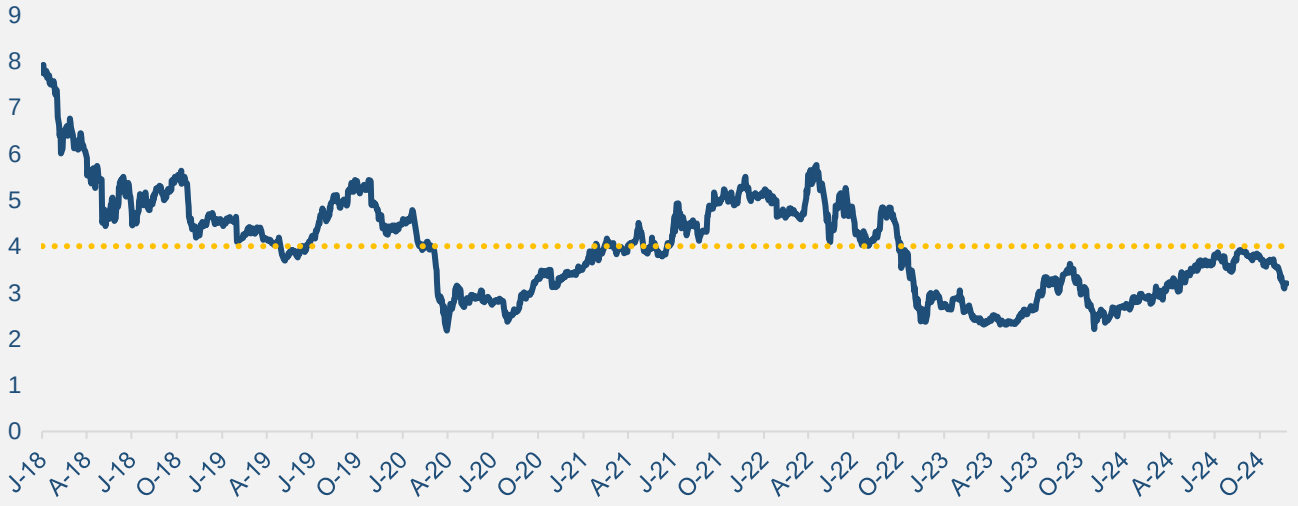
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**133.405**	**118.280**	**134.564**	**141.480**	**2,0%**
% T.Trưởng	8,5%	-11,3%	13,8%	5,1%	
Lợi nhuận gộp	**30.862**	**22.521**	**27.347**	**28.915**	**-2,1%**
% T.Trưởng	11,7%	-27,0%	21,4%	5,7%	
Lợi nhuận ròng	**4.038**	**131**	**3.788**	**5.380**	**10,0%**
% T.Trưởng	-16,6%	-96,8%	2796,1%	42,0%	
EPS (đồng/cp)	**3.710**	**89**	**2.563**	**3.604**	
P/E (x)	**16,2**	**674,2**	**23,4**	**16,6**	

Điểm nhấn đầu tư:

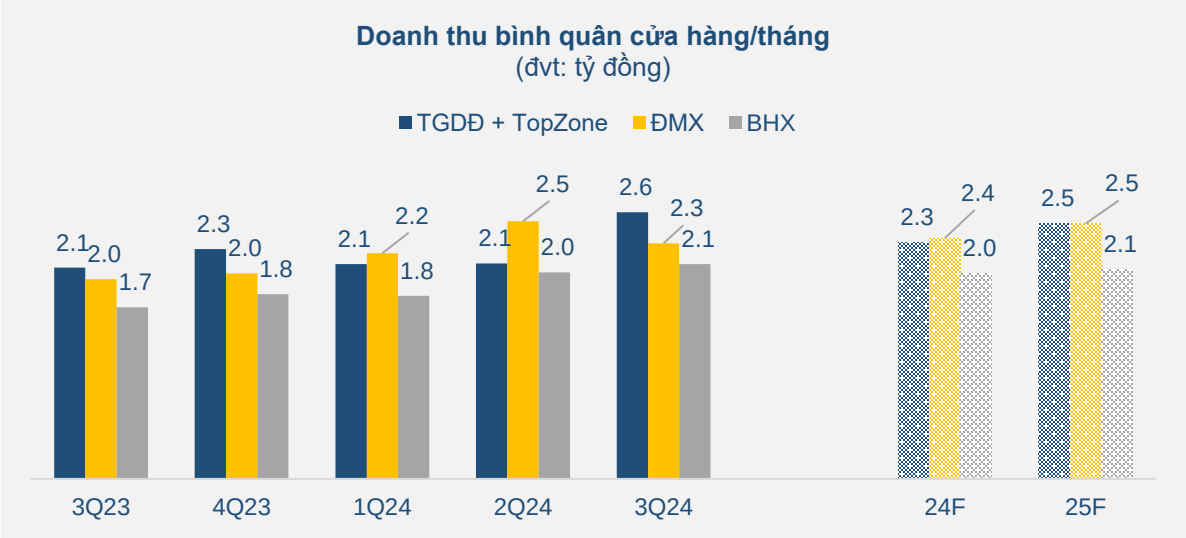
- Chuỗi M&CE cải thiện mạnh mẽ về hiệu quả sau khi được cơ cấu tinh gọn. Năm 2025, dự kiến lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số từ nền 2024 do các khoản chi phí đóng cửa hàng một lần.
- EraBlue có thể là một động lực mới cho mảng M&CE trong dài hạn, hướng tới mục tiêu 1 tỷ USD doanh thu vào năm 2027. MWG cho biết riêng đảo Java có thể tạo cơ hội cho EraBlue xây dựng một thị trường điện máy tương đương BHX tại Việt Nam.
- BHX đã chạm ngưỡng tối ưu về mặt doanh thu cửa hàng, bắt đầu bước vào giai đoạn mở rộng mô hình chuẩn và tối ưu hoá chi phí hoạt động.

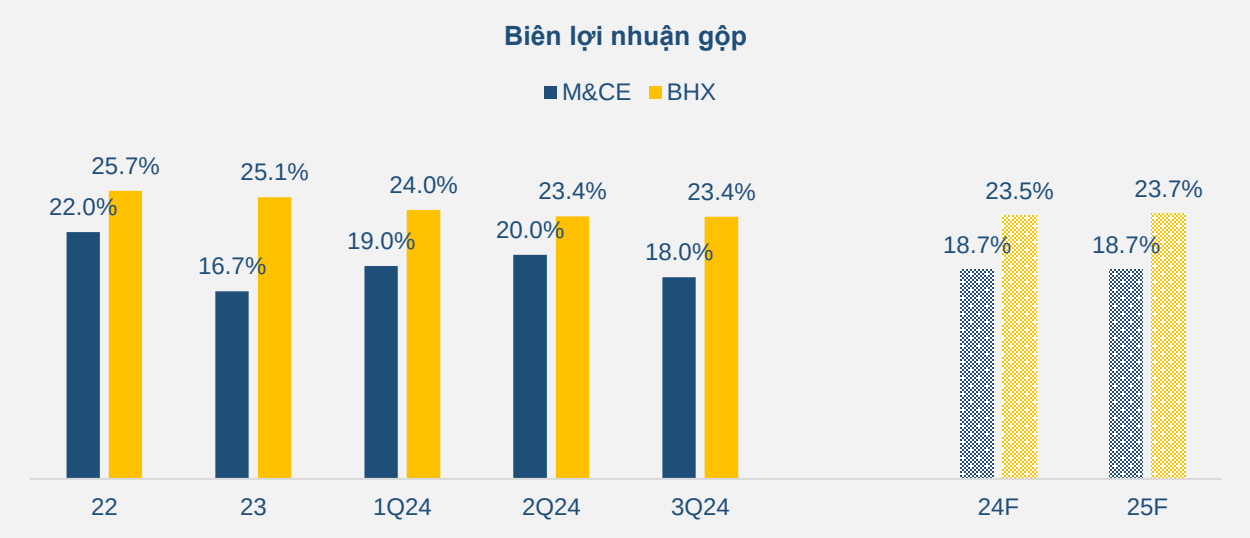
P/B lịch sử từ 2018

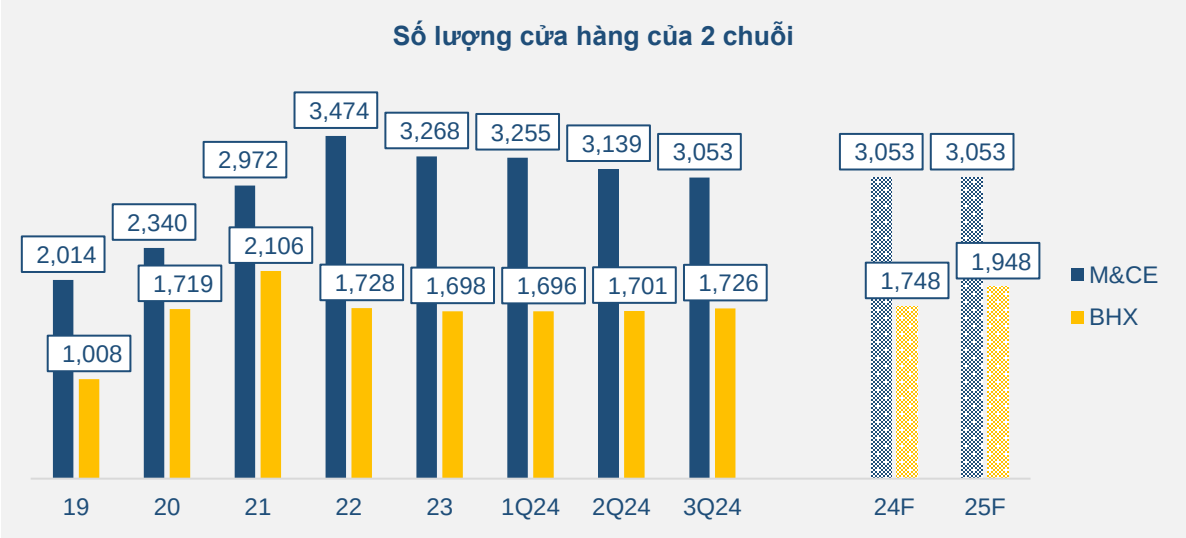


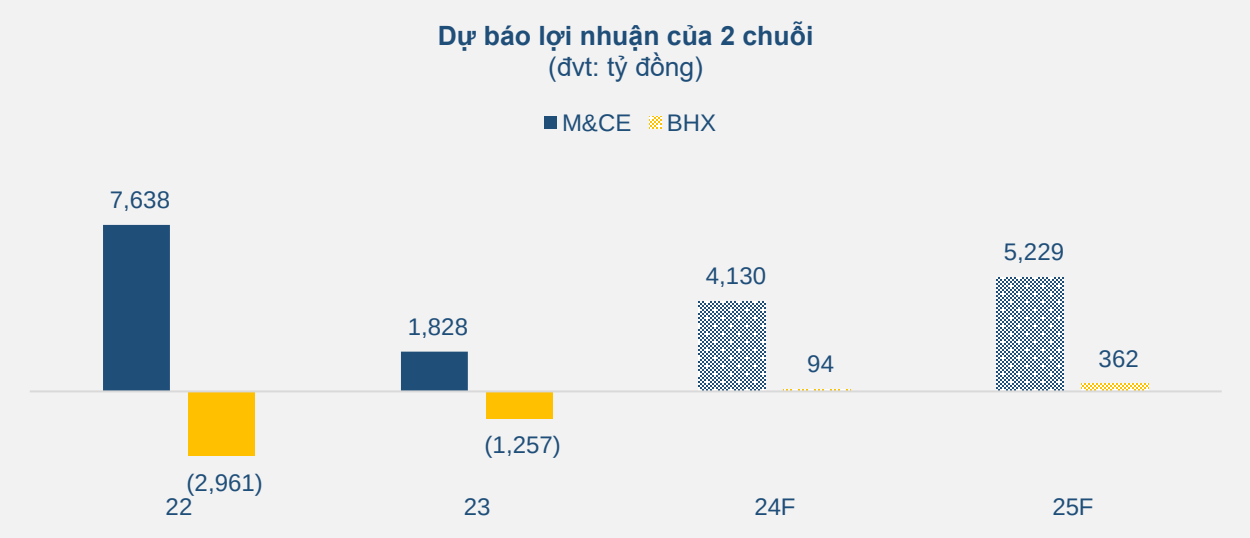
MWG - BHX trở thành động lực tăng trưởng chính

MWG - Target: 74.900 VNĐ/CP | Upside: +25%









PNJ - Củng cố vị thể dẫn trong đầu trong ngành Bán lẻ trang sức

PNJ - Target: 117.300 VNĐ/CP | Upside: +21%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	117.300 đồng/cp
Giá thị trường:	96.800 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+21%**

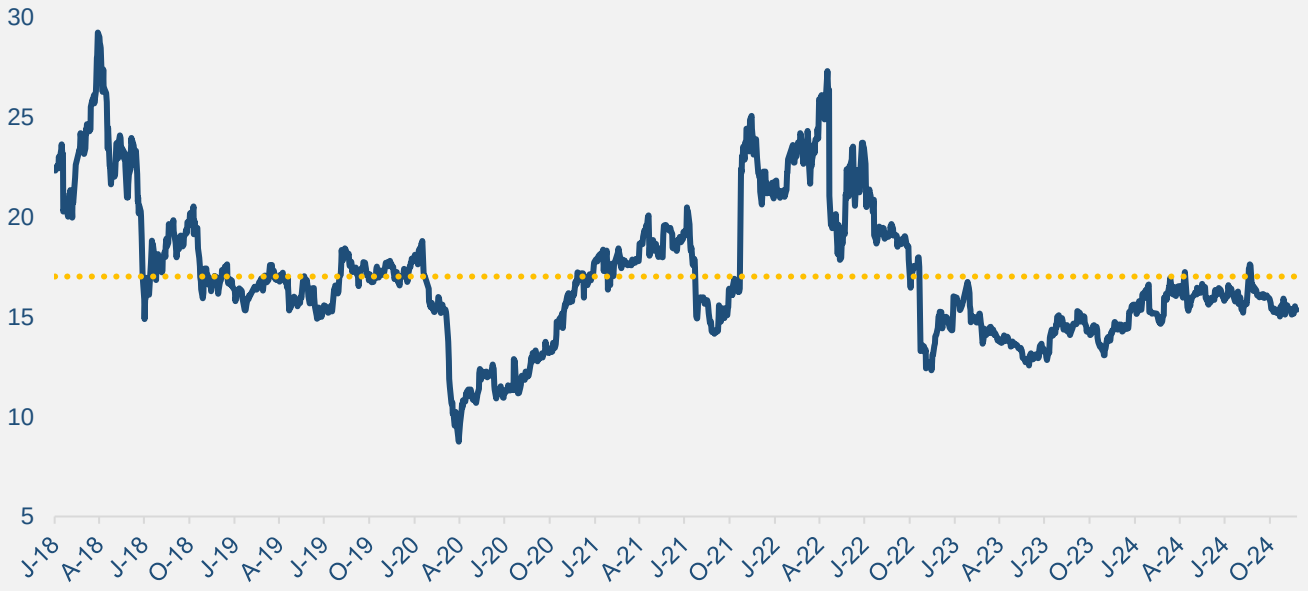
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**33.876**	**33.137**	**38.110**	**33.181**	**-0,7%**
% T.Trưởng	73,3%	-2,2%	15,0%	-12,9%	
Lợi nhuận gộp	**5.927**	**6.059**	**6.433**	**6.954**	**5,5%**
% T.Trưởng	64,7%	2,2%	6,2%	8,1%	
Lợi nhuận ròng	**1.802**	**1.959**	**2.087**	**2.328**	**8,9%**
% T.Trưởng	76,6%	8,7%	6,5%	11,5%	
EPS (đồng/cp)	**4.960**	**5.392**	**5.745**	**6.408**	
P/E (x)	**19,5**	**18,0**	**16,9**	**15,1**	

Điểm nhấn đầu tư:

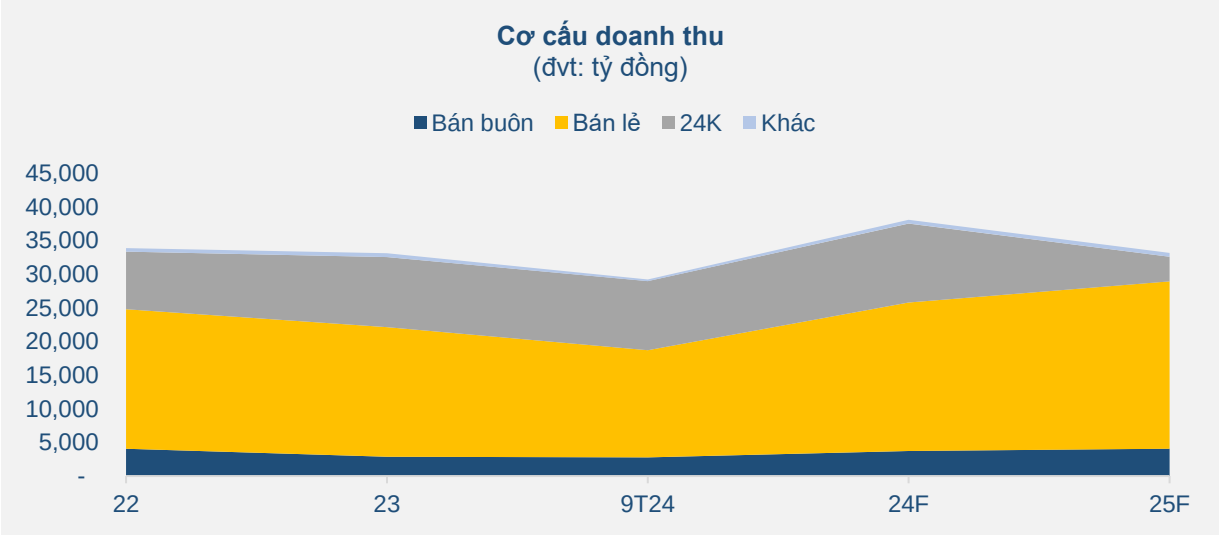
- Doanh nghiệp bán lẻ trang sức hàng đầu Việt Nam với tệp khách hàng và sản phẩm đa dạng.
- Hưởng lợi xu hướng tiêu sản hoá của tiêu thụ trang sức tại Việt Nam, bắt nguồn từ tệp khách hàng trẻ.
- Trụ vững và thậm chí mở rộng được trong giai đoạn thị trường khó khăn, PNJ sẽ hưởng lợi lớn nếu toàn bộ thị trường hồi phục theo đà kinh tế chung của Việt Nam.
- Kỳ vọng nguồn cung vàng cải thiện hơn trong 2025, giúp biên lợi nhuận phục hồi.

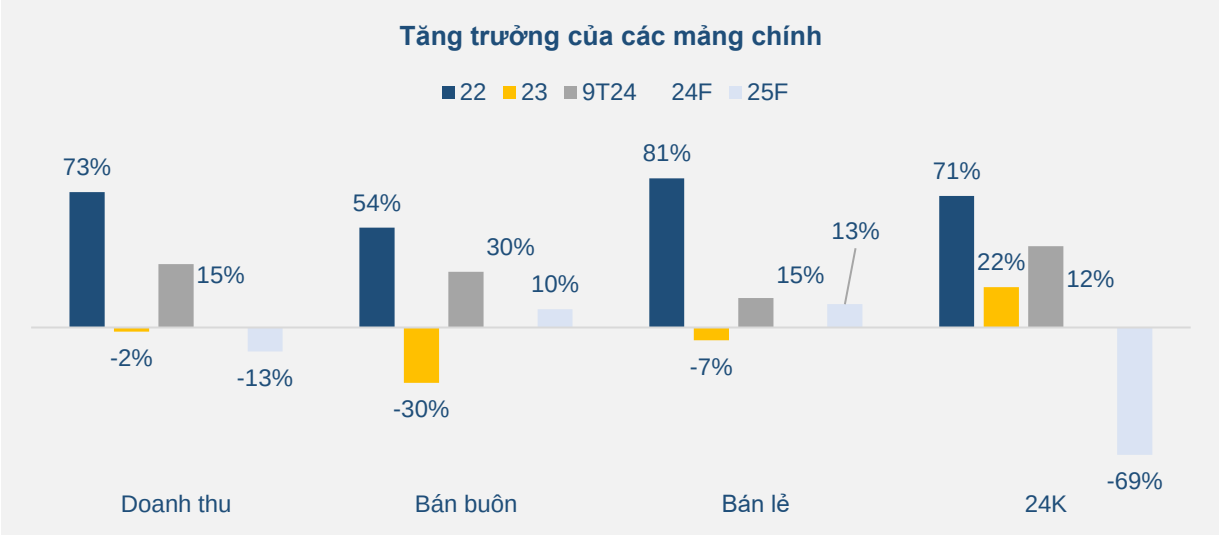
P/E lịch sử từ 2018

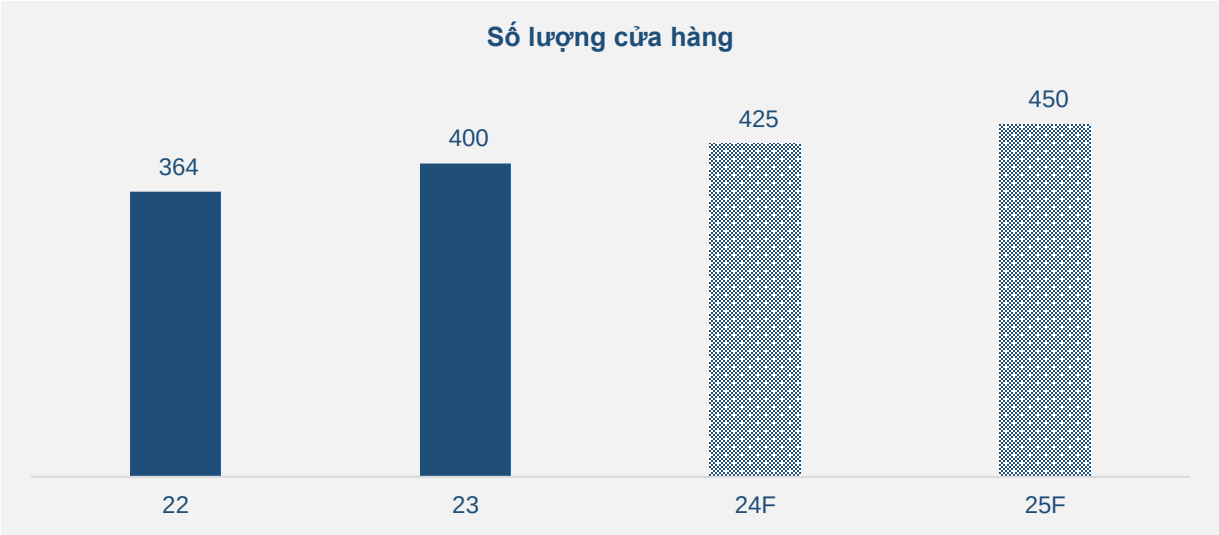


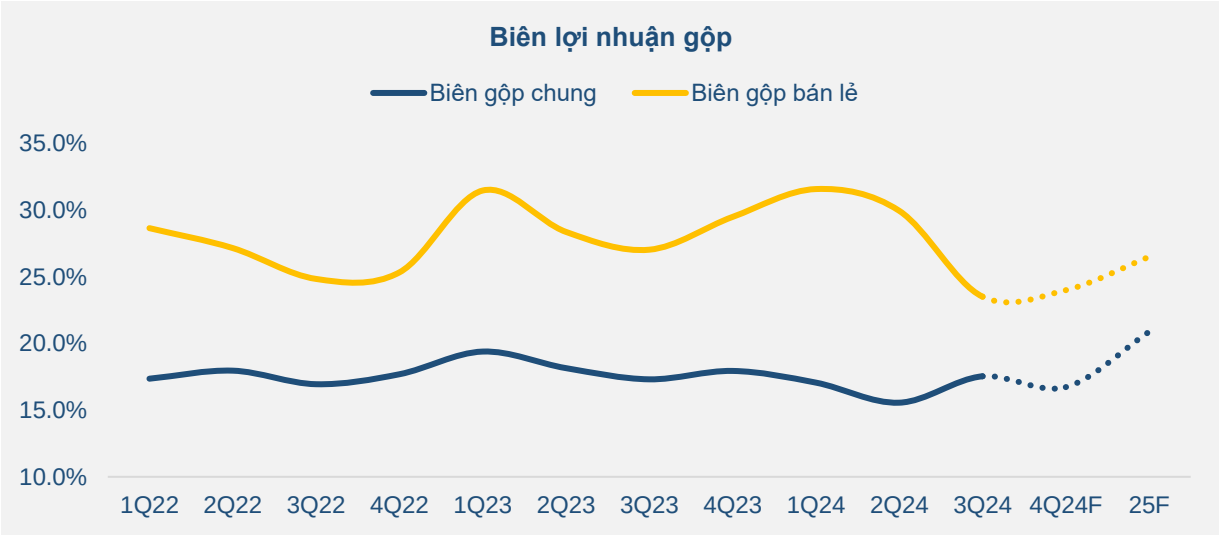
PNJ - Củng cố vị thể dẫn trong đầu trong ngành Bán lẻ trang sức

PNJ - Target: 117.300 VNĐ/CP | Upside: +21%









FRT - Long Châu duy trì hiệu quả hoạt động, FPT Shop hoàn thành tinh gọn

FRT - Target: 204.200 VNĐ/CP | Upside: +11,9%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**NEUTRAL**
Giá mục tiêu:	204.200 đồng/cp
Giá thị trường:	182.500 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+11,9%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**30.166**	**31.850**	**39.111**	**47.017**	**15.9%**
% T.Trưởng	34,1%	5,6%	22,8%	20,2%	
Lợi nhuận gộp	**4.703**	**5.162**	**7.504**	**9.136**	**24.8%**
% T.Trưởng	49,2%	9,7%	45,4%	21,7%	
Lợi nhuận ròng	**390**	**(346)**	**340**	**716**	**22.4%**
% T.Trưởng	-12,0%	-188,5%	N/a	110,7%	
EPS (đ/cp)	**2.865**	**(2.537)**	**2.494**	**5.255**	
P/E (x)	**13,0**	**N/a**	**72,8**	**34,5**	

Điểm nhấn đầu tư:

- Long Châu duy trì hiệu quả hoạt động mặc dù liên tục mở mới thêm nhiều cửa hàng, doanh thu bình quân/cửa hàng đạt 1,2 tỷ đồng/cửa hàng trong Q3.24, hàng tồn kho/cửa hàng cũng được duy trì ổn định. Kỳ vọng doanh thu bình quân/cửa hàng duy trì ~1,2 tỷ đồng/cửa hàng trong 2025F, mở mới 350 cửa hàng.
- FPT Shop sau quá trình cấu trúc lại đã ghi nhận LNST trong Q3.24. Biên LNG của FPT Shop cũng cải thiện đáng kể đạt mức 13,6% nhờ mở rộng danh mục sản phẩm như đồ gia dụng, điện máy. Kỳ vọng doanh thu bình quân/cửa hàng đạt 2,1 tỷ đồng/cửa hàng trong 2025F, biên LNG duy trì mức hơn 13% như trong 2024.

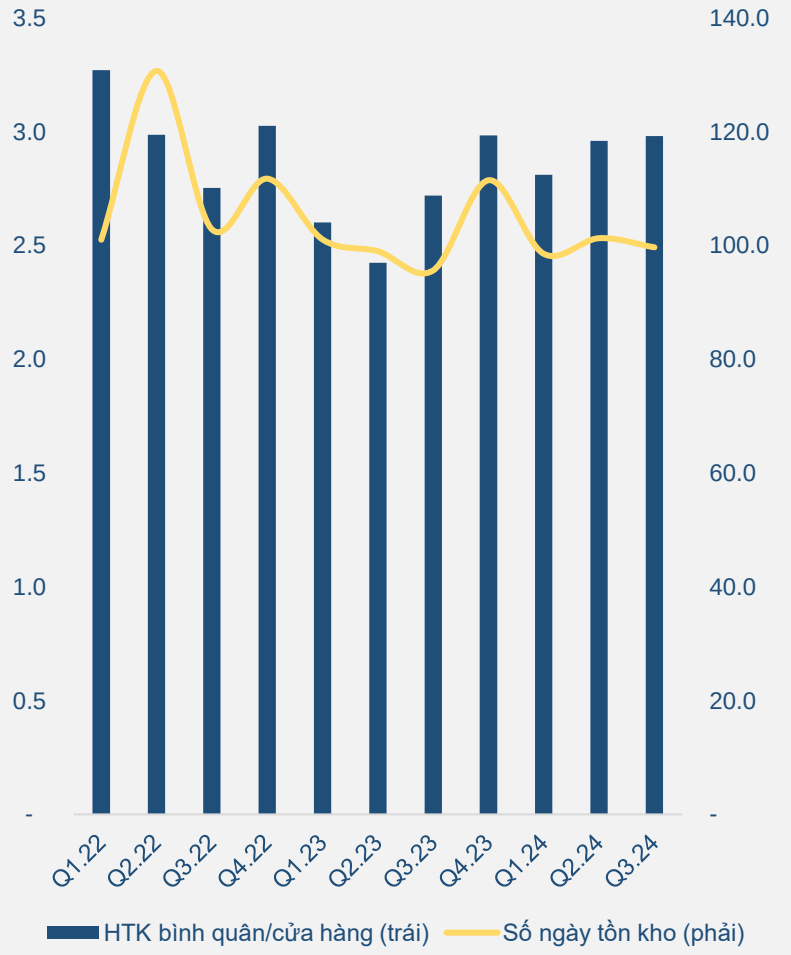
Lịch sử định giá P/B 5 năm gần nhất

BAOVIET Securities

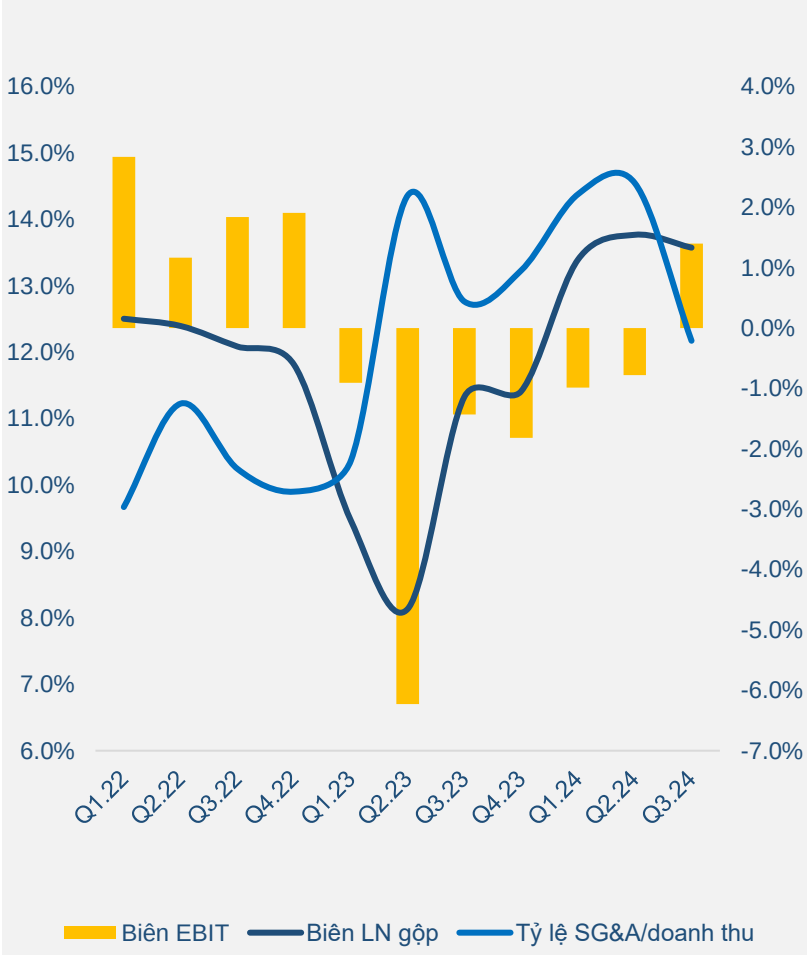
FRT - Long Châu duy trì hiệu quả hoạt động, FPT Shop hoàn thành tinh gọn

FRT - Target: 204.200 VNĐ/CP | Upside: +11,9%

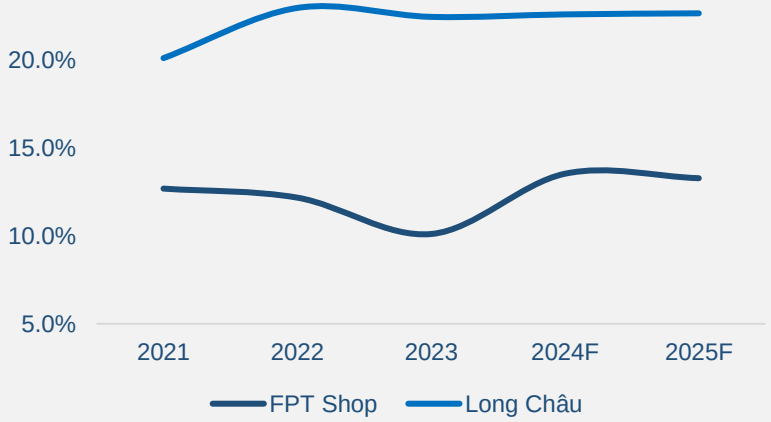
Hàng tồn kho Long Châu được kiểm soát và duy trì ở mức ~3 tỷ đồng/cửa hàng



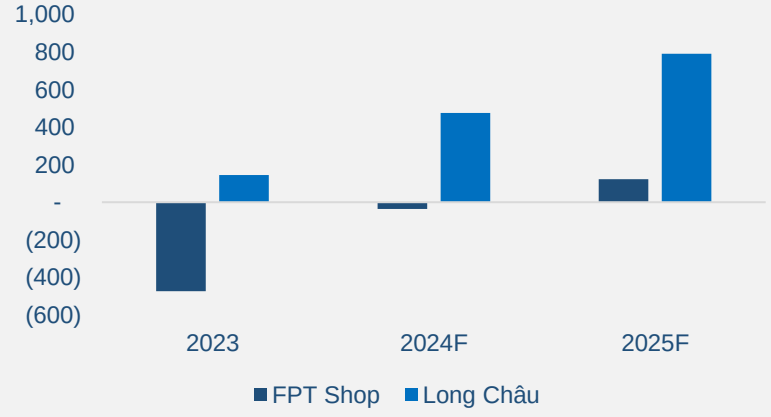
FPT Shop có lãi trở lại sau 6 quý liên tiếp ghi nhận LNHĐ âm



Dự phóng BLNG theo mảng



Dự phóng thành phần LNST FRT
(Đvt: tỷ đồng)



BAOVIET Securities

Tổng hợp dự báo và khuyến nghị đầu tư nhóm Bán buôn

Triển vọng 2025

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**
DGW	18.817	21.553	23.365	354	452	567	-14,6%	14,5%	8,4%	-48,2%	27,5%	25,4%
PET	17.508	19.394	22.025	81	164	229	-0,2%	10,8%	13,6%	-27,1%	103,4%	39,8%
Tổng	**36.325**	**40.947**	**45.390**	**435**	**616**	**796**	**-8,2%**	**12,7%**	**10,9%**	**-45,2%**	**41,6%**	**29,2%**

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	KQKD Q4 2024	Điểm nhấn đầu tư
DGW	OUTPERFORM	49.900	+18,8%	Tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp của Q4/2023.	- Đa dạng hóa ngành hàng để duy trì tăng trưởng, các ngành hàng như tiêu dùng, gia dụng hay thiết bị văn phòng được kỳ vọng sẽ đóng góp tỷ trọng lớn hơn. - Nửa sau 2025F và 2026F kỳ vọng khả quan nhờ chu kỳ thay thế/nâng cấp máy tính bảng/xách tay.
PET	Không KN	Không KN	Không KN	Tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp của Q4/2023.	

BAOVIET Securities

DGW - Đa dạng hóa ngành hàng duy trì tăng trưởng

DGW - Target: 49.900 VNĐ/CP | Upside: +18,8%

Bảng khuyến nghị

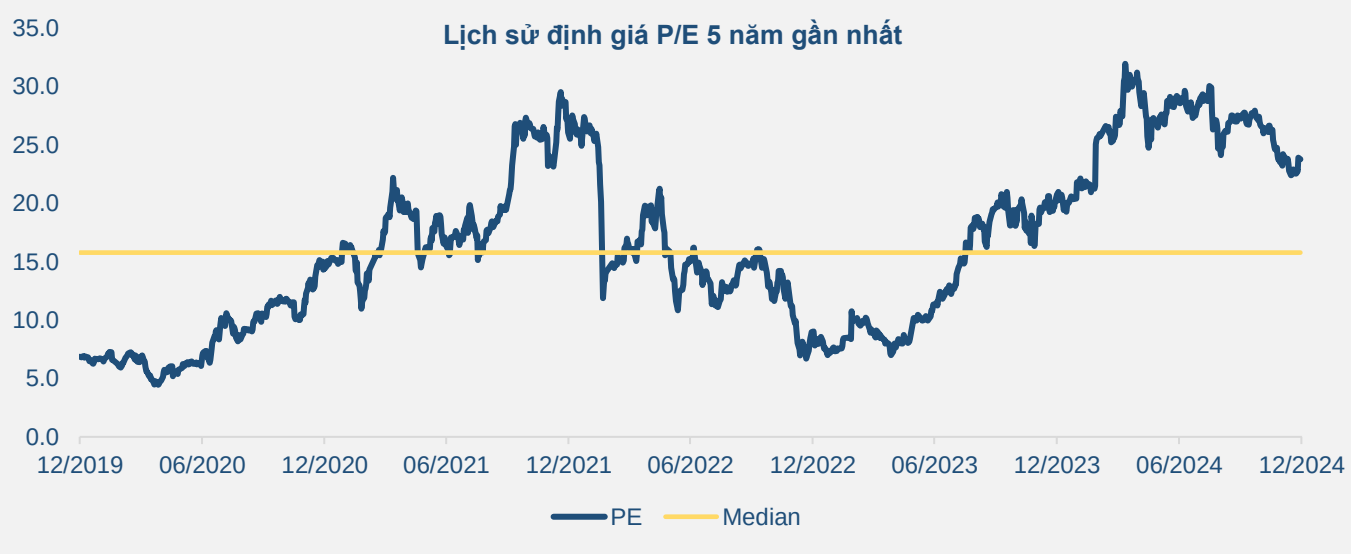
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	49.900 đồng/cp
Giá thị trường:	42.000 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+18,8%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**22.028**	**18.817**	**21.553**	**23.365**	**2,0%**
% T.Trưởng	5,3%	-14,6%	14,5%	8,4%	
Lợi nhuận gộp	**805**	**417**	**478**	**685**	**8,5%**
% T.Trưởng	10,3%	-6,2%	25,3%	8,8%	
Lợi nhuận ròng	**684**	**354**	**452**	**567**	**-6,1%**
% T.Trưởng	4,5%	-48,2%	27,5%	25,4%	
EPS (đồng/cp)	**5.432**	**2.145**	**2.350**	**2.607**	
P/E (x)	**7,2**	**20,4**	**18,1**	**16,3**	

Điểm nhấn đầu tư:

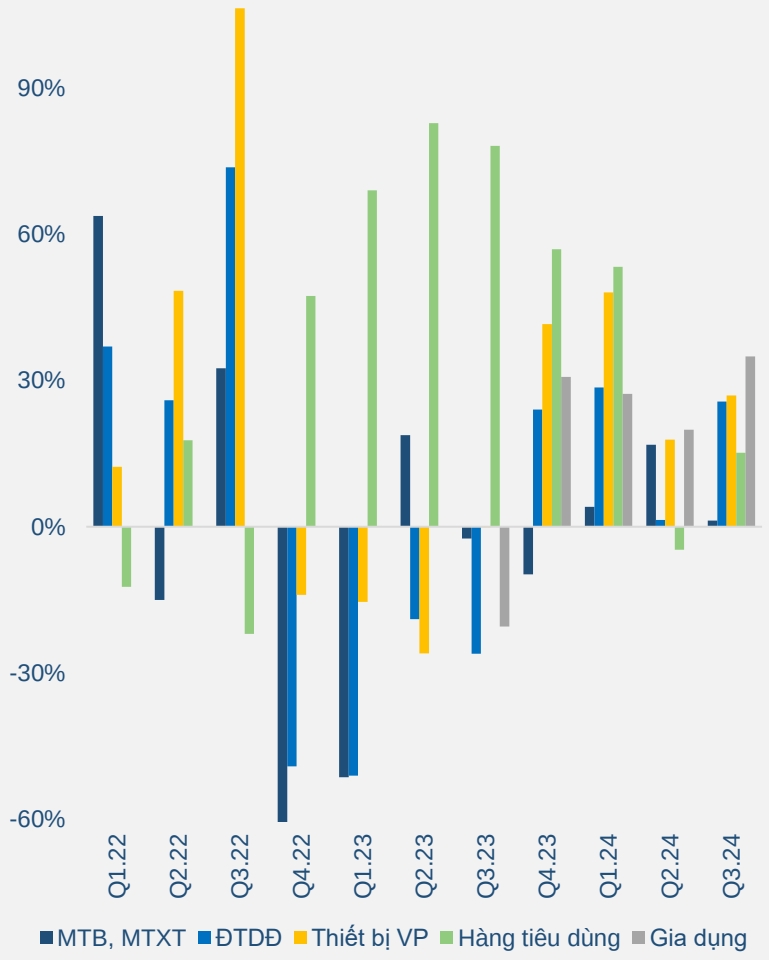
- Đóng góp tỷ trọng doanh thu của các ngành hàng như tiêu dùng, gia dụng và thiết bị văn phòng ngày càng lớn giúp DGW giảm phụ thuộc vào 2 ngành hàng có tốc độ tăng trưởng chậm và biên lợi nhuận gộp không cao là máy tính bảng (MTB), máy tính xách tay (MTXT) và ĐTDĐ. Kỳ vọng tỷ lệ đóng góp của MTB, MTXT và ĐTDĐ giảm xuống 70% trong 2025F so với mức hơn 80% tại 2022.
- Kỳ vọng trong nửa sau 2025F, ngành hàng MTB và MTXT sẽ có tăng trưởng khả quan nhờ (1) xu hướng nâng cấp máy tích hợp AI, (2) 2025F-2026F là điểm rơi của chu kỳ thay thế (giả định vòng đời thay thế 5 năm) của các thiết bị đã được người tiêu dùng mua giai đoạn Covid, và (3) việc Microsoft ngừng hỗ trợ dịch vụ với người dùng Windows 10 cũng thúc đẩy quá trình đổi/nâng cấp máy.



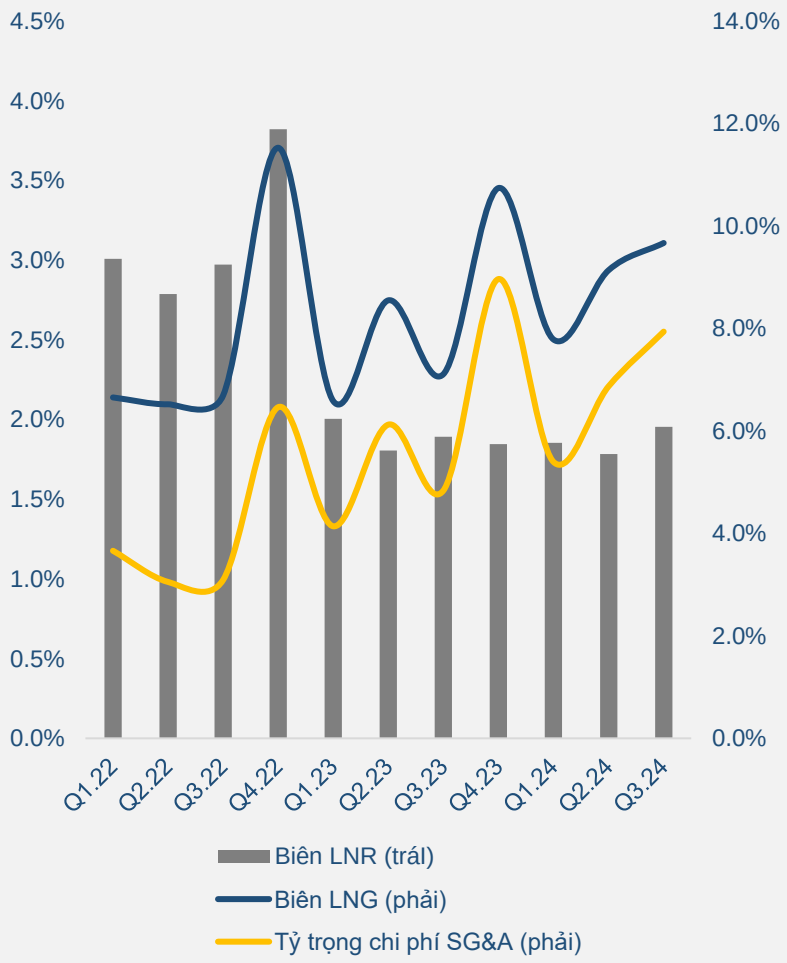
DGW - Đa dạng hóa ngành hàng duy trì tăng trưởng

DGW - Target: 49.900 VNĐ/CP | Upside: +18,8%

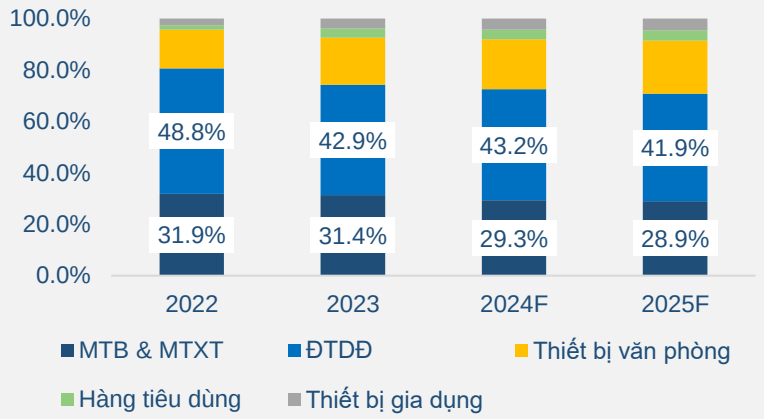
Tốc độ tăng trưởng doanh thu các ngành hàng



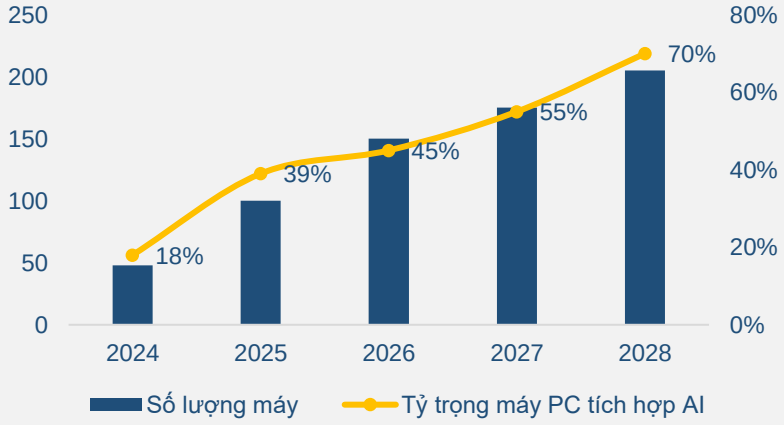
Biên gộp cải thiện nhờ đóng góp gia tăng của các ngành hàng biên LN cao



Hàng gia dụng, tiêu dùng và thiết bị văn phòng ngày càng đóng góp nhiều hơn



Số lượng máy tích hợp AI phân phối toàn cầu
(đvt: triệu chiếc)



BAOVIET Securities

FPT - Dịch vụ IT tiếp tục là trụ cột tăng trưởng, Cloud GPU là động lực mới nổi

FPT - Target: 180.000 VNĐ/CP | Upside: +20%

Bảng khuyến nghị

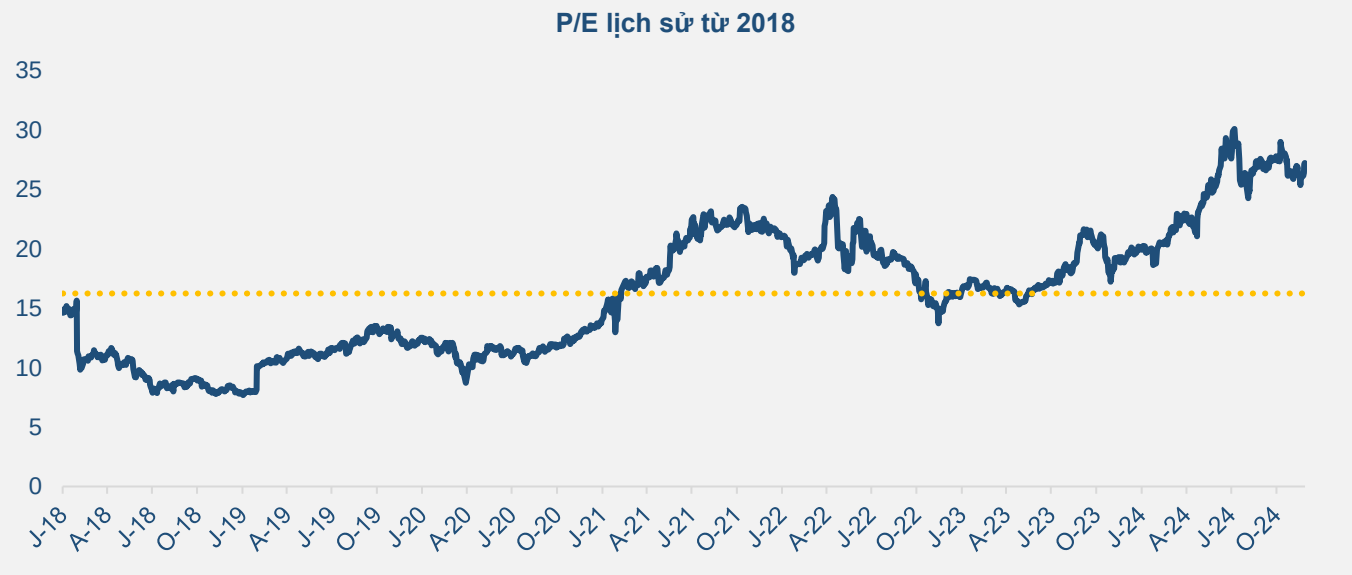
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	180.000 đồng/cp
Giá thị trường:	150.200 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+20%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**44.010**	**52.618**	**62.925**	**76.953**	**20,5%**
% T.Trưởng	23,4%	19,6%	19,6%	22,3%	
Lợi nhuận gộp	**17.167**	**20.320**	**24.154**	**28.624**	**18,6%**
% T.Trưởng	25,3%	18,4%	18,9%	18,5%	
Lợi nhuận ròng	**5.310**	**6.465**	**7.836**	**9.561**	**21,7%**
% T.Trưởng	22,6%	21,8%	21,2%	22,0%	
EPS (đồng/cp)	**3.620**	**4.408**	**5.315**	**6.518**	
P/E (x)	**41,5**	**34,1**	**28,3**	**23,0**	

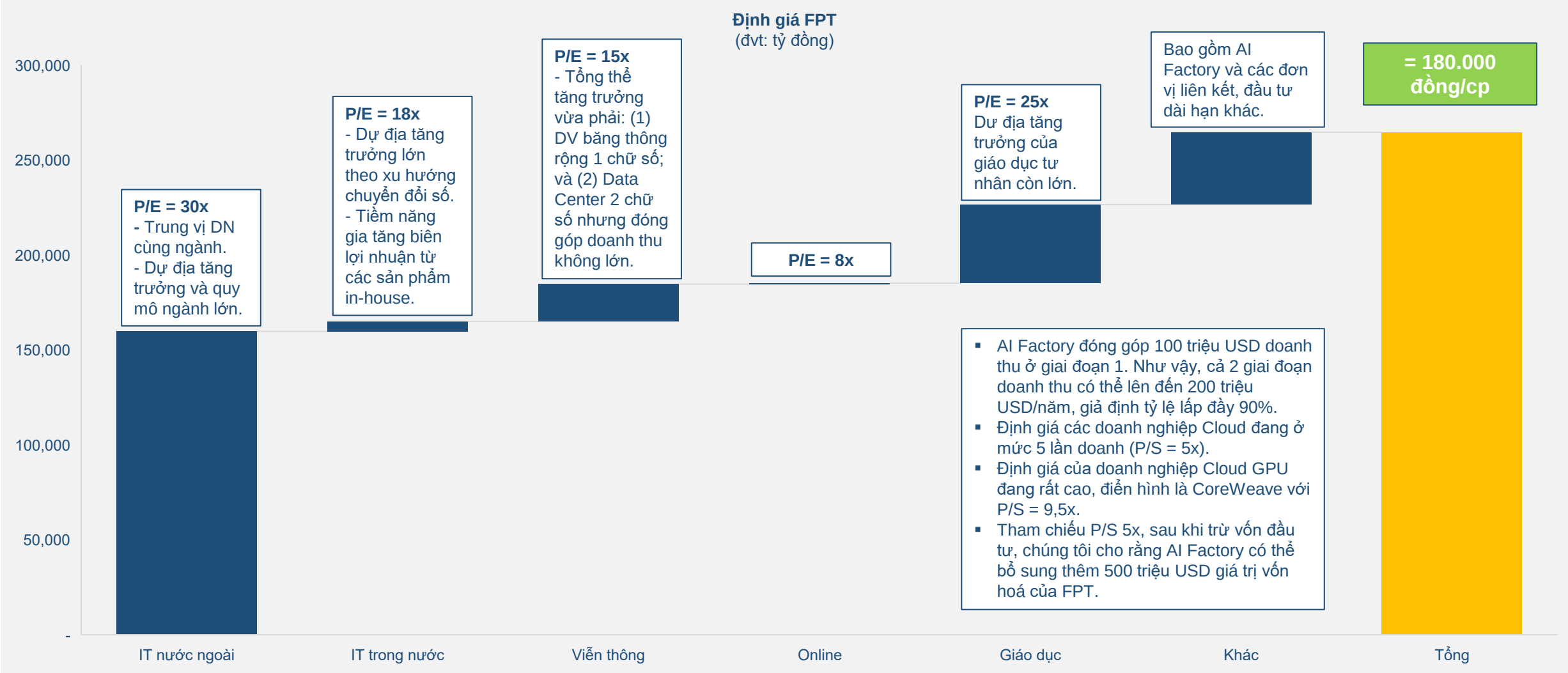
Điểm nhấn đầu tư:

- Gartner ước tính nhu cầu chi tiêu IT trên toàn thế giới đạt 5.260 tỷ USD trong 2024, tăng 7,2% và tăng 9,3% trong 2025, dẫn dắt bởi tăng trưởng 2 chữ số của mảng Dịch vụ IT và Phần mềm, vượt mốc 5.700 tỷ USD.
- Duy trì tăng trưởng cao tại thị trường Nhật Bản nhờ các doanh nghiệp tại đây đẩy mạnh chi tiêu cho DX bù cho những năm trước. Ngoài ra các thị trường khác tại châu Á như Hàn Quốc cũng rất tiềm năng.
- Xu hướng chuyển đổi số cũng tạo thuận lợi cho khối Kinh doanh nội địa với tiềm năng ứng dụng các sản phẩm Made-by-FPT để tăng biên lợi nhuận.
- AI Factory sẽ đóng góp doanh thu từ 2025, đây có thể là một mảng tiềm năng và là động lực tăng trưởng mới trong dài hạn cho FPT.



FPT - Dịch vụ IT tiếp tục là trụ cột tăng trưởng, Cloud GPU là động lực mới nổi

FPT - Target: 180.000 VNĐ/CP | Upside: +20%



DHC - Giá cổ phiếu rơi về vùng thấp, chờ đợi động lực mới từ Giao Long 3

DHC - Target: 43.500 VNĐ/CP | Upside: +22%

Bảng khuyến nghị

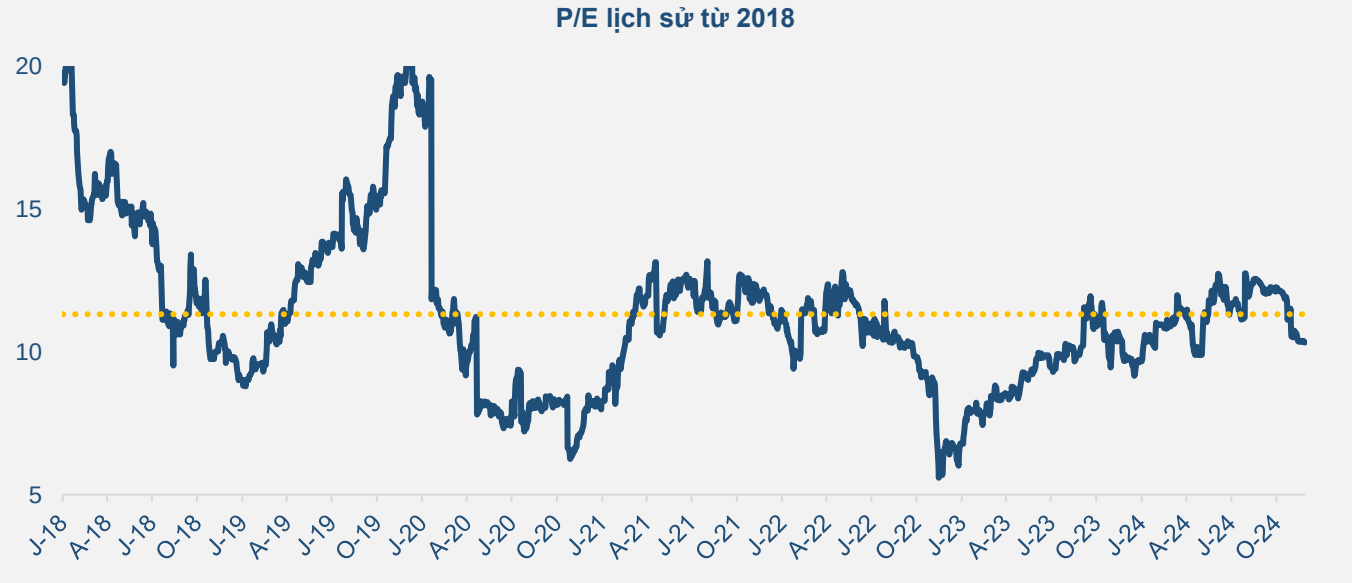
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	43.500 đồng/cp
Giá thị trường:	35.550 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+22%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**3.935**	**3.259**	**3.545**	**3.711**	**-1,9%**
% T.Trưởng	-5,5%	-17,2%	8,8%	4,7%	
Lợi nhuận gộp	**611**	**504**	**444**	**511**	**-5,8%**
% T.Trưởng	-9,2%	-17,6%	-11,9%	15,2%	
Lợi nhuận ròng	**379**	**309**	**253**	**306**	**-6,9%**
% T.Trưởng	-21,2%	-18,5%	-18,4%	21,1%	
EPS (đồng/cp)	**5.421**	**3.843**	**3.137**	**3.798**	
P/E (x)	**6,6**	**9,3**	**11,3**	**9,4**	

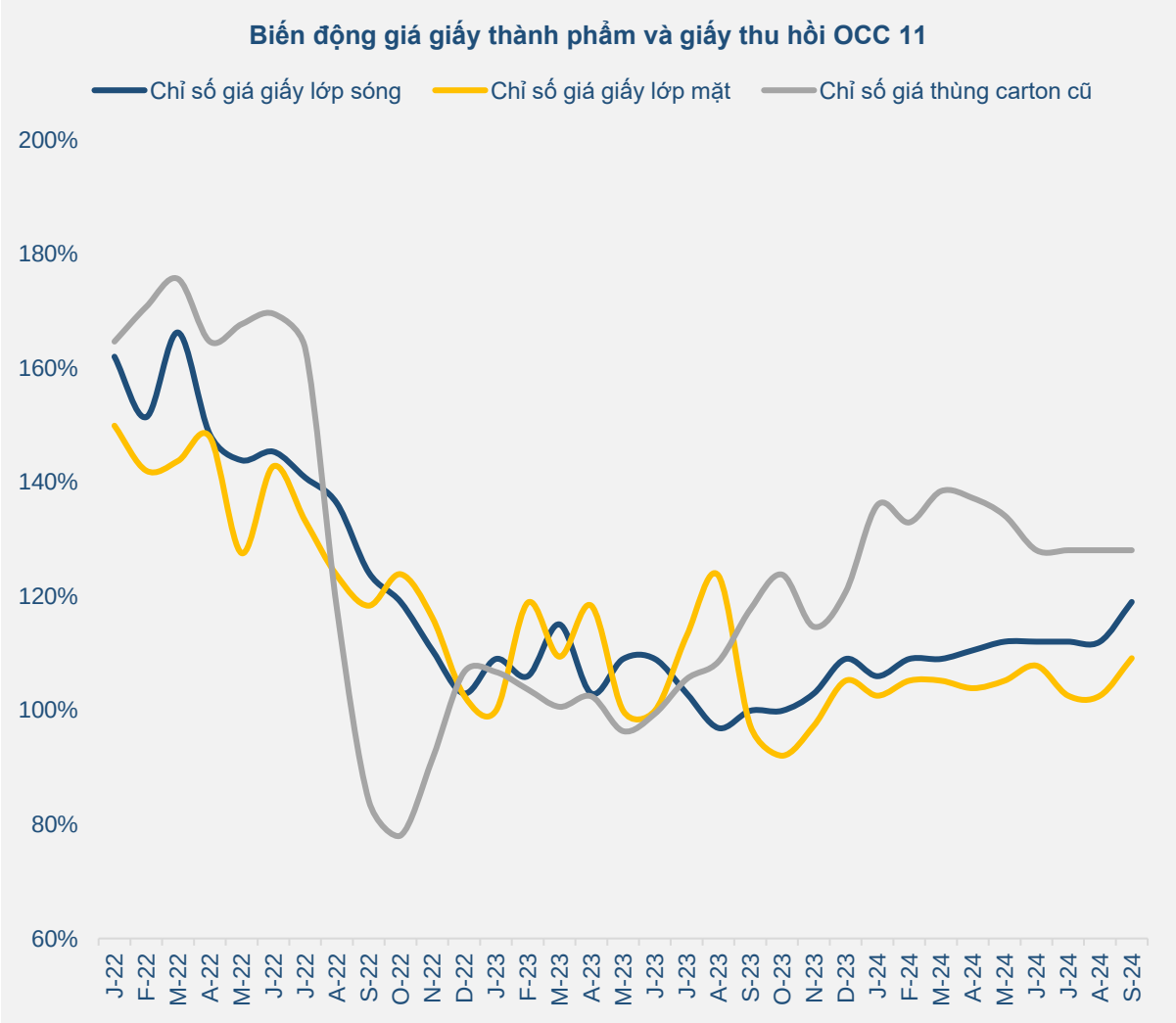
Điểm nhấn đầu tư:

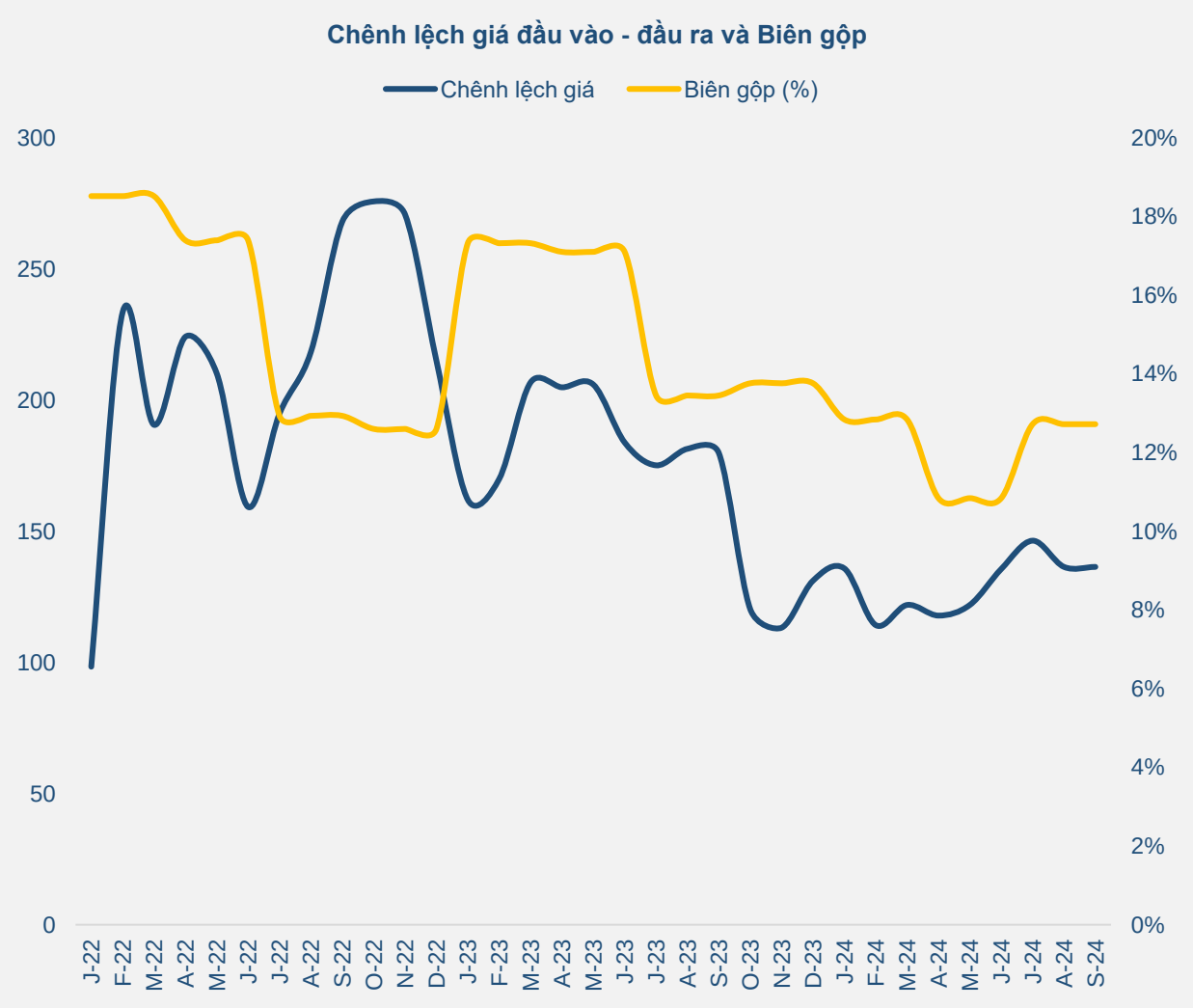
- Tiềm năng dài hạn vẫn rộng mở nhờ Giao Long 3, tuy nhiên, dự án đóng góp doanh thu sớm nhất vào 2027.
- Giao Long 3 đã nhận được chủ trương đầu tư, đang tiến hành các thủ tục khác để khởi công trong Q2.2025.
- Mảng giấy tiếp tục đối mặt với tình trạng dư cung trong ngành, do đó sẽ tăng sử dụng nội bộ để sản xuất Bao bì. Chúng tôi kỳ vọng Bao bì mang lại tăng trưởng vừa phải trong giai đoạn 2025–2027.
- Kỳ vọng lợi nhuận 2025 hồi phục 21% so với 2024, quay về mặt bằng 2023 nhờ giá đầu ra mảng giấy tăng nhẹ và đẩy mạnh tiêu thụ nội bộ cho Bao bì.
- Suất cổ tức tương đối hấp dẫn so với lãi tiền gửi.



DHC - Giá cổ phiếu rơi về vùng thấp, chờ đợi động lực mới từ Giao Long 3

DHC - Target: 43.500 VNĐ/CP | Upside: +22%





MCH - Chiến lược cao cấp hóa và xây dựng thương hiệu là yếu tố then chốt

MCH - Target: 254.300 VNĐ/CP | Upside: +13%

Bảng khuyến nghị

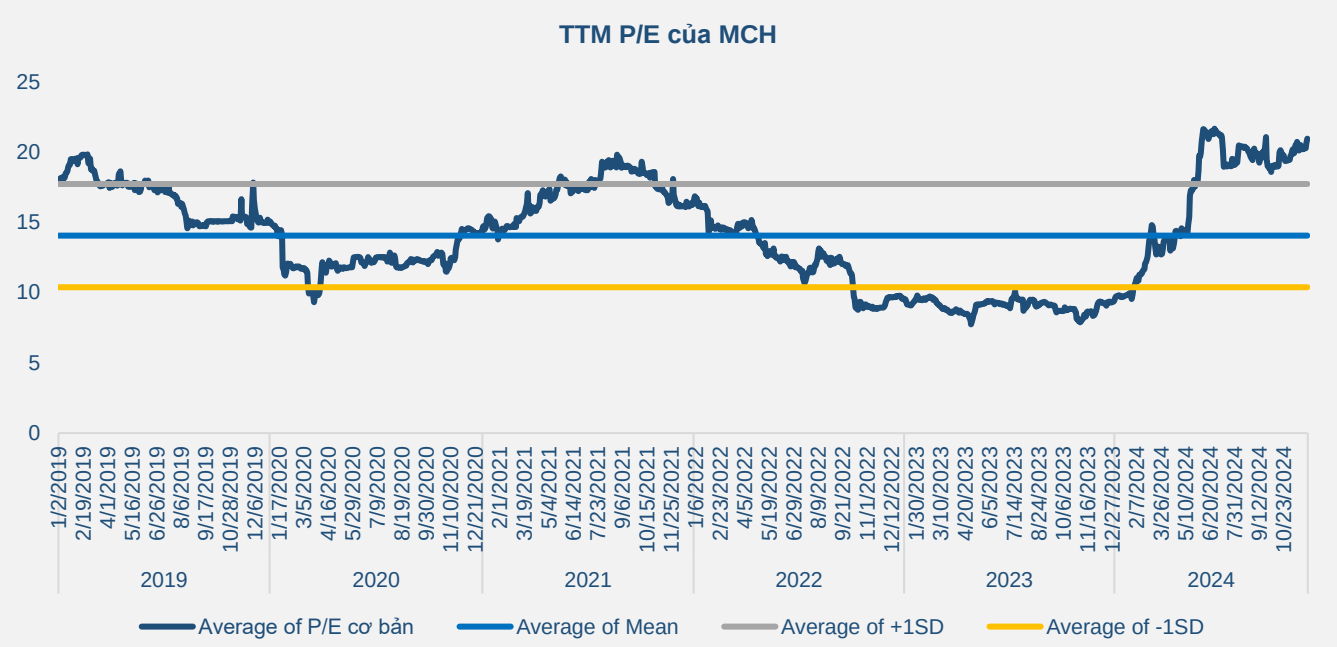
Khuyến nghị:	**NEUTRAL**
Giá mục tiêu:	254.300 đồng/cp
Giá thị trường:	224.800 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+13%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu thuần	**26.977**	**28.241**	**31.425**	**34.550**	**8,6%**
% T.Trưởng	-3%	5%	11%	10%	
Lợi nhuận gộp	**11.132**	**12.974**	**14.613**	**16.066**	**13,0%**
% T.Trưởng	-6%	17%	13%	10%	
LNST-CĐTS	**5.451**	**7.085**	**8.005**	**8.556**	**16,2%**
% T.Trưởng	0%	30%	13%	7%	
EPS (đồng/cp)	**7.493**	**9.740**	**11.004**	**11.762**	
P/E (x)	**30,0**	**23,1**	**20,4**	**19,1**	

Điểm nhấn đầu tư:

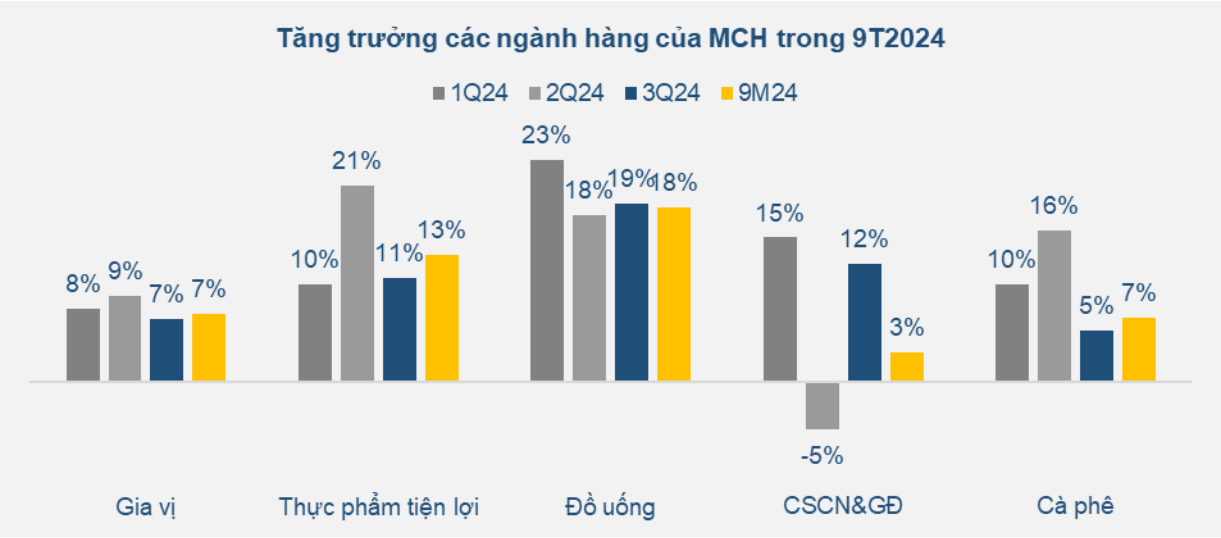
- Chiến lược cao cấp hóa, xây dựng thương hiệu (Premiumtization and Innovation), và tối ưu hóa hệ thống phân phối tiếp tục là động lực cho tăng trưởng doanh thu và bình ổn BLN.
- MCH có kế hoạch niêm yết trên sàn HSX trong Q2.2025, tuy nhiên, thị giá đã phản ánh một phần câu chuyện này.
- MCH hiện đang giao dịch ở mức P/E 2025 là 19x, tiệm cận mức trung vị trong khu vực là (19,5x), nhưng cao hơn trung bình 2019-2024 (14x).

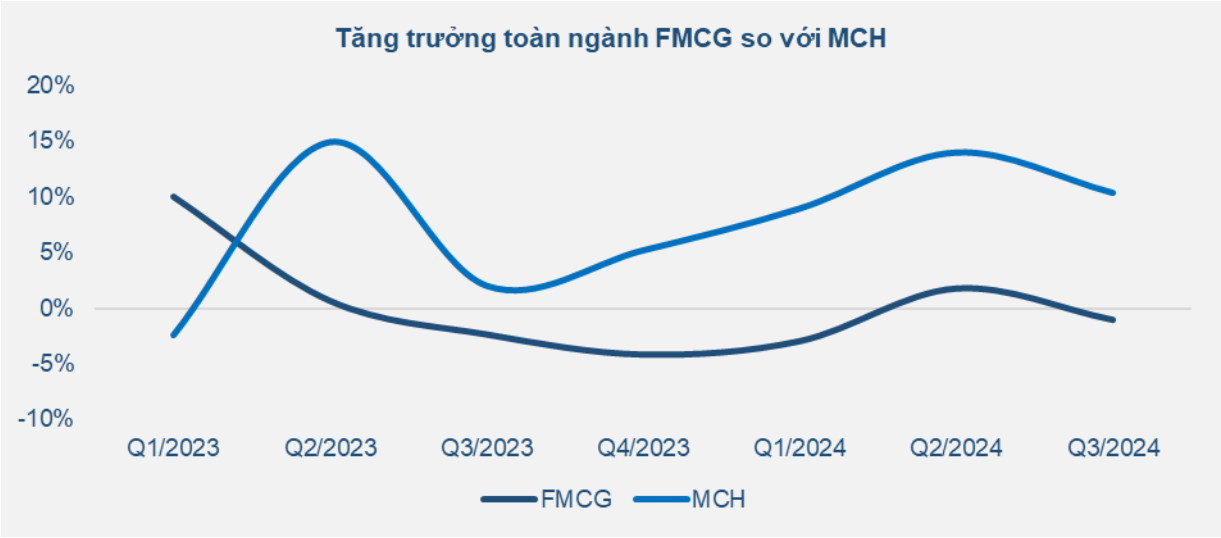


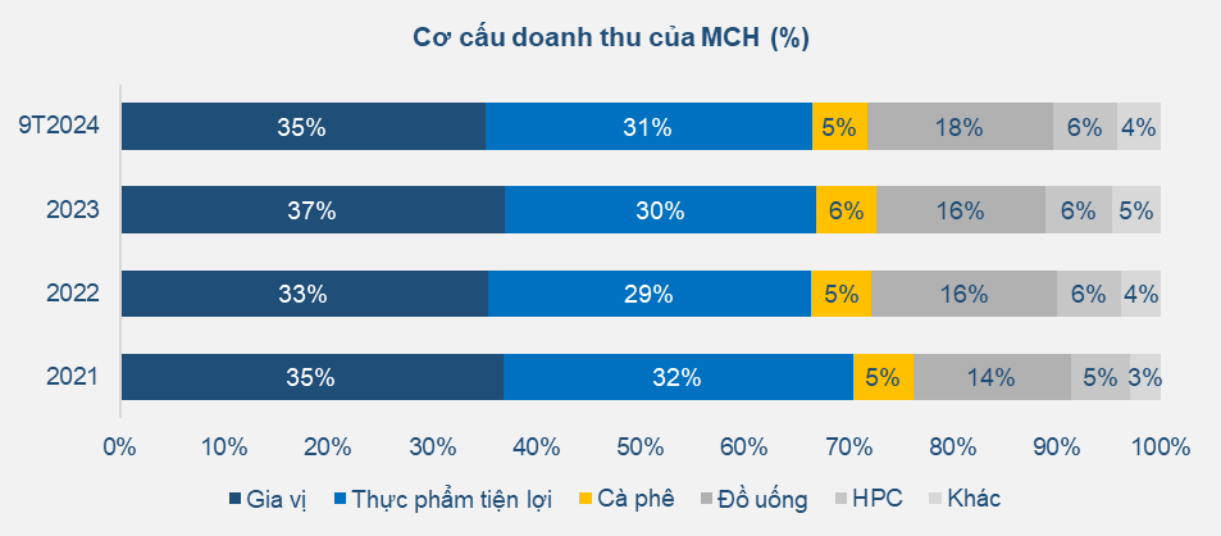
BAOVIET Securities

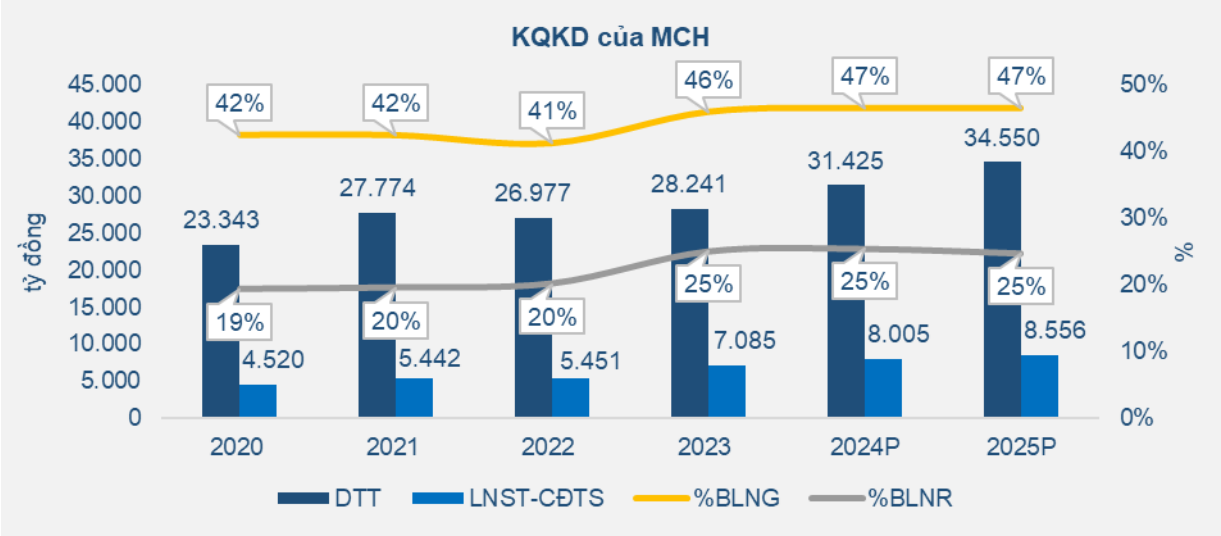
MCH - Tăng trưởng khả quan hơn toàn ngành FMCG

MCH - Target: 254.300 VNĐ/CP | Upside: +13%









Nguồn: MCH, Nielsen

BAOVIET Securities

VEA - Cổ tức và định giá hấp dẫn

VEA - Target: 50.400 VNĐ/CP | Upside: +31,6%

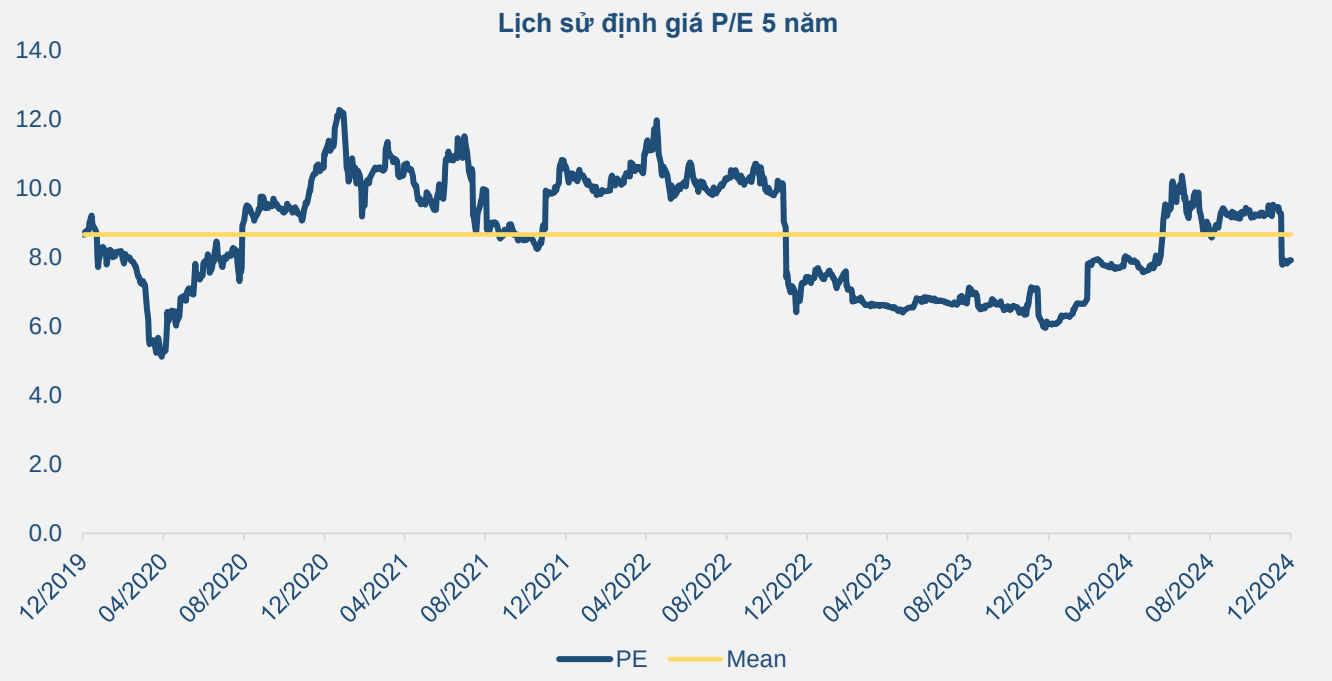
Bảng khuyến nghị	
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	50.400 đồng/cp
Giá thị trường:	38.300 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+31,6%**

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2022	2023	2024F	2025F	4YR CAGR
Doanh thu thuần	**4.747**	**3.806**	**3.868**	**3.984**	**-5,7%**
% T.Trưởng	18,1%	-19,8%	1,6%	3,0%	
Lợi nhuận gộp	**651**	**448**	**530**	**558**	**-5,0%**
% T.Trưởng	15,1%	-31,2%	18,3%	5,3%	
LNST-CĐTS	**7.595**	**6.201**	**6.660**	**6.971**	**-2,8%**
% T.Trưởng	32,1%	-18,4%	7,4%	4,7%	
EPS (đồng/cp)	**5.716**	**4.667**	**5.012**	**5.246**	
P/E (x)	**7,5**	**6,3**	**7,7**	**7,3**	

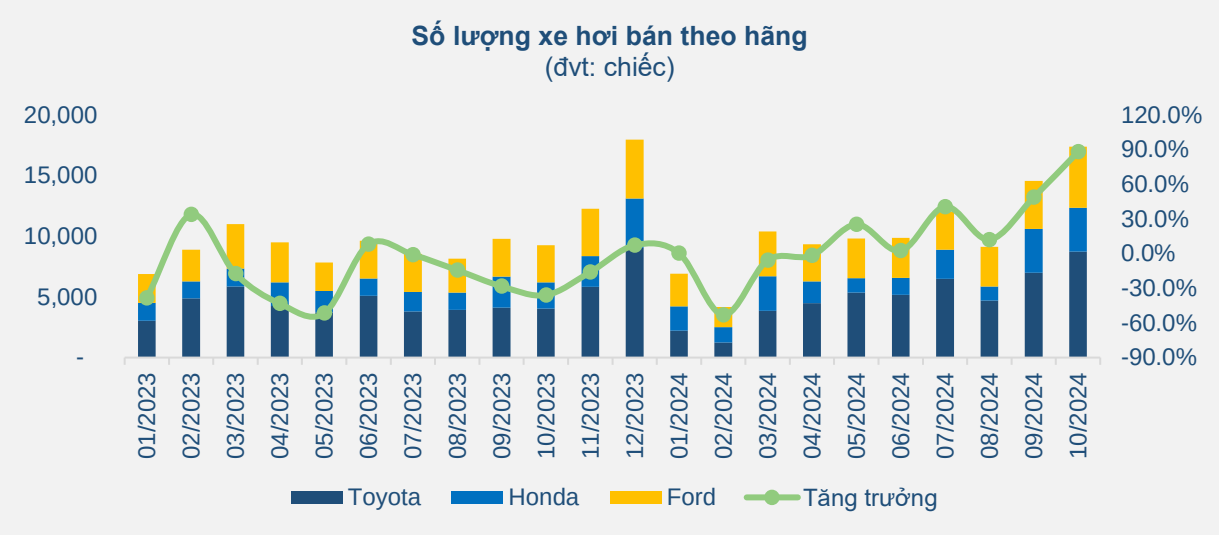
Điểm nhấn đầu tư:

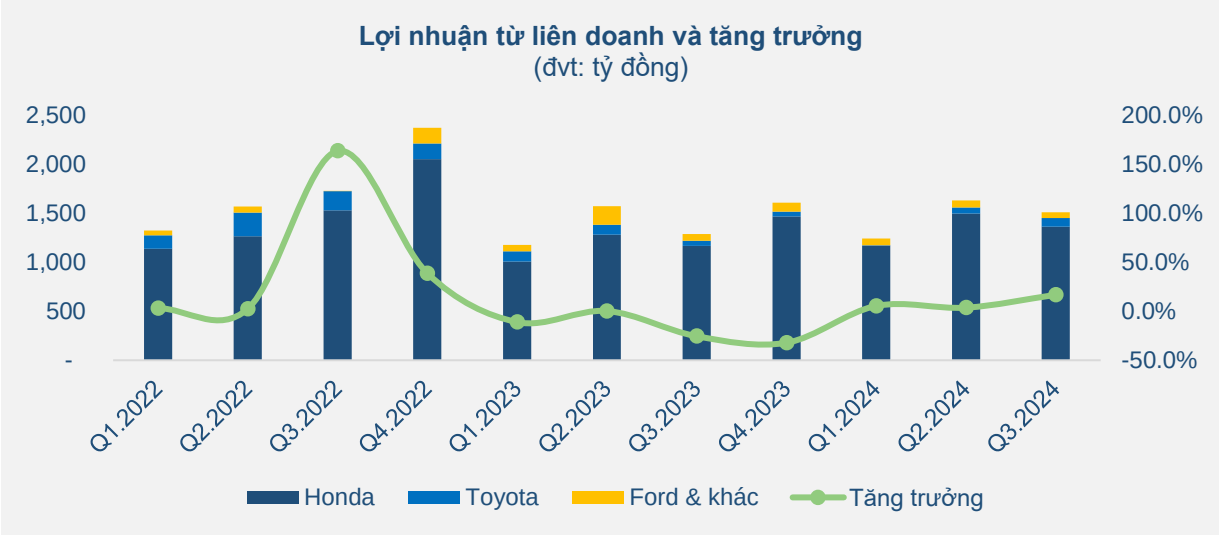
- Lợi nhuận được thúc đẩy nhờ sự phục hồi sản lượng xe máy Honda trong Q4.24 từ mức nền thấp cùng kỳ năm 2023.
- Sản lượng bán xe hơi của các liên doanh như Toyota, Honda và Ford 10T.2024 tích cực, cao hơn mức tăng trưởng của thị trường chung.
- Tỷ suất cổ tức hiện tại ở vùng hấp dẫn, ~12-13%.

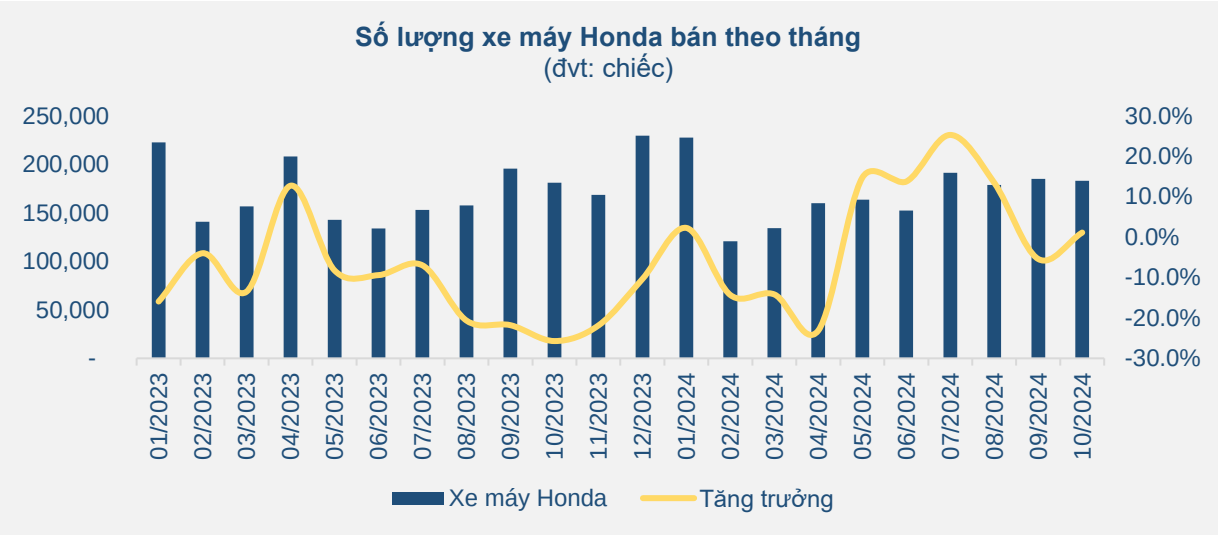


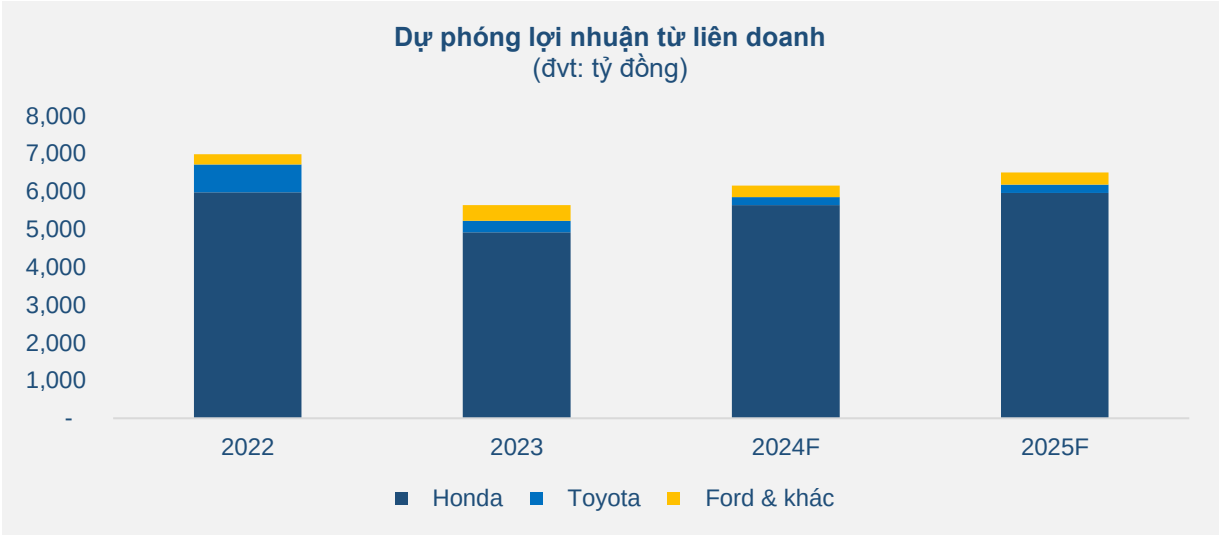
VEA - Cổ tức và định giá hấp dẫn

VEA - Target: 50.400 VNĐ/CP | Upside: +31,6%









Nguồn: Vama, TC Motor, Báo cáo doanh nghiệp, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

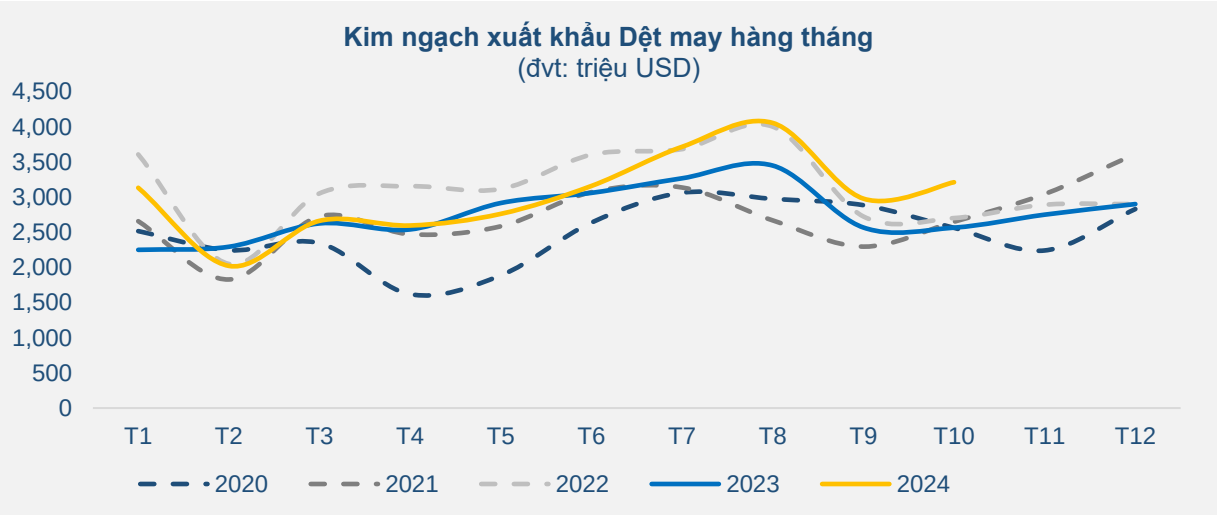
Dệt May

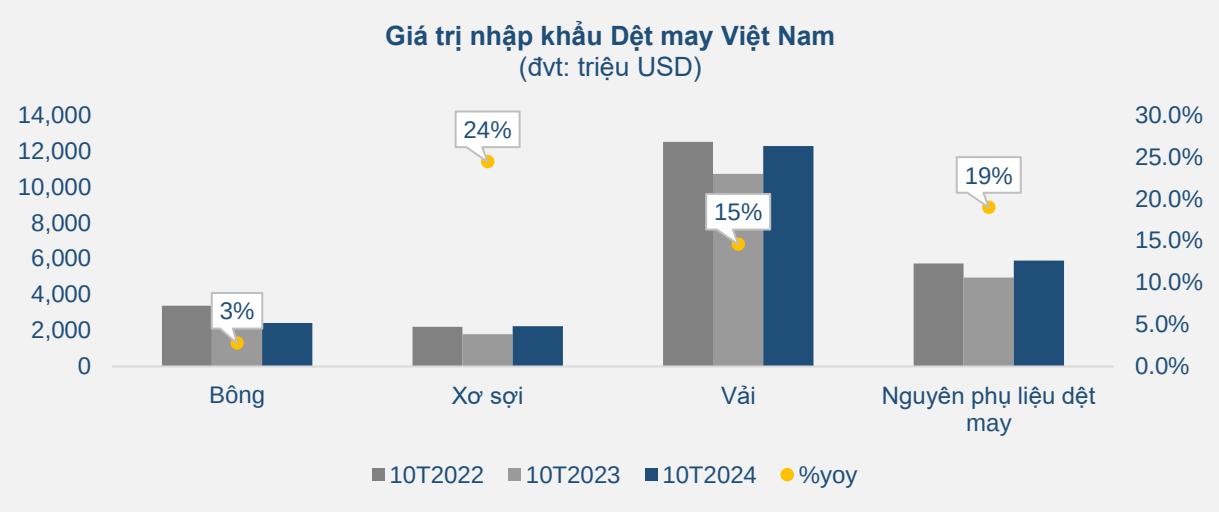
Chờ đợi chính sách thuế quan thời kỳ Trump 2.0

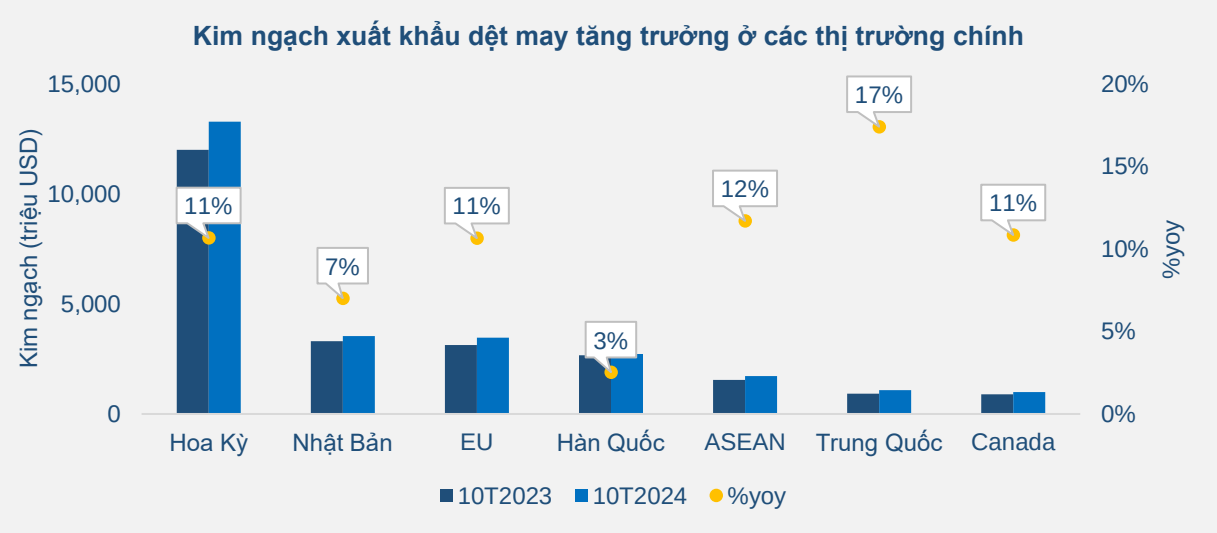
BAOVIET Securities

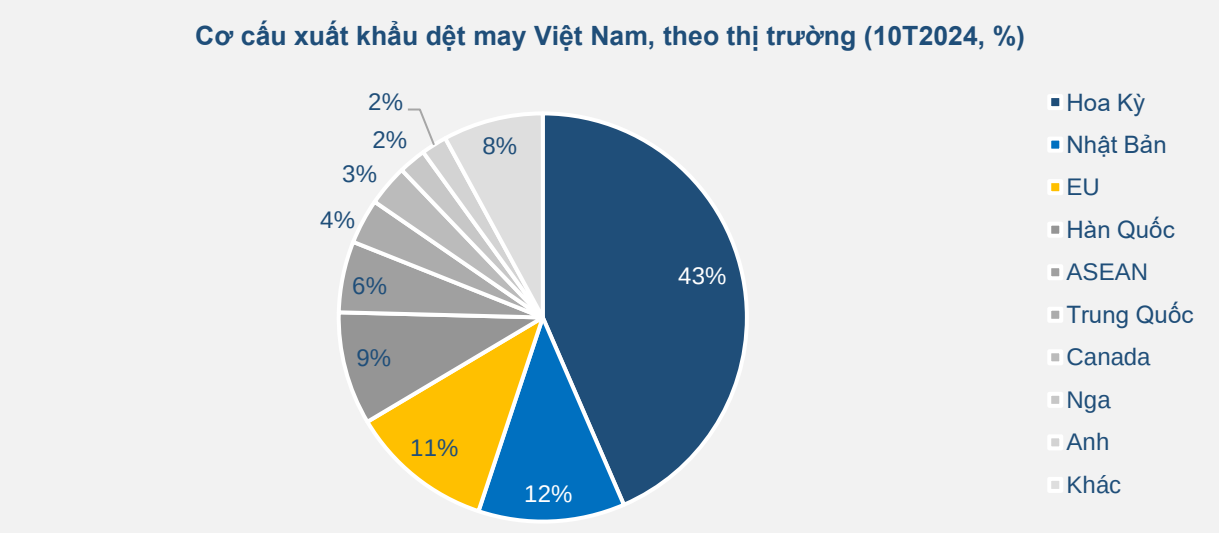
Xuất khẩu hồi phục khả quan trong 10T2024

Số liệu dệt may đáng chú ý







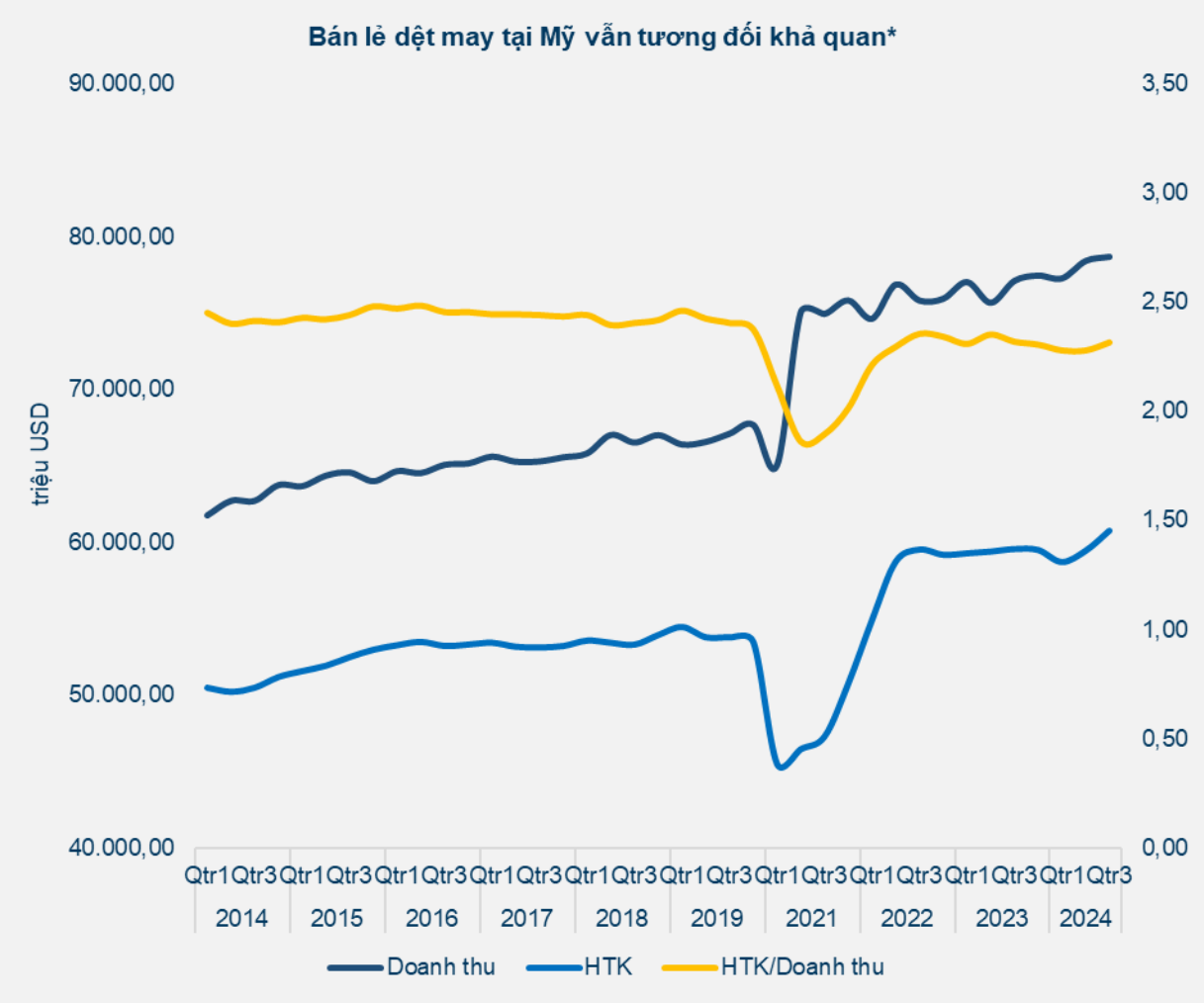


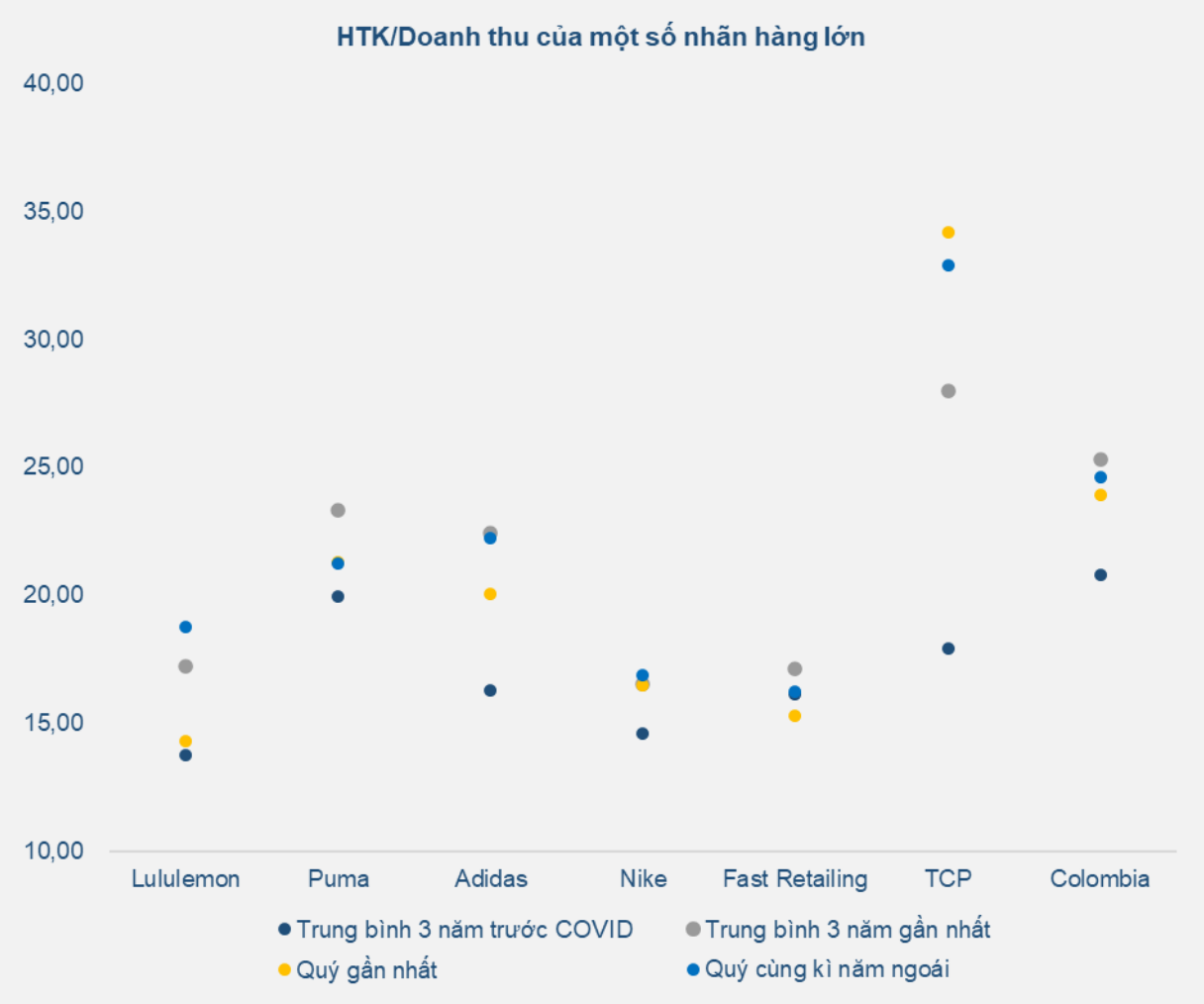
Nguồn: TCHQ

BAOVIET Securities

Nhu cầu may mặc ở thị trường Mỹ tương đối khả quan

Số liệu dệt may đáng chú ý





**Loại bỏ dữ liệu năm 2020 do ảnh hưởng của COVID khiến HTK/Doanh thu trung bình năm 2020 tăng mạnh lên mức 4,23, có lúc lên tới 18,31 vào tháng 4/2020*

Nguồn: FRED, Bloomberg, BVSC tổng hợp

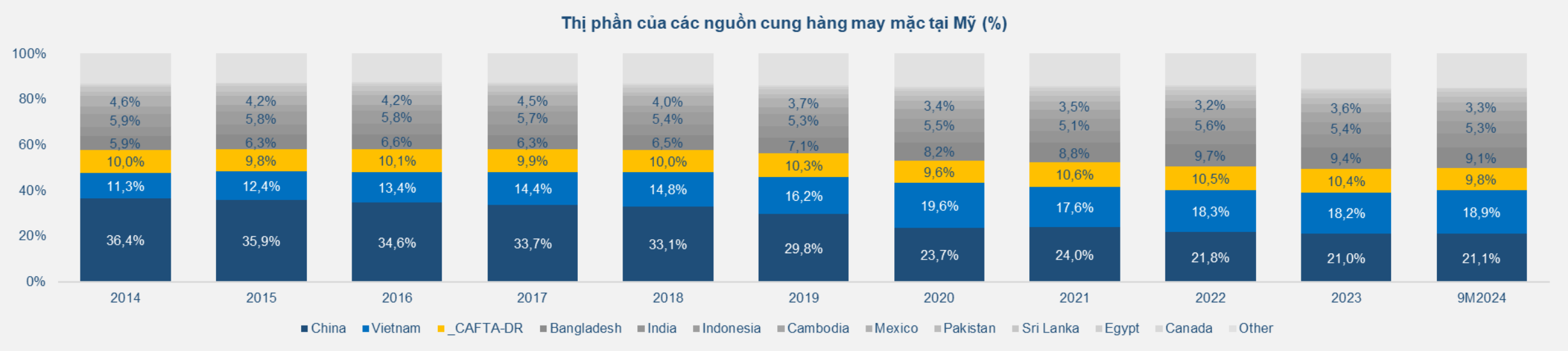
BAOVIET Securities

Tiềm năng mở rộng ngành Dệt may nội địa của Mỹ thấp, vì vậy vẫn phải phụ thuộc vào nhập khẩu

Trump 2.0: Xu hướng đa dạng hóa và friendly shore tiếp diễn

Khảo sát doanh nghiệp Mỹ: Doanh nghiệp bạn mua nguyên liệu may mặc từ đâu?

Nguồn cung	Sợi và chỉ	Vải	Nguyên phụ liệu khác
Trung Quốc	80,0%	85,0%	100,0%
Hàn Quốc, Đài Loan, hoặc Nhật Bản	36,0%	41,0%	45,0%
Quốc gia châu Á khác	76,0%	78,0%	68,0%
Nội địa	**32,0%**	**15,0%**	**14,0%**
CAFTA-DR	36,0%	33,0%	36,0%
USMCA	24,0%	33,0%	32,0%
Châu Âu	12,0%	19,0%	27,0%
Châu Phi	0,0%	15,0%	0,0%

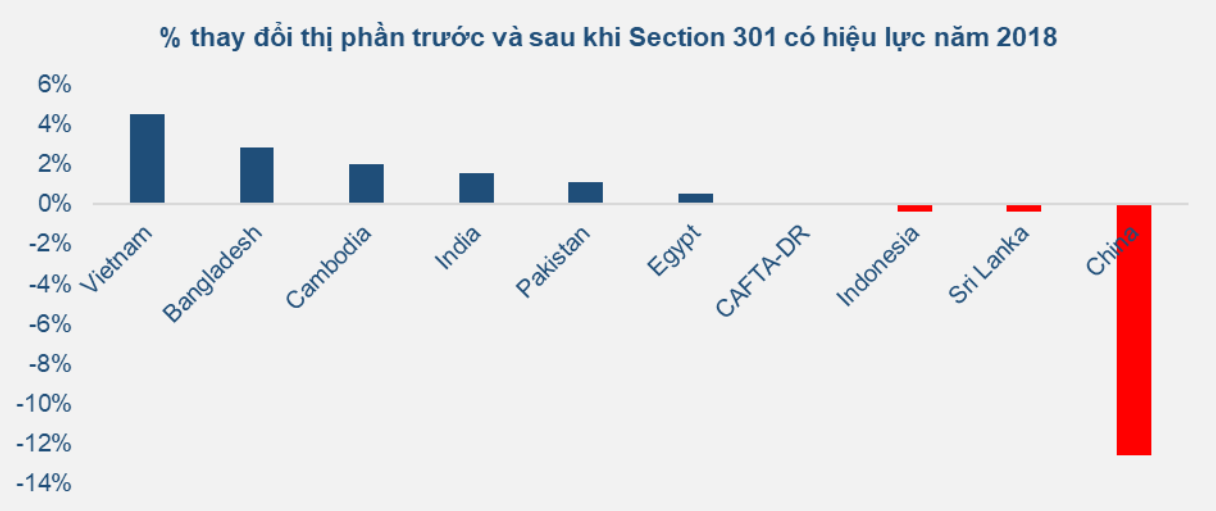


Nguồn: USFIA, FairLabor, Fibre2fashion, ASEAN Briefing, China Briefing, BVSC tổng hợp

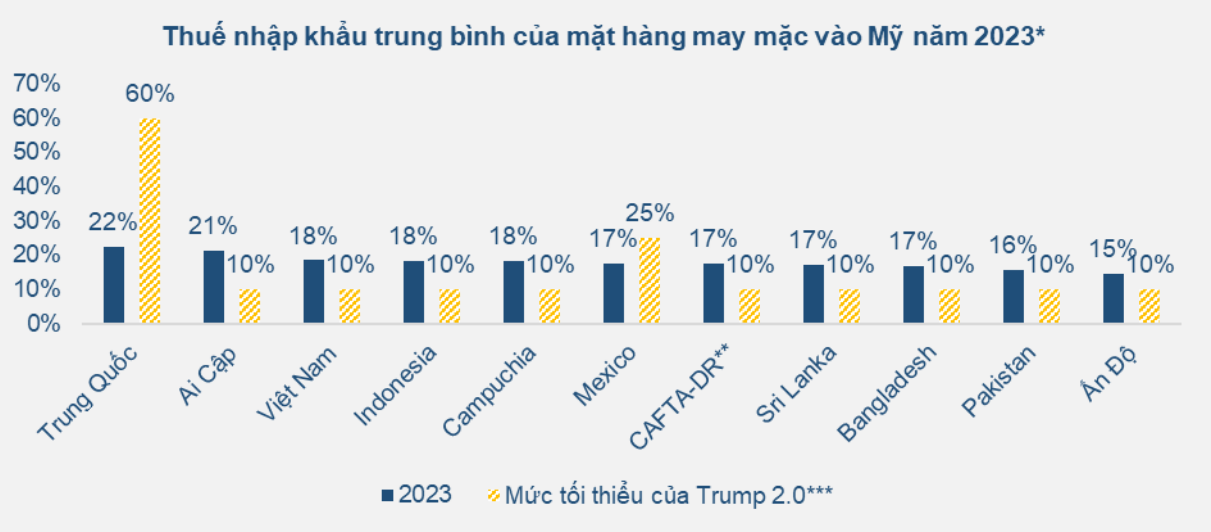
BAOVIET Securities

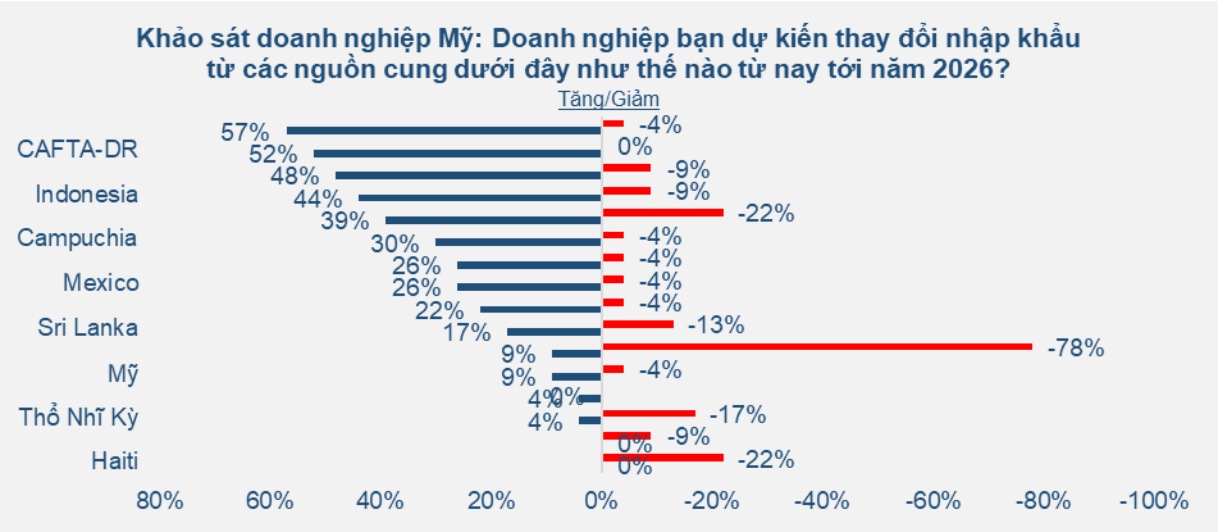
Nguồn cung Ấn Độ và CAFTA-DR sẽ hưởng lợi lớn từ xu hướng đa dạng hóa và friendly shore…

Trump 2.0: Xu hướng đa dạng hóa và friendly shore tiếp diễn



Nguồn cung	Khảo sát doanh nghiệp thời trang Mỹ năm 2024: Đóng góp vào tổng nguồn cung trong một doanh nghiệp				
	>50%	31-50%	11-30%	1-10%	0%
Mỹ	0%	0%	0%	41%	59%
Trung Quốc	11%	11%	36%	43%	0%
Việt Nam	0%	15%	63%	19%	4%
Bangladesh	0%	0%	58%	38%	4%
Ấn Độ	0%	0%	44%	48%	7%
Nước Châu Á khác	0%	0%	0%	68%	32%
Châu Âu	0%	0%	0%	35%	65%
Thổ Nhĩ Kỳ	0%	0%	0%	58%	42%
USMCA	5%	0%	5%	55%	36%
CAFTA-DR	4%	0%	17%	52%	26%
Châu Phi	0%	4%	0%	57%	39%
Trung Đông	0%	0%	5%	43%	52%





** Sử dụng mã HS 61, 62*
*** xuất nhập khẩu dệt may nội khối và với Mỹ được miễn thuế theo quy tắc xuất xứ từ chỉ đi lên (Yarn-forward)*
**** Dựa trên phát ngôn của ông Trump tính tới ngày 27/11/2024*

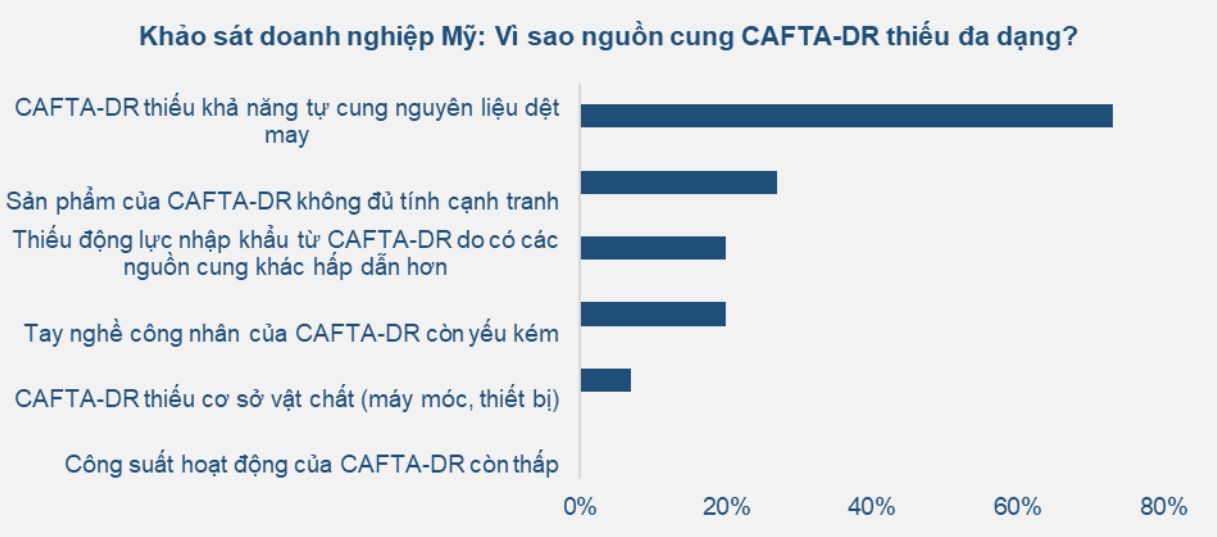
BAOVIET Securities

…tuy nhiên các nguồn cung này cũng có các điểm yếu nhất định.

Trump 2.0: Xu hướng đa dạng hóa và friendly shore tiếp diễn

Trung Quốc là nhà cung cấp nguyên liệu dệt may lớn nhất thế giới

Nguồn cung may mặc	% Sợi nhập khẩu từ TQ	% Vải nhập khẩu từ TQ	% Nguyên phụ liệu may mặc nhập khẩu từ TQ
Việt Nam	61%	64%	51%
CAFTA-DR	N/A	21%	N/A
Bangladesh	39%	73%	71%
Ấn Độ	70%	81%	57%
Indonesia	59%	66%	50%
Mexico	N/A	34%	N/A
Campuchia	N/A	67%	N/A
Pakistan	79%	96%	82%



Khả năng đáp ứng nhu cầu về nguyên vật liệu của CAFTA-DR

Nguyên vật liệu	Đánh giá của khách hàng
Sợi và vải cotton	Trung bình
Sợi và vải Polyester	Thấp đến trung bình
Sợi và vải Nylon	Thấp đến trung bình
Sợi và vải Spandex	Thấp đến trung bình
Sợi và vải Len lông cừu	Thấp
Sợi và vải Vicose	Thấp
Sợi và vải Rayon	Thấp
Sợi và vải Tái chế	Thấp
Khóa kéo	Thấp đến trung bình
Chỉ	Trung bình
Khuy	Thấp đến trung bình

Nguồn: USFIA

BAOVIET Securities

Tuy không hưởng lợi lớn nhất từ làn sóng chuyển dịch, Việt Nam vẫn là nguồn cung quan trọng của Mỹ

Trump 2.0: Xu hướng đa dạng hóa và friendly shore tiếp diễn

Nguồn cung	Tốc độ làm hàng			Chi phí tìm nguyên liệu			Tính linh hoạt và nhanh nhẹn			Rủi ro liên quan tới nhân quyền và trách nhiệm xã hội			Rủi ro liên quan tới môi trường			Số lượng đặt hàng tối thiểu (MOQ)	Độ hoàn thiện của chuỗi giá trị	Rủi ro địa chính trị	Tổng
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2024	2024	2024	2024
Mexico	4,0	4,0	4,0	3,0	2,5	3,0	3,5	3,5	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	**25,5**
Trung Quốc	3,0	3,5	3,5	3,5	3,5	4,0	3,5	4,0	4,0	2,0	1,5	2,0	2,5	2,5	2,0	3,5	4,5	1,5	**25,0**
Việt Nam	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**4,0**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**4,0**	**3,5**	**3,0**	**2,5**	**3,0**	**3,0**	**2,5**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**25,0**
Bangladesh	2,0	2,0	2,0	4,5	4,5	4,0	3,0	3,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,0	2,5	2,5	2,5	3,0	3,0	**22,5**
Indonesia	2,5	2,5	2,5	3,5	4,0	3,5	3,0	3,5	3,5	2,5	3,0	3,0	2,5	3,0	2,5	3,0	2,5	3,5	**24,0**
Ấn Độ	2,5	2,5	2,5	3,5	3,5	3,5	3,0	3,5	3,5	2,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	3,0	4,0	3,5	**25,0**
Sri Lanka	2,5	2,5	2,0	3,5	3,5	3,5	3,0	3,5	3,5	3,0	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,5	3,5	**24,0**
Campuchia	2,5	2,5	2,5	4,0	3,5	3,5	3,0	3,0	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	3,0	2,5	2,5	2,5	3,0	**22,0**
Thổ Nhĩ Kỳ	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	3,5	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	4,0	3,0	**25,5**

Nguồn: USFIA, STK tổng hợp

BAOVIET Securities

Tổng hợp khuyến nghị

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	P/E (x) @ Giá đóng cửa ngày 12/12/2024		Điểm nhấn đầu tư
				2024	2025	
MSH	**NEUTRAL**	54.800	4%	11,1	9,5	- Công suất thiết kế có thể tăng 36% trong năm 2025 nhờ (1) Mở rộng 16 chuyền may ở nhà máy Sông Hồng 4 (SH4, hoặc Xuân Trường 1), và (2) vận hành nhà máy Xuân Trường 2 (XT2). - Giả định công suất vận hành năm 2025 của dây chuyền mới ở SH4 và XT2 lần lượt là 50% và 25%, tương ứng với tăng trưởng 10% tổng công suất vận hành toàn công ty. - BLĐ kì vọng KQKD năm 2025 sẽ khả quan hơn năm 2024.
TNG	**NEUTRAL**	27.400	7%	10,1	9,5	- Công suất thiết kế năm 2025 có thể tăng 5% nhờ tăng 16 chuyền may ở nhà máy Việt Đức. - Hiện đã có đơn hàng tới tháng 6/2025. Các khách hàng lớn như Decathlon và A&F vẫn cho thấy nhu cầu tiêu thụ tương đối khả quan.
STK	**NEUTRAL**	25.300	2%	63,8	34,9	- Nhà máy Unitex giai đoạn 1 (Unitex GĐ 1) dự kiến vận hành thương mại vào đầu năm 2025, chậm hơn so với dự kiến. - Nhu cầu tiêu thụ vẫn tương đối thấp. Sự cố về máy QC trong 9T2024 cũng là yếu tố tiêu cực khiến khách hàng vẫn thận trọng trong việc đặt đơn hàng lớn với STK. - Yếu tố về chính sách thuế dưới thời Tổng thống Trump là yếu tố đáng theo dõi, do quy tắc về xuất xứ có thể là yếu tố tích cực đối với STK.

MSH

NEUTRAL | Target: 54.800 VNĐ/CP | Upside: +4%

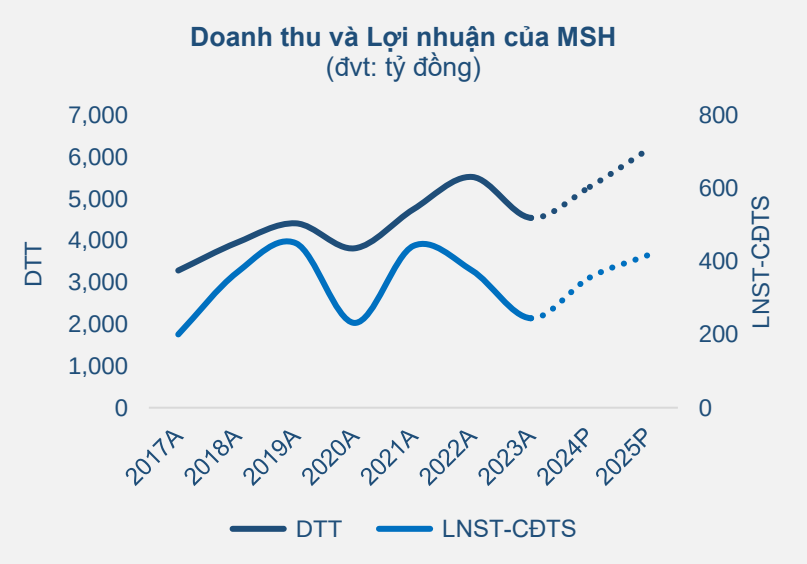
BAOVIET Securities

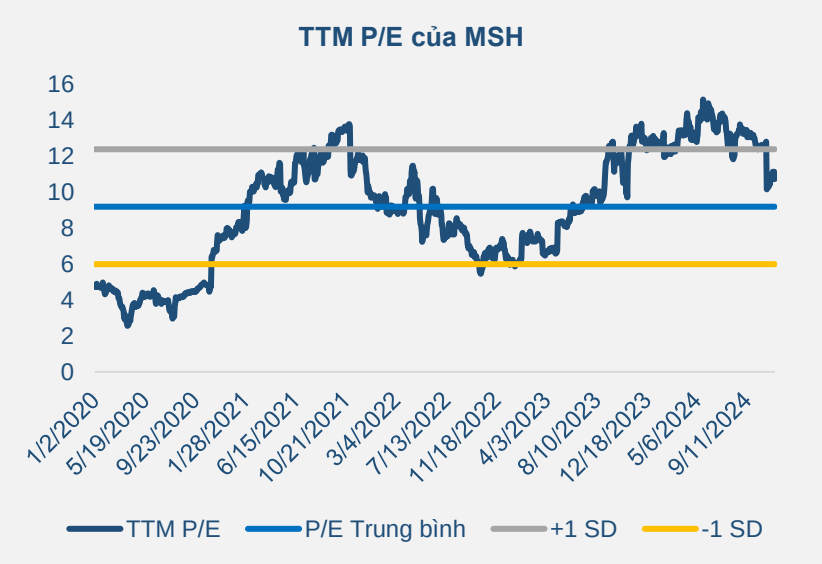
Đơn hàng cho thấy dấu hiệu hồi phục tích cực

MSH - NEUTRAL | Target: 54.800 VNĐ/CP | Upside: +4%

Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **54.800 đồng/cp**, sử dụng phương pháp DCF và P/E.
- **Công suất thiết kế có thể tăng 36% trong năm 2025.** MSH dự kiến mở rộng 16 chuyền may ở nhà máy Sông Hồng 4 (SH4, hoặc Xuân Trường 1) vào đầu năm 2025; hiện doanh nghiệp đang trong giai đoạn tuyển dụng cho nhà máy này. Bên cạnh đó, MSH vẫn giữ kế hoạch vận hành nhà máy Xuân Trường 2 (XT2) trong năm 2025. Việc nhà máy SH4 mở rộng và nhà máy XT2 đi vào hoạt động dự kiến tăng tổng năng lực sản xuất của MSH lên 36% trong giai đoạn 2025 - 2027. Chúng tôi giả định công suất vận hành năm 2025 của dây chuyền mới ở SH4 và XT2 lần lượt là 50% và 25%.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2024F của MSH lần lượt là 5.282 tỷ đồng (+16%yoy) và 356 tỷ đồng (+46%yoy).





Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**4.542**	**5.282**	**6.185**
%yoy	-18%	16%	17%
LNST sau CĐTS	**245**	**356**	**418**
%yoy	-35%	46%	17%
BLNG	**12,4%**	**14,4%**	**14,7%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	17,5	11,1	9,5
EPS (đồng/cp)	**3.011**	**4.573**	**5.366**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**54.800**

Nguồn: MSH, Fiinpro

BAOVIET Securities

TNG

NEUTRAL | Target: 27.400 VNĐ/CP | Upside: +7%

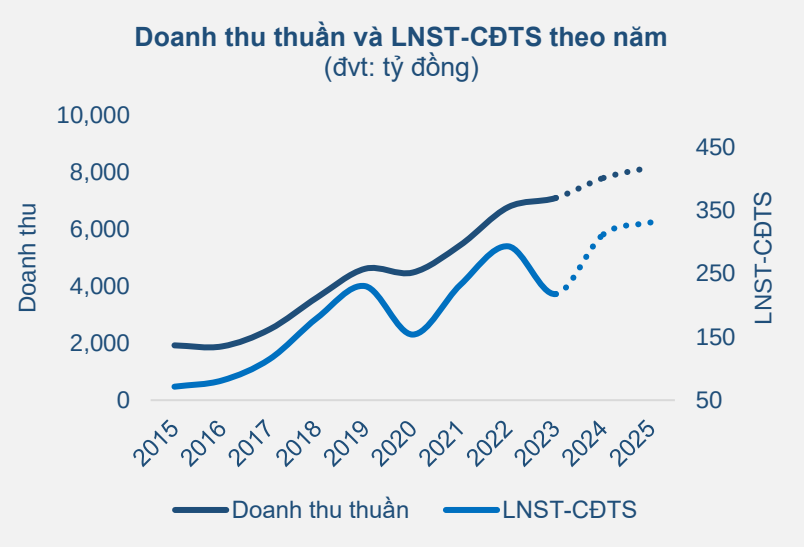
BAOVIET Securities

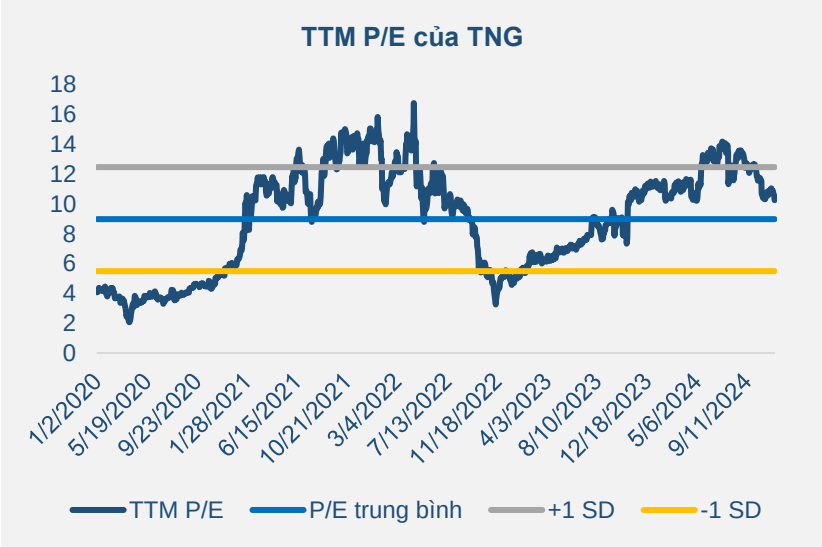
Mở rộng chuyền may +5%yoy trong năm 2025

TNG - NEUTRAL | Target: 27.400 VNĐ/CP | Upside: +7%

Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **27.400 đồng/cp,** sử dụng phương pháp DCF, P/E và EV/EBITDA.
- **TNG đã có đơn hàng tới tháng 6/2025.** Tình hình đơn hàng tương đối khả quan nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ tương đối tích cực khi lượng hàng tồn kho đang ở mức hợp lý, và (2) các nhãn hàng có gia tăng xuống đơn hàng sớm trước khi chính sách thuế quan của Trump đi vào hiệu lực. TNG đã và đang giảm chuyền may dành cho khách hàng TCP, và đang tiếp tục phát triển mối quan hệ với khách hàng quy mô lớn là H&M.
- **Kế hoạch mở rộng chuyền may +5%yoy trong năm 2025.** Sau khi hoàn thành di dời và mở rộng thêm 16 chuyền may tại nhà máy Việt Thái, TNG có kế hoạch di chuyển và mở rộng nhà máy Việt Đức lên mức 32 chuyền may.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2024F của TNG lần lượt là 7.799 tỷ đồng (+10%yoy) và 312 tỷ đồng (+43%yoy).





Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**7.095**	**7.799**	**8.177**
%yoy	4,8%	9,9%	4,8%
LNST sau CĐTS	**218**	**312**	**331**
%yoy	-25,7%	43,3%	6,1%
BLNG	**13,8%**	**15,1%**	**14,9%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	13,4	10,1	9,5
EPS (đồng/cp)	**1.917**	**2.544**	**2.699**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**27.400**

Nguồn: TNG, fiinpro

BAOVIET Securities

STK

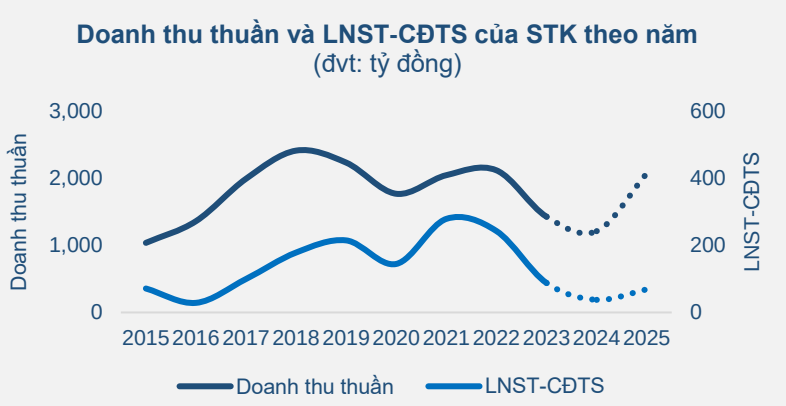
NEUTRAL | Target: 25.300 VNĐ/CP | Upside: +2%

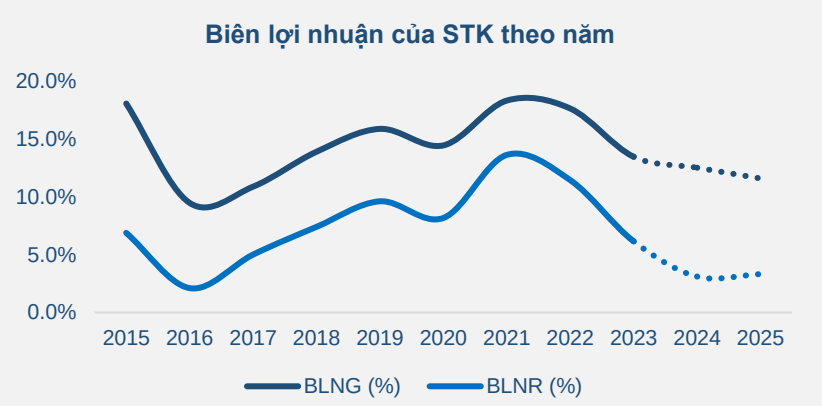
Nhà máy Unitex GĐ 1 dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2025

STK - NEUTRAL | Target: 25.300 VNĐ/CP | Upside: +2%

Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **25.300 đồng/cp**, sử dụng phương pháp DCF và P/E.
- **Nhà máy Unitex giai đoạn 1 (Unitex GĐ 1) dự kiến vận hành thương mại vào đầu năm 2025, chậm hơn so với dự kiến.** Tới tháng 10/2024, STK đang thực hiện chạy thử hệ thống máy kéo sợi POY và DTY. Dự kiến nhà máy sẽ bắt đầu vận hành vào đầu năm 2025.
- **Nhu cầu tiêu thụ vẫn tương đối thấp**. Sự cố về máy QC trong 9T2024 cũng là yếu tố tiêu cực khiến khách hàng vẫn thận trọng trong việc đặt đơn hàng lớn với STK. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ sợi tái chế cho thấy sự chậm lại trong bối cảnh một số khách hàng cuối chuỗi như Nike, Lululemon phải thực hiện hạ kế hoạch kinh doanh năm nay.
- **Ảnh hưởng của Trump 2.0.** Yếu tố về chính sách thuế dưới thời tổng thống Trump là yếu tố đáng theo dõi, do quy tắc về xuất xứ có thể là yếu tố tích cực đối với STK.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu và LNST-CĐTS 2024 của STK lần lượt là 1.209 tỷ đồng (+71%yoy) và 38 tỷ đồng (-57%yoy). Sự cố máy QC khiến doanh nghiệp không nắm được cơ hội khi nhu cầu tiêu thụ hồi phục trong 1H2024; bên cạnh đó, biến động tỷ giá cũng tạo ra áp lực gia tăng chi phí tài chính.





Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**1.425**	**1.209**	**2.066**
%yoy	-32,6%	-15,2%	70,9%
LNST sau CĐTS	**88**	**38**	**69**
%yoy	-63,8%	-57,2%	82,6%
BLNG	**13,5%**	**12,5%**	**11,6%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	26,2	62,9	34,4
EPS (đồng/cp)	**933**	**389**	**710**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**25.300**

BAOVIET Securities

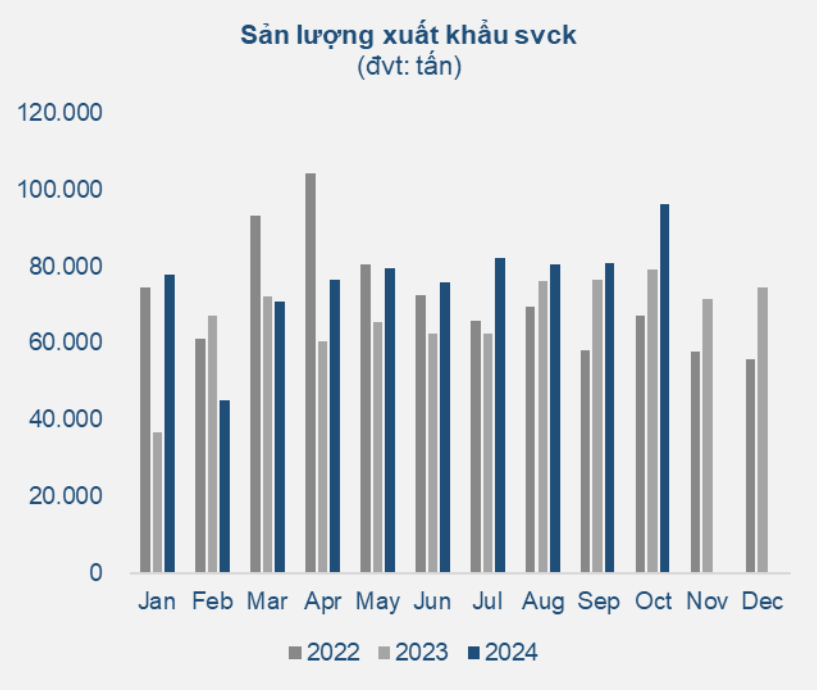
Thủy sản

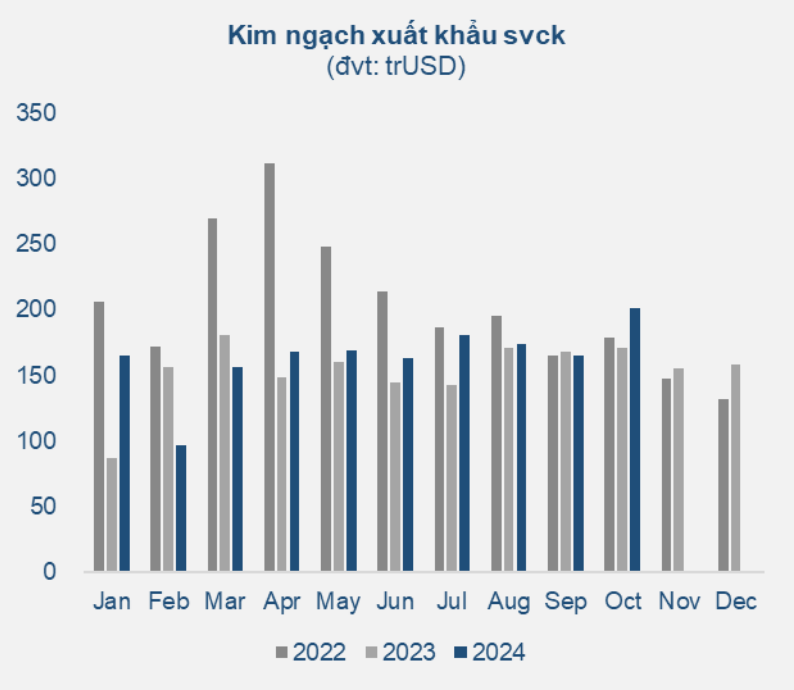
Dư địa tăng trưởng nếu hưởng mức thuế tối ưu hơn đối thủ

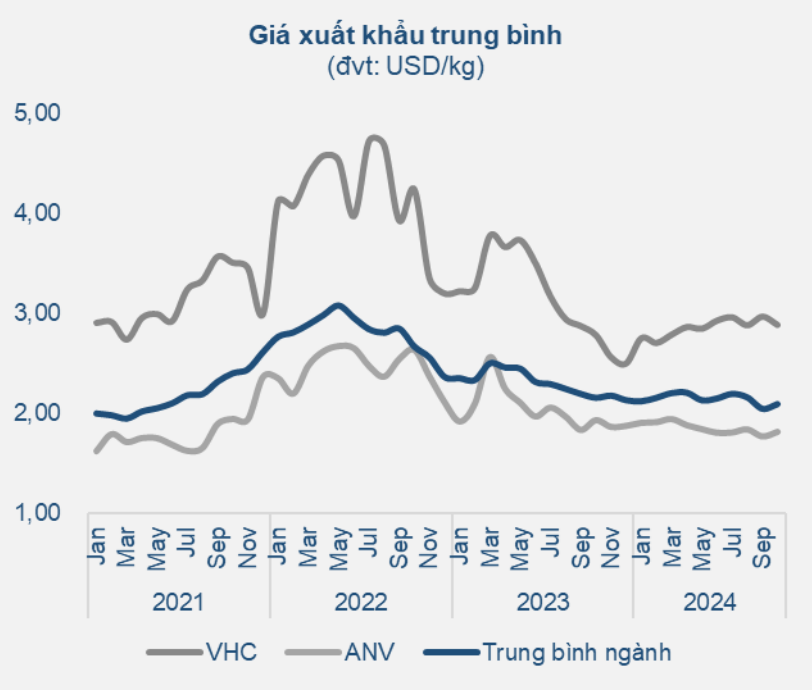
Mùa cao điểm khả quan

Ngành Cá tra trong 10T2024

- Sản lượng/Kim ngạch xuất khẩu cá tra của Việt Nam 10T2024 đạt 766 nghìn tấn (+16%yoy)/1.640 triệu USD (+7%yoy). Sản lượng cho thấy tăng trưởng hai chữ số, trong khi kim ngạch có phần chậm chạp hơn do giá bán 10T2024 -8%yoy.
- Thị trường Mỹ dẫn dắt tăng trưởng trong 10T2024, trong khi EU và Trung Quốc tiêu thụ tương đối chậm.
- Điểm nhấn năm 2025:
  - ✓ Thị trường Mỹ đóng góp 18% vào tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra, là thị trường nhập khẩu lớn thứ hai sau Trung Quốc. Vì vậy động thái về chính sách thuế dưới thời Trump 2.0 sẽ là yếu tố đáng chú ý.
  - ✓ Cá tra có giá bán cạnh tranh với các cá thịt trắng khác.





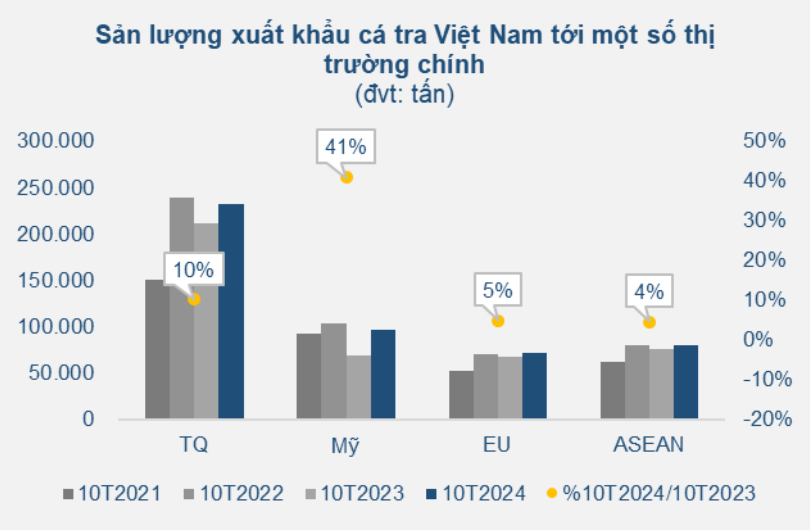


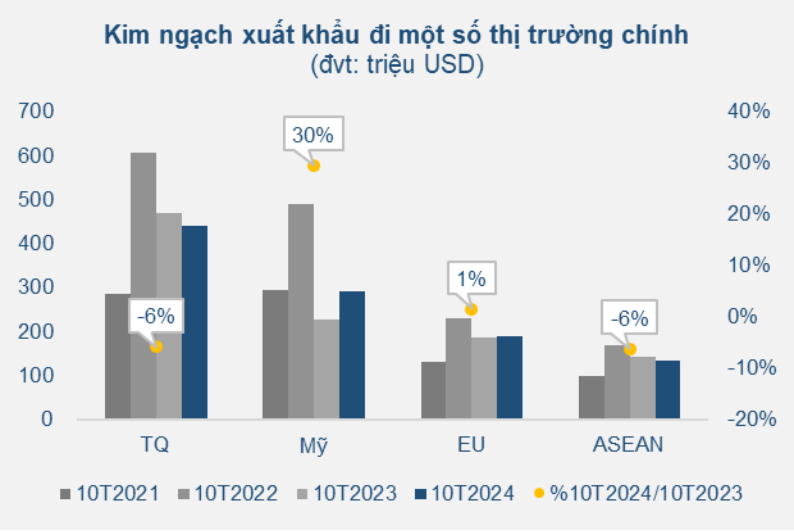
Nguồn: Viettrader

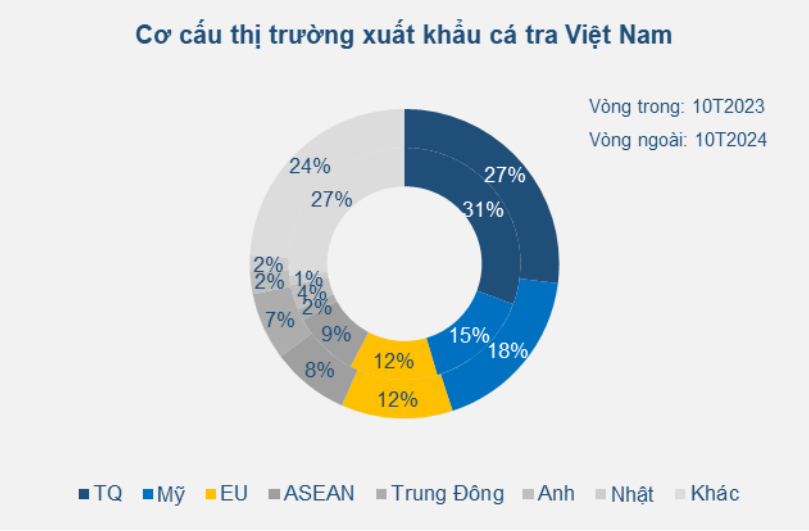
BAOVIET Securities

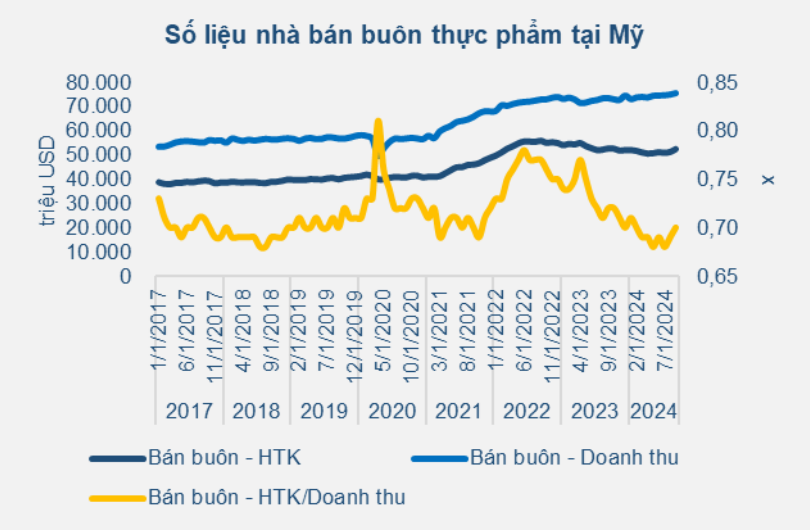
Mùa cao điểm khả quan

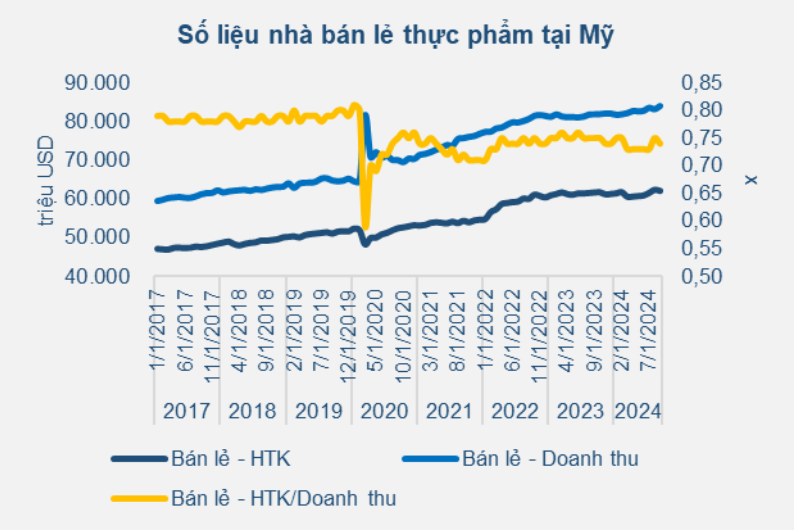
Ngành Cá tra trong 10T2024

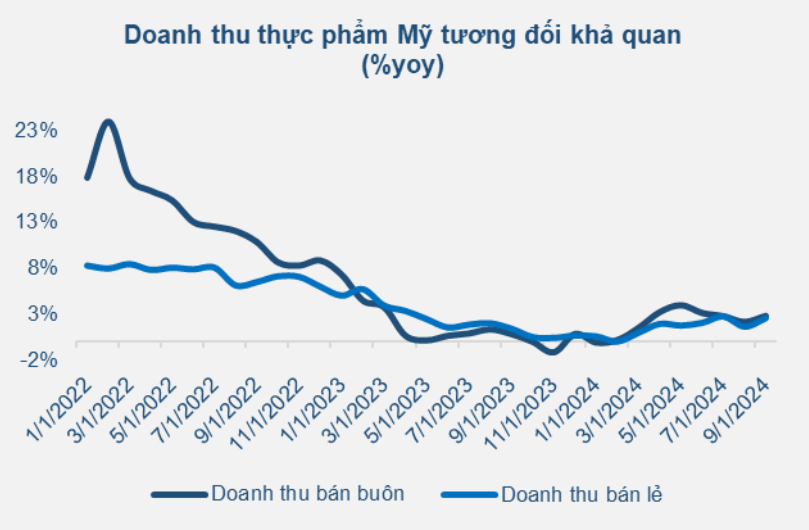












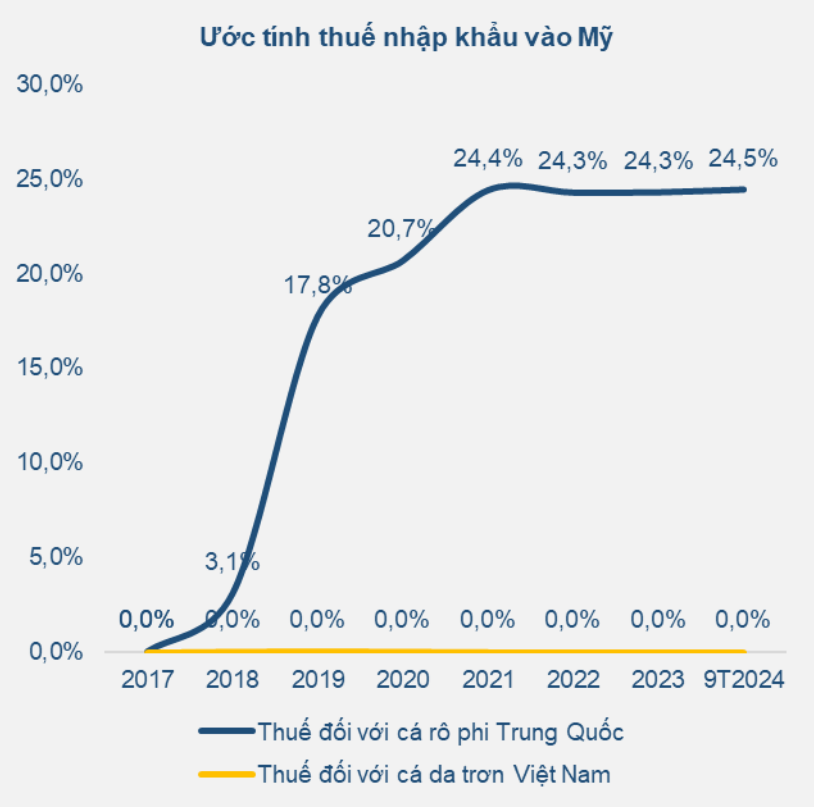
Nguồn: Federal Reserve Economic Data (cập nhật ngày 2/12/2024), Viettrader

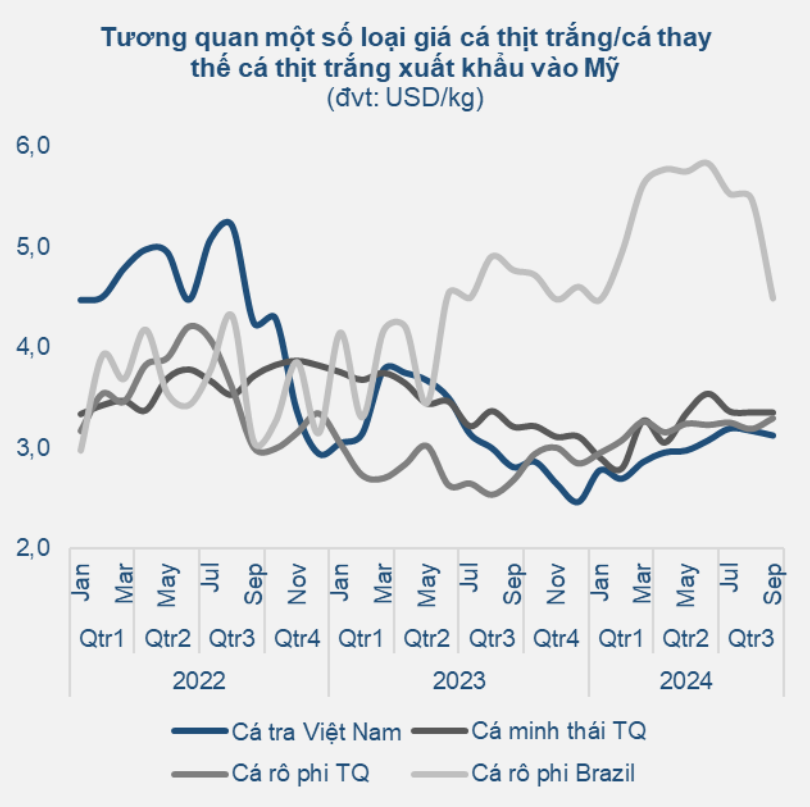
BAOVIET Securities

Chờ đợi chính sách thuế quan dưới thời Trump 2.0

Ngành Cá tra trong năm 2025

- Trump có kế hoạch áp thuế 10-20% lên tất cả các mặt hàng nhập khẩu, và 60% lên mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện cá tra Việt Nam đang hưởng mức thuế 0%, trong khi mức thuế của cá rô phi trung Quốc là khoảng 24,5%. Vì vậy trong trường hợp bị đánh thuế 10%, cá tra vẫn có lợi thế cạnh tranh về giá đối với sản phẩm cá rô phi Trung Quốc. Bên cạnh đó, khách hàng có thể gia tăng nhập hàng trước các lo ngại liên quan tới thay đổi chính sách thuế quan sau khi tân Tổng thống Mỹ nhậm chức, hỗ trợ đà tăng sản lượng xuất khẩu cá tra trong 1H2025.
- Diễn biến của nguồn cung cá minh thái nội địa Mỹ và chính sách thuế đối với hải sản Nga sẽ là yếu tố đáng chú ý.





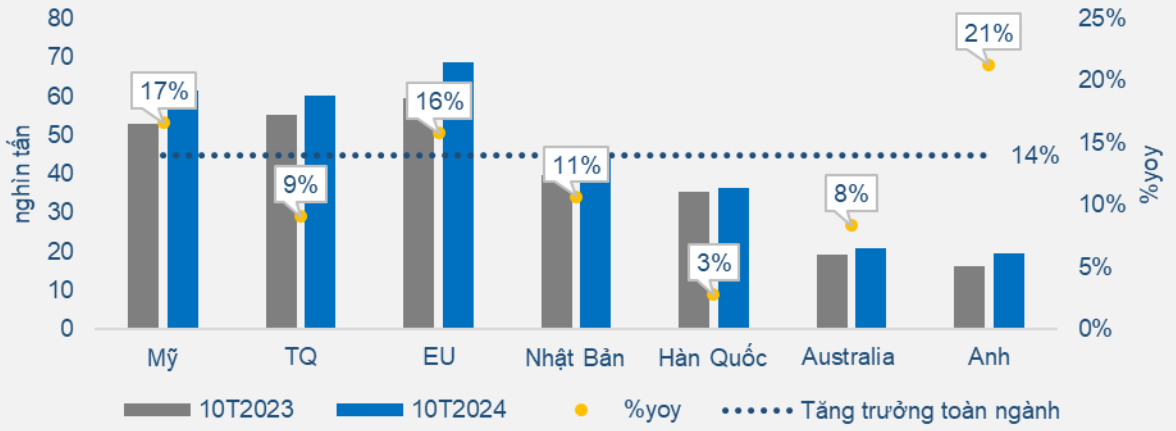
Nguồn: NOAA, BVSC tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ khả quan, tuy nhiên giá nguyên liệu tăng mạnh

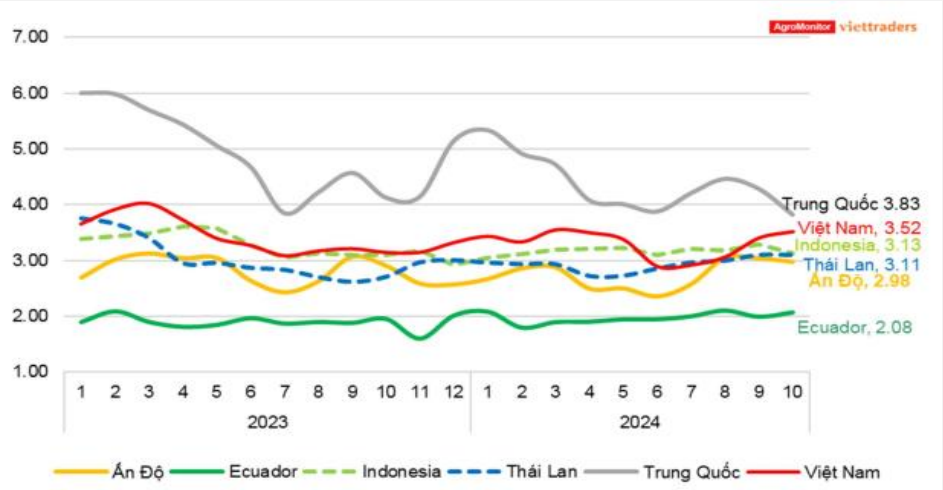
Tổng quan ngành Tôm

- Kim ngạch/Sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam 10T2024 đạt 3,16 tỷ USD/346 nghìn tấn, tương đương với tăng trưởng 12%yoy/+14%yoy.
- 3 thị trường nhập khẩu tôm lớn nhất là Trung Quốc, Mỹ và EU đều ghi nhận tăng trưởng khả quan về cả kim ngạch và sản lượng
- Điểm nhấn năm 2025:
  - ✓ Mỹ là đối tác nhập khẩu tôm lớn nhất của Việt Nam, đóng góp 20% vào tổng kim ngạch toàn ngành Tôm 10T2024. Vì vậy, động thái về chính sách thuế dưới thời Trump 2.0 sẽ là yếu tố đáng chú ý.
  - ✓ Bên cạnh đó, thông tin về vụ kiện thuế CVD và AD cũng sẽ ảnh hưởng tới doanh nghiệp tôm Việt Nam.

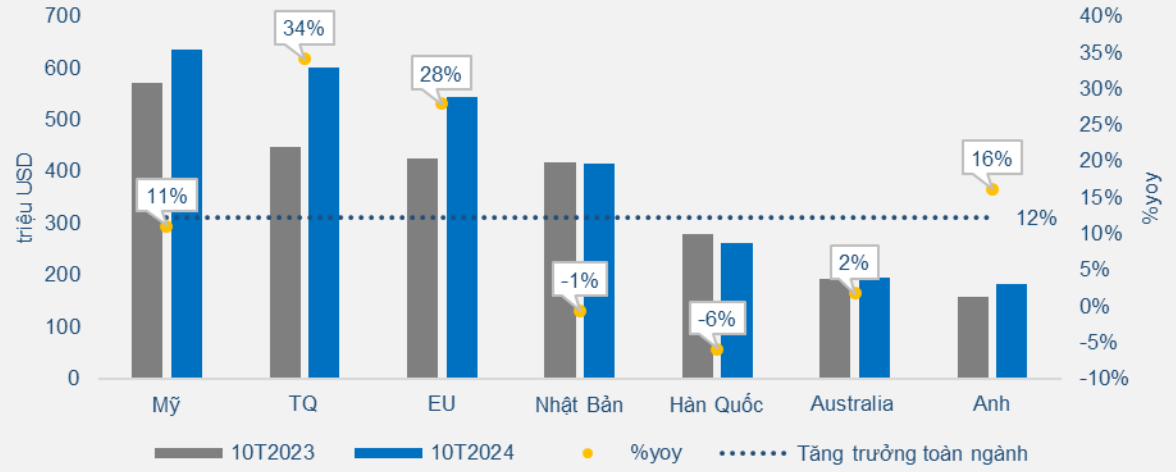
Sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam



Giá tôm thẻ nguyên liệu cỡ 100 con/kg tại một số nguồn cung lớn (USD/kg)



Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam



Nguồn: Viettrader, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Việt Nam bị đánh thuế CVD, tuy nhiên mức thuế thấp hơn các đa số nguồn cung lớn khác

Tổng quan ngành Tôm

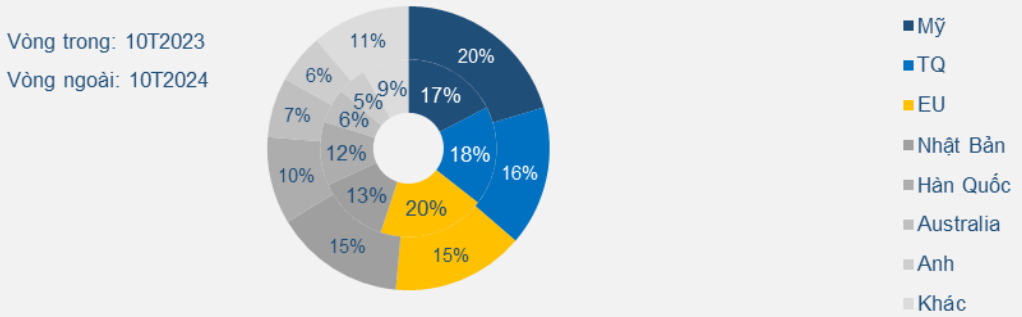
So sánh thuế AD chính thức của một số nguồn cung chính:

Nước xuất khẩu	Kì rà soát mới nhất	Kết quả	Kết quả chính thức kì rà soát liền trước
Việt Nam	**POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)**	**25,76% (mức Vietnam-wide đối với 118 doanh nghiệp) 0% (các doanh nghiệp vốn được hưởng mức này từ trước và không bị xếp vào Vietnam-wide, trong đó có FMC)**	**25,76% (mức Vietnam-wide đối với 118 doanh nghiệp) 0% (các doanh nghiệp vốn được hưởng mức này từ trước và không bị xếp vào Vietnam-wide, trong đó có FMC)**
Ấn Độ	POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	2,49% (NK Marine, 33 doanh nghiệp khác) 0% (RSA Marines, Royal Oceans) 10,17% (India-wide)	3,88% (India-wide) 7,92% (Megaa Moda) 1,43% (NK Marine)
Ecuador	POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	0%*	0%
Trung Quốc	POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	112,81% (China-wide)	112,81% (China-wide)
Thái Lan	POR 17 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2021-31/1/2022)	5,34% (Thailand-wide) 0% (Thai Union)	5,34% (Thailand-wide)
Indonesia	POR 18 chính thức (rà soát giai đoạn 1/2/2022-31/1/2023)	3,9% (Indonesia-wide) 0% (BMS)	0%

So sánh thuế CVD chính thức của một số nguồn cung chính:

Nước xuất khẩu	Kết quả CVD sơ bộ	Kết quả CVD chính thức
Việt Nam	**2,84% (Khác, Stapimex) 196,41% (Thông Thuận)**	**2,84% (Khác, Stapimex) 221,82% (Thông Thuận)**
Ấn Độ	4,36% (Khác) 3,89% (Sandhya Aqua Exports, Neeli Sea Foods, Vijay Aqua Processors) 4,72% (Devi Sea Foods)	5,77% (Khác) 5,63% (Sandhya Aqua Exports, Neeli Sea Foods, Vijay Aqua Processors) 5,87% (Devi Sea Foods)
Ecuador	2,89% (Khác) 1,69% (Sociedad Nacional de Galapagos C.A) 2,89% (Industrial Pesquera Santa Priscila)	3,78% (Khác) 4,41% (Sociedad Nacional de Galapagos C.A) 3,57% (Industrial Pesquera Santa Priscila)
Indonesia	Hủy bỏ (Khác) 0,39% (PT Bahari Makmur Sejati) 0,71% (PT First Marine Seafoods)	Hủy bỏ (Khác) 0,20% (PT Bahari Makmur Sejati) 0,71% (PT First Marine Seafoods)

Cơ cấu xuất khẩu tôm Việt Nam (%)



' doanh nghiệp Industrial Pesquera Santa Priscila S.A. / Tropical Packing Ecuador Tropack S.A. bị áp thuế 0,48%, thấp hơn 2%, vì vậy không phải đóng thuế.*

Nguồn: Federal Register, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Tổng hợp khuyến nghị

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	P/E @ Giá đóng cửa ngày 12/12/2024		Điểm nhấn đầu tư
				2024	2025	
VHC	**OUTPERFORM**	86.000	17%	14,7	12,4	- Trump có kế hoạch áp thuế 10-20% lên tất cả các mặt hàng nhập khẩu, và 60% lên mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện cá tra Việt Nam đang hưởng mức thuế 0%, trong khi mức thuế của cá rô phi trung Quốc là khoảng 24,5%. Vì vậy trong trường hợp bị đánh thuế 10%, cá tra vẫn có lợi thế cạnh tranh về giá đối với sản phẩm cá rô phi Trung Quốc. Bên cạnh đó, khách hàng có thể gia tăng nhập hàng trước các lo ngại liên quan tới thay đổi chính sách thuế quan sau khi tân tổng thống Mỹ nhậm chức. - Diễn biến của nguồn cung cá minh thái nội địa Mỹ và chính sách thuế đối với hải sản Nga cũng là yếu tố đáng chú ý.
FMC	**NEUTRAL**	54.400	14%	11,3	7,9	- Trong trường hợp tất cả các nguồn cung tôm lớn của Mỹ là Ấn Độ, Ecuador, Indonesia, và Việt Nam và đều bị đánh thuế 10%, khả năng cạnh tranh giữa các nguồn cung hầu như không chịu tác động. - Tiếp tục gia tăng sản lượng năm 2025 nhờ tận dụng công suất của nhà máy Thủy sản Sao Ta và nhà máy Tam An.

BAOVIET Securities

VHC

OUTPERFORM | Target: 86.000 VNĐ/CP | Upside: +17%

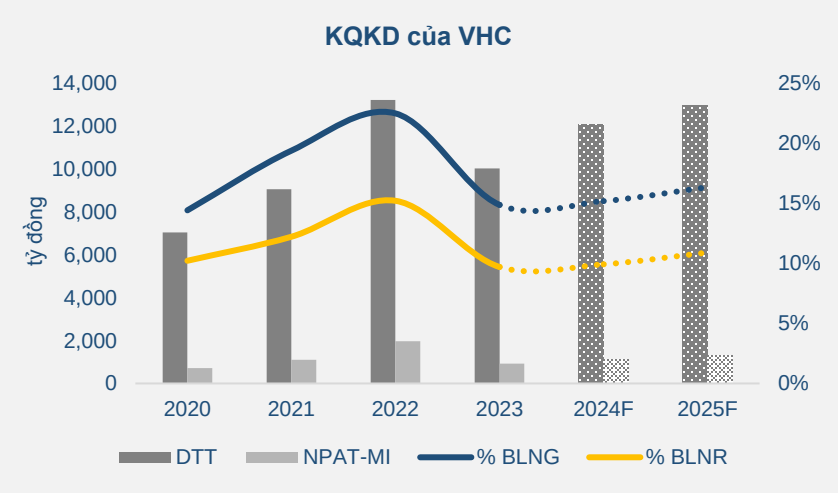
BAOVIET Securities

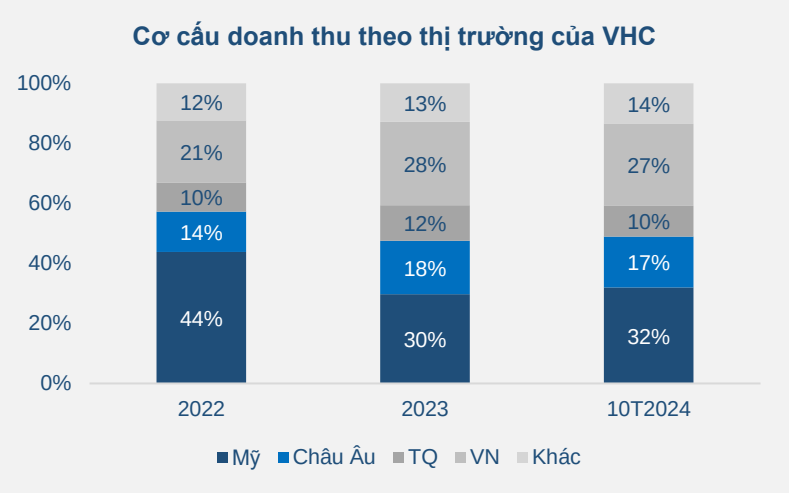
Thông tin thuế quan là yếu tố quan trọng

VHC - OUTPERFORM | Target: 86.000 VNĐ/CP | Upside: +17%

Điểm nhấn đầu tư:

- **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu **86.000 đồng/cp**, sử dụng phương pháp SoTP và DCF.
- **Xuất khẩu 10T/2024 khả quan.** Kim ngạch/sản lượng xuất khẩu cá tra 10T2024 của VHC đạt 81 nghìn tấn/232 triệu USD, tương đương với tăng trưởng +14%yoy/+31%yoy. Tính tới cuối tháng 10/2024, VHC đã hoàn thành 91% kế hoạch doanh theo kịch bản tích cực của VHC.
- **Chính sách thuế Trump 2.0 có thể là yếu tố tích cực.** Trump có kế hoạch áp thuế 10-20% lên tất cả các mặt hàng nhập khẩu, và 60% lên mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện cá tra Việt Nam đang hưởng mức thuế 0%, trong khi mức thuế của cá rô phi trung Quốc là khoảng 24,5%. Vì vậy trong trường hợp bị đánh thuế 10%, cá tra vẫn có lợi thế cạnh tranh về giá đối với sản phẩm cá rô phi Trung Quốc. Bên cạnh đó, khách hàng có thể gia tăng nhập hàng trước các lo ngại liên quan tới thay đổi chính sách thuế quan sau khi tân tổng thống Mỹ nhậm chức. Diễn biến của nguồn cung cá minh thái nội địa Mỹ và chính sách thuế đối với hải sản Nga cũng là yếu tố đáng chú ý.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2024F của VHC lần lượt là 12.072 tỷ đồng (+20%yoy) và 1.111 tỷ đồng (+21%yoy).





Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**10.033**	**12.072**	**12.955**
%yoy	-24%	20%	7%
LNST sau CĐTS	**919**	**1.111**	**1.325**
%yoy	-53%	21%	19%
BLNG	**14,9%**	**15,0%**	**16,3%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	14,9	14,7	12,4
EPS (đồng/cp)	**4.914**	**4.971**	**5.901**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**86.000**

BAOVIET Securities

FMC

NEUTRAL | Target: 54.400 VNĐ/CP | Upside: +14%

BAOVIET Securities

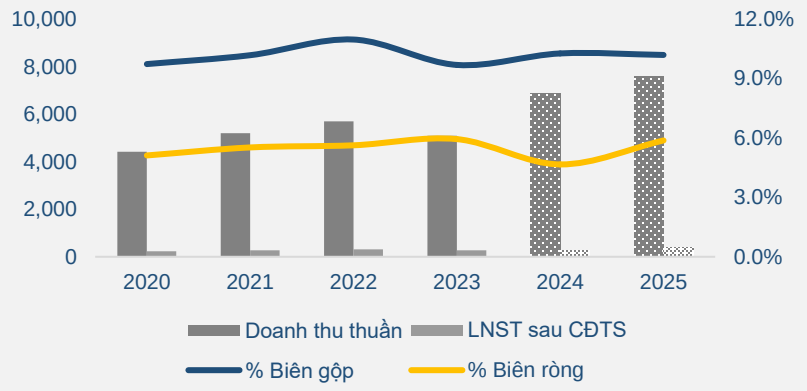
Tận dụng vùng nuôi và nhà máy mới

FMC - NEUTRAL | Target: 54.400 VNĐ/CP | Upside: +14%

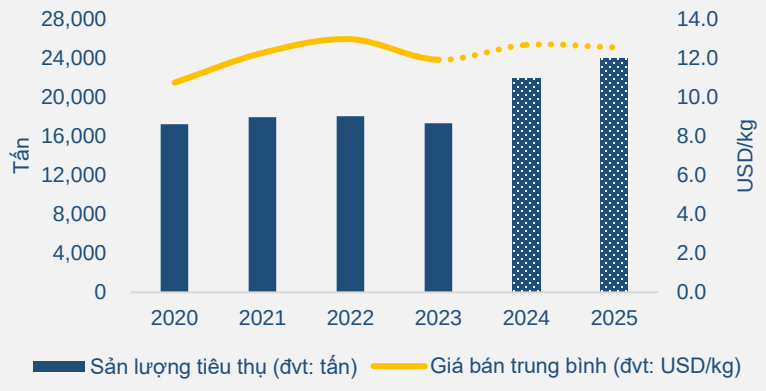
Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **54.400 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E và DCF.
- Sản lượng tiêu thụ tôm 10T2024 của FMC đạt 18.600 tấn, tăng trưởng 27%yoy. Tổng doanh thu 10T2024 đạt 210 triệu USD, tăng trưởng 24%yoy.
- **Cập nhật Thuế chống bán phá giá (AD) và chống trợ cấp (CVD) đối với sản phẩm tôm xuất khẩu sang Mỹ.** Ngày 22/10/2024, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã công bố kết quả chính thức cho các cuộc điều tra thuế AD với tôm nước ấm đông lạnh từ Ecuador và Indonesia và các cuộc điều tra thuế CVD với tôm nước ấm đông lạnh từ Ecuador, Ấn Độ, Indonesia và Việt Nam. Theo đó, FMC bị áp mức thuế CVD là 2,84%; doanh nghiệp đã chủ động trích lập 23 tỷ đồng cho khoản thuế này trong 9T2024.
- **Chính sách thuế Trump 2.0 có thể không quá bất lợi**. Trump có kế hoạch áp thuế 10-20% lên tất cả các mặt hàng nhập khẩu, và 60% lên mặt hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Trong trường hợp tất cả các nguồn cung tôm lớn của Mỹ là Ấn Độ, Ecuador, Indonesia, và Việt Nam và đều bị đánh thuế 10%, khả năng cạnh tranh giữa các nguồn cung hầu như không chịu tác động.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu thuần và LNST-CĐTS 2024F của FMC lần lượt là 6.890 tỷ đồng (+35%yoy) và 276 tỷ đồng (+0,1%yoy).

Doanh thu thuần & LNST
(đvt: tỷ đồng)



Sản lượng tôm tiêu thụ & Giá bán tôm trung bình của FMC



Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**5.087**	**6.890**	**7.602**
%yoy	-10,8%	35,4%	10,3%
LNST sau CĐTS	**276**	**276**	**397**
%yoy	-10,7%	0,1%	43,6%
BLNG	**9,7%**	**10,3%**	**10,2%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	11,3	11,3	7,9
EPS (đồng/cp)	**4.222**	**4.227**	**6.070**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**54.400**

BAOVIET Securities

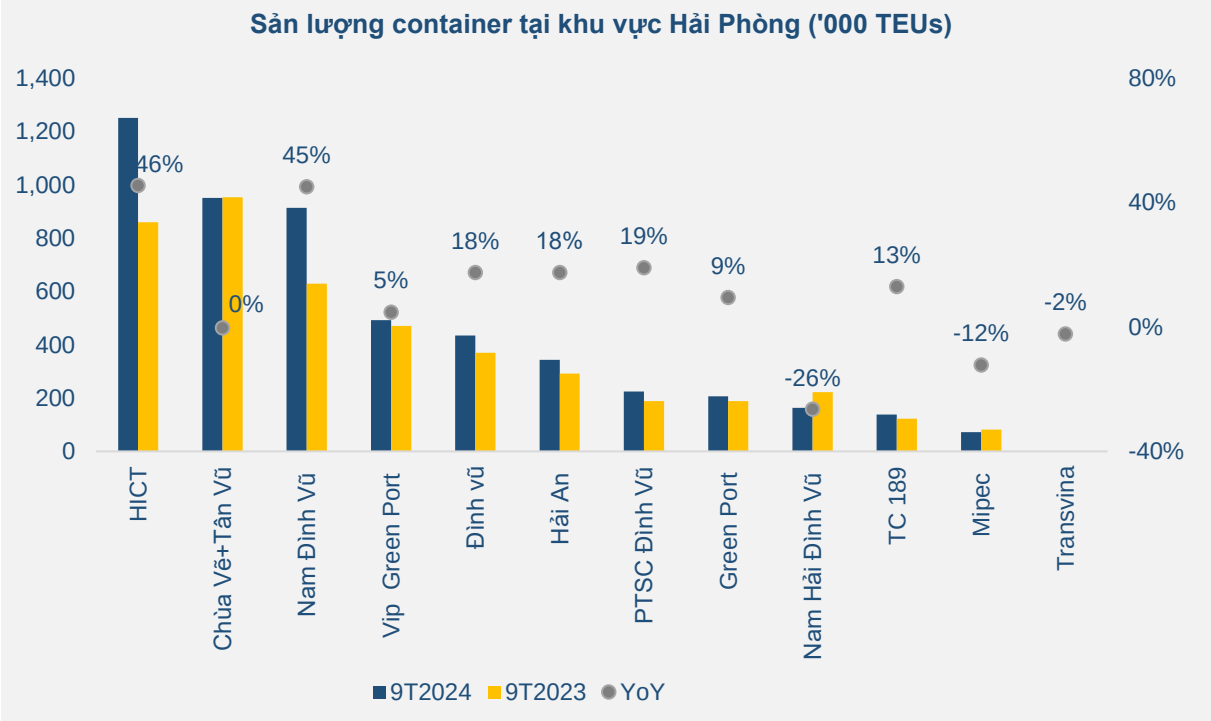
Cảng và Vận tải biển

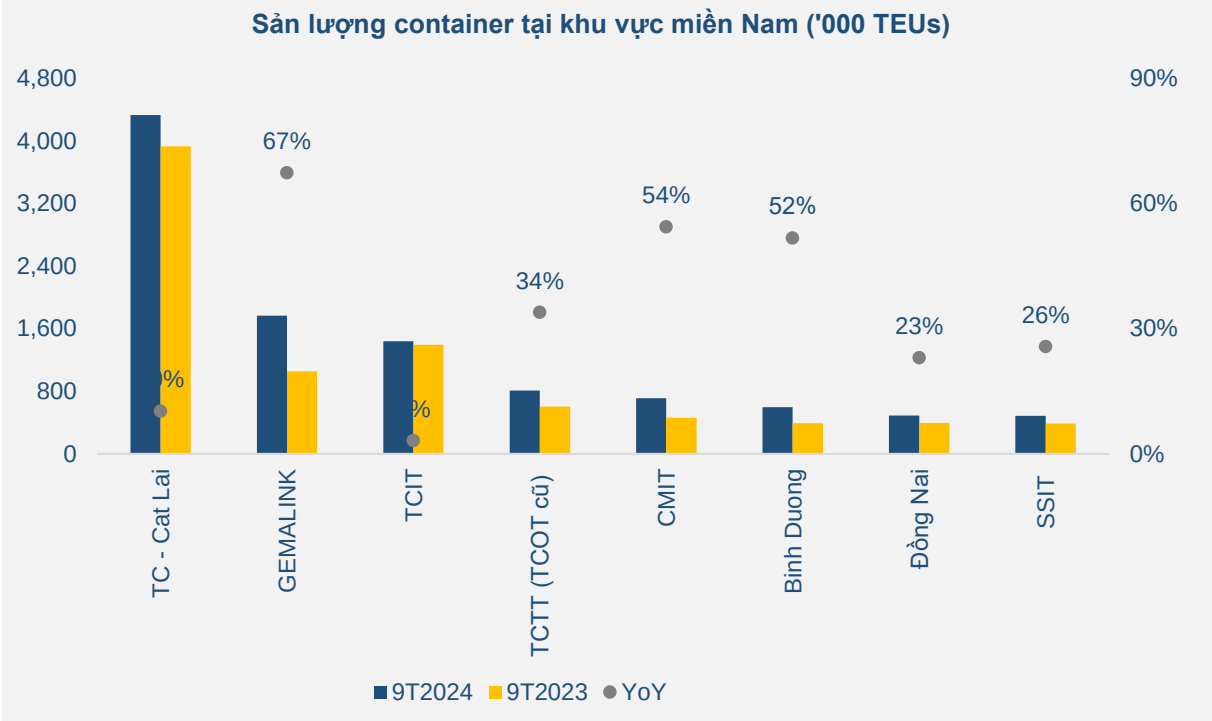
Ngắn hạn tích cực, trung và dài hạn duy trì đà tăng trưởng

Ngành Cảng biển và Vận tải container – Nhìn lại năm 2024

Sản lượng thông quan tại các cảng tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2024 từ mức nền thấp

- Ngành Cảng biển có một năm 2024 phục hồi cùng với ngành xuất/nhập khẩu của Việt Nam và triển vọng thương mại toàn cầu.
- Sản lượng thông quan của miền Bắc tăng 20% YoY 9T2024, đóng góp chủ yếu bởi các cảng có vị trí nằm phía ngoài cầu Bạch Đằng - Hải Phòng. Đặc biệt, cảng nước sâu HITC tại Lạch Huyện tăng trưởng hơn 45% YoY, Nam Đình Vũ tăng hơn 45%.
- Tại khu vực miền Nam, khu vực cảng TP. HCM tăng trưởng 11% YoY, trong khi đó, các cảng nước sâu tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu cũng ghi nhận sản lượng thông quan rất tốt, tăng 34% YoY. Đặc biệt cảng Gemalink có mức tăng 67% YoY. Điều này được giải thích bởi (1) các cảng này là nơi hàng hóa chủ yếu xuất đi châu Âu và Mỹ, và (2) tại thời điểm cuối Q2.2024 xuất hiện tình trạng tắc nghẽn ở cảng Singapore, có lợi cho các cảng nước sâu ở Việt Nam khi các tàu container có xu hướng chuyển dịch sang các cảng khác trong khu vực.





Nguồn: VPA, BVSC tổng hợp

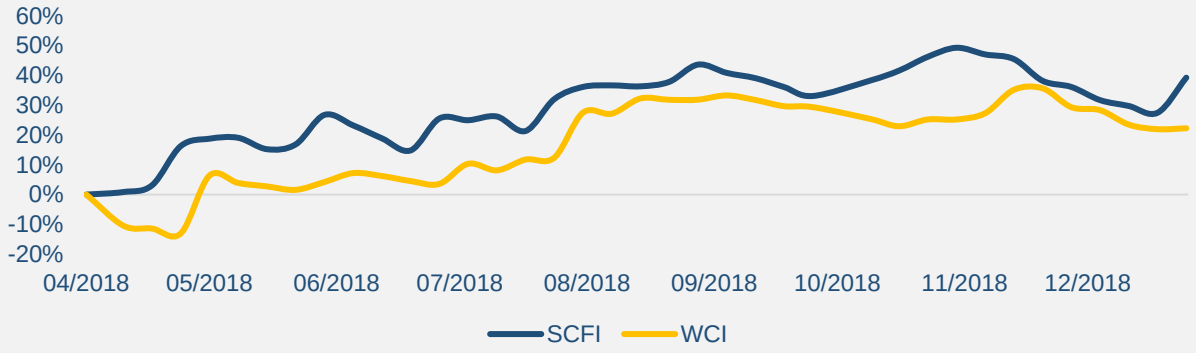
BAOVIET Securities

Ngành Cảng biển và Vận tải container – Ngắn hạn tích cực, trung và dài hạn duy trì đà tăng trưởng

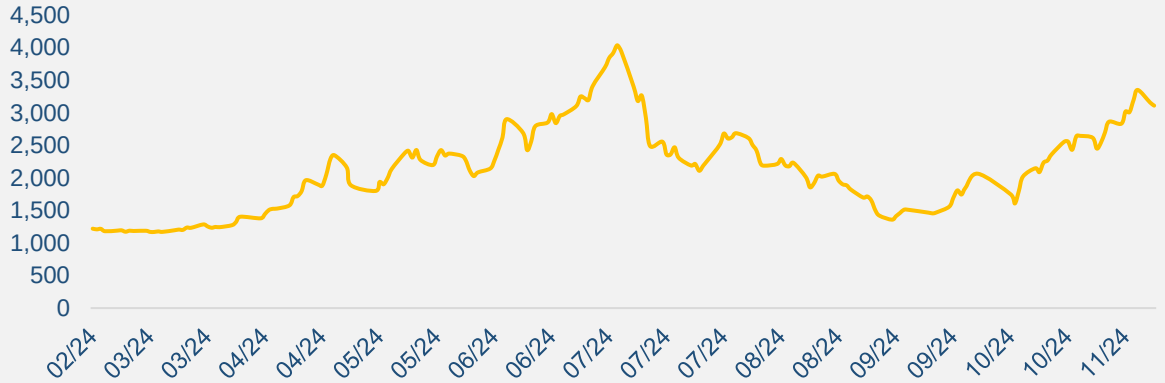
Trong ngắn hạn quý 4, có thể xuất hiện một đợt nhập hàng đột biến tại Mỹ, dẫn tới giá cước sẽ tăng

- Động lực đến từ nhu cầu nhập khẩu bằng container sẽ tăng vọt khi các công ty Mỹ tích trữ hàng trước thuế trong khoảng thời gian trước khi ông Trump chính thức nhậm chức vào ngày 20/01/2025.
- Điều này cũng đã diễn ra vào năm 2018, thời điểm Trump bắt đầu áp loạt thuế lên hàng nhập khẩu vào Mỹ, khiến nhu cầu container và tàu hàng tăng cao.

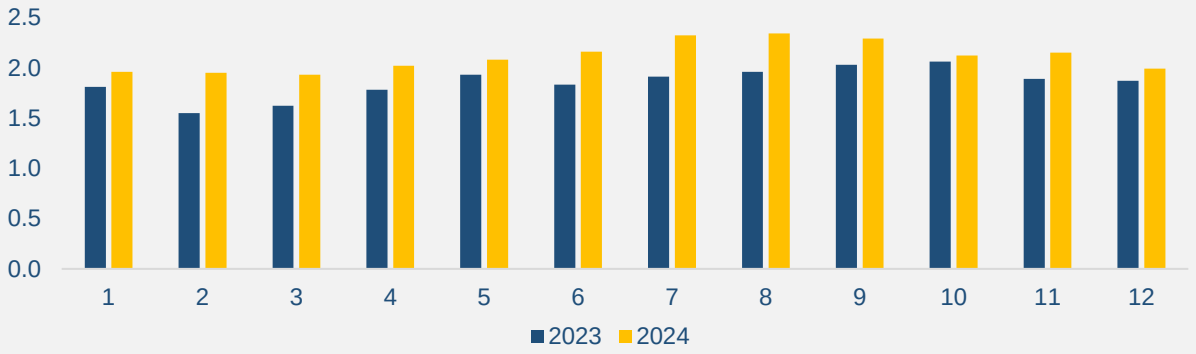
Tăng trưởng của giá cước container sau khi ông Trump thông báo chính sách thuế



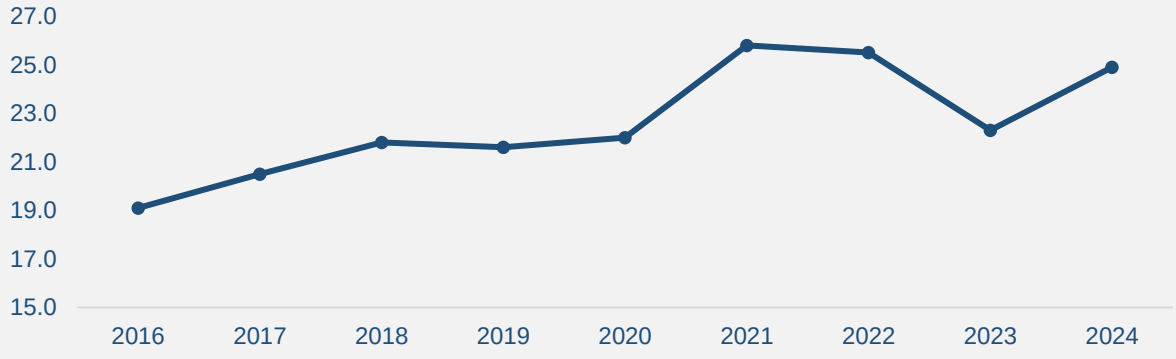
Chỉ số Containerized Freight Index (Euro) Futures



Sản lượng container nhập khẩu tại Mỹ năm 2023 và 2024
(đvt: triệu TEUs)



Sản lượng container nhập khẩu tại Mỹ giai đoạn 2016-2024
(đvt: triệu TEUs)



Nguồn: NRF, Bloomberg, BVSC tổng hợp

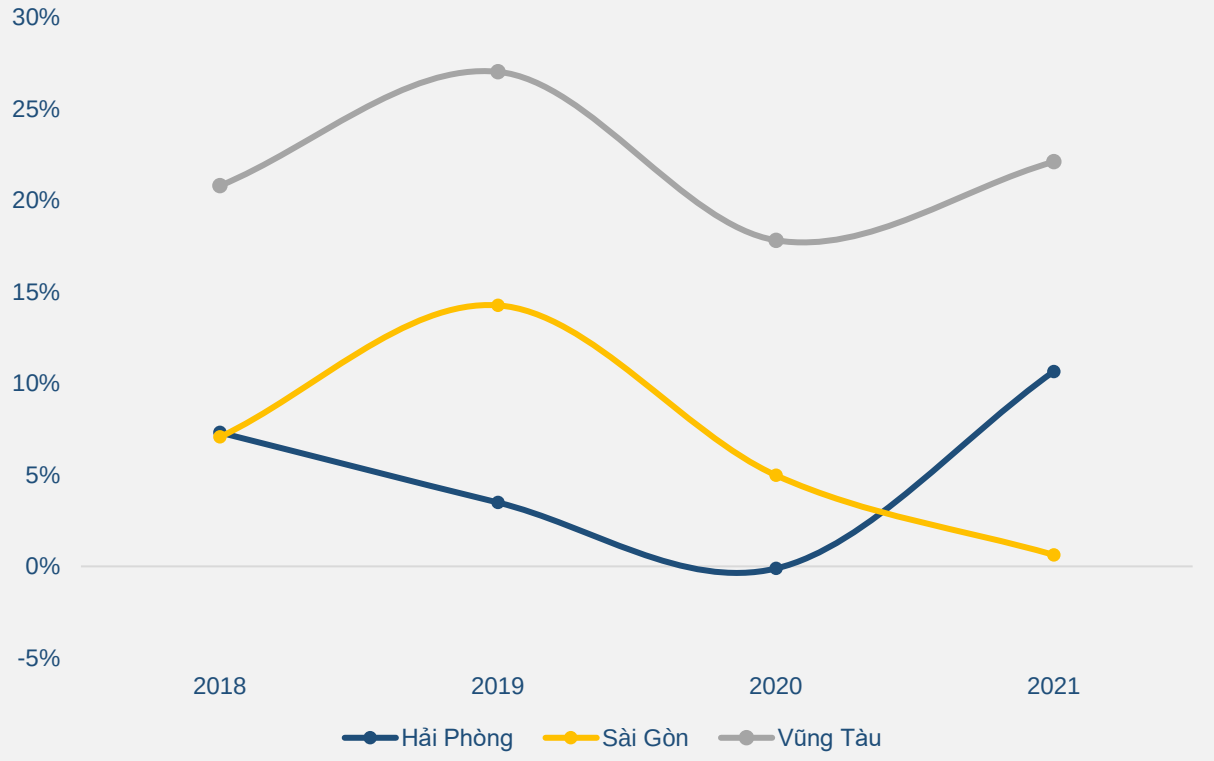
BAOVIET Securities

Ngành Cảng biển và Vận tải container – Ngắn hạn tích cực, trung và dài hạn duy trì đà tăng trưởng

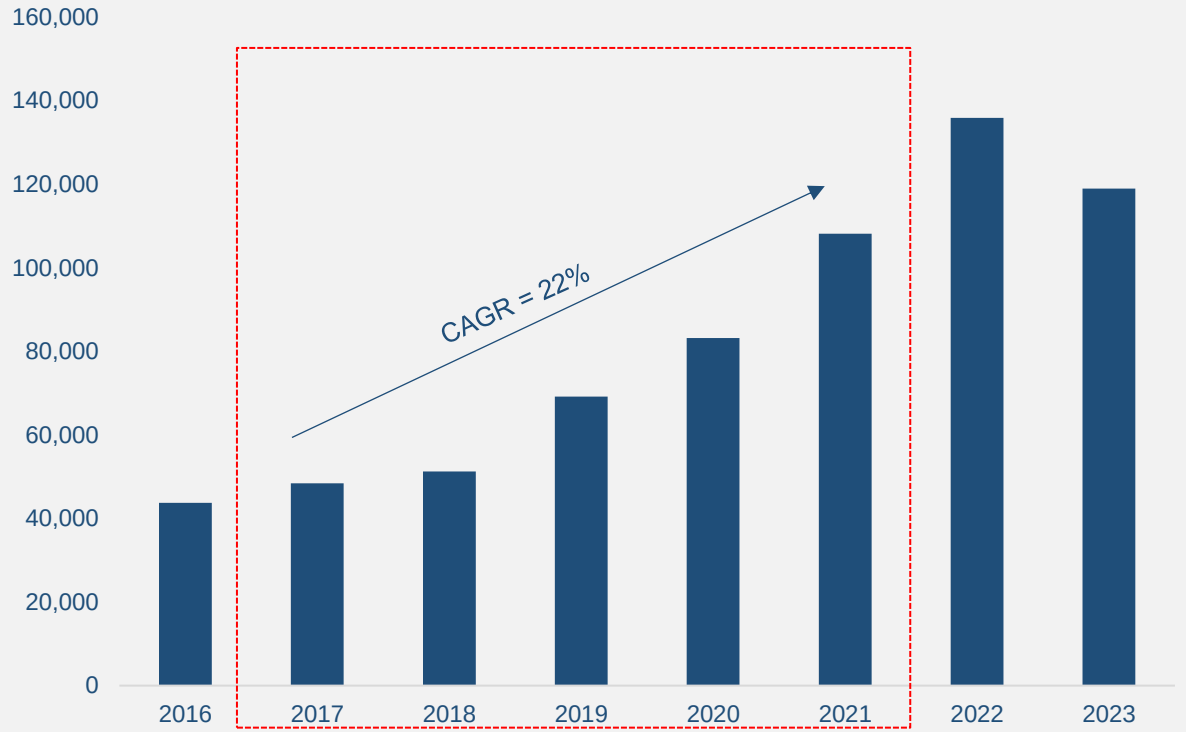
Trung và dài hạn, ngành Cảng vẫn có thể duy trì sản lượng thông quan tốt

- Năm 2025, Xeneta và Lintertyca dự báo nhu cầu TEU container tăng trưởng ổn định 3-4% trên toàn cầu, đây là mức tăng trưởng khá tốt khi xét đến nền cao vào năm 2024.
- Tốc độ tăng trưởng tại cảng nước sâu của Việt Nam tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu, nơi hàng hóa chủ yếu xuất đi châu Âu và Mỹ, đều tăng trưởng hơn 20% trong giai đoạn ông Trump tại nhiệm.
- Chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn có thể duy trì lợi thế cạnh tranh trong bối cảnh Trump 2.0 nhờ vào **(1)** sự chủ động và vị thế của Việt Nam gia tăng mạnh so với 2018 với các hiệp định đối tác chiến lược; và **(2)** Việt Nam đang chuyển dịch hỗ trợ các ngành sản xuất mới như bán dẫn, chip và sản xuất điện tử với cấp độ cao hơn... để đón đầu sự tái cấu trúc trong hoạt động sản xuất của các DN lớn.

Tốc độ tăng sản lượng thông qua cảng của các khu vực



Giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ
(đvt: tỷ USD)



Nguồn: VPA, Bloomberg, BVSC tổng hợp

Ngành Cảng biển và Vận tải container – Ngắn hạn tích cực, trung và dài hạn duy trì đà tăng trưởng

Năm 2025, tình hình cạnh tranh gay gắt tại khu vực Hải Phòng và ổn định tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu

- Tại khu vực Hải Phòng, tình hình cạnh tranh sẽ trở nên căng thẳng hơn, với các cảng nước sâu Lạch Huyện đưa vào hoạt động vào Q2.2025 sẽ gây ra tình trạng dư cung tại khu vực này. Cảng Lạch Huyện cũng liên doanh với hãng tàu lớn là MSC và là đối tác của APM Terminals sẽ giúp đảm bảo nhu cầu sử dụng cảng tại đây. Do đó, các cảng sông có vị trí phía bên trong cầu Bạch Đằng có thể sẽ đối mặt với tình trạng giảm công suất sử dụng cảng.
- Tại khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu, chúng tôi cho rằng tình hình cạnh tranh sẽ ít hơn do sẽ không có dự án mới trong tương lai gần. Chúng tôi đánh giá cảng Cần Giờ sẽ cần 3–5 năm tiếp theo để triển khai do (1) hiện tại vẫn chưa thông qua pháp lý, và (2) dự kiến chi phí xây dựng cảng Cần Giờ rất cao. Có thể thấy, Phase 1 của Gemalink và Phase 1 của Cần Giờ có chiều dài trong khoảng 70-80 ha, nhưng Gemalink chỉ có vốn đầu tư là 330 triệu USD, còn cảng Cần Giờ dự kiến là 780 triệu USD.

Các dự án Cảng sẽ được đưa vào khai thác tại khu vực Hải Phòng

Dự án	Loại cảng	Chủ đầu tư	Công suất (triệu TEUs)	Thời gian hoạt động
Nam Đình Vũ 3	Cảng sông	GMD	0,8	2026
Lạch Huyện 3-4	Nước sâu	PHP	1,1	Q2.2025
Lạch Huyện 5-6	Nước sâu	Hateco	1,1	Q2.2025

Kế hoạch đầu tư dự án Cảng Quốc tế Cần Giờ

Giai đoạn	Số lượng bến	Thời gian hoạt động	Tổng mức đầu tư (triệu USD)
1	02	2027	778
2	02	2030	660
3	02	2033	666
4	02	2036	693
5	02	2039	736
6	02	2042	641
7	01	2045	630

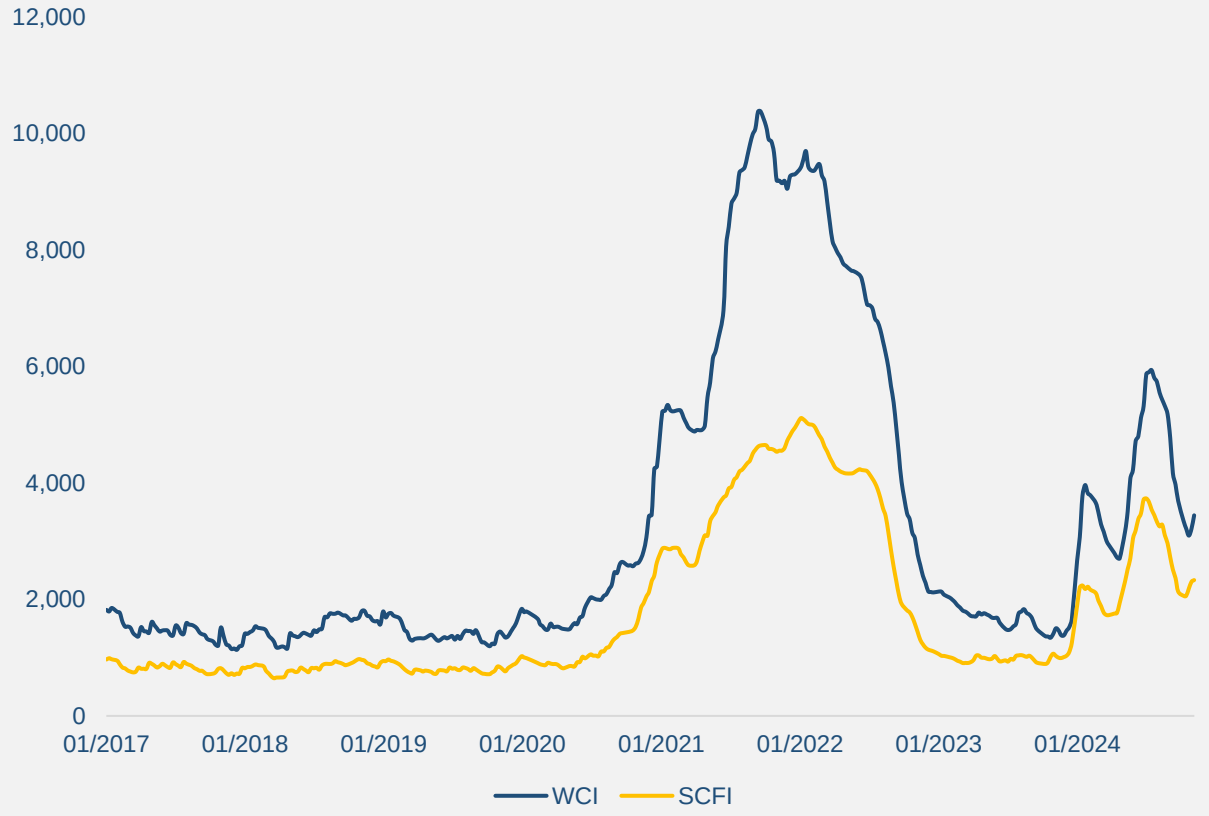
BAOVIET Securities

Ngành Cảng biển và Vận tải container – Ngắn hạn tích cực, trung và dài hạn duy trì đà tăng trưởng

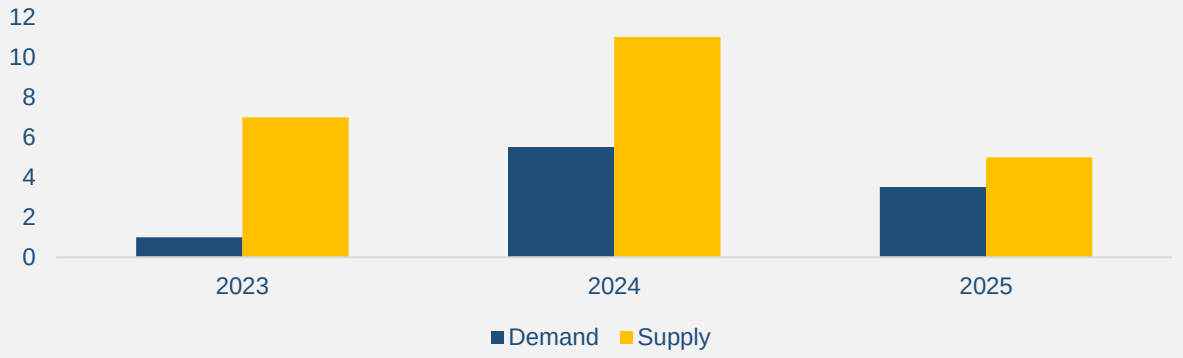
Triển vọng giá cước container trong năm 2025

- Chúng tôi cho rằng giá cước sẽ duy trì tại mức cao trong 1H2025, sau đó điều chỉnh giảm vào nửa sau của năm 2025. Cụ thể, giá cước sẽ được hỗ trợ bởi **(1)** Khủng hoảng biển Đỏ có thể kéo dài phần lớn thời gian trong năm 2025; và **(2)** Nhu cầu vận chuyển bằng container sẽ tăng trưởng ổn định ở mức 3-4% so với cùng kỳ năm trước, đây là mức tăng trưởng khá khi xét đến nền cao vào năm 2024.
- Tuy nhiên, công suất đội tàu toàn cầu tăng mạnh trong năm 2024 và được đưa vào khai thác trong năm 2025 sẽ gây áp lực kiềm hãm lên giá cước vận tải.

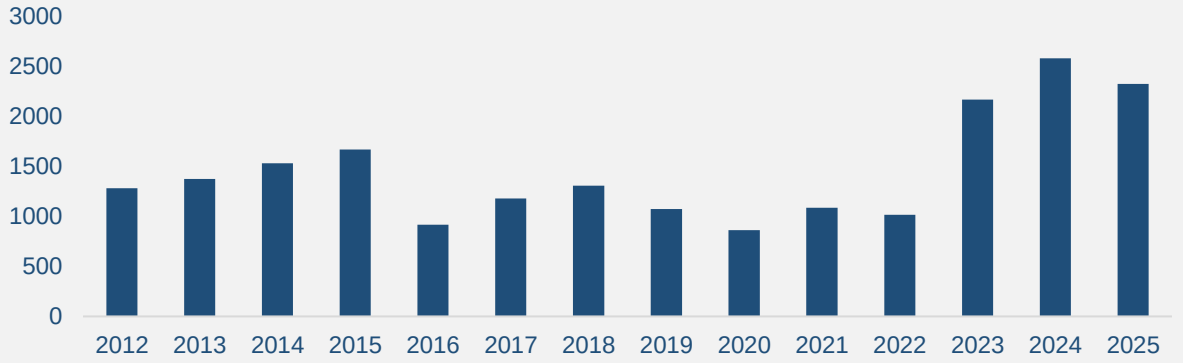
Chỉ số theo dõi giá cước vận tải container WCI và SCFI



Cung - cầu vận tải container trong năm 2024-2025



Dự phóng số lượng tàu container được bàn giao năm 2024-2025



Nguồn: Clarkson, Bloomberg, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

Tổng hợp dự báo và Khuyến nghị đầu tư

Ngành Cảng, Vận tải biển 2025

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST) cốt lõi			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2023**	**2024F**	**2025F**
HAH	2.613	3.803	4.351	385	568	635	-18,5%	45,5%	14,4%	-53,2%	47,5%	11,9%
GMD	3.846	4.435	4.436	803	1.322	1.400	-1,3%	15,3%	0,0%	-17,2%	64,6%	5,9%
VSC	2.181	2.649	2.750	124	207	177	8,6%	21,5%	3,8%	-60,7%	67,2%	-14,5%
PVT	9.556	11.572	13.110	972	1.211	1.374	5,6%	21,1%	13,3%	13,4%	24,5%	13,4%
Tổng	**18.196**	**22.459**	**24.647**	**2.284**	**3.308**	**3.586**	**0,2%**	**23,4%**	**9,7%**	**-22,9%**	**44,8%**	**8,4%**

MCK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	Điểm nhấn
HAH	**OUTPERFORM**	58.400	+17,0%	- Mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước thuận lợi. - Gia tăng sản lượng khai thác trong thị trường nội địa được bảo hộ và nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng.
GMD	**OUTPERFORM**	80.500	+21,2%	- Sản lượng hàng hóa thông quan năm 2025 sẽ tích cực tại các cảng, đặc biệt là cảng nước sâu Gemalink sẽ được hưởng lợi trong nhiệm kỳ Trump 2.0.
VSC	**NEUTRAL**	17.700	+11,3%	- Sự đóng góp toàn bộ của cảng Nam Hải Đình Vũ vào KQKD, tuy nhiên cũng ghi nhận các chi phí M&A liên quan. - VSC đã hoàn thành các nghĩa vụ tài chính liên quan đến hoạt động M&A và tập trung vào hoạt động cốt lõi.
PVT	**OUTPERFORM**	31.800	+17,3%	- Kỳ vọng giá cước tàu dầu sẽ hạ nhiệt nhẹ vào năm 2025, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao. - Hoạt động vận tải biển cốt lõi của PVT duy trì sự tăng trưởng tốt, thúc đẩy chủ yếu bởi mảng vận tải quốc tế.

HAH – Mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước thuận lợi

Giá hiện tại: **49.900 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **58.400 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+17,0% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Triển vọng doanh nghiệp: Tiềm năng tăng trưởng nhờ vị thế dẫn đầu và chuỗi giá trị hoàn chỉnh

BVSC ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 14% giai đoạn 2024-2028F nhờ vào các lợi thế cạnh tranh, gồm: (1) Doanh nghiệp đầu ngành vận tải container về quy mô đội tàu, hoạt động trong thị trường nội địa được bảo hộ và đang mở rộng ra thị trường quốc tế; và (2) Chuỗi giá trị hoàn chỉnh với cảng Hải An là hậu phương vững chắc cũng như các hoạt động kho bãi, depot phụ trợ.

Điểm nhấn đầu tư

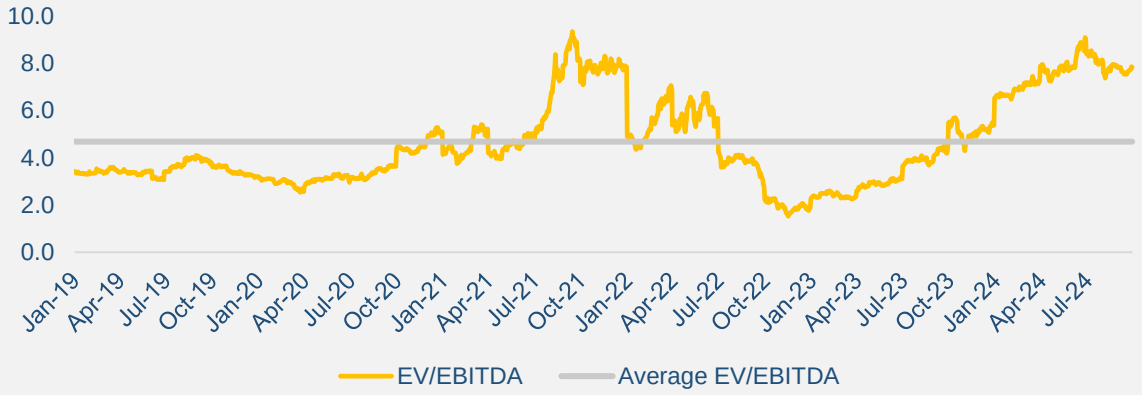
- **Triển vọng tươi sáng từ hoạt động vận tải container.** BVSC cho rằng nhu cầu vận tải của HAH rất tích cực và ước tính sản lượng vận chuyển tăng trưởng với mức CAGR đạt 10% giai đoạn 2024-2028F. Thúc đẩy bởi:
  - ✓ Gia tăng công suất khai thác nhờ quá trình mở rộng đội tàu giai đoạn 2021–2024.
  - ✓ Thị trường vận tải nội địa được bảo hộ và nền kinh tế bước vào chu kỳ tăng trưởng.
  - ✓ Mở rộng khai thác các tuyến quốc tế (liên doanh với ZIM và ONE) và linh hoạt trong việc cho thuê định hạn để hưởng lợi từ thị trường thuận lợi.
- **Mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước thuận lợi**
  - ✓ HAH có thể gia tăng sản lượng nhờ vào trong 2H2024 đã đưa vào khai thác 3 tàu loại 1.700 TEUs và 1 tàu 3.500 TEUs.
  - ✓ Chúng tôi cho rằng giá cước sẽ duy trì tại mức cao trong 1H2025, sau đó điều chỉnh giảm vào nửa sau của năm 2025.

Khuyến nghị

- Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA và xác định giá hợp lý của HAH là **58.400 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 17,0%. Vì vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**3.206**	**2.613**	**3.803**	**4.351**
Tăng trưởng	63,9%	-18,5%	45,5%	14,4%
LNST-CĐTS	**822**	**385**	**568**	**635**
Tăng trưởng	84,5%	-53,2%	47,5%	11,9%
P/E (x)	9,13	4,03	10,3	9,2
EV/EBITDA	5,6	2,9	5,4	4,7
EPS (đồng/cp)	**11.686**	**3.648**	**4.677**	**5.236**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**58.400**

Diễn biến EV/EBITDA lịch sử của HAH 2019-nay



BAOVIET Securities

HAH – Mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước thuận lợi

Giá hiện tại: **49.900 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **58.400 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+17,0% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

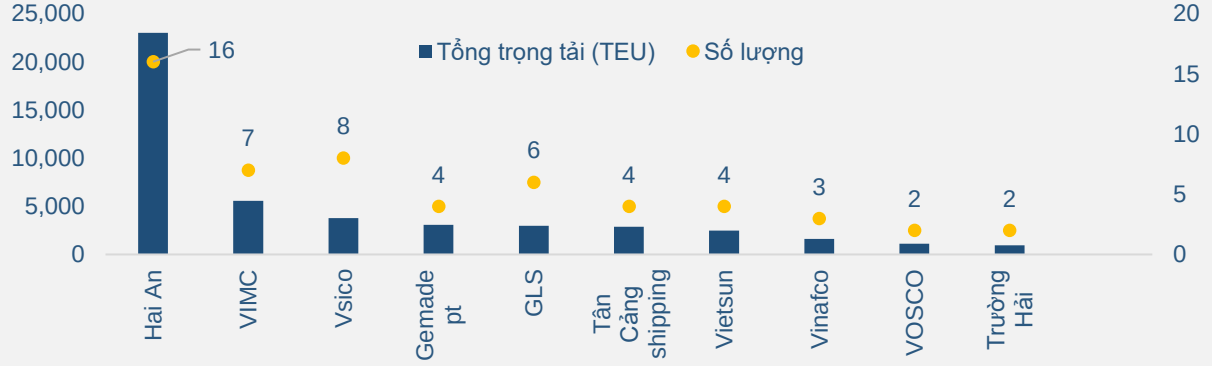
Mảng cho thuê định hạn tàu container:

- Cho giai đoạn 2025–2028, ngoài các tàu đã có hợp đồng cho thuê, chúng tôi giả định 3 tàu HaiAn East, West và Mind sẽ được HAH ưu tiên cho thuê định hạn. Mỗi năm cho thuê trung bình 270 ngày với giá cước trong khoảng 14-17.000 USD/ngày. Điều này phù hợp với lịch sử cho thuê tàu của HAH cũng như chia sẻ từ Ban lãnh đạo.

Mảng vận tải nội địa:

- Nhu cầu vận tải của HAH rất tích cực và ước tính sản lượng vận chuyển tăng trưởng với mức CAGR đạt 10% giai đoạn 2024-2028F.

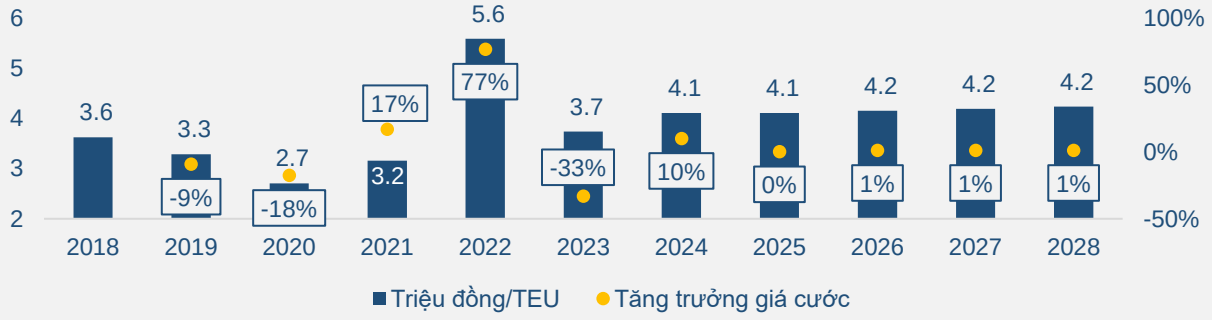
Công suất và số lượng đội tàu của các doanh nghiệp vận tải container tại Việt Nam



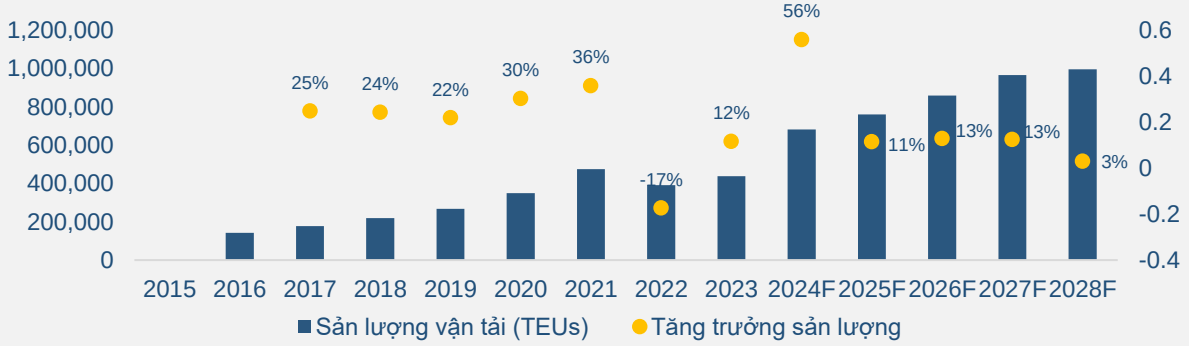
Các tàu cho thuê định hạn của HAH trong giai đoạn 2021-2024 (USD/ngày)

2021	2022	2023	2024
- West: 09/2021 - 09/2023: 30.500 **- Mind:** 11/2021 - 11/2023: 32.000	**- Bay:** 06/2022 - 12/2024: 40.000 **- East:** 10/2022 - 05/2023: 15.000	**- Bell:** 02/2023 - 06/2023: 11.750 **- Rose:** 02/2023 - 06/2023: 13.750	**- Mind:** 03/2024-09/2024: 19.000; 10/2024–10/2025: 24.000. **- Gama:** 10/2024-06/2025: 24.000 **- View**: 04/2024–10/2024: 13.400 **- East:** 06/2024–12/2024: 18.000 **- West**: 05/2024–12/2024: 14.750 **- Opus**: 07/2024–07/2026: 24.000

Trung bình giá cước nội địa, nội Á của đội tàu Hải An



Dự phóng sản lượng vận tải nội địa và nội Á của HAH (TEUs)



BAOVIET Securities

GMD – Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng năm 2025 sẽ tích cực

Giá hiện tại: **66.400 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **80.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+21,2% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Triển vọng doanh nghiệp:

- **Gemalink duy trì lợi thế cạnh tranh tại khu vực cảng nước sâu ở miền Nam**, là động lực tăng trưởng của GMD trong dài hạn. Các lợi thế cạnh tranh của Gemalink, gồm: (1) Vị thế dẫn đầu tại khu vực cảng Cái Mép – Thị Vải (CMTV) với thị phần hơn 30% và hiệu suất sử dụng cảng ở mức cao so với các cảng khác, mặc dù chỉ mới đưa vào hoạt động năm 2021; và (2) Nguồn cung dự kiến tại khu vực CMTV sẽ ít cạnh tranh hơn so với khu vực Hải Phòng (HP) trong bối cảnh các dự án về cảng Cần Giờ vẫn cần thời gian để triển khai, ít nhất trong 3-5 năm tới.
- **Cảng Nam Đình Vũ (NĐV), với thị phần 22% tại khu vực cảng sông HP**, có vị trí địa lý thuận lợi nhất và hiệu suất sử dụng cảng duy trì ở mức cao (>75%). Cảng NĐV GĐ3 đã khởi công và chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp doanh thu từ 2026, cùng với tệp khách hàng chuyển từ cảng NHĐV và Nam Hải sẽ giúp NĐV duy trì hiệu suất sử dụng cao (70–90%).
- **Cung cấp dịch vụ logistic trọn gói giúp tăng năng lực cạnh tranh**, tiết giảm chi phí và tối ưu hóa khả năng hoạt động của công ty.

Điểm nhấn đầu tư

- **Sản lượng hàng hóa thông quan năm 2025 sẽ tích cực.** BVSC cho rằng nhu cầu thương mại và vận tải vẫn còn dư địa tăng trưởng trong năm 2025, từ mức nền tương đối cao năm 2024. Thúc đẩy bởi:
  - ✓ Trong bối cảnh ông Trump áp thuế lên các mặt hàng Trung Quốc, với dữ liệu lịch sử, cảng nước sâu nói chung và Gemalink có thể gián tiếp hưởng lợi từ hoạt động chiến tranh thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc.
  - ✓ Kỳ vọng hiệu suất sử dụng cảng của NĐV và Gemalink lần lượt đạt 100% và 97%, thúc đẩy bởi triển vọng xuất nhập khẩu của Việt Nam.

Khuyến nghị

- Chúng tôi định giá GMD dựa trên phương pháp SOTP và xác định giá hợp lý của GMD là **80.500 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 21,2%. Vì vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**3.898**	**3.846**	**4.435**	**4.436**
Tăng trưởng	21,6%	-1,3%	15,3%	0,0%
LNST-CĐTS điều chỉnh	**970**	**803**	**1.322**	**1.400**
Tăng trưởng	69,4%	-17,2%	64,6%	5,9%
P/E (x)	14,9	9,8	25,2	23,8
EPS điều chỉnh (đồng/cp)	**3.218**	**2.625**	**3.193**	**3.382**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**80.500**

Mảng hoạt động (Đvt: Tỷ đồng)	Phương pháp	Giá trị	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp
Cảng và logistics hợp nhất	DCF	17.475	100%	17.475
SCS	DCF	7.540	36%	2.746
Cao su	P/B	2.433	100%	2.433
Gemalink	DCF	14.705	65%	9.577
Công ty liên doanh logistics	P/E	1.591	49,1%-51,0%	795
Khác	Giá trị sổ sách	285	100%	285
Tổng giá trị vốn CSH				**33.312**

BAOVIET Securities

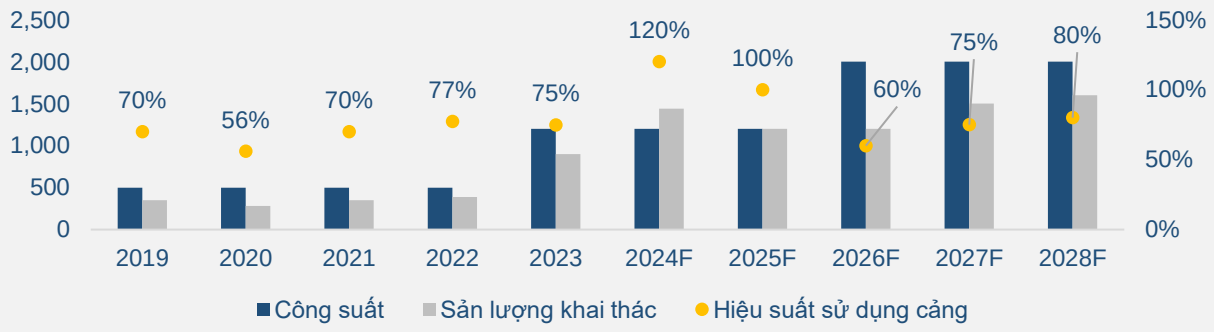
GMD – Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng năm 2025 sẽ tích cực

Giá hiện tại: **66.400 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **80.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+21,2% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

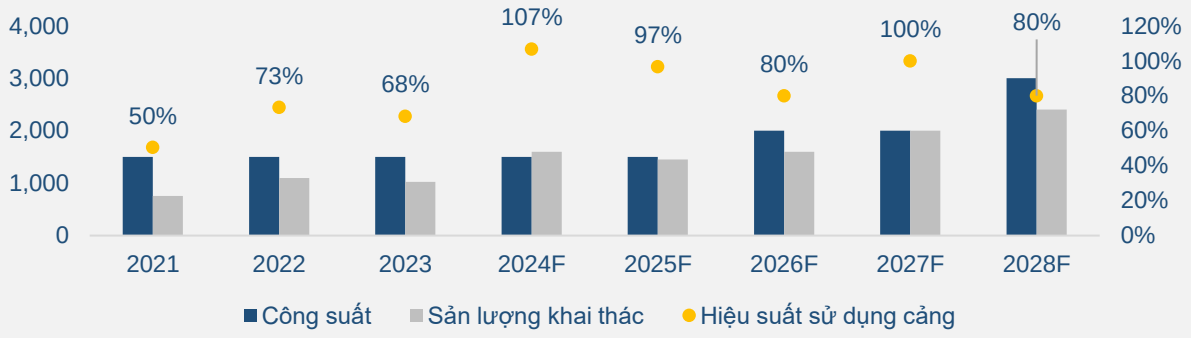
Nam Đình Vũ GĐ 3 và Gemalink GĐ 2 sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của GMD

- Chúng tôi ước tính Nam Đình Vũ GĐ 3 dự kiến hoàn thành trong năm 2025 và đưa vào khai thác trong năm 2026, trong khi đó Gemalink sẽ sẵn sàng đưa giai đoạn 2A vào khai thác từ năm 2026 và 2B từ năm 2028.
- Năm 2025, chúng tôi ước tính mức implied target P/E của mảng Khai thác cảng của GMD và Gemalink lần lượt là 18,9x và 21,2x.

Sản lượng khai thác và hiệu suất sử dụng cảng Nam Đình Vũ
(đvt: nghìn TEUs)



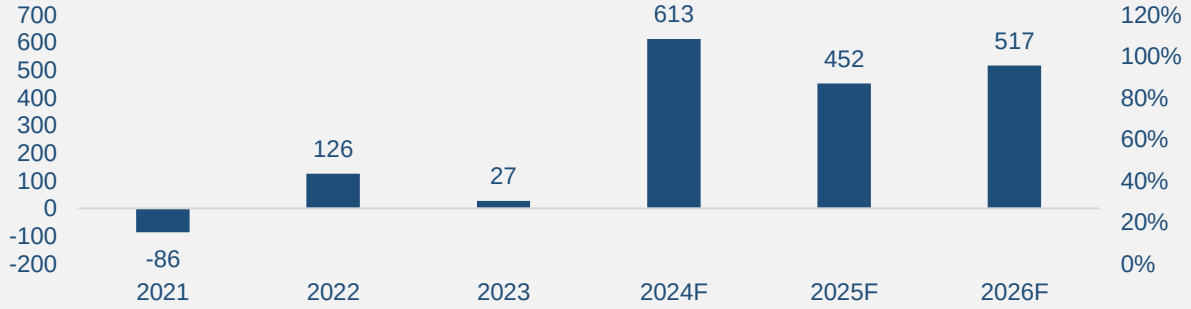
Sản lượng khai thác và hiệu suất sử dụng cảng Gemalink
(đvt: nghìn TEUs)



So sánh định giá của GMD và các công ty trong khu vực

Tên công ty	BBG Ticker	Vốn hóa (nghìn tỷ)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/EBITDA	P/B (x)	ROE (%)
Trung vị		**134**	**46,2**	**18,5**	**11,0**	**1,9**	**12,8**
Gemadept Corp	**GMD VN**	**28**	**46,2**	**18,9**	**16,7**	**2,7**	**14,7**
China Merchants Port	144 HK	180	44,9	7,5	13,0	0,5	7,3
Hutchison Port Holdings	HPHT SP	35	64,7	36,0	7,2	0,4	1,2
Shanghai International	600018 CH	479	37,4	10,0		1,0	10,9
Westports Holdings Bhd	WPRTS MK	87	57,4	18,0	11,0	4,3	24,7
Intl Container Terminal	ICT PM	350		21,8	10,6	9,9	42,9

Ước tính LNST của Gemalink
(đvt: tỷ đồng)



BAOVIET Securities

VSC – Kỳ vọng vào sự hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ

Giá hiện tại: **15.900 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **17.700 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+11,3% -** Khuyến nghị: **NEUTRAL**

Triển vọng doanh nghiệp: Hợp nhất cảng Nam Hải Đình Vũ – mở rộng năng lực khai thác cảng

- Chúng tôi kỳ vọng việc kết nối cảng NHĐV với cảng VIP Greenport sẽ giúp sản lượng khai thác cảng của VSC duy trì ổn định và tăng trưởng với tốc độ CAGR 6%, so với mức sụt giảm CAGR 3% giai đoạn 2019–2023, nhờ vào:
  - ✓ Sự tích hợp cảng NHĐV tạo thành bộ 3 cảng liền kề (VIMC Đình Vũ, NHĐV, VIP Greenport) tạo điều kiện cho các tàu lớn ghé cảng thuận lợi hơn, tiết giảm chi phí, từ đó giành thị phần từ các cảng có vị trí địa lý kém thuận lợi hơn.
  - ✓ Hãng tàu Evergreen, với vị thế là một trong những hãng tàu hàng đầu thế giới nằm trong liên minh Ocean, được kỳ vọng sẽ là động lực giúp cảng NHĐV tăng sản lượng thông qua cảng trong giai đoạn 2025–2028.

Điểm nhấn đầu tư

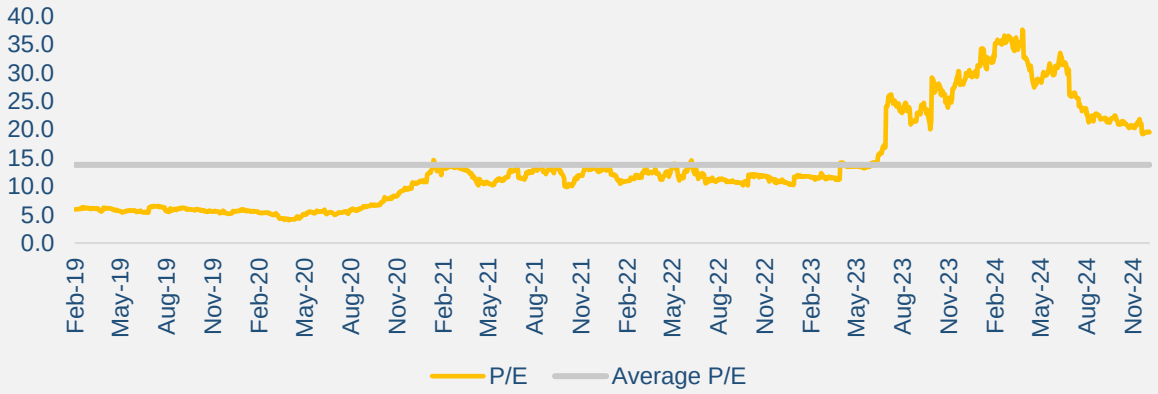
- Sự đóng góp toàn bộ của cảng Nam Hải Đình Vũ vào KQKD của VSC sẽ là key catalyst cho VSC trong năm 2025. Trong 2H24, VSC đã hợp nhất cảng NHĐV, do đó, chúng tôi ước tính tổng sản lượng năm 2024 tăng 16% YoY. Năm 2025, dự phóng sản lượng tăng 10% YoY. Điều này cho thấy VSC vẫn có dư địa tăng trưởng sản lượng thông quan qua các cảng của mình trong năm 2025.
- VSC đã hoàn thành các nghĩa vụ tài chính liên quan đến hoạt động M&A, hướng tới một doanh nghiệp logistic khép kín hoàn chỉnh. Trong 2H24, VSC đã có một số hoạt động đáng chú ý như (1) Rút khỏi dự án Hyatt Place, (2) Thâu tóm thêm 65% cảng NHĐV để nâng sở hữu lên 100%, và (3) Nâng sở hữu tại CTCP Vinaship lên 40%.

Khuyến nghị

- Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF, EV/EBITDA, P/B và xác định giá hợp lý của VSC là **17.700 đồng/cp**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** cho VSC. Điểm hạn chế với VSC là chi phí M&A cho các dự án gần đây khá tốn kém. Điều này dẫn đến đóng góp trong hiệu quả kinh doanh chưa phản ánh trong những năm đầu hợp nhất.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**2.007**	**2.181**	**2.649**	**2.750**
Tăng trưởng	6,1%	8,6%	21,5%	3,8%
LNST-CĐTS	**314**	**124**	**207**	**177**
Tăng trưởng	-10,2%	-60,7%	67,2%	-14,5%
P/E (x)	12,4	34,4	22,3	26,0
EV/EBITDA	6,5	8,1	7,6	7,3
EPS (đồng/cp)	**2.451**	**927**	**721**	**617**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**17.700**

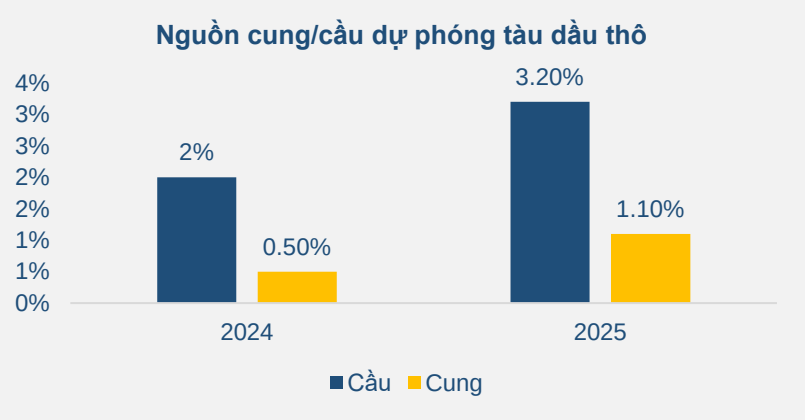
Diễn biến P/E lịch sử của VSC 2019-nay

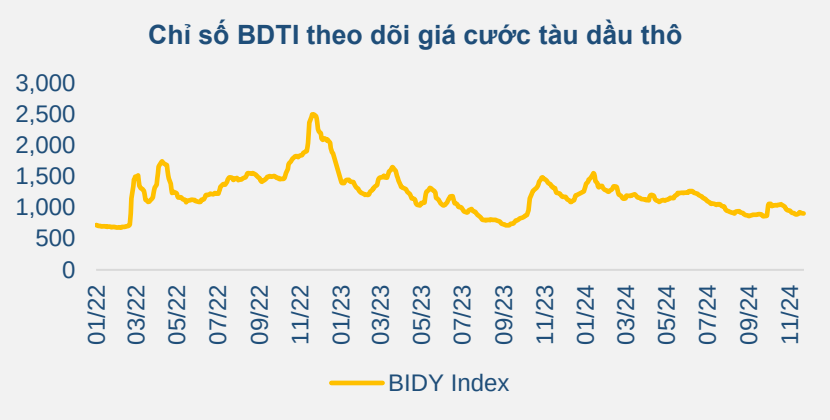


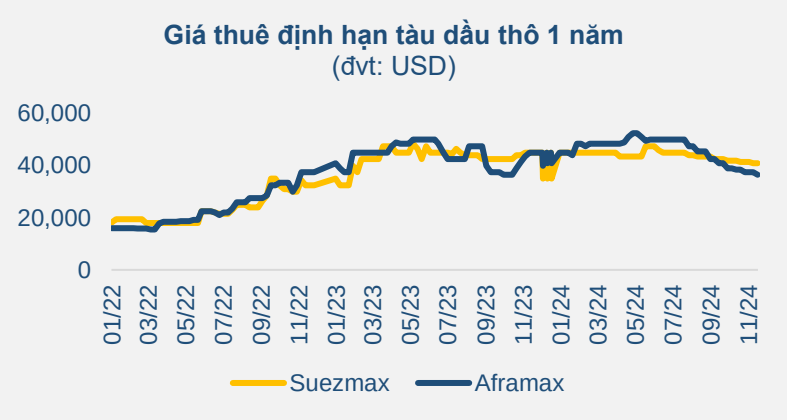
Ngành Vận tải dầu khí - Dự kiến hạ nhiệt vào năm 2025 do cân bằng cung - cầu

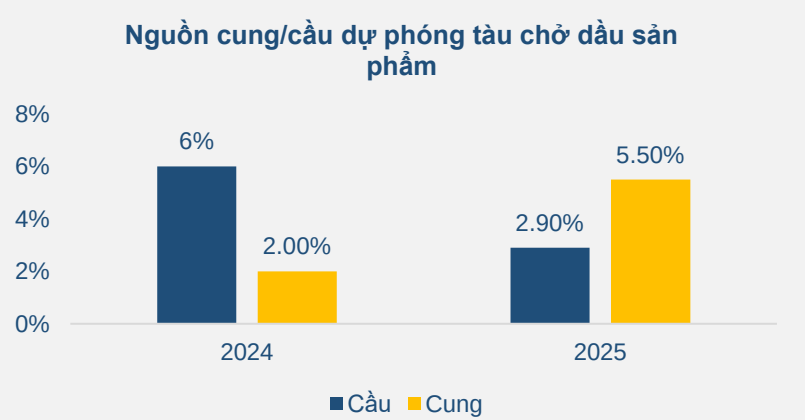
Giá cước cho thuê định hạn tàu dầu thô sẽ có nhiều dư địa tăng trưởng hơn tàu dầu sản phẩm

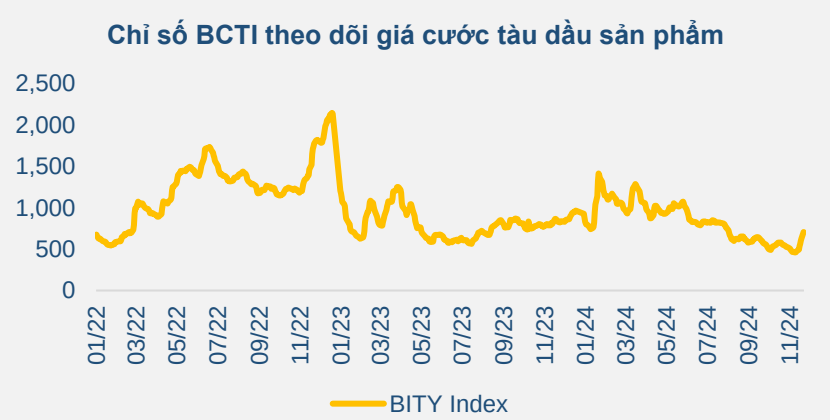
- Giá cước tàu dầu đã có dấu hiệu điều chỉnh trong Q3.2024, trung bình giá cước tàu dầu thô và dầu sản phẩm đã giảm lần lượt là 5,4% và 5,3% QoQ. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển tàu chở dầu, cả về tàu dầu thô và dầu sản phẩm, sẽ điều chỉnh giảm do nhu cầu tonne-miles đã hạ nhiệt cũng như nguồn cung tàu cải thiện.
- Chúng tôi vẫn kỳ vọng giá cước giai đoạn 2025–2028 sẽ duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019-2022, nhờ vào các yếu tố thay đổi mang tính cơ cấu của ngành vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu.

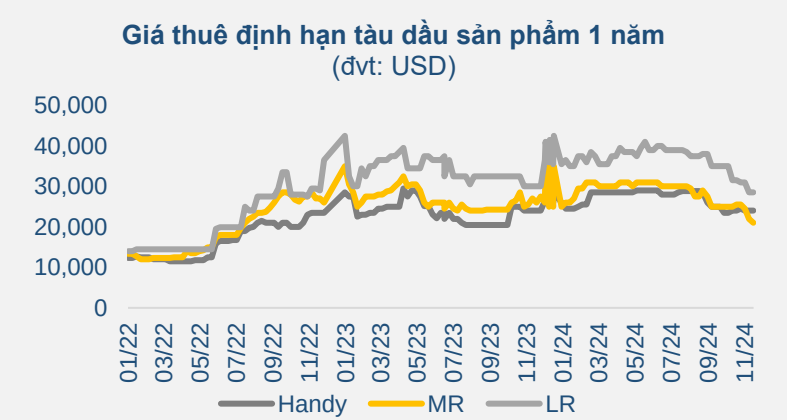












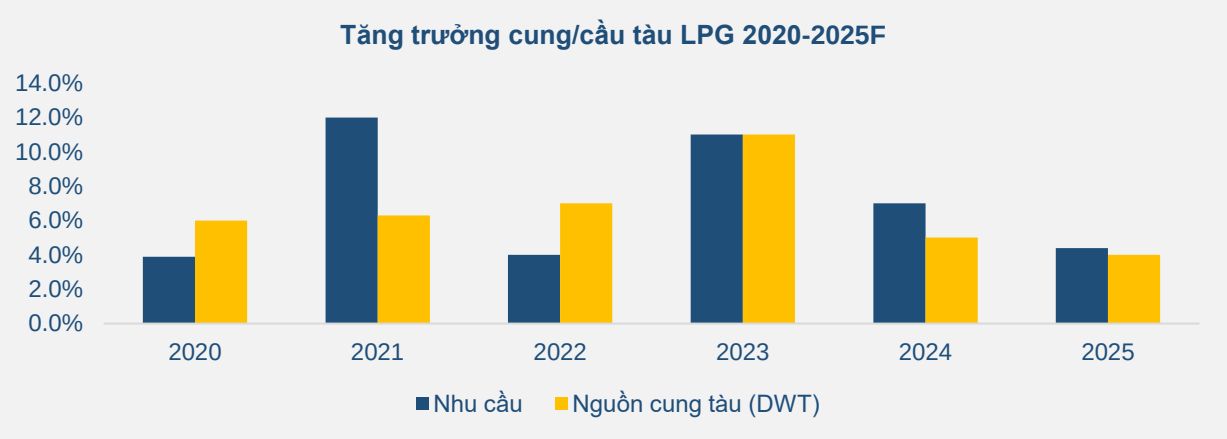
Nguồn: NRF, Bloomberg, BVSC tổng hợp

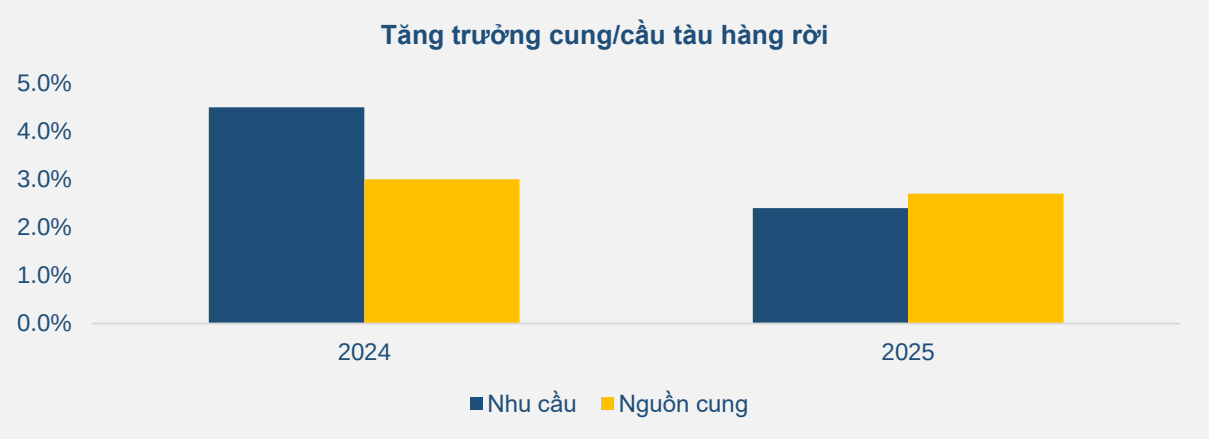
BAOVIET Securities

Ngành Vận tải dầu khí - Dự kiến hạ nhiệt vào năm 2025 do cân bằng cung-cầu

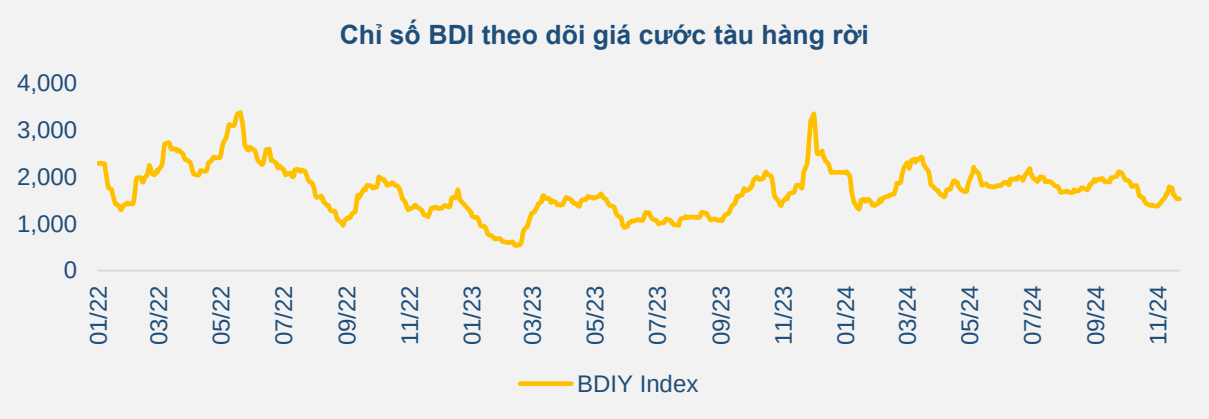
Giá cước tàu vận tải LPG và tàu hàng rời dự kiến ổn định

- Năm 2025, thị trường tàu chở LPG có thể tiếp tục duy trì ổn định. Nhu cầu LPG theo tonne-miles có thể đạt ~4,4%, trong khi tăng trưởng nguồn cung có thể giảm xuống còn 4%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cước tàu chở dầu sẽ đi ngang trong năm 2025.
- Giá cước vận tải tàu hàng rời ổn định trong năm 2025, khi các tuyến vận chuyển qua Biển Đỏ và Kênh đào Panama phục hồi trở lại, nhu cầu tonne-miles dự kiến sẽ rút ngắn. Thêm vào đó, nguồn cung tàu dự kiến sẽ tăng nhanh hơn cầu khiến cho giá cước vận tải dự kiến ổn định.





Phân khúc (Đvt: USD/ngày)	Q3-24 to date	%QoQ	Q2-24	%QoQ	%YoY
Coaster – East	7.726	0	7.726	1,0%	2,2%
Coaster – West	9.534	4,6%	9117	0,8%	3,1%
VLGC	49.974	-9,0%	54.943	2,5%	23,6%



Nguồn: NRF, Bloomberg, BVSC tổng hợp

PVT – Hoạt động vận tải biển duy trì sự tăng trưởng tốt

Giá hiện tại: **27.100 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **31.800 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+17,3% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Triển vọng doanh nghiệp:

- BVSC ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng CAGR 7,5% giai đoạn 2024-2028, đến từ (1) giá cước sẽ duy trì ở mức cao, nhờ vào các yếu tố thay đổi mang tính cơ cấu của ngành vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu; và (2) lợi thế cạnh tranh về mặt OPEX và chiến lược trẻ hóa đội tàu sẽ giúp PVT hoạt động hiệu quả và tiết giảm chi phí. Cùng với hoạt động trong nước ổn định, chúng tôi cho rằng hoạt động vận tải quốc tế sẽ là động lực tăng trưởng chính cho PVT trong giai đoạn 2024-2028.

Điểm nhấn đầu tư

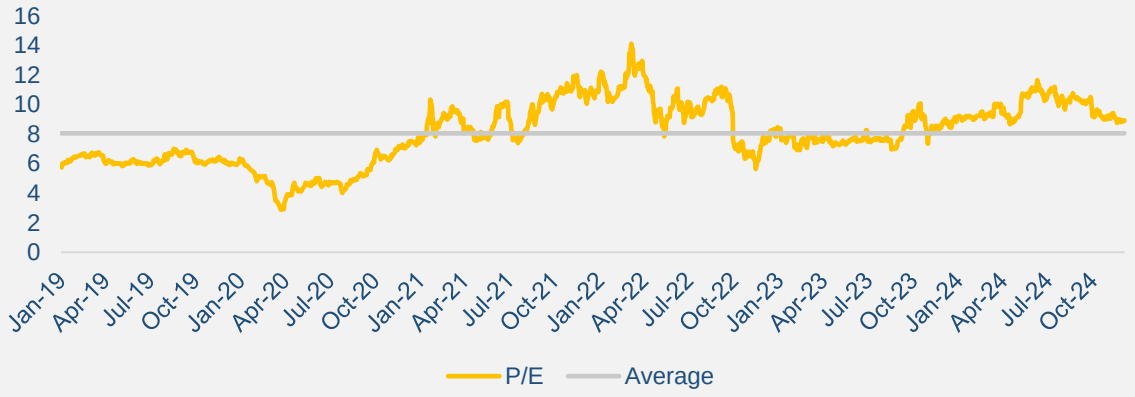
- **Kỳ vọng giá cước tàu dầu sẽ hạ nhiệt nhẹ vào năm 2025 tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao.** Trong năm 2025, khi các tuyến vận chuyển qua Biển Đỏ và kênh đào Panama phục hồi trở lại, nhu cầu tonne-miles dự kiến sẽ rút ngắn. Thêm vào đó, nguồn cung tàu dự kiến sẽ tăng nhanh hơn cầu khiến cho giá cước vận tải có thể giảm. Tuy nhiên, giá cước cho thuê định hạn tàu dầu sẽ vẫn duy trì ở mức cao so với giai đoạn 2020-2022 do nhu cầu tonne-miles vì khủng hoảng địa chính trị vẫn tiếp diễn.
- **Hoạt động vận tải biển cốt lõi của PVT duy trì sự tăng trưởng tốt, thúc đẩy chủ yếu bởi mảng vận tải quốc tế,** nhờ vào (1) Giá cước tàu chở dầu sản phẩm và dầu thô duy trì ở mức cao; và (2) Đưa vào khai thác 6 tàu mới (3 tàu dầu sản phẩm, 2 tàu hàng rời, và 1 tàu LPG) trong bối cảnh giá cước tương đối thuận lợi.
- **Đối với mảng vận tải nội địa,** chúng tôi kỳ vọng sự ổn định của các nhà máy lọc dầu trong nước sẽ giúp PVT duy trì sản lượng tốt trong năm 2025.

Khuyến nghị

- Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF và P/E và xác định giá hợp lý của PVT là **31.800 đồng/cp**, tương ứng với tiềm năng tăng giá 17,3%. Vì vậy, BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM**.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**9.047**	**9.556**	**11.572**	**13.110**
Tăng trưởng	21,3%	5,6%	21,1%	13,3%
LNST-CĐTS	**857**	**972**	**1,211**	**1,374**
Tăng trưởng	29,9%	13,4%	24,5%	22,2%
P/E (x)	9,13	4,03	8,4	7,4
EV/EBITDA	5,7	2,9	3,6	3,3
EPS (đồng/cp)	**2.500**	**2.595**	**3.231**	**3.665**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**31.800**

Diễn biến P/E lịch sử của PVT 2019-nay



Ngành Xây dựng

Triển vọng 2025

BAOVIET Securities

Triển vọng ngành Xây dựng

Tổng quan

	Tổng thầu dân dụng	Tổng thầu hạ tầng	Tổng thầu công nghiệp	Thầu phụ khác
Khách hàng	Chủ đầu tư BĐS	Chủ đầu tư dự án hạ tầng (chủ yếu Nhà nước)	Doanh nghiệp sản xuất (chủ yếu FDI)	Chủ đầu tư BĐS
Nguyên vật liệu chính	Thép, xi măng, đá xây dựng	Cát, đá xây dựng, nhựa đường, đất đắp	Thép, xi măng, tôn mạ	Thép, xi măng, đá xây dựng
Doanh nghiệp	CTD, HBC, Ricons, SCG, TCD	VCG, SJG, CC1, CII, HHV, C4G, DPG, LCG, G36	CTD, LIC	FCN, LIG, REE
Yếu tố tác động chính	- Thị trường BĐS. - Tăng trưởng kinh tế. - Lãi suất thị trường.	- Nhu cầu đầu tư CSHT của Chính phủ. - Tiến độ giải ngân đầu tư công. - Tình trạng thiếu NVL.	- Xu hướng dòng vốn đầu tư FDI. - Tăng trưởng kinh tế. - Môi trường kinh doanh, triển vọng hiệp định thương mại.	- Tương tự như tổng thầu dân dụng và hạ tầng. - Khả năng cạnh tranh và khả năng mặc cả với tổng thầu.

BAOVIET Securities

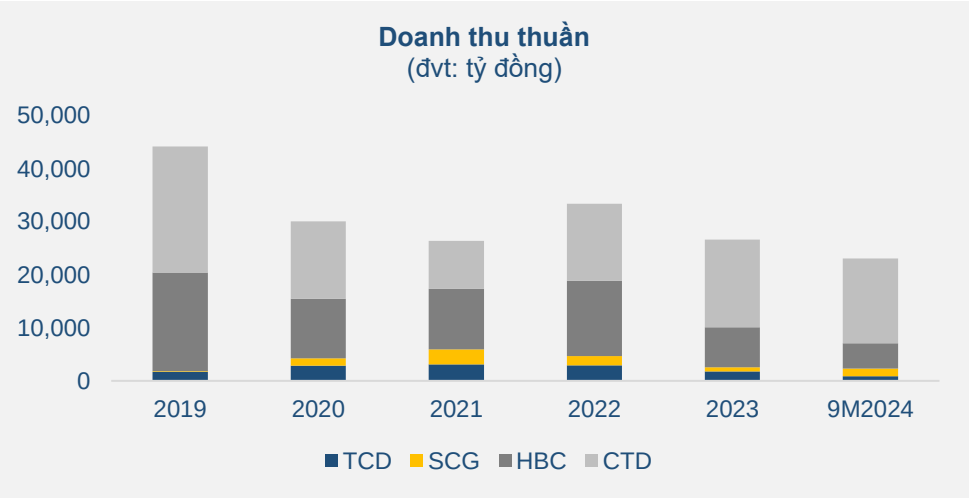
Xây dựng dân dụng: Cập nhật KQKD

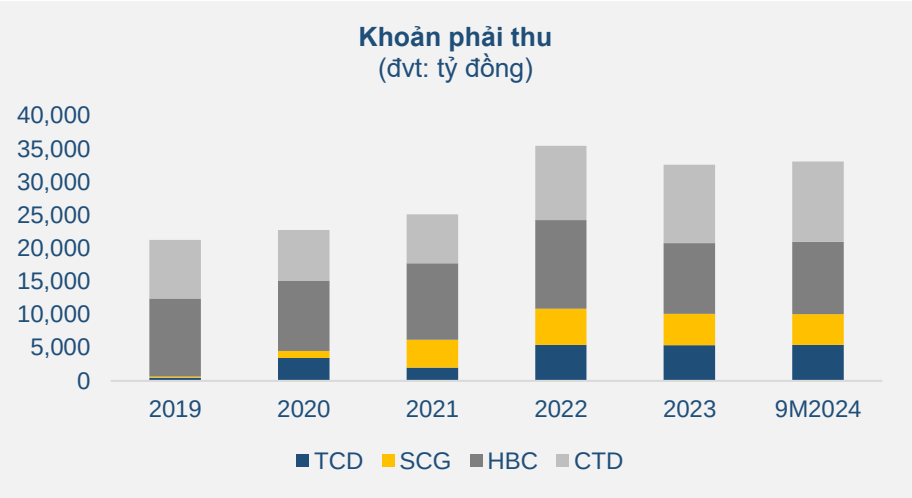
Kết quả kinh doanh 9T2024: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp đã có sự cải thiện nhẹ về doanh thu cũng như biên lợi nhuận.

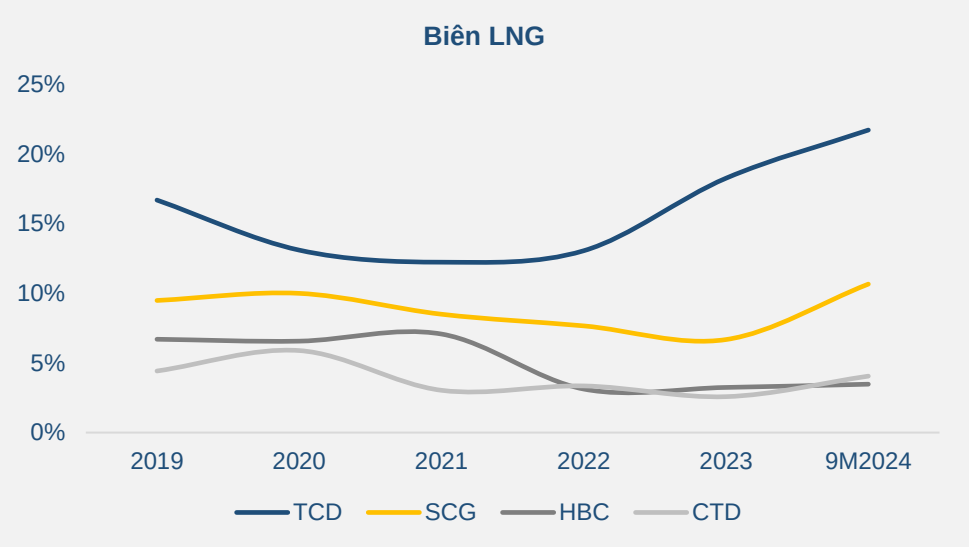
- Thị trường BĐS dần hồi phục, nhiều dự án mới được triển khai giảm áp lực cạnh tranh trong ngành và doanh nghiệp ít phải hạ giá thầu.
- Khoản phải thu vẫn ở mức cao.

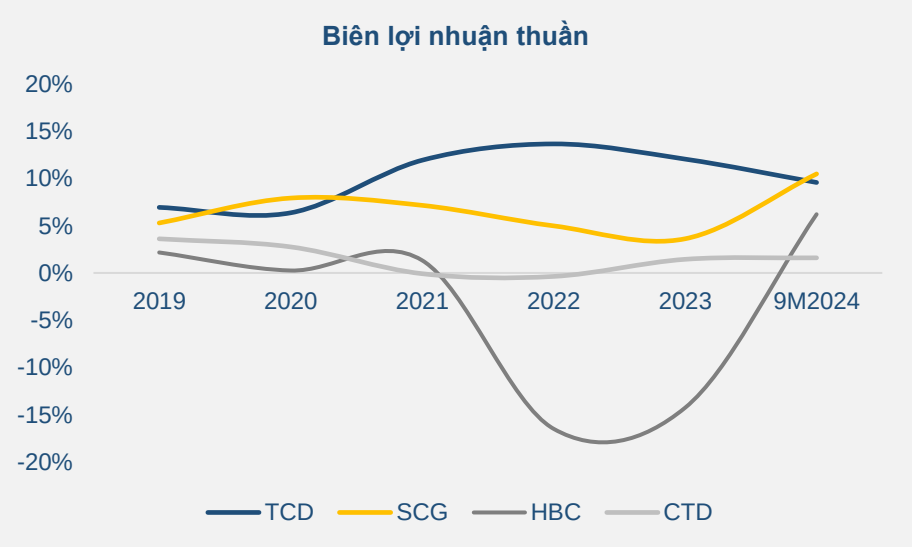
Chất lượng tài sản vẫn là vấn đề lớn:

- Giá trị khoản phải thu và số ngày phải thu vẫn ở mức cao.
- Giá trị trích lập dự phòng tăng mạnh.



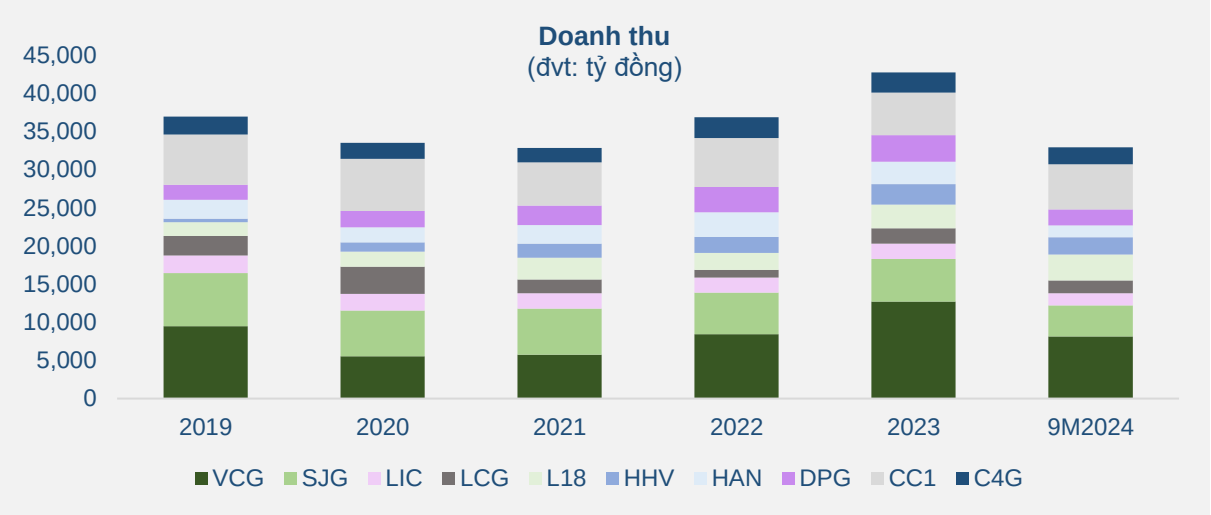


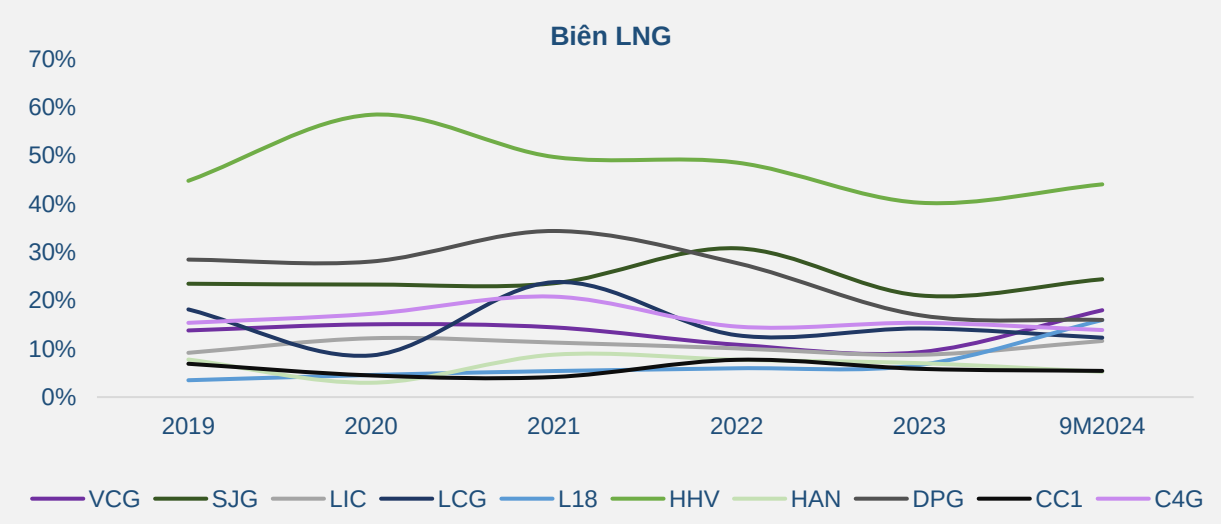


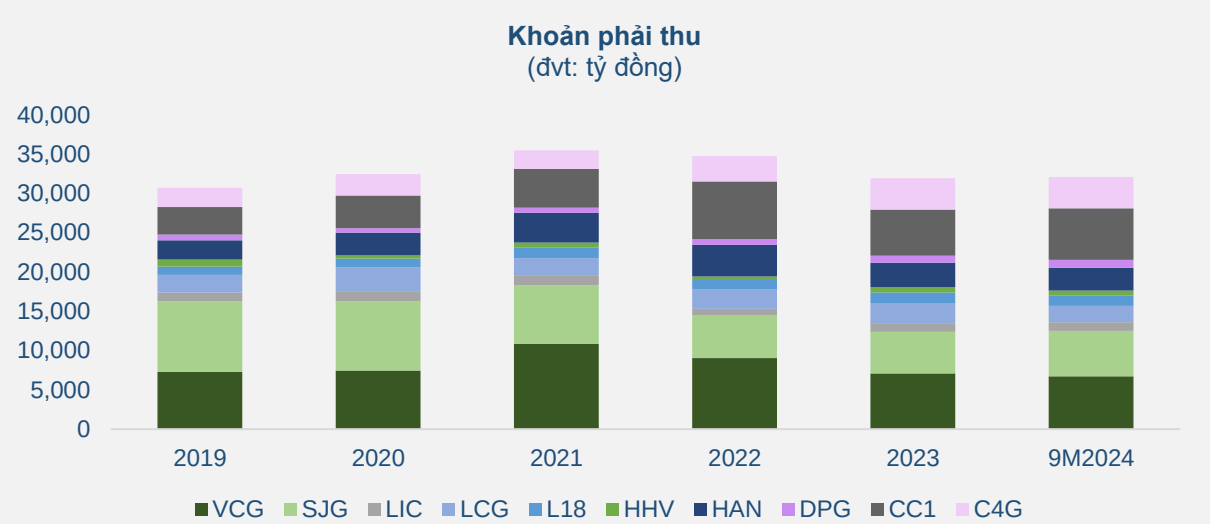


Cơ sở hạ tầng – Cập nhật Kết quả kinh doanh

- Kết quả kinh doanh 9T2024: doanh thu chưa có sự cải thiện nhiều nhưng biên LNG của hầu hết các doanh nghiệp đều được cải thiện so với 2023. Biên LNG trung bình của cả nhóm đạt mức 17% so với 15% của 2023. Biên LNG trung bình cả nhóm dao động trong khoảng 15%-20% trong 5 năm vừa qua. Nhu cầu đầu tư công của Chính phủ tăng lên giúp giá trị trúng thầu và backlog của các doanh nghiệp đầu tư công đều tăng.
- Khoản phải thu và số ngày phải thu vẫn ở mức cao. Nguyên nhân chính vẫn là quy trình nghiệm thu mất nhiều thời gian, thủ tục hành chính đối với các công trình đầu tư công.







Nguồn: BVSC

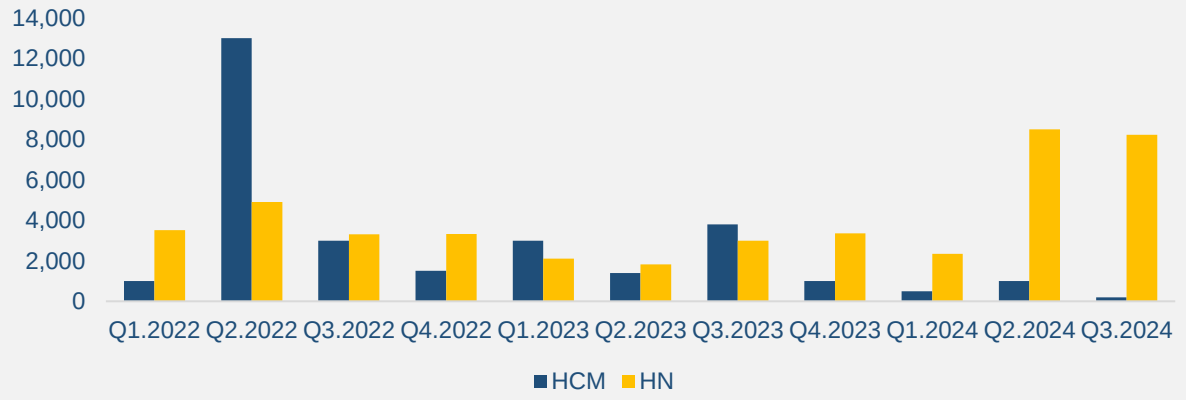
Xây dựng dân dụng - Nguồn cung BĐS được cải thiện dần trong 2025 giúp tăng nguồn việc

- Trong 2024: **Nguồn cung cạn kiệt ở phía Nam**, tập trung trong một vài dự án thành phần ở các đại đô thị của Vinhomes. Nguồn cung ở TP. HCM trong 3 úy đầu năm chủ yếu là các dự án còn sản phẩm tồn nên hạn chế.
- Nhu cầu xây dựng dân dụng thấp khiến ít đơn hàng và gây áp lực cạnh tranh lớn giữa các nhà thầu xây dựng do không có sự khác biệt nhiều về chất lượng sản phẩm giữa các nhà thầu.
- **Triển vọng nguồn cung sẽ cải thiện dần trong 2025:**
  - ✓ Thí điểm NOTM từ nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất
  - ✓ (bao gồm đất khác).
  - ✓ Thí điểm tháo gỡ các dự án đang bị tồn đọng do thanh tra.
  - ✓ Đấu giá/đấu thầu dự án ở các địa phương triển khai rộng rãi hơn từ 2025.
  - ✓ Nguồn cung từ các dự án hoàn thành pháp lý trong Q4.2024.

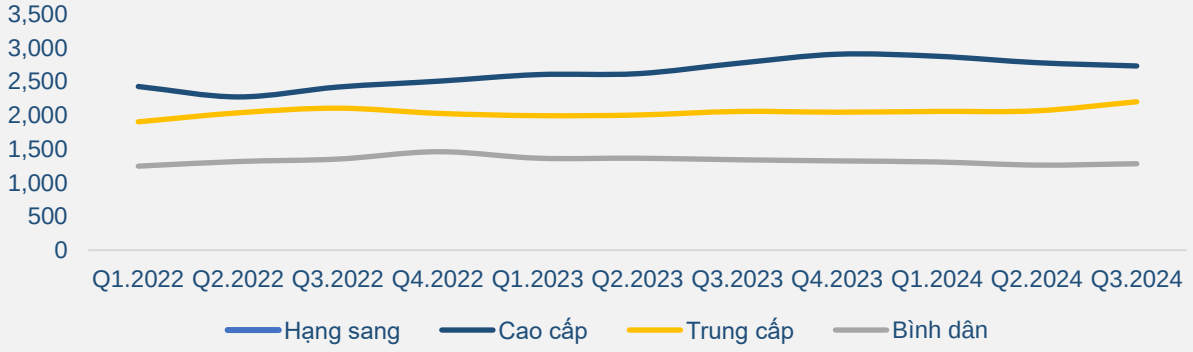
⇒ Các chính sách mới nếu sớm đi vào thực thi sẽ là một giải pháp tháo gỡ tắc nghẽn nguồn cung.

Với việc đẩy mạnh đầu tư công, xây dựng cơ sở hạ tầng, đường cao tốc tại khu vực phía nam với các dự án như Đường vành đai , cao tốc Bến Lức – Dầu Giây, cao tốc Trung Lương, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu, cao tốc Trung Lương … sẽ là động lực gián tiếp thúc đẩy các dự án tại các tỉnh như Bình Dương, Đồng Nai, BR-VT, Long An …

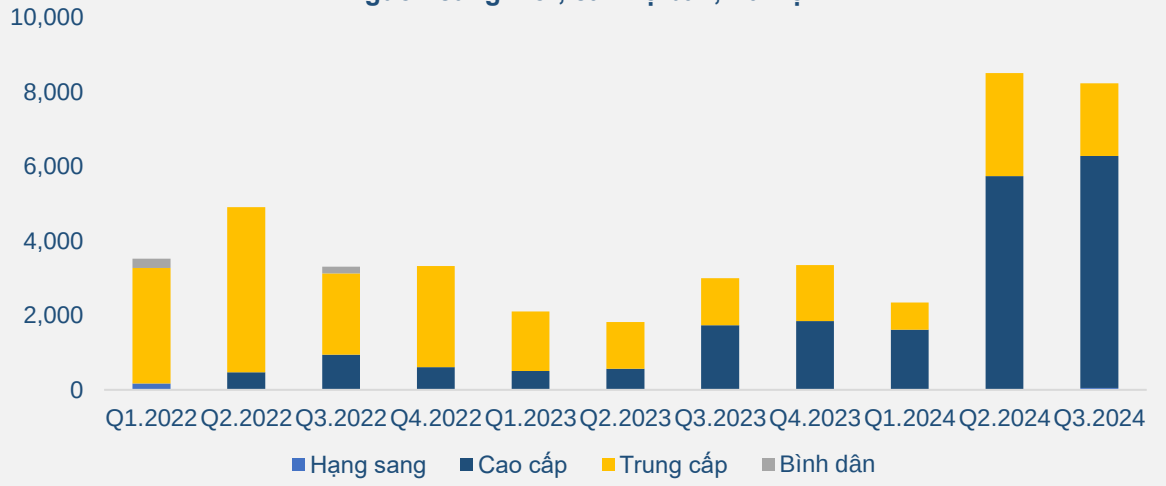
Thống kê nguồn cung căn hộ theo quý (căn)
Nguồn: CBRE VN



Giá sơ cấp bình quân, căn hộ bán, Hà Nội



Nguồn cung mới, căn hộ bán, Hà Nội



Nguồn: CBRE

Xây dựng dân dụng: Biên lợi nhuận hồi phục nhưng vẫn ở mức thấp

- Giá NVL đầu vào và giá nhân công được kỳ vọng ổn định giúp chi phí xây dựng không tăng đột biến. Kết thúc các hợp đồng cũ với đơn giá thấp và chịu chi phí NVL tăng cao. Bắt đầu ghi nhận DT của các dự án mới với giá bám sát hơn với giá NVL.
- Trích lập dự phòng dự báo giảm khi đã trích lập khá mạnh trong 2023. Ngoài ra, tài chính chủ đầu tư dự báo sẽ cải thiện hơn nhờ thị trường BĐS dự báo sẽ dần hồi phục.
- Mức cạnh tranh được giảm bớt khi một thời gian dài khó khăn, một số nhà thầu phá sản hoặc phải thu nhỏ quy mô hoạt động, các công ty lớn với tình hình tài chính tốt, chuyên môn vững sẽ có vị thế tốt hơn hơn khi thị trường BĐS hồi phục.
- Theo báo cáo của Viện kinh tế xây dựng (MOT) trong quý II/2024 và 6 tháng đầu năm 2024, giá các vật liệu xây dựng không có biến động nhiều so với cuối năm 2023. Thép (mức độ biến động tăng từ 4,0% đến 4,2%), cát xây dựng (1,7-2,3%) và đá xây dựng (0,8-1,9%). Xi măng là loại vật liệu ổn định trong các loại vật liệu chủ yếu này; Tính đến ngày 20/6/2024, giá xi măng trung bình các loại khoảng 1.714 đồng/kg. Về cơ bản, giá các loại nguyên vật liệu chính không biến động nhiều nên chi phí xây dựng công trình cũng không biến động nhiều, trung bình tăng từ 0,44% đến 0,76% so với 6T cuối năm 2023.

Giá các VLXD không có nhiều biến động so với năm 2023

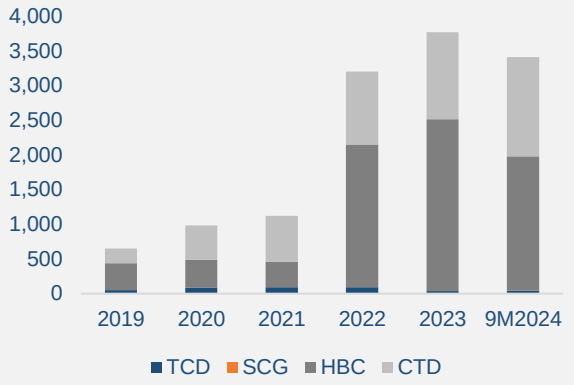
Loại VL / Khu vực	Xi măng	Thép	Cát xây dựng	Đá xây dựng	Nhựa đường
Trung du và miền núi phía Bắc	0,0	4,0	1,7	0,8	-2,1
Đồng bằng sông Hồng	0,0	4,0	1,7	0,9	-2,1
Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung	0,0	4,2	2,3	0,9	-3,4
Tây Nguyên	0,0	4,2	2,3	0,9	-3,4
Đông Nam Bộ	0,0	4,2	1,3	1,9	-1,6
Đồng bằng sông Cửu Long	0,0	4,2	1,3	1,7	-4,9
TP. Hà Nội	0,0	4,2	1,7	0,9	-2,1
TP. Hồ Chí Minh	0,0	4,3	1,3	1,9	-1,6

Chi phí VLXD trong chi phí xây dựng các loại công trình

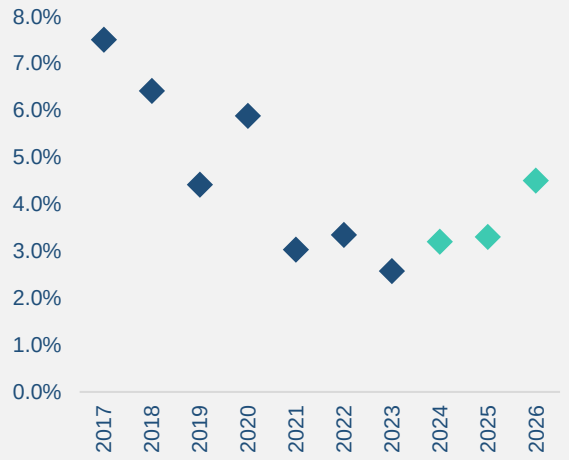
Loại hình xây dựng	Khu dân cư	Khu công nghiệp	Hạ Tầng	Giao thông	DA Phát triển NN và NT
Trung du và miền núi phía Bắc	68%	65%	50%	34%	44%
Đồng bằng sông Hồng	68%	65%	50%	35%	45%
Bắc Trung Bộ và Duyên hải miền Trung	73%	70%	54%	27%	48%
Tây Nguyên	73%	69%	54%	27%	48%
Đông Nam Bộ	73%	70%	56%	50%	53%
Đồng bằng sông Cửu Long	73%	70%	54%	19%	51%
TP. Hà Nội	72%	69%	53%	37%	4700%
TP. Hồ Chí Minh	76%	72%	57%	51%	54%

Nguồn: MOT

Dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi
(đvt: tỷ đồng)



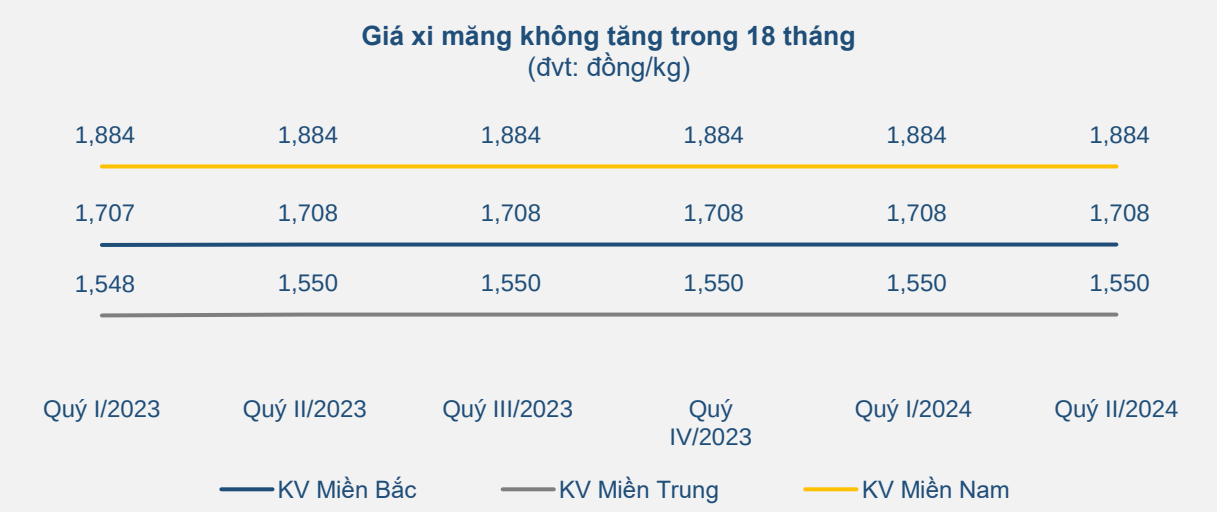
Dự phóng biên LNG của CTD

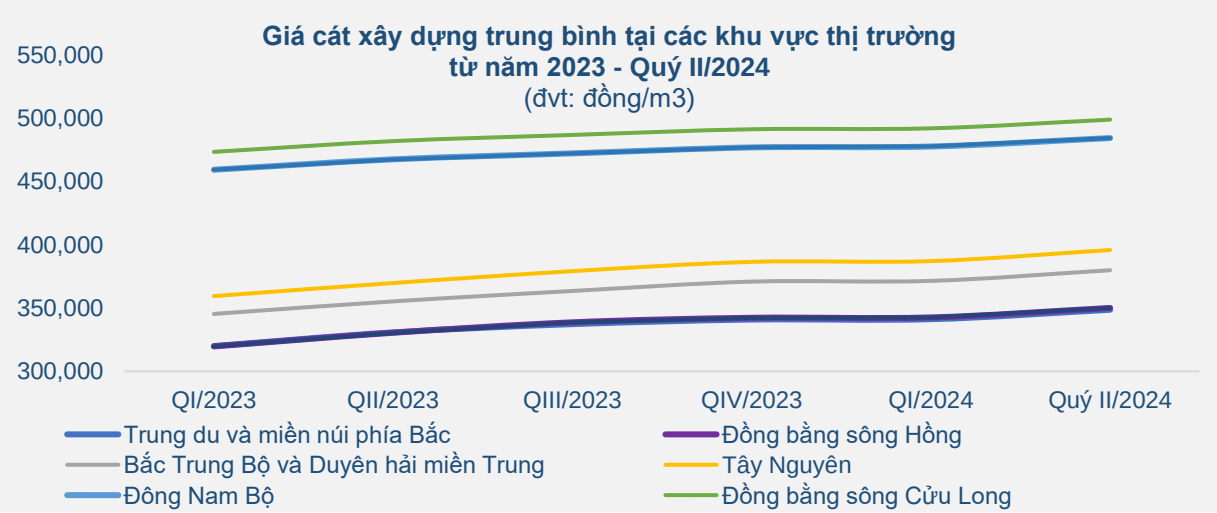


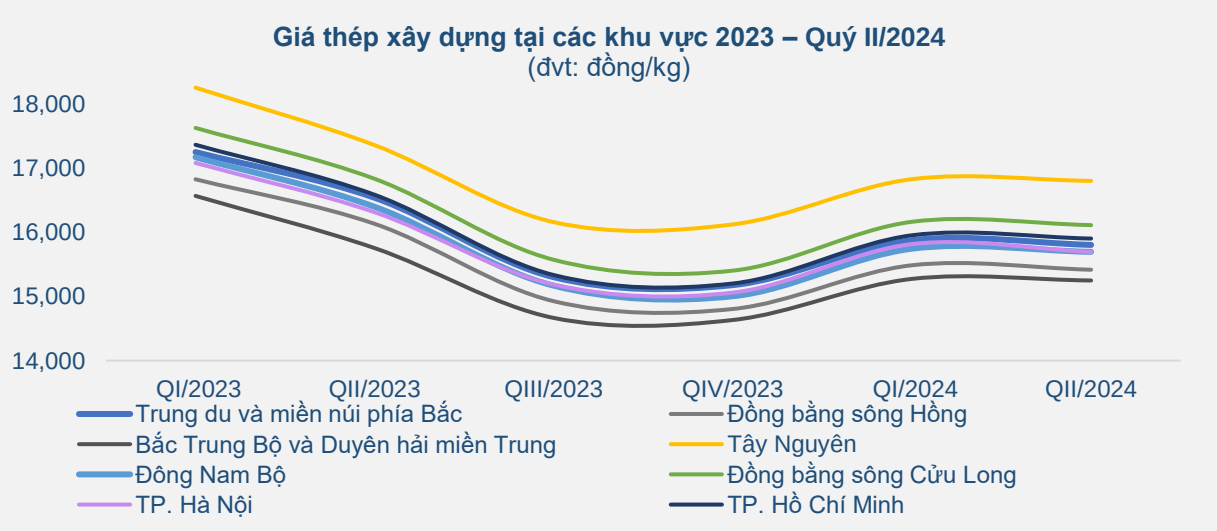
Nguồn: BVSC

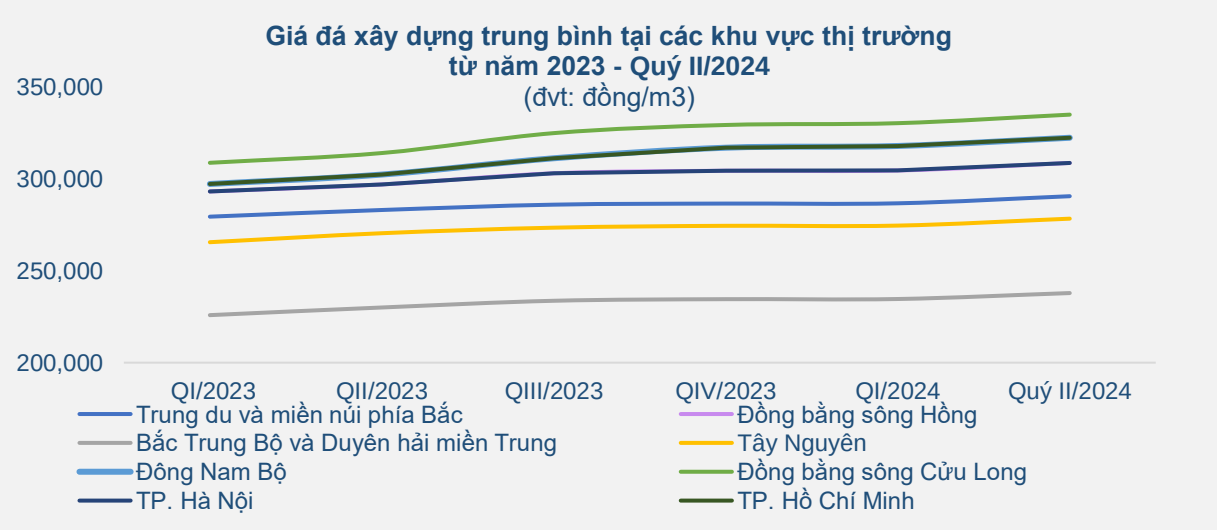
BAOVIET Securities

Xây dựng dân dụng: Biên lợi nhuận hồi phục nhưng vẫn ở mức thấp









Nguồn: MOT, BVSC

BAOVIET Securities

Xây dựng Cơ sở hạ tầng – Đẩy mạnh đầu tư công, động lực trung hạn cho ngành

Doanh thu các DN xây lắp hạ tầng dự báo sẽ tăng trưởng trong năm 2025 nhờ ghi nhận doanh thu lớn từ các dự án trúng thầu trong năm 2024 và tiến độ thi công dự báo cũng sẽ đảm bảo.

Chính phủ trực tiếp thúc đẩy tiến độ giải ngân và xử lý nhà thầu, cơ quan gây chậm tiến độ dự án.

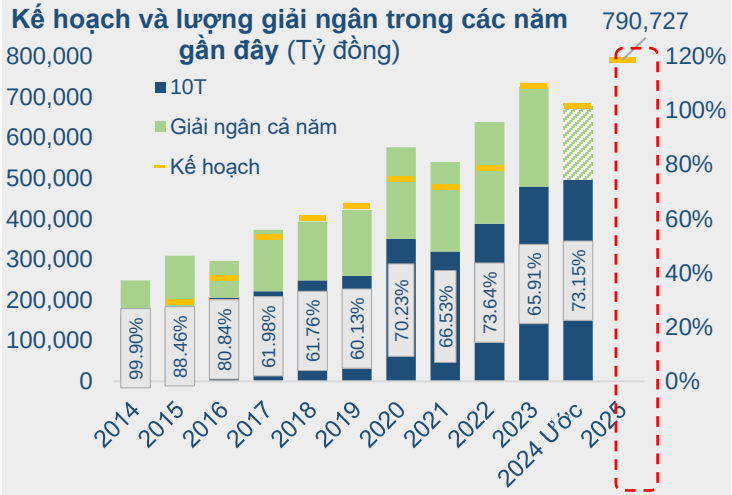
Các biện pháp, cơ chế đặc thù khai thác các mỏ NVL để đáp ứng cho nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng. Giải quyết các vấn đề thiếu NVL chính như cát, đất đắp.

Các dự án cao tốc mới đồng loạt được triển khai.

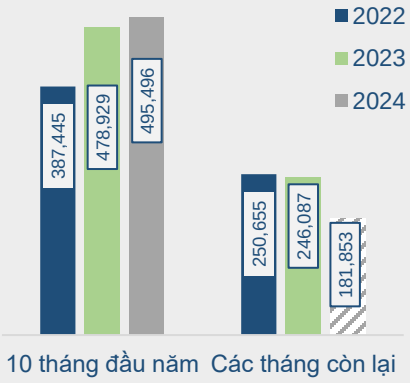
Về triển vọng về trung hạn và dài hạn, số km cao tốc cần lựa chọn nhà thầu để hoàn thành trước 2030 là 2.140 km, vẫn là nguồn việc rất lớn cho các doanh nghiệp để tăng trưởng trong thời gian tới.

Luật Đầu tư công (sửa đổi) được phê duyệt tại Kỳ họp thứ 8 Quốc hội khóa XV ngày 29.11.2024 – gỡ những ách tắc – kỳ vọng sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ triển khai các dự án ĐTC. Luật ĐTC sửa đổi đưa ra nhiều nội dung phân cấp, phân quyền mạnh mẽ cho Thủ tướng Chính phủ, người đứng đầu các bộ, ngành và Chủ tịch UBND các cấp.

Kế hoạch và lượng giải ngân trong các năm gần đây (Tỷ đồng)

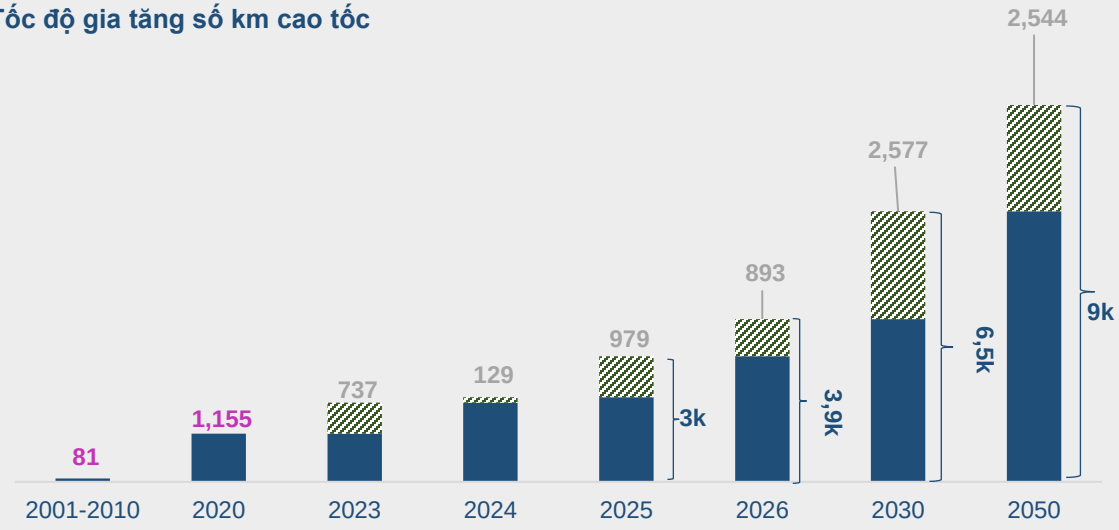


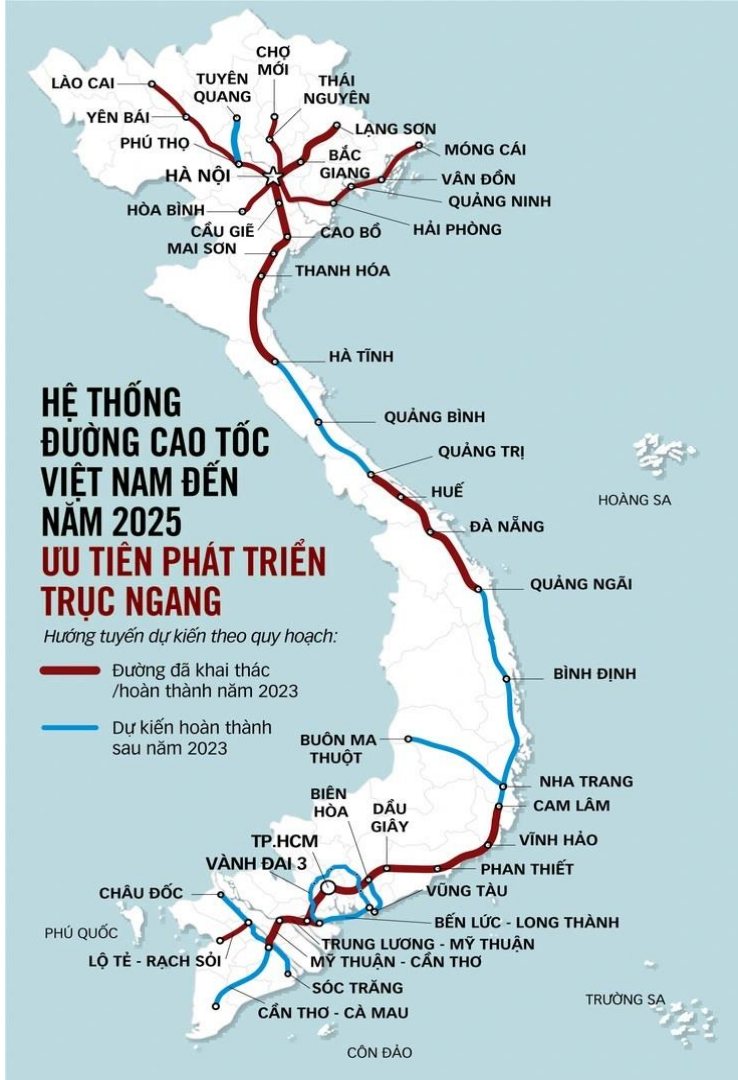
Dư địa giải ngân vốn đầu tư công (Tỷ đồng)



Nguồn: TMX

Tốc độ gia tăng số km cao tốc





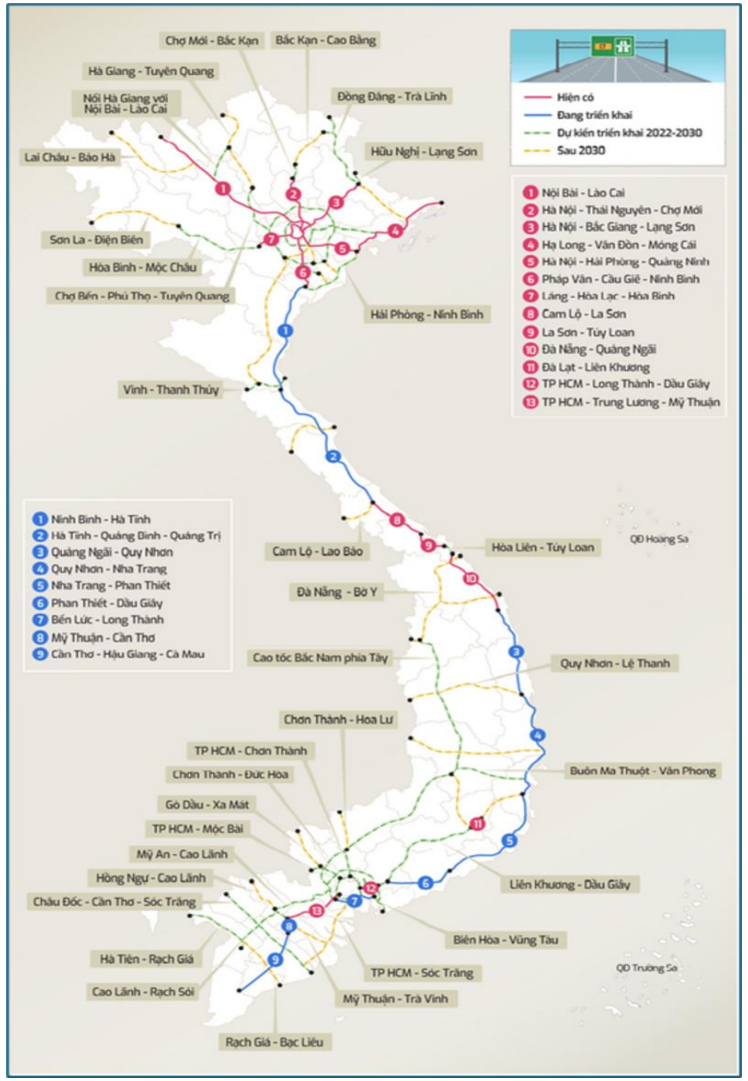
Nguồn: Viện Chiến lược và Phát triển GTVT

BAOVIET Securities

Xây dựng Cở sở hạ tầng – Tổng hợp tiến độ xây dựng hệ thống cao tốc Việt Nam

Giai đoạn 2021–2025: Dự án cao tốc Bắc Nam tập trung xây dựng các tuyến: Hà Tĩnh – Quảng Bình – Quảng Trị, Quảng Ngãi – Bình Định, Bình Định – Nha Trang, mở rộng thêm đoạn đường từ La Sơn – Túy Loan.

Sau năm 2025: Tập trung thi công xây dựng các tuyến cao tốc: Cần Thơ – Cà Mau, hoàn thiện toàn tuyến cao tốc CT01.



Hạ tầng	Dự án	Chi Tiết	Chiều dài dự kiến (km)	Tổng mức đầu tư (Tỷ USD)	Thời gian hoàn thành dự kiến
Đường sắt	Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	Tuyến đường sắt cao tốc từ Hà Nội đến TP. HCM với tốc độ lên tới 320 km/h, chiều dài 1.545 km.	1.545	67	Thông qua chủ trương đầu tư
	Tuyến Metro Hà Nội	10 tuyến Metro quy hoạch, tuyến Cát Linh - Hà Đông đã hoàn thành.	NA	2.7	Đang triển khai nhiều tuyến
	Tuyến Metro TP.HCM	8 tuyến Metro với tổng chiều dài hơn 220 km, tuyến số 1 (Bến Thành - Suối Tiên) đang hoàn thiện.	220	1,8	Nhiều tuyến đang triển khai
Đường bộ	Cao tốc Bắc - Nam	Tuyến cao tốc dài hơn 2.100 km từ Lạng Sơn đến Cà Mau, chia thành nhiều đoạn tuyến.	2.100	6	Nhiều đoạn đang xây dựng
	Đường vành đai 4 Hà Nội	Tuyến dài 112,8 km kết nối Hưng Yên, Bắc Ninh, Hà Nội, và Vĩnh Phúc.	112,8	2,24	Đang triển khai
	Đường vành đai 3 TP. HCM	Tuyến dài 97,7 km kết nối Long An, Bình Dương, Đồng Nai và TP. HCM.	97,7	3	Đang triển khai
	Đường vành đai 4 TP. HCM	Tuyến dài 198 km kết nối Bà Rịa - Vũng Tàu, Đồng Nai, Bình Dương, TP. HCM, và Long An.	198	5,5	Đang triển khai
Hàng không	Sân bay Long Thành	Sân bay quốc tế lớn nhất Việt Nam tại Đồng Nai. Công suất giai đoạn 1 là 25 triệu hành khách/năm và 1,2 triệu tấn hàng hóa/năm.	NA	4,6	Q4/2026
Đường thủy	Cảng trung chuyển quốc tế Vân Phong	Cảng nước sâu tại Khánh Hòa, dự kiến trở thành cảng trung chuyển hàng hóa quốc tế lớn nhất Việt Nam.	NA	3,6	Đang triển khai

Nguồn: BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

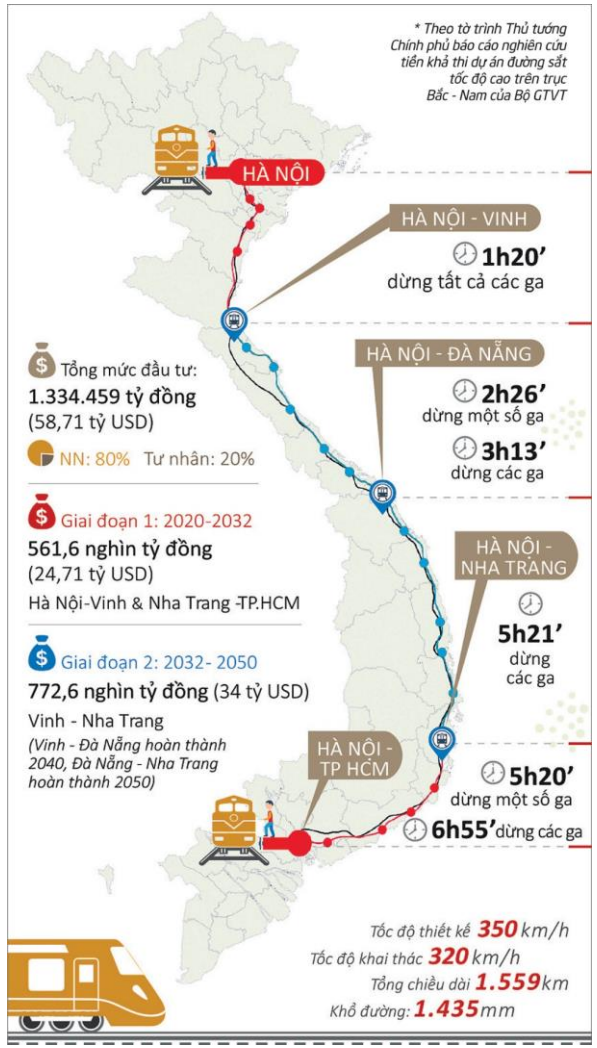
Xây dựng Cơ sở hạ tầng – Đường sắt cao tốc Bắc Nam

Quốc hội thông qua chủ trương đầu tư dự án đường sắt tốc độ cao Bắc Nam, **sơ bộ tổng vốn 1,7 triệu tỷ đồng, tương đương 67 tỷ USD**, hoàn thành năm 2035. Tuyến đường **dài 1.541 km**, điểm đầu tại ga Ngọc Hồi (Hà Nội), điểm cuối tại ga Thủ Thiêm (TP. HCM), đi qua 20 tỉnh thành. Quốc hội yêu cầu lập báo cáo nghiên cứu khả thi từ năm 2025**, phấn đấu cơ bản hoàn thành dự án năm 2035**. Phó Thủ tướng Chính phủ Trần Hồng Hà yêu cầu đồng chí Bộ trưởng Bộ Kế hoạch và Đầu tư chỉ đạo Hội đồng thẩm định Nhà nước triển khai, hoàn tất việc thẩm định theo quy định, trên cơ sở đó hoàn thiện Báo cáo trình Chính phủ trước ngày 05/10/2024.

Trong *KQ thẩm tra Báo cáo Nghiên cứu tiền khả thi và Đề xuất giải pháp phù hợp để phát triển Dự án đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc – Nam (Tháng 10/10222 – Bộ Kế hoạch và Đầu tư);* Tỷ trọng chi phí xây dựng hạ tầng chiếm 51,4% tổng chi phí toàn dự án.

Trong báo cáo Diễn biến thị trường VLXD của Viên Kinh tế xây dựng, ước tính chi phí Nguyên vật liệu trong tổng mức đầu tư xây dựng hạ tầng chiếm 54% với dự án hạ tầng và 35% với dụ án giao thông.

Phân bổ vốn đầu tư theo nguồn vốn dự kiến (tham khảo tỉ lệ chi phí xây dựng hạ tầng)
(đvt: triệu USD)



***Tài liệu tham khảo**: KQ thẩm tra Báo cáo Nghiên cứu tiền khả thi và Đề xuất giải pháp phù hợp để phát triển Dự án đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc – Nam (Tháng 10/10222 – Bộ Kế hoạch và Đầu tư)*

Nguồn: Thông báo số 2956/TB-BKHĐT ngày 18/4/2023

BAOVIET Securities

CTD

OUTPERFORM | Target: 86.700 VNĐ/CP | Upside: +30,4%

CTD – Khối lượng Backlog lớn, chi phí nguyên vật liệu ổn định

CTD - OUTPERFORM | Target: 86.700 VNĐ/CP | Upside: 30,4%

- **Báo cáo tài chính đã kiểm toán năm tài chính 2024 (từ 01/7/2023 đến 30/6/2024),** CTD ghi nhận doanh thu thuần 21.045 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 310 tỷ đồng, lần lượt đạt 103% và 105% kế hoạch đặt ra sau điều chỉnh. CTD đặt mục tiêu cho năm tài chính 2025 với doanh thu hợp nhất 25.000 tỷ đồng; giá trị hợp đồng ký mới là hơn 28.600 tỷ đồng cùng với tăng tỷ lệ repeat sales, lợi nhuận sau thuế hợp nhất 430 tỷ đồng nhờ (i) phát triển mạnh xây dựng công nghiệp (40%), (ii) duy trì tăng trưởng xây dựng dân dụng (53%), và (iii) dần đặt nền tảng cho xây dựng hạ tầng (7%).
- **Khối lượng backlog lớn:** lượng backlog (đơn hàng tồn đọng) cho những năm sau của CTD lên tới khoảng 30.000 tỷ đồng, giá trị hợp đồng ký mới là hơn 22.700 tỷ đồng, lượng backlog chuyển sang 2025 là 20.000 tỷ đồng.
- Với việc hoạt động trên cả ba lĩnh vực dân dụng, hạ tầng và công nghiệp, **CTD được hưởng lợi từ xu hướng ngành:**
  - ✓ BĐS dân dụng phục hồi: Các dự án như Eaton Park, The Senique, Sycamore, The Lotus, Diamond Crown. CTD có lợi thế về chất lượng xây dựng, đáp ứng các điều kiện với các dự án phức tạp, cao cấp.
  - ✓ Thúc đẩy đầu tư công, cơ sở hạ tầng: bước đầu đặt nền tảng với đường Lương Hòa – Bình Chánh (nhà thầu phụ), đường Thùy Vân (giá trị hợp đồng 485 tỷ đồng/tổng mức đầu tư 1.100 tỷ đồng – nhà thầu chính).
  - ✓ Tiếp tục thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam: Dự án Lego, Pandora, PepsiCo, XINGYU, Cheng Long ….
- **Chi phí nguyên vật liệu ổn định:** Vật liệu xây dựng chiếm hơn 50% chi phí các yếu tố đầu vào trong quá trình xây dựng. Chi phí nhân công chiếm khoảng 15%. Các NVL có tỷ trọng chi phí lớn nhất bao gồm thép (10%-15%), xi măng (5-8%), đá xây dựng (2%-3%) và cát xây dựng (1%-2%). Quý 2/2024 và 6 tháng đầu năm 2024, giá các vật liệu xây dựng không có biến động nhiều so với cuối năm 2023. Thép (mức độ biến động tăng từ 4,0% đến 4,2%), cát xây dựng (1,7-2,3%) và đá xây dựng (0,8-1,9%), xi măng đã không tăng giá trong 18 tháng vừa qua.
- **Giảm trích lập phải thu khó đòi**: trong BCTC quý gần đây của CTD không có thêm khoản dự phòng nào, điều này sẽ tác động tích cực tới KQKD của CTD trong thời gian tới.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	FY 2022-2023	FY 2023-2024	FY 2024-2025
Doanh thu	**16.090**	**21.045**	**22.985**
Tăng trưởng	-	30,8%	9,2%
NPAT-MI	68	310	415
Tăng trưởng	-	358,1%	34,1%
P/E (x)	-	18	-
P/B (x)	0.43	0.72	-
EPS (đồng/cp)	**680**	**3.320**	**4.007**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**86.700**

BAOVIET Securities

BMP

OUTPERFORM | Target: 145.550 VNĐ/CP | Upside: +15%

BMP – Thiết lập mặt bằng lợi nhuận mới, suất cổ tức hấp dẫn

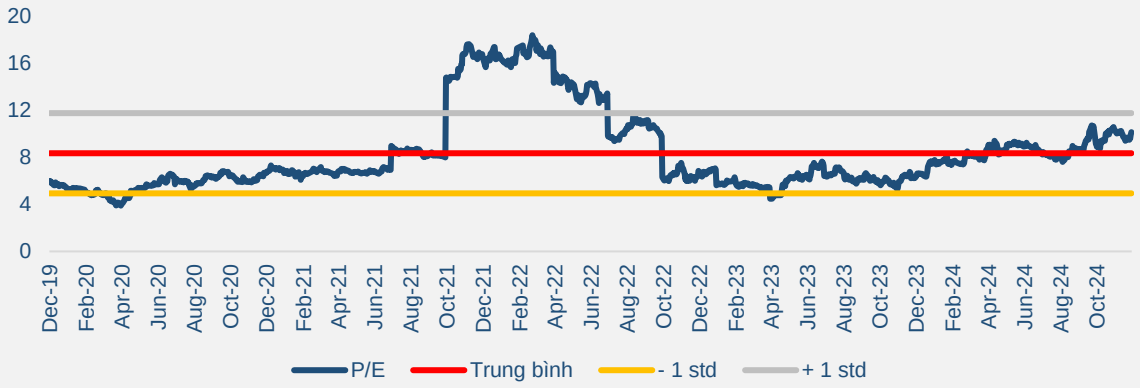
Giá hiện tại: **126.800 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **145.550 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+15% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Chi phí NVL duy trì ở mức thấp, kỳ vọng sản lượng tiêu thụ phục hồi.** Theo ChemOrbis, giá PVC dự báo duy trì ở mức thấp và được giao dịch trong biên độ hẹp, trong bối cảnh cầu suy yếu kéo dài trên khắp các lĩnh vực hạ nguồn, trong khi áp lực cung vẫn rõ rệt do lượng hàng tồn kho dồi dào. Chúng tôi cho rằng mức giá PVC hiện tại đang tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi cho BMP, giúp Công ty duy trì mức biên lợi nhuận cao. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng ống nhựa tiêu thụ của BMP trong thời gian tới sẽ khả quan hơn, nhờ: (1) Kỳ vọng thị trường BĐS hồi phục; (2) Các chính sách tài khóa: giảm VAT, tăng cường đầu tư công; và (3) BMP áp dụng chính sách bán hàng mới giúp lấy lại thị phần từ các đối thủ như NTP, HSG.
- **Triển vọng KQKD - Lợi nhuận ròng tạo mặt bằng mới.** Năm 2024, chúng tôi dự báo BMP ghi nhận doanh thu thuần 5.138 tỷ đồng và LNST 1.029 tỷ đồng (-1% y/y). Cho năm 2025, doanh thu thuần ước đạt 5.523 tỷ đồng (+7% y/y) và LNST 1.070 tỷ đồng (+4% y/y). Nhờ chi phí NVL đầu vào giảm mạnh so với giai đoạn trước, cùng chính sách giữ giá bán cao, BVSC cũng kỳ vọng mức LNST của BMP sẽ đạt mức nền cao mới 1.000–1.100 tỷ đồng/năm giai đoạn 2024–2026 (giai đoạn 2016–2022 trung bình khoảng 500 tỷ đồng/năm). EPS (sau điều chỉnh các quỹ) tương ứng khoảng 12.500–13.100 đồng/cp. Từ đó, chúng tôi cũng kỳ vọng mức cổ tức tiền mặt được đảm bảo tỷ lệ cao cho cổ đông hàng năm.
- **Cổ tức tiền mặt hấp dẫn.** BVSC dự báo mức cổ tức tiền mặt năm 2024-26 của BMP lần lượt đạt 12.300/12.900/13.000 đồng/cp, tương đương suất cổ tức hấp dẫn từ 9,8–10,4% so với thị giá hiện tại.
- BMP là cổ phiếu yêu thích của BVSC nhờ khả năng sinh lời mạnh mẽ, vị thế đầu ngành và có tính phòng thủ (vị thế tài chính và dòng tiền hoạt động mạnh, và cổ tức tiền mặt hấp dẫn). Với các luận điểm trên, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với BMP.

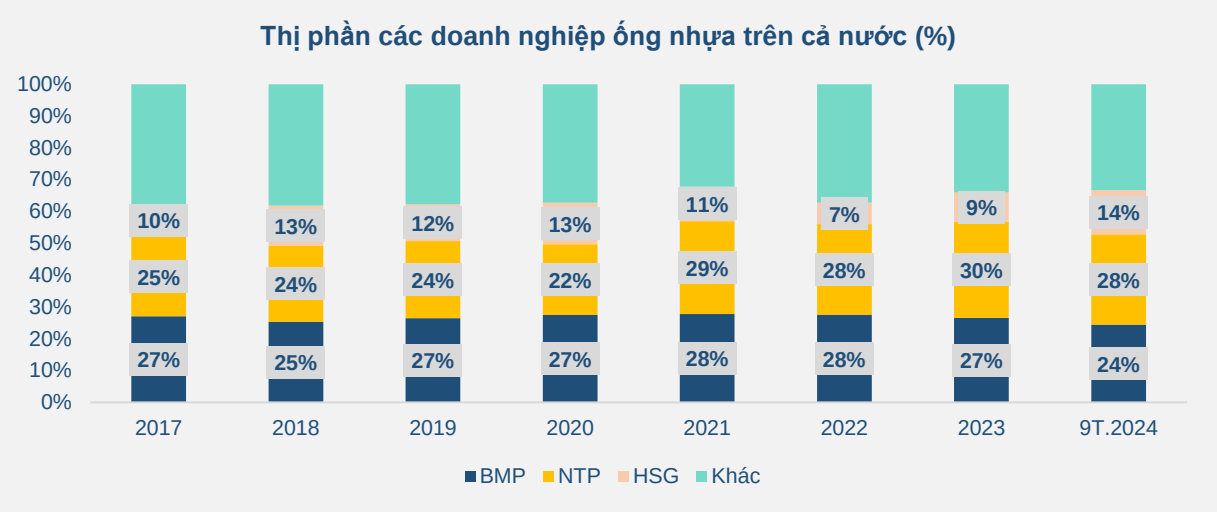
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**5.808**	**5.157**	**5.138**	**5.523**
Tăng trưởng	28%	-11%	-0%	8%
LNST	**694**	**1.041**	**1.029**	**1.070**
Tăng trưởng	224%	50%	-1%	4%
P/E (x)	7,0	8,2	9,9	9,5
P/B (x)	1,9	3,2	3,7	3,7
EPS (đồng/cp)	**8.455**	**12.636**	**12.454**	**12.952**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**145.550**

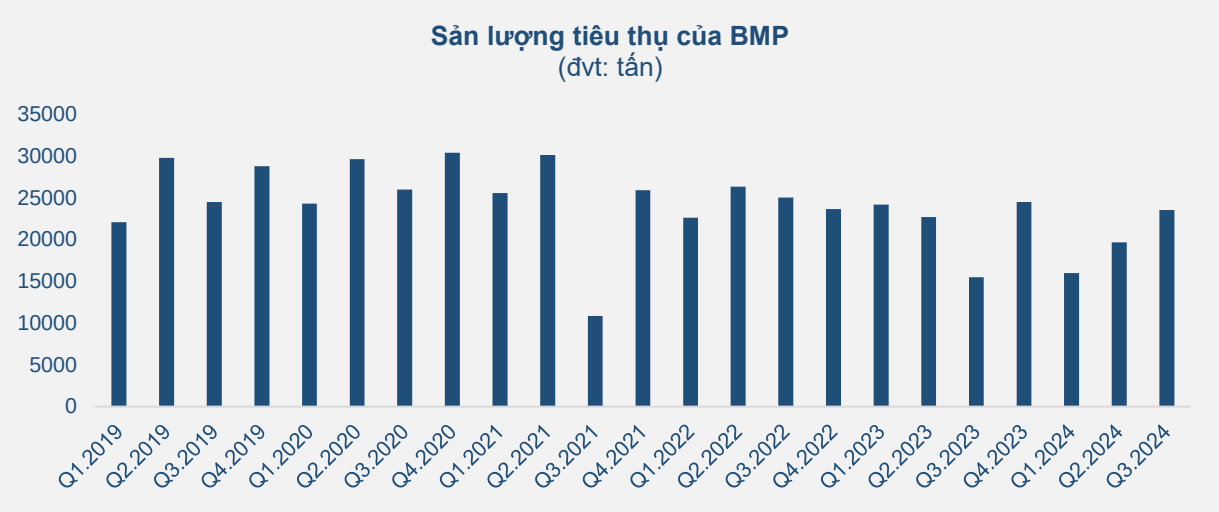
Diễn biến P/E của BMP trong 5 năm vừa qua

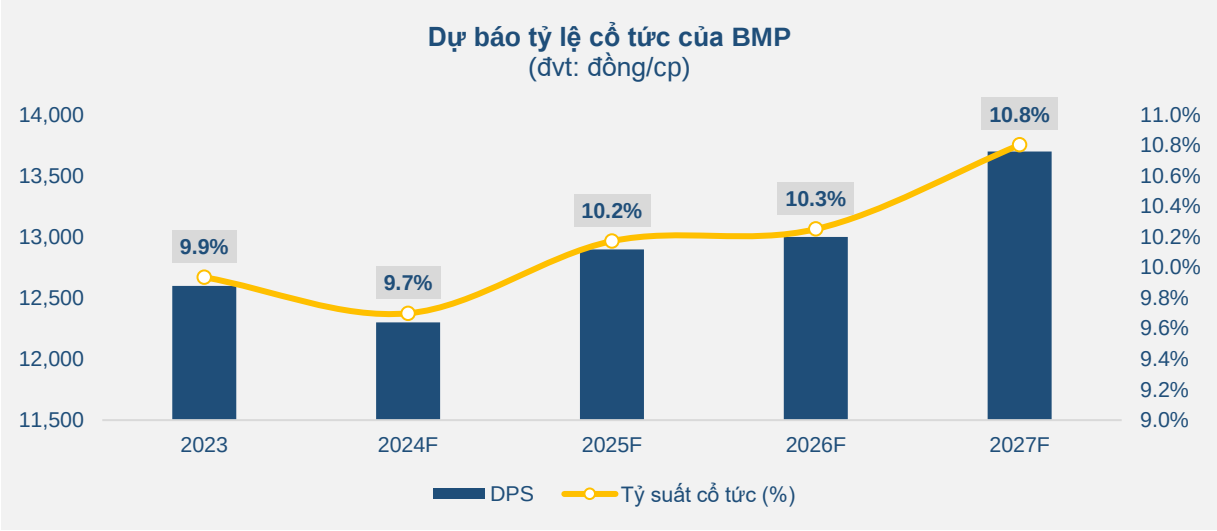


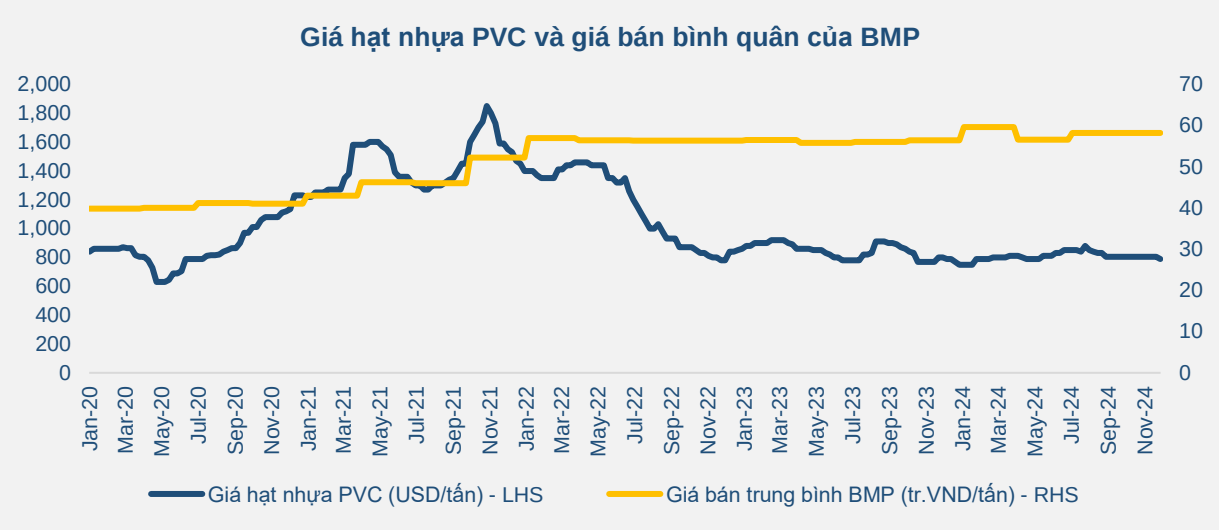
BMP – Thiết lập mặt bằng lợi nhuận mới, suất cổ tức hấp dẫn

Giá hiện tại: **126.800 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **145.550 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+15% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**









PTB

NEUTRAL | Target: 70.900 VNĐ/CP | Upside: +11,6%

PTB - Triển vọng tiềm ẩn nhiều rủi ro

Current price: **63,600 VND/share** - Target price: **70,900 VND/share** - Upside: **+11/6%** - Recommendation: **NEUTRAL**

Triển vọng doanh nghiệp kinh doanh năm 2025

Nhu cầu mảng Gỗ hồi phục rõ rệt và dự kiến tiếp đà tăng trưởng trong 1H25

Hoạt động kinh doanh và xuất khẩu sản phẩm gỗ kỳ vọng tiếp đà tăng trưởng trong Q4.24 và 1H.25. Số lượng đơn hàng mới gia tăng trong bối cảnh tồn kho liên tục giảm, chỉ ra nhu cầu sản phẩm nội thất gỗ tại Mỹ dần hồi phục trở lại. BVSC kỳ vọng, đây sẽ là động lực chủ đạo cho PTB nhờ số lượng nhà ở tư nhân hoàn thành tăng mạnh, dự kiến kéo dài đến 1H.25. Tuy nhiên, công ty có thể sẽ đối mặt với rủi ro liên quan việc áp thuế mặt hàng xuất khẩu dưới thời Tổng thống Mỹ - Donald Trump và các cuộc điều tra về phòng vệ thương mại. BVSC dự phóng doanh thu thuần mảng Gỗ năm 2025 đạt 3.803,1 tỷ đồng (+10,0% y/y), với mức tăng trưởng sản lượng 6,9% y/y.

Mảng Đá hỗn hợp hồi phục chậm theo hoạt động xây dựng dân dụng

Việc đẩy mạnh các dự án đầu tư công và kỳ vọng hồi phục của thị trường bất động sản, sẽ giúp mảng đá ốp lát nội địa duy trì sự ổn định trong 2025. Trong khi đó, hoạt động xây dựng dân dụng tại Mỹ kỳ vọng sẽ cải thiện khi mặt bằng lãi suất giảm. Tuy nhiên, do tồn kho nhà ở vẫn cao, mảng đá thạch anh nhân tạo dự báo tiếp tục tăng trưởng, song sẽ chưa có sự đột biến. BVSC dự phóng doanh thu thuần mảng Đá hỗn hợp năm 2025 đạt 2.016,3 tỷ đồng (+9,2% y/y).

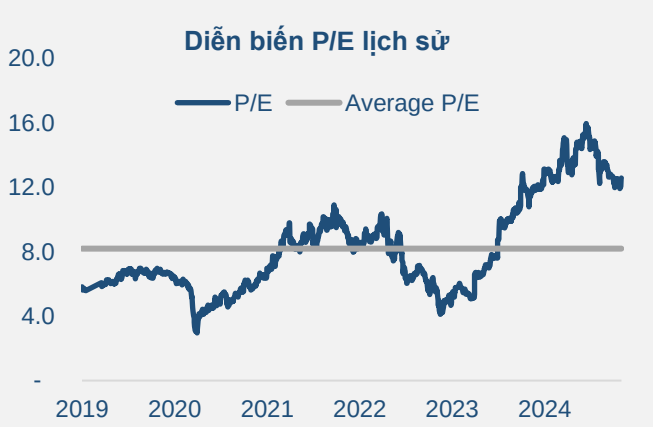
Kỳ vọng đóng góp doanh thu từ việc bàn giao dự án Phú Tài - Central Life

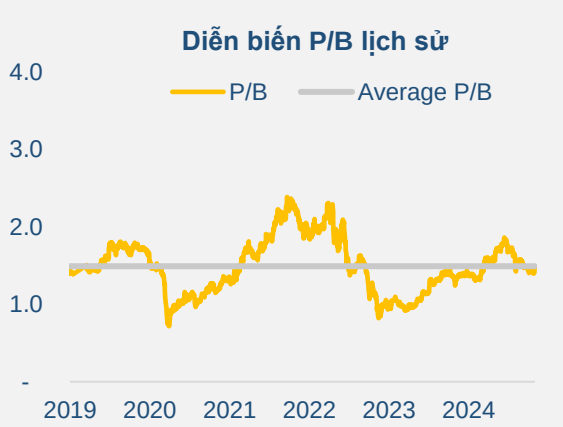
Dự án Phú Tài - Central Life hiện đang trong giai đoạn xây dựng, dự kiến bắt đầu bàn giao từ Q4.25. BVSC kỳ vọng PTB có thể bàn giao 30% dự án và ghi nhận doanh thu trong năm 2025, tương ứng với 257,4 tỷ đồng. Giá bán trên m2 khoảng 27-28 triệu đồng/m2. Đối với dự án Phú Tài - Residence, dự kiến 2025 sẽ hoàn tất bàn giao phần còn lại, với 157 căn hộ tồn kho tính đến hết 1H.24.

Định giá: BVSC nâng mức giá mục tiêu lên mức **70.900 đồng/cp**, với mức upside +**11,6%** và giữ khuyến nghị **NEUTRAL đối với cổ phiếu PTB**, do giá cổ phiếu đã phản ánh phần lớn câu chuyện tích cực.

Rủi ro: (1) Thị trường gỗ xuất khẩu ở Mỹ tăng trưởng không đạt như kỳ vọng; (2) Ảnh hưởng tiêu cực từ việc áp thuế xuất khẩu và cuộc điều tra phòng vệ thương mại; và (3) Tiến độ bàn giao dự án Phú Tài - Central Life chậm hơn dự kiến.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**5.619**	**6.526**	**7.470**	**6.866**
% Tăng trưởng yoy	-18,4%	16,2%	14,5%	-8,1%
- Gỗ	*2.785*	*3.457*	*3.803*	*3.285*
- Đá	*1.778*	*1.847*	*2.016*	*2.088*
- Thương mại và dịch vụ ô tô	*985*	*1.079*	*1.154*	*1.236*
- Bất động sản	*58*	*144*	*496*	*257*
LNST - CĐTS	**258**	**352**	**511**	**360**
% Tăng trưởng yoy	-47,1%	36,4%	45,3%	-29,6%
% ROE	9,3%	11,9%	15,7%	10,3%
EPS (đồng/cp)	**3.851**	**5.253**	**7.632**	**5.373**
BVPS (đồng/cp)	**40.371**	**43.152**	**47.803**	**51.192**



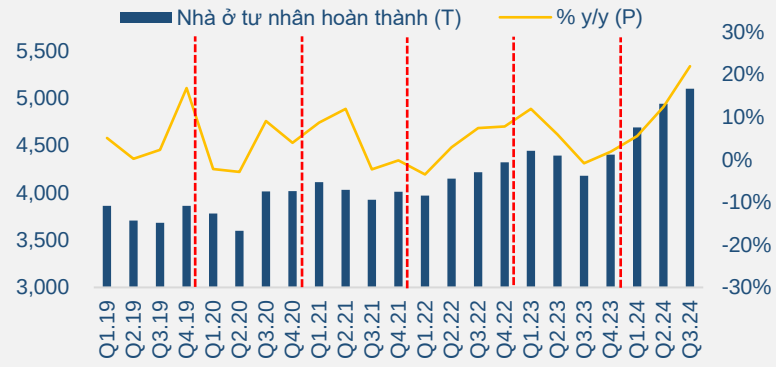


Mảng Gỗ: Tiếp tục là điểm sáng ngắn hạn. Trung hạn đối mặt với nhiều rủi ro tiềm ẩn từ thị trường Mỹ

BVSC đánh giá mảng Gỗ, đặc biệt là gỗ xuất khẩu tại thị trường Mỹ, sẽ tiếp tục hưởng lợi từ sự hồi phục của lực cầu khi đơn hàng đồ nội thất mới hồi phục trở lại trong bối cảnh tồn kho bán lẻ giữ đà giảm. BVSC cho rằng, sự cải thiện của lực cầu đang phản ánh cho số lượng nhà ở hoàn thành tại Mỹ tăng vượt trội kể từ Q3.23, dự kiến đà tăng sẽ kéo dài đến Q1.25 và duy trì ở mức cao trong 2H.25.

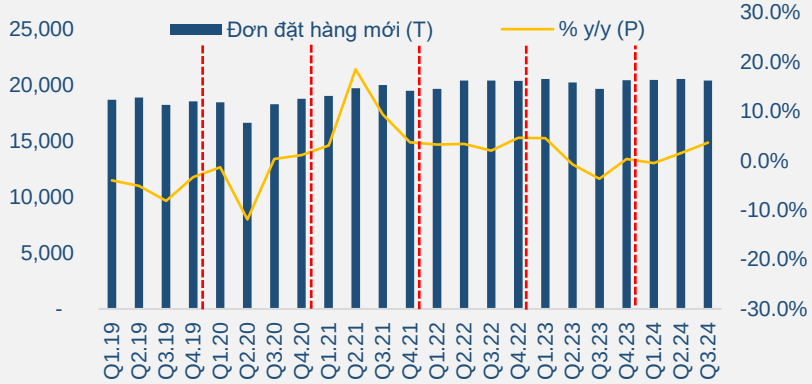
Tuy nhiên, trong trung hạn, các chính sách áp thuế xuất khẩu sang Mỹ và các cuộc điều tra phòng vệ thương mại khiến triển vọng xuất khẩu của PTB tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Nhà ở tư nhân hoàn thành tại Mỹ và tăng trưởng % y/y
(đvt: nghìn đơn vị - %)



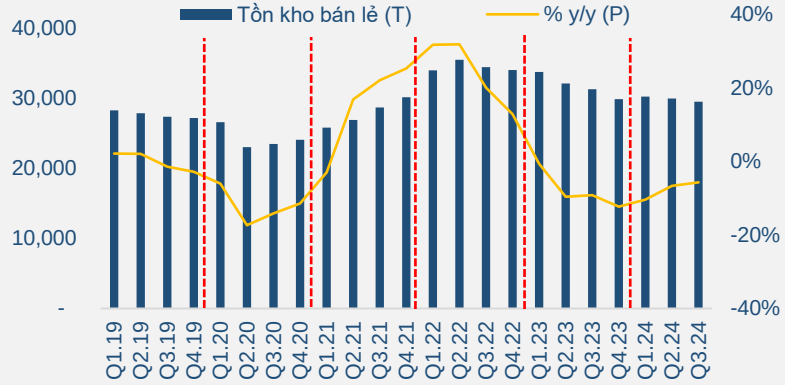
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Đơn đặt hàng đồ nội thất mới tại Mỹ và tăng trưởng % y/y
(đvt: triệu USD - %)



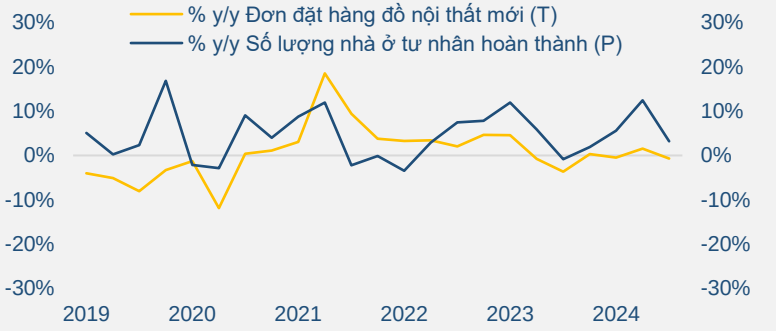
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Tồn kho bán lẻ nội thất và tăng trưởng % y/y
(đvt: triệu USD - %)



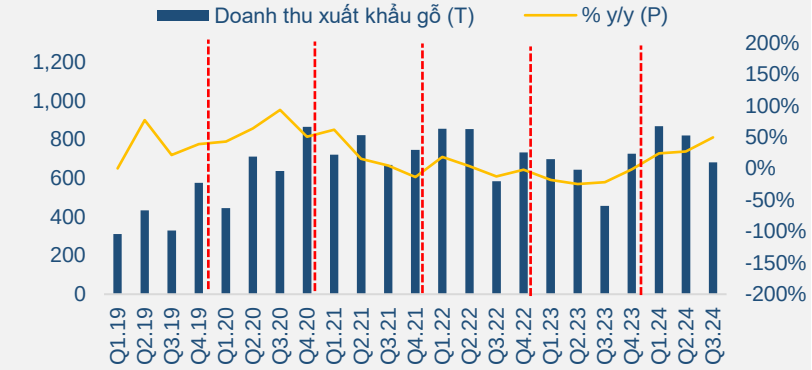
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Tương quan tăng trưởng đơn đặt hàng đồ nội thất mới và số lượng nhà ở hoàn thành



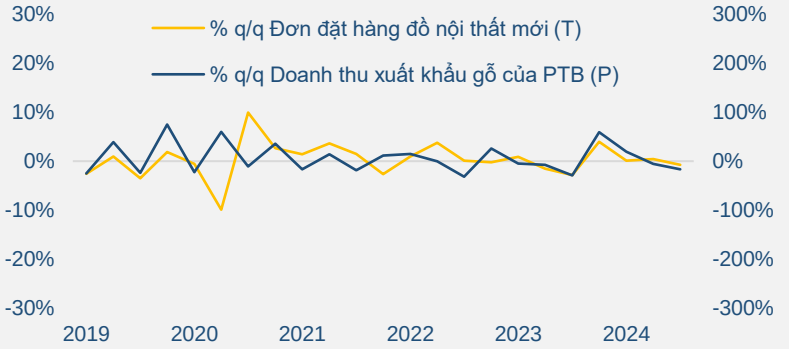
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Doanh thu xuất khẩu gỗ và tăng trưởng % y/y
(đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: PTB, BVSC tổng hợp

Tương quan tăng trưởng % q/q doanh thu xuất khẩu gỗ tại Mỹ và đơn đặt hàng đồ nội thất mới



Nguồn: Fred, PTB, BVSC tổng hợp

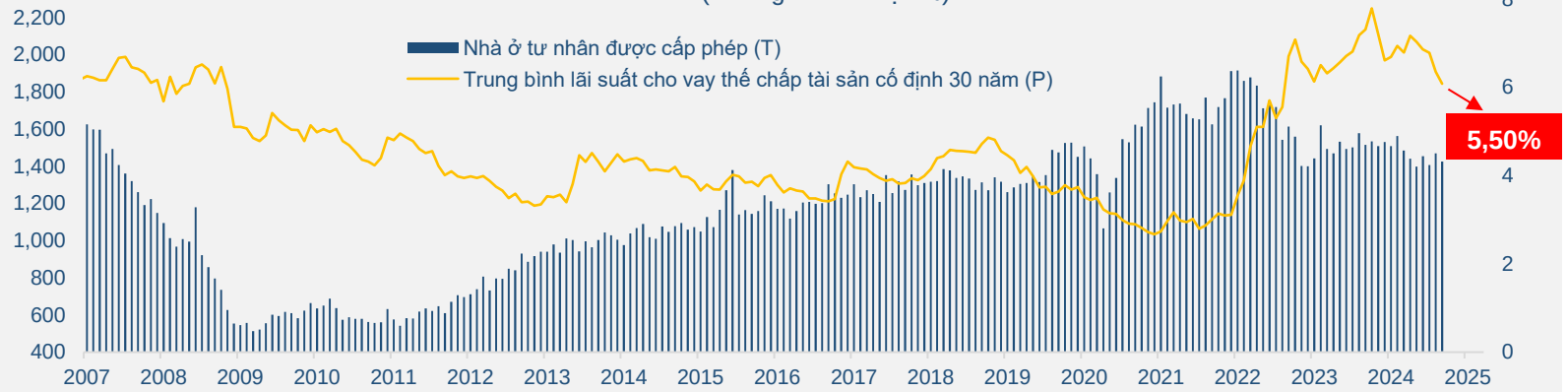
BAOVIET Securities

Mảng Đá: Dự kiến tiếp tục "ảm đạm", tín hiệu hồi phục dần rõ rệt trong 2H.25

Tình hình kinh doanh của mảng Đá (cả nội địa lẫn xuất khẩu) phụ thuộc trực tiếp vào hoạt động xây dựng dân dụng. Đối với mảng nội địa, BVSC kỳ vọng sẽ có sự cải thiện chậm sau khi Luật BĐS sửa đổi bắt đầu có hiệu lực và dần thẩm thấu vào thị trường. PTB cũng tự tin trúng thầu hợp đồng cung cấp đá ốp lát cho các dự án đầu tư công, song đóng góp vào cơ cấu doanh thu không đáng kể.

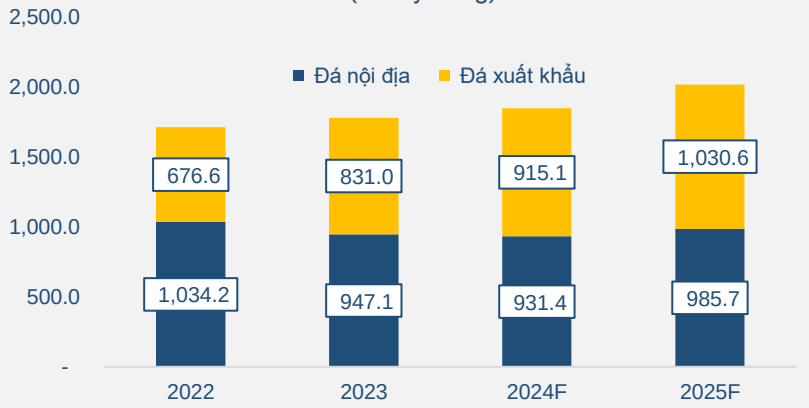
Đối với hoạt động xuất khẩu tại Mỹ, số lượng nhà ở khởi công dự báo sẽ hồi phục chậm bất chấp mặt bằng lãi suất thấp do tồn kho nhà ở tăng cao trong giai đoạn vừa qua. BVSC kỳ vọng, tín hiệu tích cực sẽ bắt đầu rõ ràng hơn kể từ 2H.25.

Diễn biến lãi suất cho vay thế chấp tài sản cố định 30 năm và nhà ở tư nhân cấp phép tại Mỹ
(đvt: nghìn đơn vị - %)



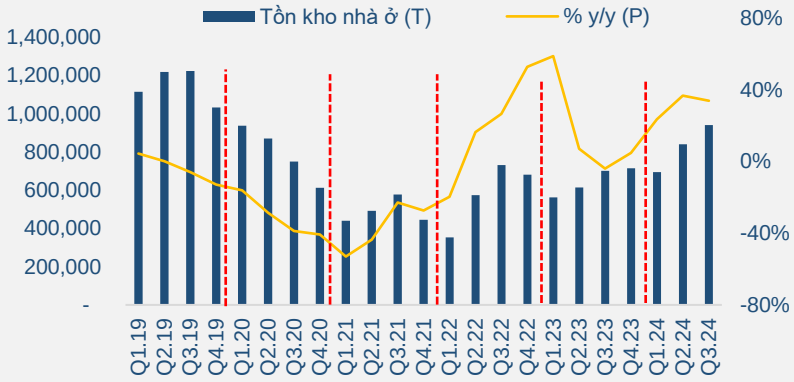
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Dự phóng doanh thu mảng đá năm 2024F-2025F
(đvt: tỷ đồng)



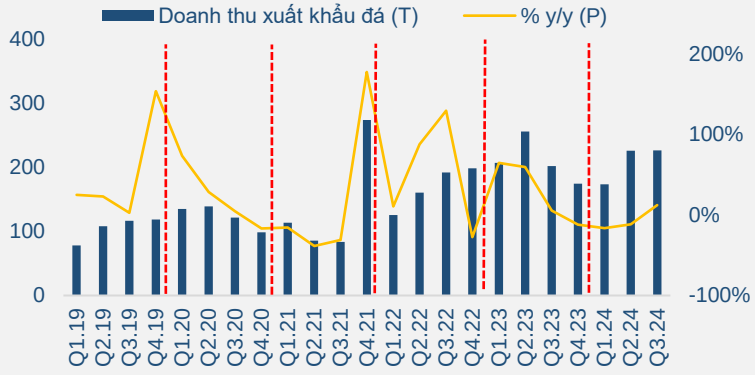
Nguồn: PTB, BVSC dự phóng

Tồn kho nhà ở tại Mỹ và tăng trưởng % y/y
(đvt: đơn vị - %)



Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Doanh thu xuất khẩu đá và tăng trưởng % y/y
(đvt: tỷ đồng - %)



Nguồn: PTB, BVSC tổng hợp

Tương quan tăng trưởng q/q doanh thu xuất khẩu đá nhân tạo tại Mỹ và nhà ở tư nhân được khởi công

Nguồn: Fred, PTB, BVSC tổng hợp

BAOVIET Securities

VCS

NEUTRAL | Target: 74.300 VNĐ/CP | Upside: +14,0%

VCS - Hồi phục từ nền thấp

Current price: **65,200 VND/share** - Target price: **74,300 VND/share** - Upside: **+14.0%** - Recommendation: **NEUTRAL**

Triển vọng doanh nghiệp kinh doanh năm 2025

Xuất khẩu: Kỳ vọng từ mặt bằng lãi suất thấp trong 2025

FED đã bắt đầu chu trình nới lỏng tiền tệ, dẫn đến mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà dự kiến sẽ về mức thấp hơn trong 2025. Điều này sẽ thúc đẩy mức đầu tư tư nhân vào nhà ở (bao gồm cả xây mới và sửa chữa) hồi phục trở lại. Tuy nhiên, BVSC cho rằng, tốc độ hồi phục sẽ tương đối chậm do (1) thị trường Mỹ cần thời gian hấp thụ lượng tồn kho nhà ở tăng cao trong 2024 và (2) triển vọng cắt giảm lãi suất không tích cực như dự kiến sau khi tổng thống Donald Trump đắc cử. BVSC kỳ vọng, hoạt động kinh doanh đá thạch anh tại Mỹ sẽ dần tích cực hơn kể từ 2H.25. Dự báo doanh thu mảng xuất khẩu trong năm 2025 đạt mức 3.527 tỷ đồng.

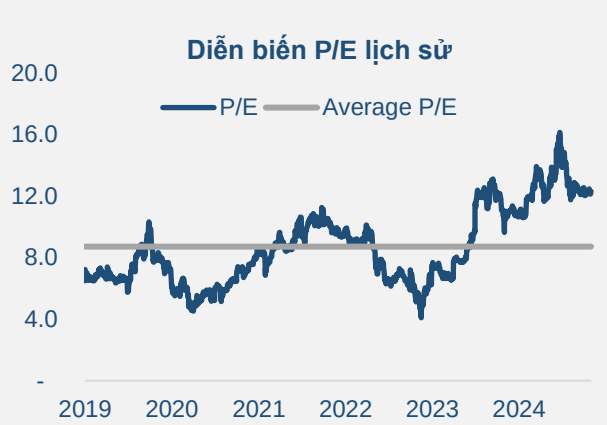
Nội địa: Tín hiệu khởi đầu cho sự hồi phục của hoạt động xây dựng dân dụng

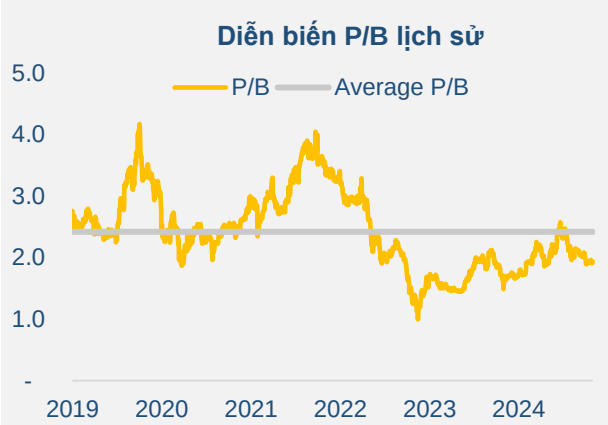
Theo ước tính của CBRE, nguồn cung mở bán căn hộ mới trong phân khúc Trung cấp và Cao cấp tại Hà Nội đã gia tăng đột biến trở lại trong 2 quý gần nhất, trái ngược với diễn biến "ảm đạm" tại thị trường Hồ Chí Minh. Theo dự báo, có khoảng 13.000 căn hộ sẽ được mở bán trong quý tới đây trên cả 2 thị trường. Động thái này có thể là tín hiệu mở đầu cho chu kỳ hồi phục của thị trường Bất động sản sau khi bộ ba luật BĐS sửa đổi chính thức có hiệu lực và dần thẩm thấu. Tuy nhiên, tại thị trường Việt Nam, xu hướng sử dụng đá thạch anh nhân tạo vẫn chưa thật sự phổ biến do chi phí cao. Do đó, BVSC dự phóng mảng kinh doanh nội địa sẽ tăng trưởng khiêm tốn trở lại từ nền thấp, ước tính doanh thu nội địa năm 2025 đạt khoảng 1.332 tỷ đồng.

Định giá: BVSC dự phóng giá mục tiêu đạt mức **74.300 đồng/cp**, với mức upside +**14,0%** và khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu **VCS**, do giá cổ phiếu đã phản ánh phần lớn câu chuyện tích cực khiến mức upside còn lại không hấp dẫn cho đầu tư dài hạn.

Rủi ro: (1) Hoạt động kinh doanh tại thị trường xuất khẩu tăng trưởng không đạt kỳ vọng; (2) Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, đặc biệt là Polyester Resin; (3) Ảnh hưởng tiêu cực từ việc áp các mặt hàng xuất khẩu sang Hoa Kỳ và các cuộc điều tra phòng vệ thương mại.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**4.354**	**4.333**	**4.869**	**5.342**
% Tăng trưởng yoy	*-23,1%*	*-0,5%*	*12,4%*	*9,7%*
- Xuất khẩu	3.110	3.180	3.537	3.895
- Nội địa	1.244	1.153	1.332	1.447
Lợi nhuận gộp	**1.221**	**1.208**	**1.418**	**1.605**
% Biên lợi nhuận gộp	*28,0%*	*27,9%*	*29,1%*	*30,0%*
LNST - CĐTS	**846**	**833**	**993**	**1.147**
% Tăng trưởng yoy	*-26,3%*	*-1,6%*	*19,2%*	*15,4%*
% ROE	*17,0%*	*16,1%*	*18,0%*	*19,2%*
EPS (đồng/cp)	5.290	5.207	6.209	7.166
BVPS (đồng/cp)	31.149	32.358	34.563	37.225



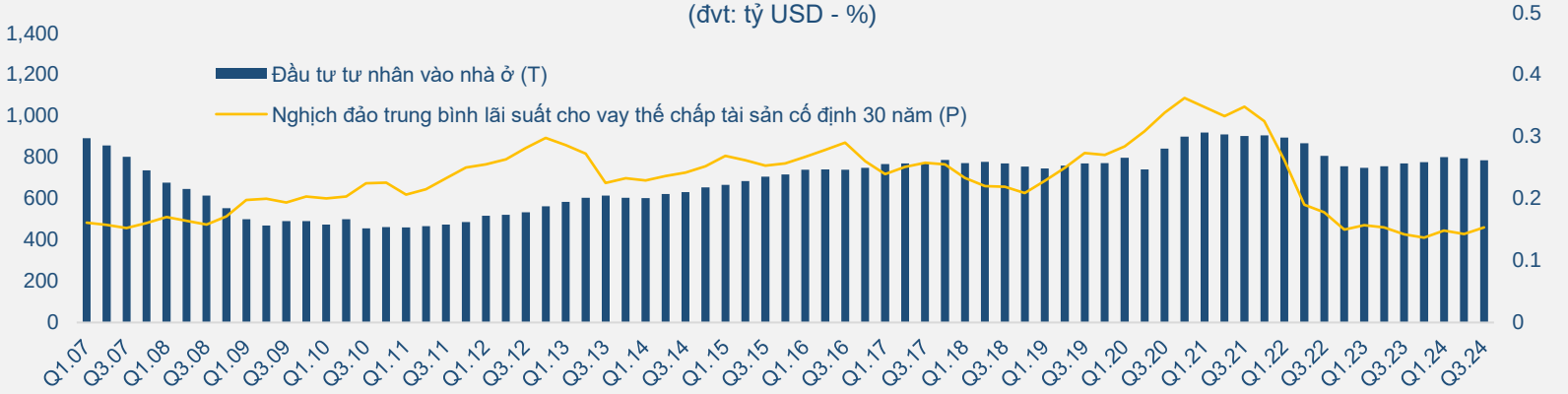


Xuất khẩu: Kỳ vọng hồi phục nhờ mặt bằng lãi suất thấp - Nội địa: Hoạt động xây dựng dần "ấm" trở lại

Tại thị trường xuất khẩu chủ lực là Mỹ, mặt bằng lãi suất dự kiến thấp hơn trong năm 2025 sẽ thúc đẩy sự hồi phục của hoạt động đầu tư tư nhân vào nhà ở (bao gồm cả xây mới và sửa chữa). BVSC cho rằng, tốc độ hồi phục dự kiến sẽ chậm trong 1H25 do mức tồn kho nhà ở cao, và thị trường cần thời gian (6 tháng) để tiêu thụ phần nào lượng tồn kho này, trước khi nguồn xây mới gia tăng lại.

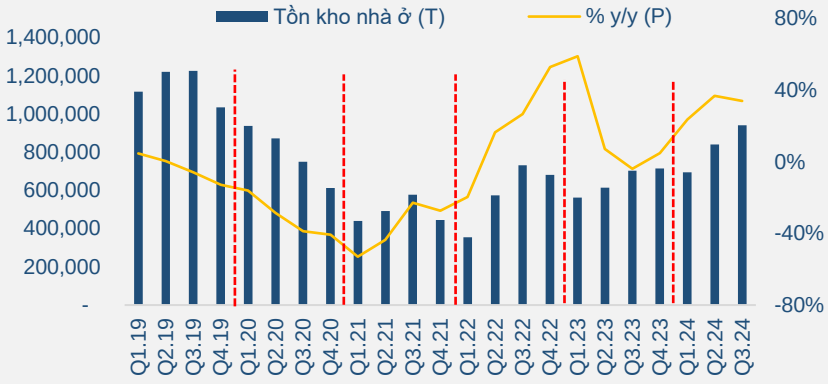
Đối với thị trường nội địa, tín hiệu hồi phục đã dần xuất hiện trên thị trường bất động sản khi số lượng nguồn cung căn hộ mở bán mới gia tăng mạnh tại Hà Nội. Theo ước tính của CBRE, dự kiến sẽ có khoảng 13.000 căn hộ trung và cao cấp được mở bán trong Q4.24 trên cả 2 thị trường Hà Nội và Hồ Chí Minh. Từ đó, giúp hoạt động kinh doanh nội địa cải thiện trở lại từ mức nền thấp trong 2024.

Diễn biến nghịch đảo trung bình lãi suất cho vay thế chấp tài sản cố định 30 năm và đầu tư tư nhân vào nhà ở tại Mỹ
(đvt: tỷ USD - %)



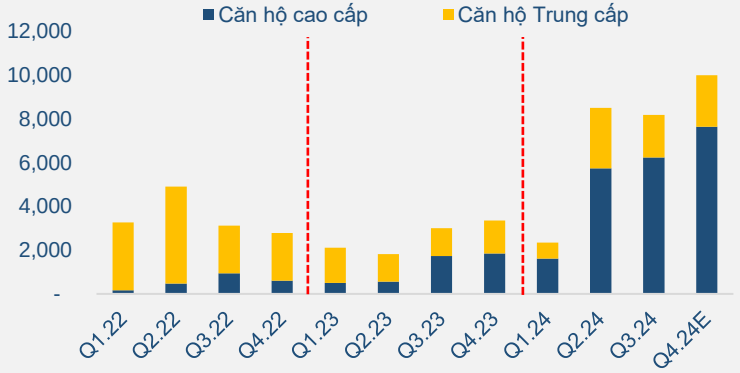
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Tồn kho nhà ở tại Mỹ và tăng trưởng % y/y
(đvt: đơn vị - %)



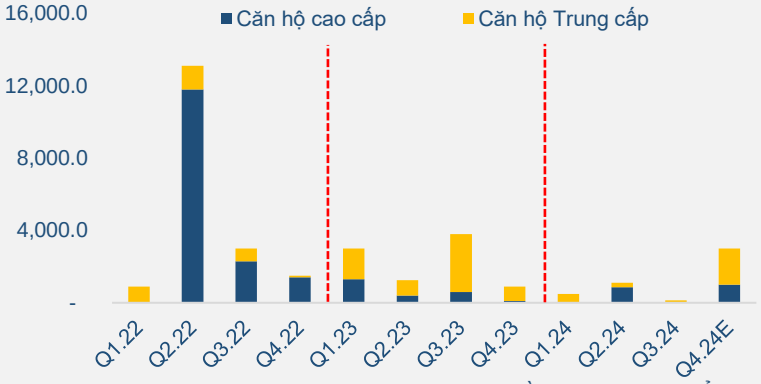
Nguồn: Fred, BVSC tổng hợp

Nguồn cung mở bán mới căn hộ tại Hà Nội
(đvt: căn hộ)



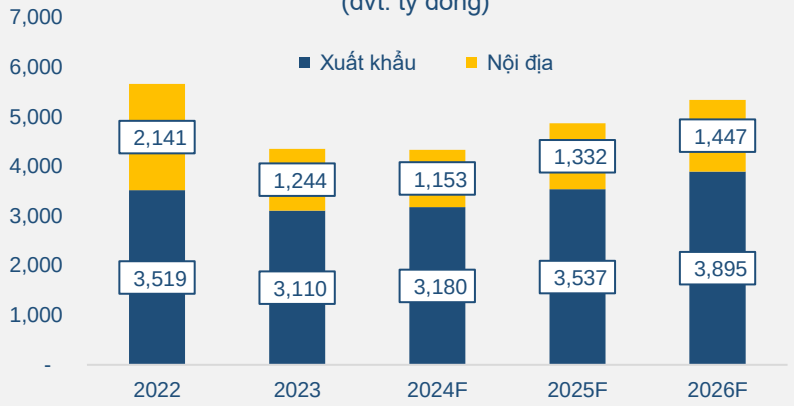
Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Nguồn cung mở bán mới căn hộ tại Hồ Chí Minh
(đvt: căn hộ)



Nguồn: CBRE, BVSC tổng hợp

Dự phóng doanh thu VCS giai đoạn 2022-2026F
(đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VCS, BVSC dự phóng

BAOVIET Securities

Ngành Thép

Triển vọng 2025 – Động lực tăng trưởng chính đến từ tiêu thụ nội địa

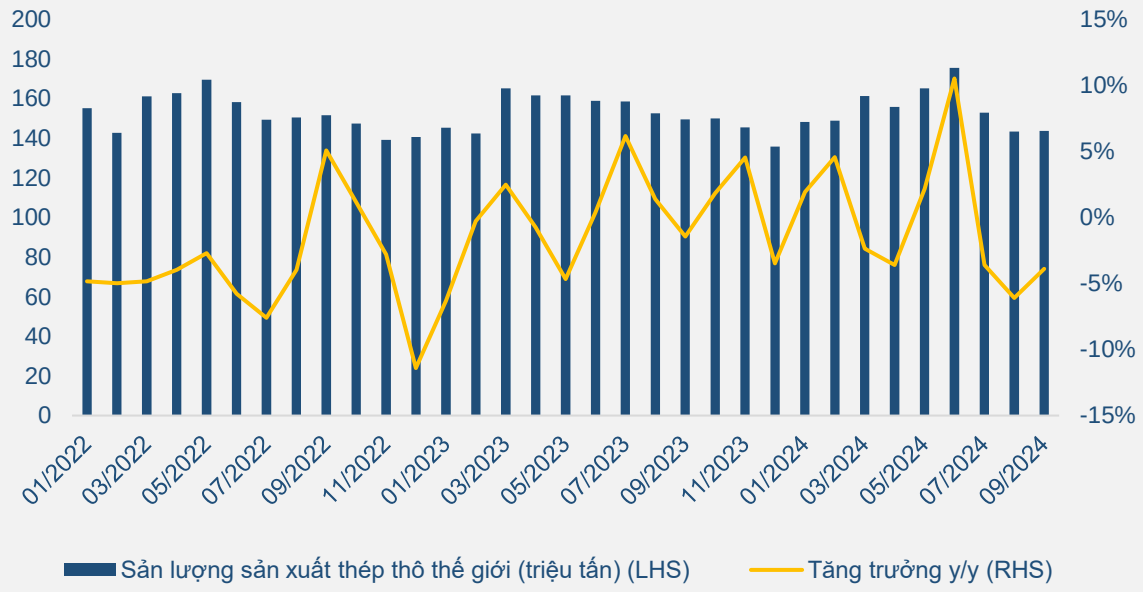
BAOVIET Securities

Triển vọng 2025

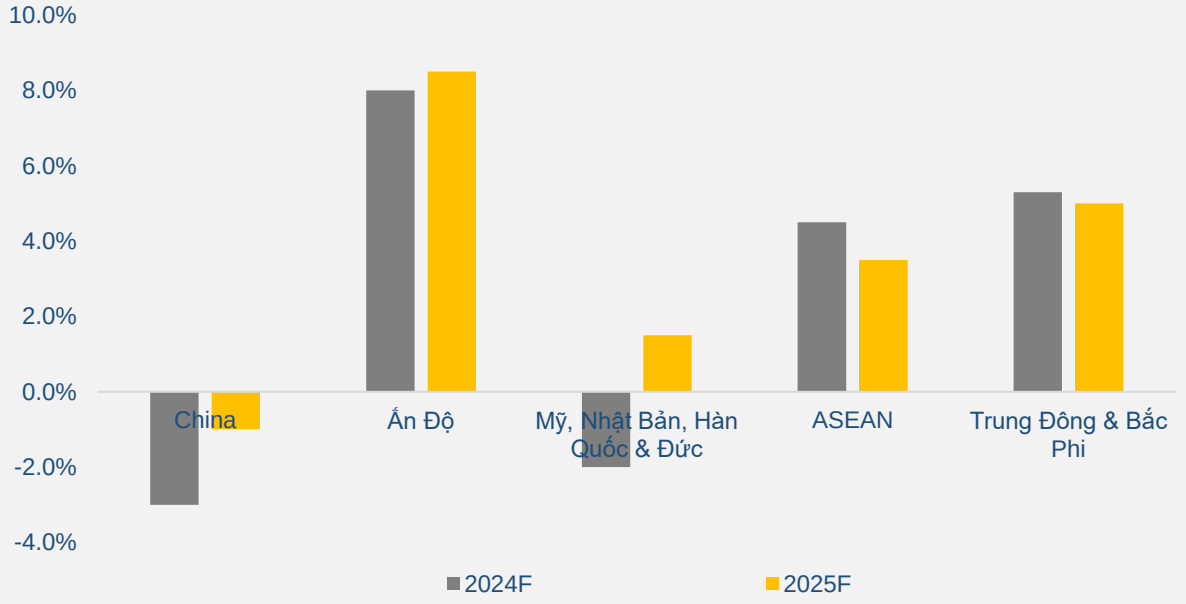
Ngành Thép thế giới - Nhu cầu tiêu thụ dự báo hồi phục

- **Năm 2024 vẫn là năm khó khăn đối với ngành Thép:** 9 tháng đầu năm 2024, sản xuất thép thô đạt 1,4 tỷ tấn, giảm 1,9%YoY. Điểm sáng chính là Ấn Độ và các nước Châu Âu (ngoài EU) với tổng sản lượng sản xuất lần lượt đạt 110,3 triệu tấn (+5,8% YoY) và 33,1 triệu tấn (+7,8%YoY) nhờ đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng, tiêu thụ ô tô và sản xuất công nghiệp. WorldSteel đã điều chỉnh dự báo nhu cầu thép toàn cầu năm 2024 từ mức tăng trưởng 1,7% trước đó sang mức tăng trưởng âm 0,9%, trong đó nhu cầu thép ở Trung Quốc giảm 3%.
- **Triển vọng năm 2025:** WorldSteel dự báo nhu cầu tăng trưởng thép toàn thế giới tăng 1,2%, trong đó:
  - ✓ Đà giảm của Trung Quốc sẽ chậm lại chỉ còn 1%.
  - ✓ Nhu cầu thép ở các nước đang phát triển dự kiến tăng 4,2%YoY, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của Ấn Độ và sự phục hồi ở các nền kinh tế mới nổi lớn khác. Dự báo nhu cầu tăng trưởng tiêu thụ thép ở Ấn Độ tăng 8,5% trong 2025 và khu vực ASEAN khoảng 3,5%.

Sản lượng sản xuất thép thô thế giới theo tháng



Dự báo tăng trưởng nhu cầu thép của một số quốc gia 2024-2025



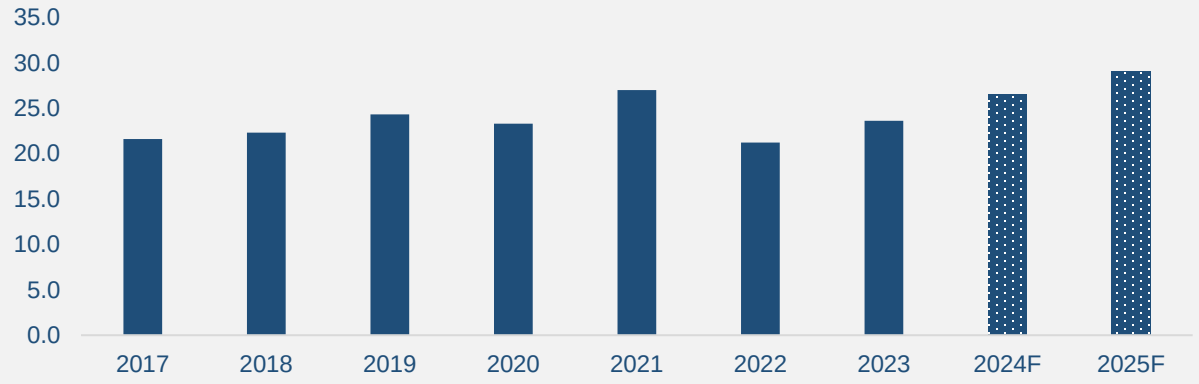
Nguồn: Worldsteel, BVSC tổng hợp

Triển vọng 2025

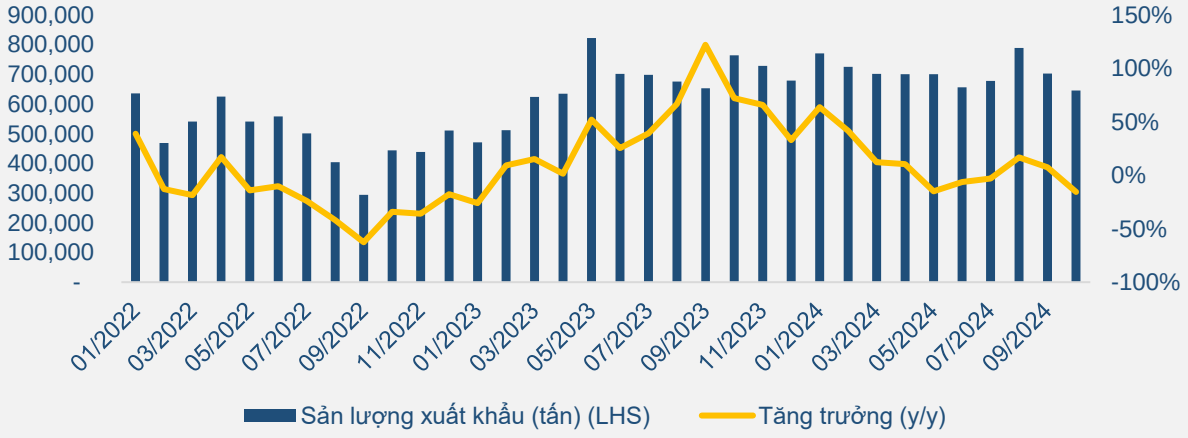
Ngành Thép Việt Nam - Nhu cầu tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính, tăng trưởng xuất khẩu "hạ nhiệt"

- **Thị trường thép nội địa phục hồi tích cực trong 10 tháng đầu năm 2024:** Sản lượng tiêu thụ thép trong nước tăng 21%YoY, đạt 15,6 triệu tấn. Trong đó, thép xây dựng, thép cán cuộn, tôn mạ và ống thép lần lượt tăng trưởng 12%, 36% và 18% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Sản lượng xuất khẩu trong 10 tháng 2024 đạt gần 7 triệu tấn, tăng trưởng xuất khẩu đạt 6%YoY, xuất khẩu có dấu hiệu "hạ nhiệt" từ quý 2 trở đi. Trong đó, xuất khẩu thép cán cuộn trong 10 tháng giảm -24%YoY, trung bình giảm hơn 30% sản lượng xuất khẩu mỗi tháng.
- VSA dự báo triển vọng sản xuất thép Việt Nam sẽ tăng 10% trong 2024 và 8% vào 2025, với sản lượng sản xuất thép thành phẩm khoảng 28-30 triệu tấn. Tăng trưởng tiêu thụ nội địa khoảng 14% trong 2024 và 11% trong 2025, với sản lượng khoảng 21-22,5 triệu tấn.
- **Tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính của ngành thép trong 2025:** BVSC ước tính tăng trưởng nội địa ~13% (đạt hơn 21 triệu tấn trong 2025) nhờ sự phục hồi từ mảng bất động sản – thị trường chiếm 60% nhu cầu thép. Bên cạnh đó, Bộ Công thương áp/điều tra thuế chống bán phá giá một số mặt hàng như tôn mạ màu, tôn mạ kẽm và HRC nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ sẽ giúp tăng sức cạnh tranh về giá cho các doanh nghiệp sản xuất thép chiếm lĩnh thêm thị phần tại Việt Nam
- **Xuất khẩu "hạ nhiệt" trong 2025:** BVSC nhận định mảng xuất khẩu có thể ghi nhận mức tăng trưởng âm khoảng 3% trong 2025 do so sánh mức nền cao của 2024 và xu hướng bảo hộ thương mại toàn cầu. Các quốc gia trong điểm nhập khẩu thép Việt Nam như EU, Ấn Độ, USA (chiếm 65% sản lượng thép xuất khẩu của Việt Nam)... đều tăng cường điều tra chống bán phá giá các loại thép cán, ống thép và tôn mạ nhập khẩu từ Việt Nam. Trong khi đó, sản lượng thép cán, ống thép và tôn mạ xuất khẩu chiếm gần 80% sản lượng xuất khẩu thép của Việt Nam.

Sản lượng tiêu thụ thép tại Việt Nam (bao gồm nội địa và xuất khẩu) giai đoạn 2017-2025
(đvt: triệu tấn)



Sản lượng xuất khẩu thép



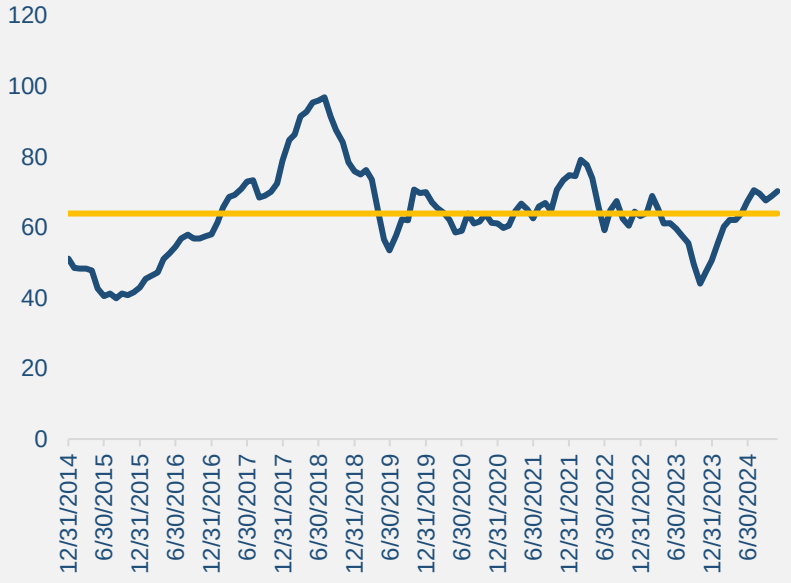
Nguồn: VSA, Tổng cục hải quan, BVSC tổng hợp

Triển vọng 2025

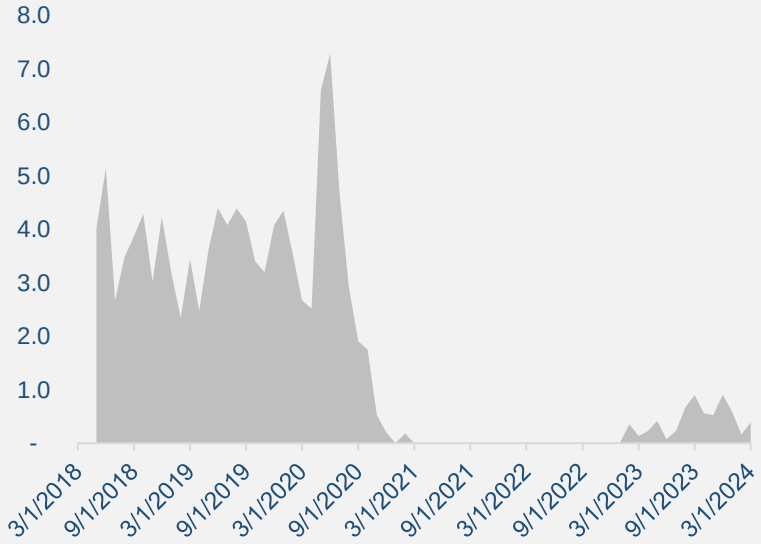
Ngành Thép - Giá nguyên vật liệu giảm

- Giá nguyên vật liệu giảm trong 11T2024: Giá quặng sắt bình quân khoảng 104,6 USD/tấn (-7,4%YoY), giá than cốc bình quân là 246 USD/tấn (-16%YoY).
- BVSC nhận định giá nguyên liệu sẽ tiếp tục giảm trong 2025 khi (1) Mức tồn kho nguyên liệu vẫn ở mức cao (đặc biệt tại Trung Quốc, thị trường tiêu thụ chính); (2) Nguồn cung quặng sắt toàn cầu dự kiến sẽ tăng từ 2-3%/năm trong giai đoạn 2024-2028, sẽ có thêm nguồn cung mới xuất hiện tại Canada, Ấn Độ và Châu Phi; và (3) Nhu cầu tiêu thụ quặng sắt, than cốc có thể giảm dần khi Trung Quốc đang nỗ lực giảm lượng khí thải carbon trong sản xuất (đặc biệt là sản xuất thép). Chính phủ Trung Quốc mong muốn sản xuất "thép xanh" bằng việc chuyển đổi lò BOF sang lò EAF, đặt mục tiêu sản xuất 15% lượng thép thô sử dụng lò EAF vào 2025 và nâng tỷ lệ lên 20% vào 2030.
- BVSC ước tính giá quặng sắt giao dịch ở mức 100 USD/tấn (-4,7%YoY), giá than cốc giao dịch ở mức 220 USD/tấn (-8,3%YoY) trong 2025.

Tồn kho quặng sắt Trung Quốc
(đvt: triệu tấn)



Sản lượng xuất khẩu than cốc từ Australia sang Trung Quốc
(đvt: triệu tấn)



Biến động giá nguyên liệu đầu vào
(đvt: USD/tấn)

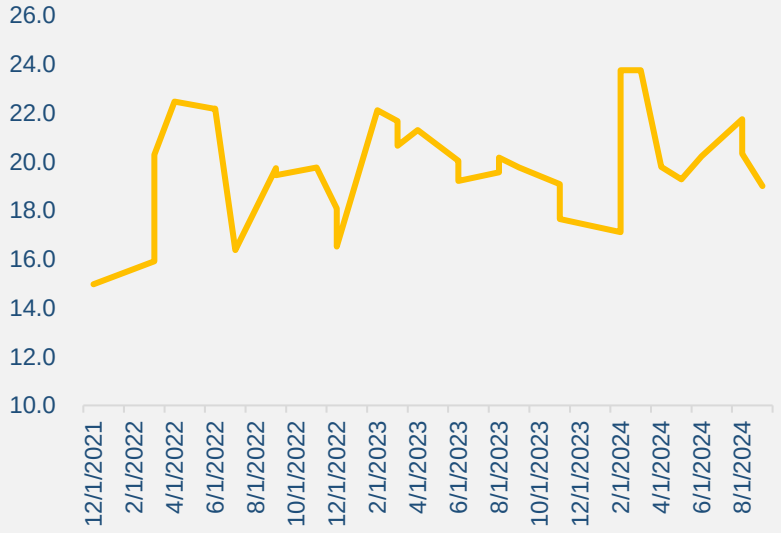
Nguồn: Bloomberg, BVSC ước tính

Triển vọng 2025

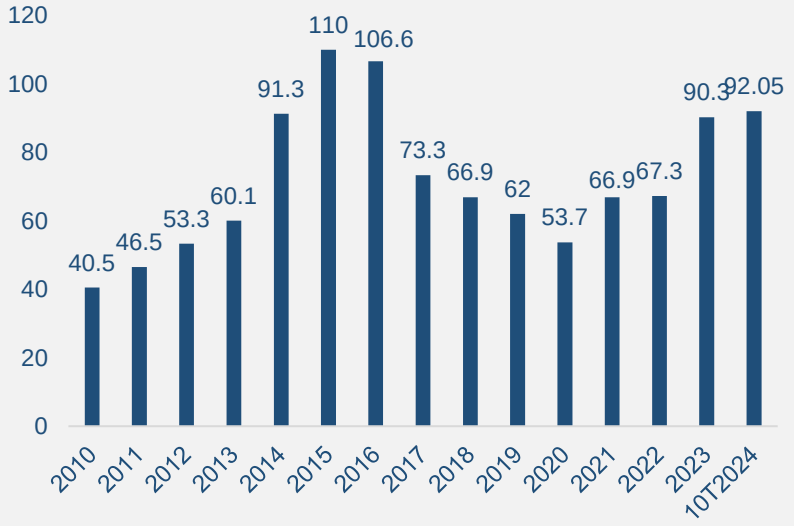
Xu hướng giá thép: chưa có sự bứt phá mạnh mẽ do biến động cùng chiều với giá thép Trung Quốc

- Trung Quốc đã xuất khẩu hơn 92 triệu tấn thép trong 10T2024 do tồn kho cao, trong khi mức tiêu thụ của thị trường nội địa của quốc gia này còn thấp.
- Mức tồn kho thép cuối tháng 9 tại Trung Quốc đạt 19 triệu tấn, giảm 20% so với đầu năm và về ngang với mức trung bình tồn kho thép trong 3 năm gần nhất.
- Giá thép Việt Nam trong 2024 chịu ảnh hưởng tiêu cực từ giá thép Trung Quốc do (1) Trung Quốc vẫn là nhà xuất khẩu thép lớn tại Việt Nam (chiếm 60% sản lượng nhập khẩu thép); và (2) Sự cạnh tranh về giá thép Trung Quốc và thép nội địa. Giá HRC Trung Quốc và Việt Nam trong 11T2024 lần lượt 515 USD/tấn (-9,3%YoY) và 535 USD/tấn (-12%YoY).
- Dự báo giá HRC Trung Quốc: Trong 2025, BVSC ước tính giá HRC Trung Quốc sẽ giảm, ở mức 500 USD/tấn, thấp hơn 3% so với mức giá HRC trung bình 11T2024 do (1) Giá nguyên liệu đầu vào giảm; (2) Sản lượng sản xuất thép tăng trở lại trong tháng 10, về mức trên 80 triệu tấn/tháng; và (3) Nhu cầu tiêu thụ thép của Trung Quốc vẫn tiếp tục dự báo giảm khoảng 1% (theo Worldsteel) → Trung Quốc vẫn sẽ tiếp tục xuất khẩu thép "ồ ạt" sang các quốc gia khác với mức giá rẻ hơn giá bán nội địa của quốc gia đó.
- Dự báo giá HRC Việt Nam: Giá HRC Việt Nam kỳ vọng sẽ đi ngang or tăng nhẹ trong 2025 ở mức 540-550 USD/tấn và mức độ biến động thu hẹp hơn theo giá HRC của Trung Quốc nhờ (1) BĐS trong nước phục hồi, duy trì mức tăng trưởng nhu cầu thép nội địa; và (2) Kỳ vọng thuế CBPG được áp trong 2025.

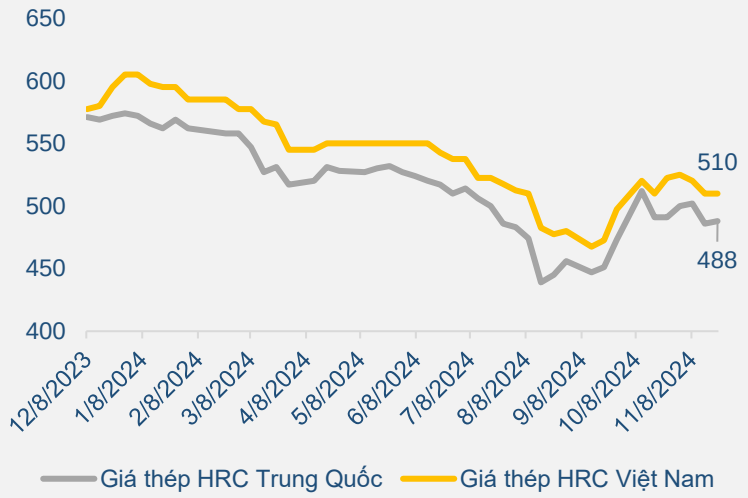
Tồn kho thép Trung Quốc
(đvt: triệu tấn)



Sản lượng thép xuất khẩu của Trung Quốc
(đvt: triệu tấn)



Giá HRC Việt Nam biến động cùng pha với giá HRC Trung Quốc
(đvt: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CISA, BVSC tổng hợp

Khuyến nghị đầu tư

Ngành Thép

Đvt: tỷ đồng	Doanh thu thuần (DTT)			Lợi nhuận sau thuế (LNST)			Tăng trưởng DTT			Tăng trưởng LNST		
MCK	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
HPG	118.953	142.296	176.370	6.800	12.425	15.360	-15,9%	19,6%	23,1%	-19,9%	82,7%	23,6%
NKG	18.596	21.145	22.936	117	610	832	-19,4%	13,7%	8,5%	N/a	342%	17,2%
HSG	31.650	39.270	43.100	117	518	607	-36,3%	21%	11%	-87,6%	1545%	42,5%
GDA	17.435	20.327	20.945	284	421	455	-19,3%	16,6%	3%	N/a	48,2%	8,1%
Tổng	**186.634**	**223.088**	**263.351**	**7.318**	**13.974**	**17.245**		**19,5%**	**17,5%**		**91%**	**23%**

Mã CK	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside	P/E forward		Điểm nhấn đầu tư 2025
				2024	2025	
HPG	OUTPERFORM	37.000	34,5%	18,2	15,4	▪ Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ nhu cầu nội địa phục hồi. ▪ Kỳ vọng thuế CBPG HRC → tăng khả năng cạnh tranh với HRC nhập khẩu. ▪ Tăng trưởng dài hạn từ Dung Quất 2.
NKG	OUTPERFORM	27.300	40%	13,7	11,8	▪ Sản lượng nội địa tăng bù đắp sụt giảm mảng nhập khẩu. ▪ Áp thuế CBPG thép mạ kẽm → tăng khả năng cạnh tranh với sản phẩm NK. ▪ Tăng trưởng dài hạn từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ.
HSG	OUTPERFORM	23.000	22,6%	N/a	19,6	▪ Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ nhu cầu nội địa phục hồi. ▪ Áp thuế CBPG thép mạ kẽm → tăng khả năng cạnh tranh với sản phẩm NK. ▪ Lợi thế từ hệ thống bán lẻ Hoasen home giúp HSG có biên lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp tôn mạ khác.
GDA	OUTPERFORM	41.200	50,4%	11,2	10,3	▪ Sản lượng nội địa tăng bù đắp sụt giảm mảng nhập khẩu. ▪ Áp thuế CBPG thép mạ kẽm → tăng khả năng cạnh tranh với sản phẩm NK. ▪ Tăng trưởng dài hạn từ nhà máy mới.

Phụ lục

Các quốc gia áp thuế đối với ngành Thép Việt Nam

Quốc gia áp thuế	Sản phẩm	Mức thuế	Thời gian áp thuế
Canada	Thép tấm mạ kẽm chống ăn mòn	2,3%-71,1%	5 năm, từ ngày 17/11/2020
	Thép cuộn cán nguội và ống thép	Thép cuộn cán nguội: 6,5%-99,2% Ống thép: 3-54,2%	5 năm, áp thuế CRC từ tháng 5/2018 và áp thuế ống thép từ 2012.
	Thép dây	6,1%-38,9%	5 năm, từ 09/2024
Mexico	Tôn mạ	0–12,34% (14/9/2022) 0%-10,84% (điều chỉnh giảm biên độ từ ngày 24/2/2023)	5 năm, từ 14/09/2022
	Thép cuộn cán nguội	12,77%-81,06% (14/09/2022) 11,64%-79,24% (điều chỉnh giảm biên độ từ ngày 28/12/2023)	5 năm, từ 14/09/2022
EU	Thép không gỉ không phẳng, có xuất xứ từ Indonesia	N/a	Ngày khởi xướng điều tra 14/08/2023, hiện chưa có kết luận điều tra.
	Thép cuộn cán nóng	N/a	Cuối tháng 7.2024, EU bắt đầu khởi xướng điều tra
Ấn Độ	Ống thép không gỉ và thép cuộn cán nóng	N/a	Ống thép: ngày khởi xướng điều tra 30/9/2023, hiện chưa có kết luận điều tra. HRC: ngày khởi xướng điều tra T08.2024.
USA	Thép mạ kẽm và Thép cán nguội được sản xuất từ thép cán nóng có nguồn gốc xuất xứ từ Trung Quốc	Thép mạ kẽm: 39,05%-199,43% Thép cuộn cán nguội: 199,76% - 265,79%	5 năm, từ tháng 12/2017
	Ống thép chịu lực không gỉ	Khởi xướng điều tra	08/2024
Thái Lan	Tôn mạ	4,3%-60,26%	5 năm, từ tháng 3/2017
Malaysia	Thép cuộn cán nguội	3,06%-37,14%	5 năm, từ tháng 11/2020
Philippines	Thép cuộn và thép tấm mạ kẽm	4,5%-107,3%	5 năm, từ 2020
Indonesia	Thép cuộn và thép tấm mạ kẽm	12,3%-28,5%	5 năm, từ 2019
Úc	Thép mạ kẽm và thép cuộn cán nguội	Thép mạ kẽm: 8,4%-12,4% Thép cuộn cán nguội: 4,6%-37,4%	5 năm, áp thuế thép mạ kẽm từ 2017, áp thuế CRC từ 2016 và gia hạn tiếp từ 2021

Nguồn: VSA, Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Phụ lục

So sánh mức áp thuế chống bán phá giá áp lên thép nhập khẩu từ Việt Nam và Trung Quốc

Quốc gia áp thuế	Quốc gia bị áp thuế	
	Việt Nam	**Trung Quốc**
USA	CRC: 39,05%-199,43%	CRC: 256%
	HRC: 199,43%	HRC: 199%-236%
	Thép mạ kẽm: 199,43%	Thép mạ kẽm: 199%-227%
	Thép tấm:199,43%	Thép tấm: 100%-200%
		Thép không gỉ: 40-75%
EU	CRC: 19%-26%	CRC: 20,6-30,7%
	HRC: đang điều tra	HRC: 25-35%
	Thép mạ kẽm: 19%-25%	Thép mạ kẽm: 19-27%
	Thép tấm: 20-27%	Thép tấm: 15-30%
		Thép không gỉ: 19,2-25%

Nguồn: VSA, Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Phụ lục

Chính phủ Việt Nam áp thuế chống bán phá giá với một số thép nhập khẩu

Tên vụ việc	Mức thuế	Quốc gia bị áp thuế	Thời gian áp thuế
Tôn mạ màu (AD04)	Trung Quốc: 2,56% đến 34,27%	Trung Quốc và Hàn Quốc	2019-24/10/2024. Đã gia hạn từ 10/2024-2029.
	Hàn Quốc: 4,95% đến 19,25%		
Tôn mạ kẽm/mạ lạnh (AD02)	Trung Quốc: 3,17% đến 38,34%	Trung Quốc và Hàn Quốc	2017-2022. Hiện đã hết hiệu lực, Bộ Công Thương đã quyết định điều tra lại từ 14/6/2024.
	Hàn Quốc: 7,02% đến 19%		
Tôn cán nguội (AD08)	Trung Quốc: 4,43%	Trung Quốc	2020-21/12/2025.
Thép không gỉ (AD01)	Trung Quốc: 4,64% đến 6,87%	Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan	2014-2019 và đang được rà soát.
	Indonesia: 3,07%		
	Malaysia: 10,71%		
	Đài Loan: 13,79% đến 37,29%		
Thép hình H (AD03)	Trung Quốc: 21,18% đến 35,587%	Trung Quốc	2019-2024
Thép hình H từ Malaysia (AD12)	Malaysia: 10,64%	Malaysia	04/2021
Cáp thép dự ứng lực (AD17)	Chưa áp thuế	Trung Quốc, Malaysia và Thái Lan	Khởi xướng điều tra 2023
Tôn mạ (AD19)	Chưa áp thuế	Trung Quốc, Hàn Quốc	Khởi xướng điều tra 6/2024
Thép cuộn cán nóng (AD20)	Chưa áp thuế	Ấn Độ, Trung Quốc	Khởi xướng điều tra 7/2024

Nguồn: VSA, Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Phụ lục

Dự báo thời điểm áp thuế chống bán phá giá thép mạ (AD19)

Sự kiện	Số ngày	Tính từ thời điểm	Thuế CBPG thép mạ	Chú thích
Giai đoạn điều tra				
- Tiếp nhận hồ sơ		Ngày tiếp nhận hồ sơ	19/4/2024	Điều 30 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Thông báo hồ sơ hợp lệ	15 ngày	Ngày thông báo hồ sơ hợp lệ	03/5/2024	Điều 70 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Khởi xướng điều tra	45 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	14/6/2024	Điều 35 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Gửi câu hỏi tới các bên liên quan	15 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu hỏi		Điều 57 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Nhận câu trả lời từ các bên liên quan	30 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu trả lời		Điều 57 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Kết luận sơ bộ				Không quy định
- Áp thuế CBPG tạm thời	> 60 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	- Mức thuế CBPG tạm thời có hiệu lực trong vòng 120 ngày kể từ ngày quyết định áp thuế và có thể gia hạn tiếp. - **Dự kiến giữa tháng 12/2024** (theo AD02 thời gian từ lúc khởi xướng điều tra đến áp thuế CBPG tạm thời khoảng 6 tháng).	Điều 37 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP, số lần áp thuế CBPG tạm thời không quy định là bao nhiêu lần
- Kết thúc điều tra, đưa ra kết luận	12-18 tháng	Ngày khởi xướng điều tra	Chậm nhất là tới tháng 12/2025 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận.	Điều 70 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
Giai đoạn rà soát				
- Áp thuế CBPG	Tối đa 5 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 81 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Rà soát lần 1	1 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 82 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Rà soát lần 2	1 năm	Trước khi kết thúc thời hạn áp thuế		Điều 82 - Luật Quản lý ngoại thương 2017

Nguồn: Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp

Phụ lục

Dự báo thời điểm áp thuế chống bán phá giá HRC (AD02)

Sự kiện	Số ngày	Tính từ thời điểm	Thuế CBPG thép HRC	Chú thích
Giai đoạn điều tra				
- Tiếp nhận hồ sơ	0	Ngày tiếp nhận hồ sơ	Ngày 19/03/2024	Điều 30 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Thông báo hồ sơ hợp lệ	15 ngày	Ngày thông báo hồ sơ hợp lệ	Ngày 14/06/2024	Điều 70 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Khởi xướng điều tra	45 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	Ngày 26/07/2024	Điều 35 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Gửi câu hỏi tới các bên liên quan	15 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu hỏi		Điều 57 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Nhận câu trả lời từ các bên liên quan	30 ngày	Ngày các bên liên quan nhận được câu trả lời		Điều 57 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP
- Kết luận sơ bộ				Không quy định.
- Áp thuế CBPG tạm thời	60-120 ngày	Ngày khởi xướng điều tra	– Mức thuế CBPG tạm thời có hiệu lực trong vòng 120 ngày kể từ ngày quyết định áp thuế. – **Sớm nhất là 01/2025 (sau 6 tháng).**	Điều 37 - Nghị định 10/2018/NĐ-CP, số lần áp thuế CBPG tạm thời không quy định là bao nhiêu lần
- Kết thúc điều tra, đưa ra kết luận	12 tháng - 18 tháng	Ngày khởi xướng điều tra	Từ tháng 10/2025 đến đầu 2026 sẽ kết thúc điều tra và đưa ra kết luận.	Điều 70 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
Giai đoạn rà soát				
- Áp thuế CBPG	Tối đa 5 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 81 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Rà soát lần 1	1 năm	Ngày quyết định áp thuế		Điều 82 - Luật Quản lý ngoại thương 2017
- Rà soát lần 2	1 năm	Trước khi kết thúc thời hạn áp thuế		Điều 82 - Luật Quản lý ngoại thương 2017

Nguồn: VSA, Tổng cục hải quan, BVSC tổng hợp

HPG

OUTPERFORM | Target: 37.000 VNĐ/CP | Upside: +37%

BAOVIET Securities

HPG – Tăng trưởng dài hạn đến từ Dung Quất 2

HPG - Target: 37.000 VNĐ/CP | Upside: +34,5%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	37.000 đồng/cp
Giá thị trường:	27.500 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+34,5%**

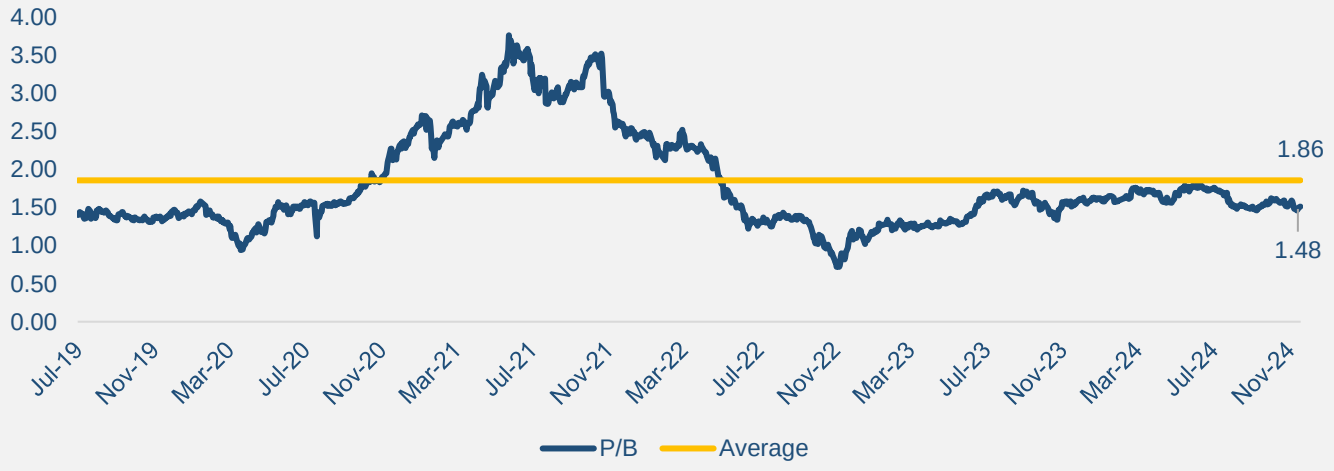
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**4YR CAGR**
Doanh thu	**141.409**	**118.953**	**142.296**	**176.370**	**7,4%**
Tăng trưởng	-5,5%	-15,9%	19,6%	23,9%	
Lợi nhuận gộp	**16.763**	**12.938**	**19.147**	**25.269**	**14,8%**
Tăng trưởng	-59,2%	-22,8%	48%	31%	
Lợi nhuận ròng	**8.444**	**6.800**	**12.425**	**15.360**	**21,7%**
Tăng trưởng	-75,4%	-19,9%	82,7%	23,6%	
EPS (đồng/cp)	**1.320**	**1.069**	**1.942**	**2.400**	
P/E (x)	**19,2**	**26,2**	**18,2**	**15,4**	
P/B (x)	**1,7**	**1,66**	**2,35**	**2,1**	

Điểm nhấn đầu tư:

- **Sản lượng tiêu thụ tăng, động lực tăng trưởng đến từ tiêu thụ nội địa:** Dự báo trong năm 2025, tổng tiêu thụ thép hơn 11,3 triệu tấn (+26.2% y/y); trong đó, sản lượng thép xây dựng đạt hơn 5 triệu tấn (+10%y/y), sản lượng thép HRC đạt gần 5 triệu tấn (+62%y/y) (Dung Quất 2 đóng góp 1,96 triệu tấn, với công suất 70%).
- **Kỳ vọng vào việc áp thuế Chống bán phá giá (CBPG) của Bộ Công Thương, hỗ trợ các nhà sản xuất thép HRC có năng lực tranh về giá với thép nhập khẩu từ Trung Quốc.**
- **Dung Quất 2 tạo động lực tăng trưởng cho HPG trong dài hạn:** Dự kiến giai đoạn 1 và giai đoạn 2 của Dung Quất 2 sẽ đi vào hoạt động cuối 2024 và cuối năm 2025, nâng công suất thép thô của HPG thêm 8,6 triệu tấn/năm với sản phẩm chủ lực là HRC. Ước tính dự án Dung Quất 2 ghi nhận doanh thu khoảng 60-70 nghìn tỷ (sau khi chạy full công suất vào 2028), đóng góp 40%-50% lợi nhuận gộp của HPG.

Diễn biến P/B lịch sử của HPG



BAOVIET Securities

HPG – Các kịch bản của Dung Quất 2

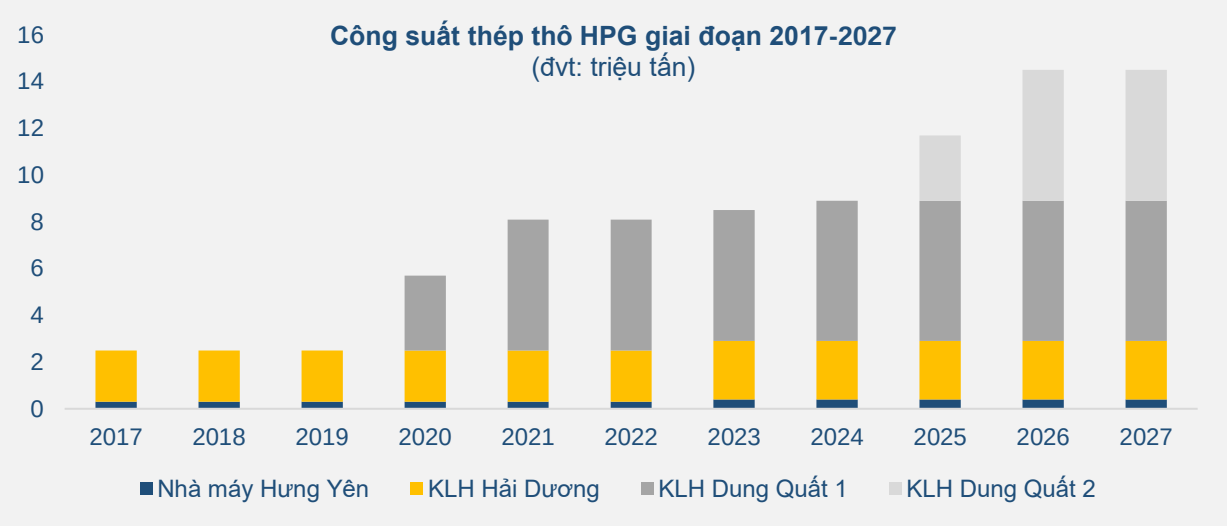
HPG - Target: 37.000 VNĐ/CP | Upside: +34,5%

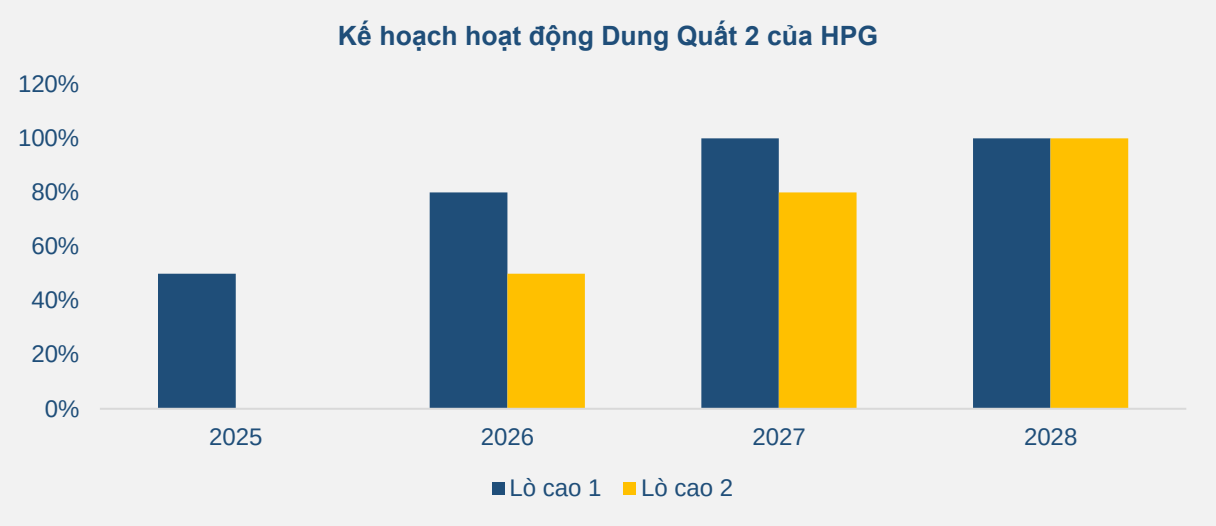
	Tiêu cực	Cơ bản	Tích cực
Công suất hoạt động	50%	70%	90%
Áp thuế chống bán phá giá HRC	**Không**	**Có**	**Có**
Giá HRC ước tính (USD/tấn)	530	550	550
Sản lượng bán ra (triệu tấn)	1,2	1,6	2,0
Doanh thu Dung Quất 2 (tỷ đồng)	16.536	22.422	28.829
Lợi nhuận ròng Dung Quất 2 (tỷ đồng)	(1.190)	658	2.169
Lợi nhuận của Tập đoàn (tỷ đồng)	11.763	15.360	16.900`
Giá mục tiêu cổ phiếu HPG (đồng/cổ phiếu)	**34.500**	**37.000**	**39.000**

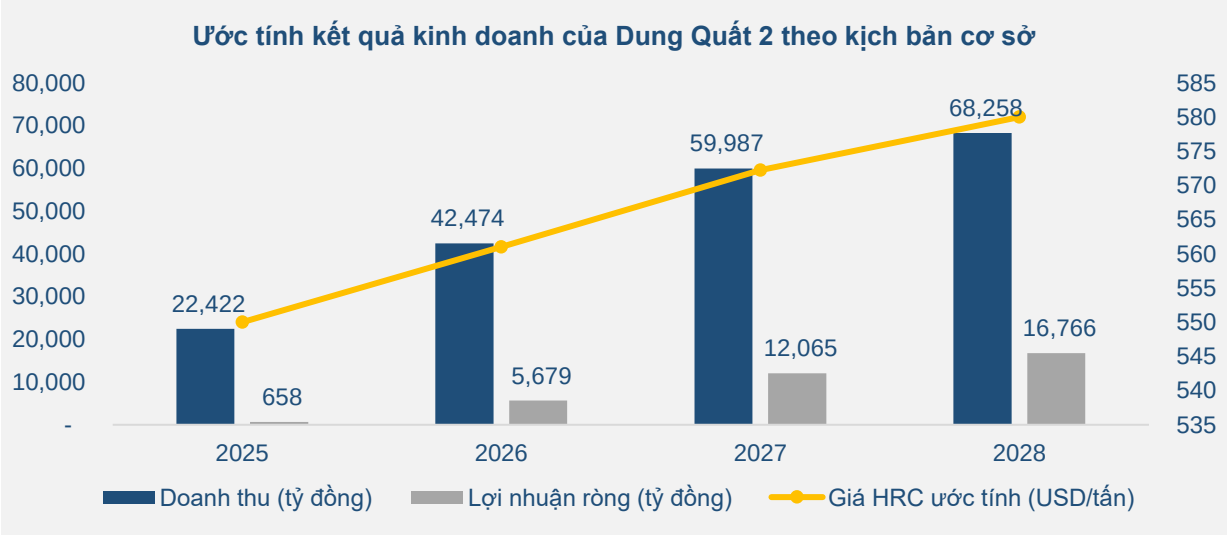
BAOVIET Securities

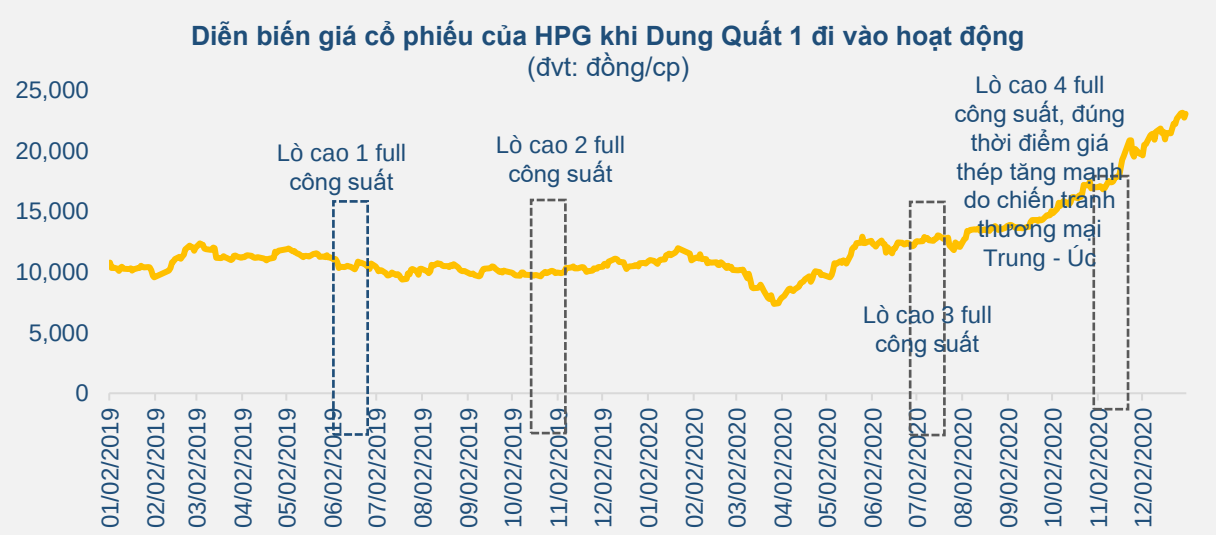
HPG – Tăng trưởng dài hạn đến từ Dung Quất

HPG - Target: 37.000 VNĐ/CP | Upside: +34,5%





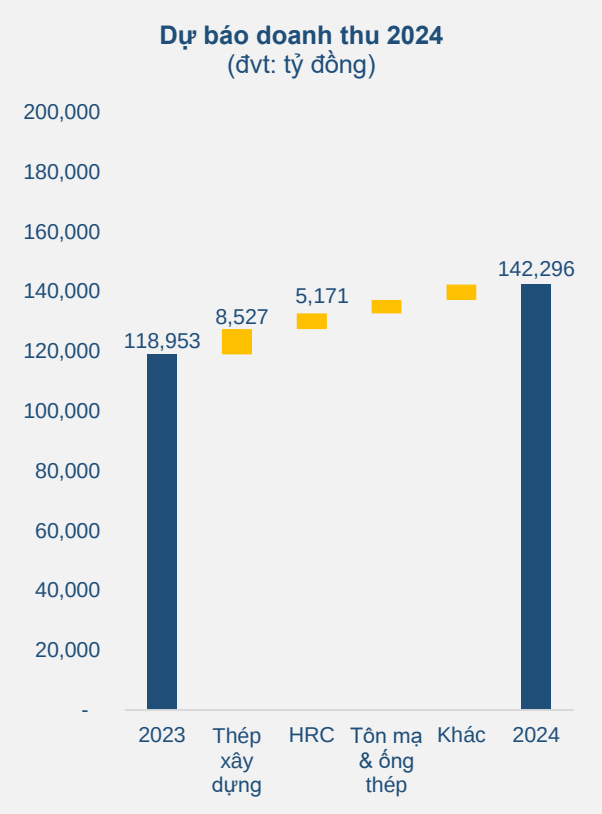


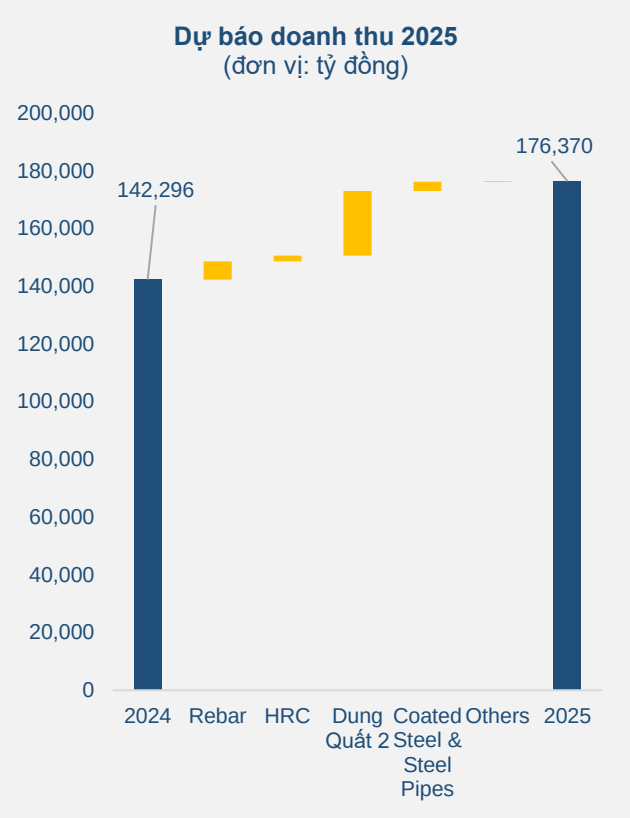


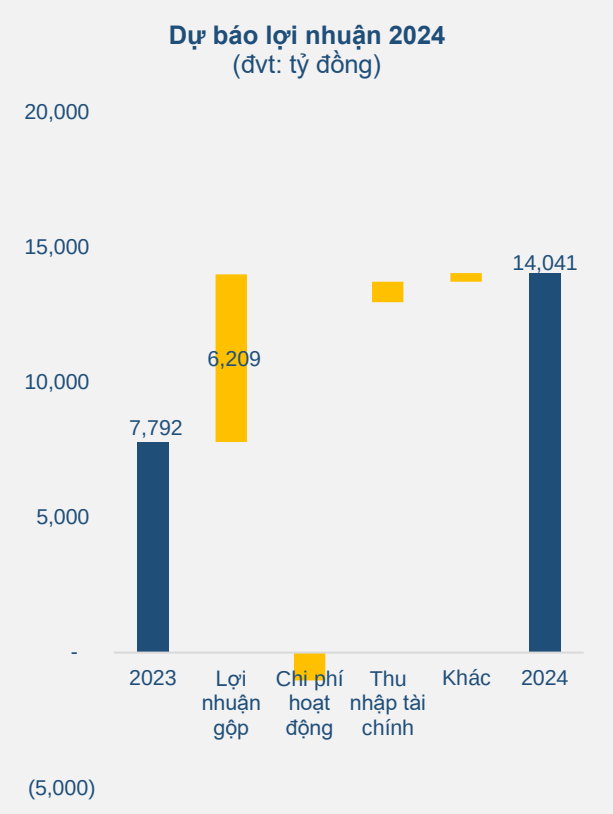
BAOVIET Securities

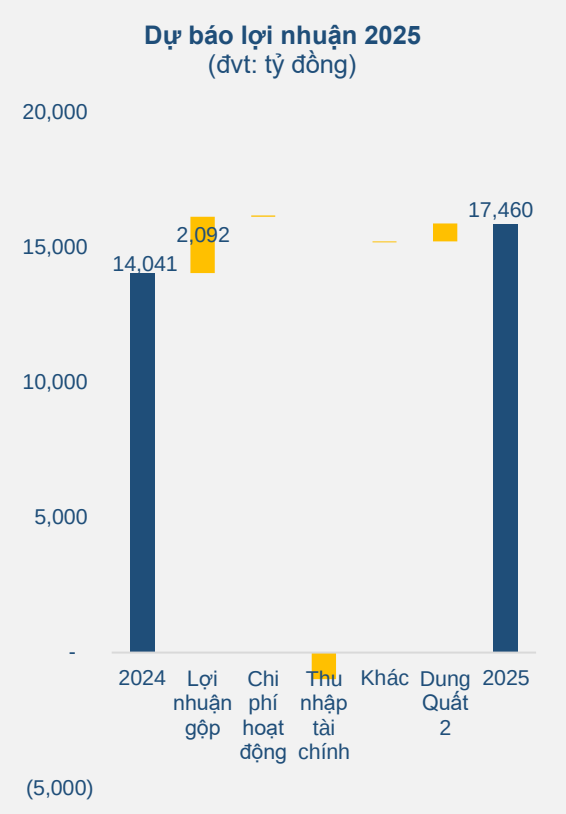
HPG – Phân tích động lực tăng trưởng

HPG - Target: 37.000 VNĐ/CP | Upside: +34,5%









Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ mảng thép:

- Sản lượng tiêu thụ là động lực tăng trưởng doanh thu trong năm 2024. Trong đó, sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, HRC, tôn mạ và ống thép ước tính có mức tăng trưởng 20,4%, 5,43% và 25,4%, trong khi đó, giá bán giảm 4-5% so với 2023. Sang 2025, sản lượng tăng 26,2% nhờ Dung Quất 2 giai đoạn 1 đi vào hoạt đông, đóng góp 1,96 triệu tấn HRC.
- Lợi nhuận gộp mảng thép tiếp tục cải thiện trong 2025 nhờ nhu cầu nội địa tăng và giá nguyên liệu đầu vào giảm.

BAOVIET Securities

HSG

OUTPERFORM | Target: 23.000 VNĐ/CP | Upside: +22,6%

BAOVIET Securities

HSG – Động lực tăng trưởng từ tiêu thụ nội địa

HSG - Target: 23.000 VNĐ/CP | Upside: +22,6%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	23.000 đồng/cp
Giá thị trường:	18.750 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+22,6%**

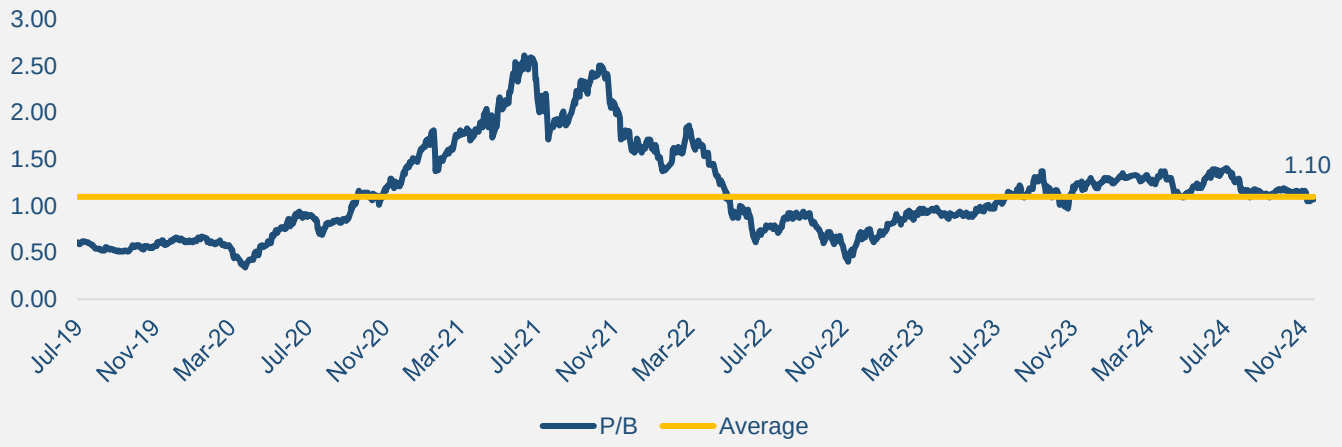
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 30/09	**2022-2023**	**2023-2024**	**2024-2025**	**3YR CAGR**
Doanh thu	**31.650**	**39.270**	**43.100**	**10,8%**
Tăng trưởng	-36,3%	24%	9,8%	
Lợi nhuận gộp	**3.060**	**4.253**	**4.958**	**27,3%**
Tăng trưởng	-38.0%	38,9%	14,2%	
Lợi nhuận ròng	**31**	**510**	**727**	
Tăng trưởng	-87,6%	1545%	42,5%	
EPS (đồng/cp)	**47**	**821**	**1.171**	
P/E (x)			**19,6**	
P/B (x)			**1,24**	

Điểm nhấn đầu tư:

- **Sản lượng tiêu thụ phục hồi, trong đó thị trường nội địa là động lực tăng trưởng chính của HSG trong 2025:** Ước tính tổng tiêu thụ tôn mạ và ống thép nội địa khoảng 1,1 triệu tấn (+18,6% YoY), cơ cấu doanh thu nội địa/xuất khẩu khoảng 60:40.
- **Kỳ vọng Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống bán giá giá tôn lạnh vào cuối 2025 → tăng sức cạnh tranh về giá với sản phẩm nhập khẩu.**
- **Biên lợi nhuận cải thiện:** Ước tính biên lãi gộp của HSG ở mức 11,5% trong 2025, trong đó, biên nội địa tăng 1 điểm phần trăm lên 13% nhờ giá bán nội địa tăng nhẹ và giá đầu vào giảm.
- **Lợi thế từ hệ thống cửa hàng phủ khắp cả nước** (gồm ~400 cửa hàng truyền thống và ~110 cửa hàng HoasenHome) giúp HSG có biên lợi nhuận cao hơn so với các doanh nghiệp tôn mạ khác.
- **Đòn bẩy tài chính ở mức thấp** (HSG đã tất toán hết khoản nợ vay dài hạn) và lượng tiền mặt tương đối ổn định.

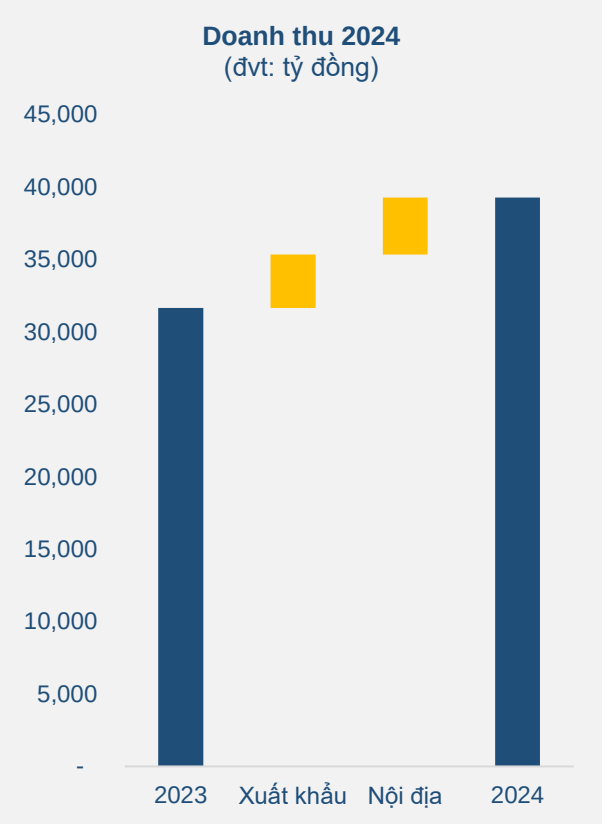
Diễn biến P/B lịch sử của HSG

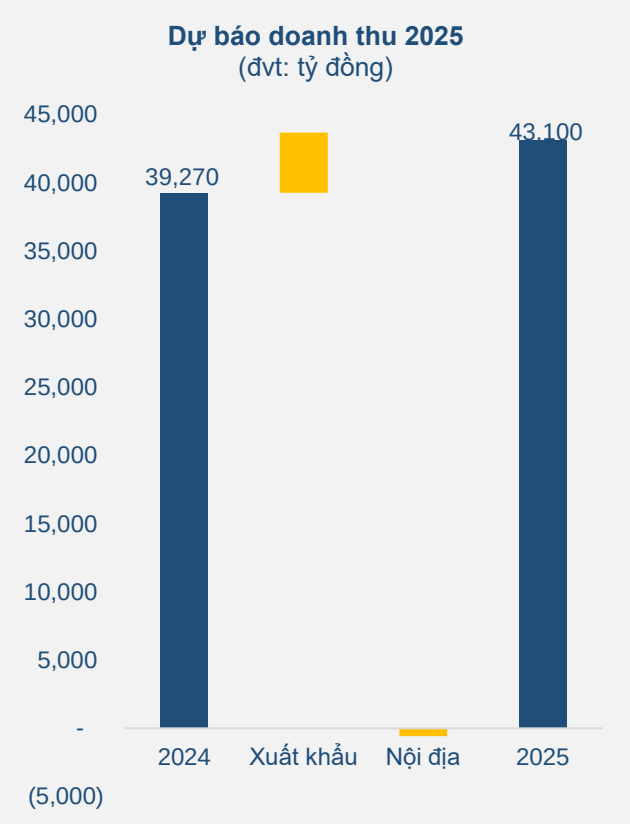


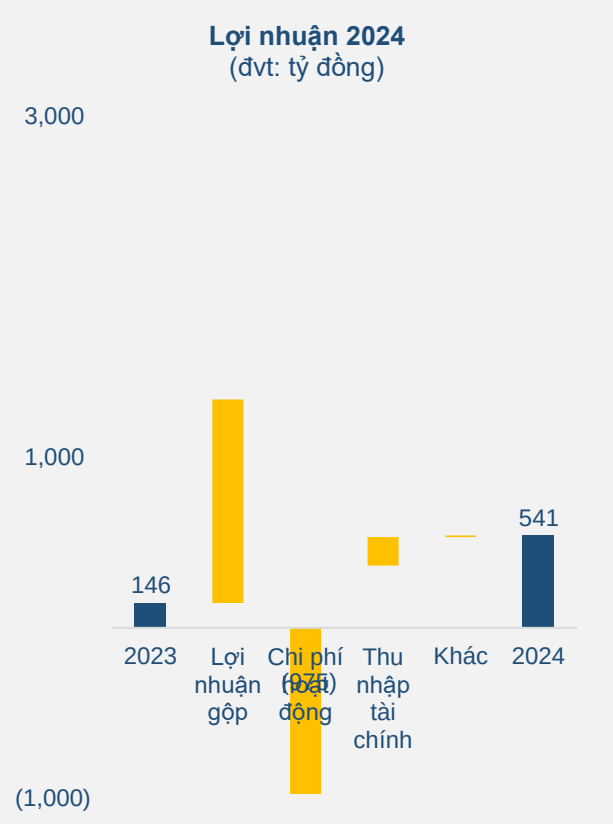
BAOVIET Securities

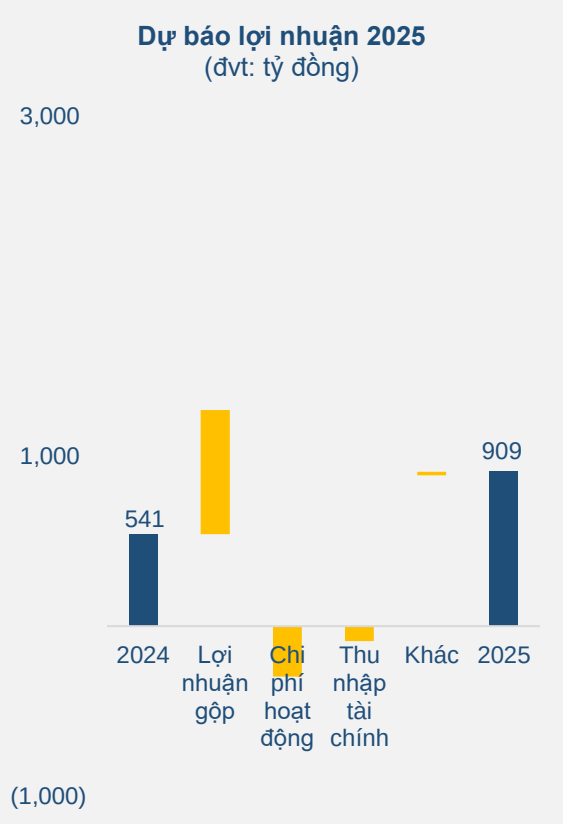
HSG – Phân tích động lực tăng trưởng

HSG - Target: 23.000 VNĐ/CP | Upside: +22,6%









Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

- Năm 2025, tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ tăng 18,5%.
- Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá nguyên liệu đầu vào sẽ giảm và kỳ vọng giá bán tăng nhẹ trong 2025, trong đó, biên lãi gộp mảng nội địa 13%, cao hơn so với mức 12% của năm 2024, biên lãi gộp mảng xuất khẩu duy trì ở mức 9%.

BAOVIET Securities

NKG

OUTPERFORM | Target: 27.300 VNĐ/CP | Upside: +40%

NKG – Tăng trưởng xuất khẩu hạ nhiệt

NKG - Target: 27.300 VNĐ/CP | Upside: +40%

Bảng khuyến nghị	
Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	27.300 đồng/cp
Giá thị trường:	19.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+40%**

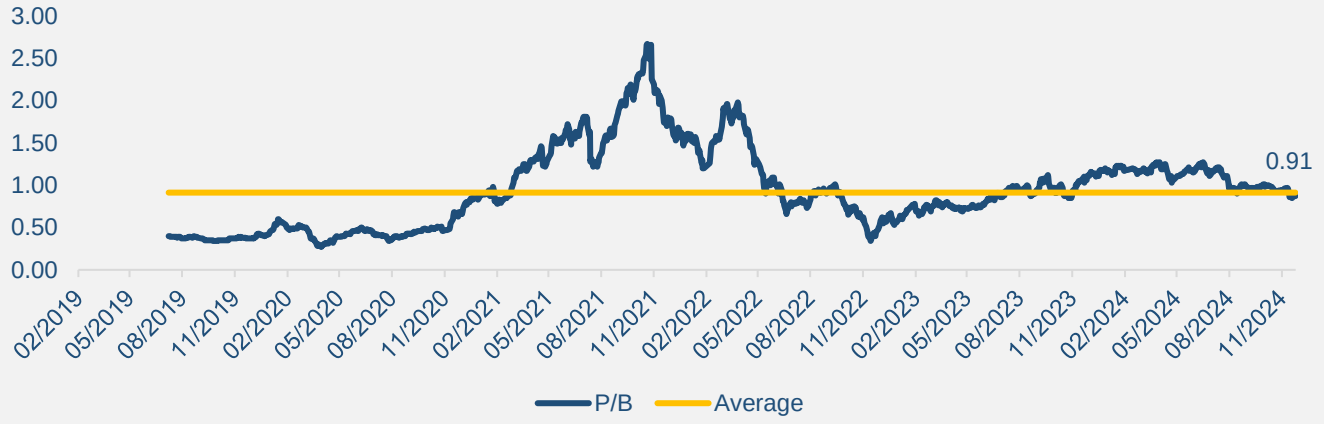
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2023**	**2024F**	**2025F**	**3YR CAGR**
Doanh thu	**18.596**	**21.145**	**22.936**	**11,1%**
Tăng trưởng	-19,4%	13,7%	8,5%	
Lợi nhuận gộp	**1.112**	**1.947**	**2.171**	**39,7%**
Tăng trưởng	-25%	75%	11,5%	
Lợi nhuận ròng	**117**	**518**	**607**	
Tăng trưởng	N/A	342%	17,2%	
EPS (đồng/cp)	**446**	**1.981**	**2.304**	
P/E (x)	**59,4**	**13,7**	**11,8**	
P/B (x)	**1,25**	**1,25**	**1,18**	

Điểm nhấn đầu tư:

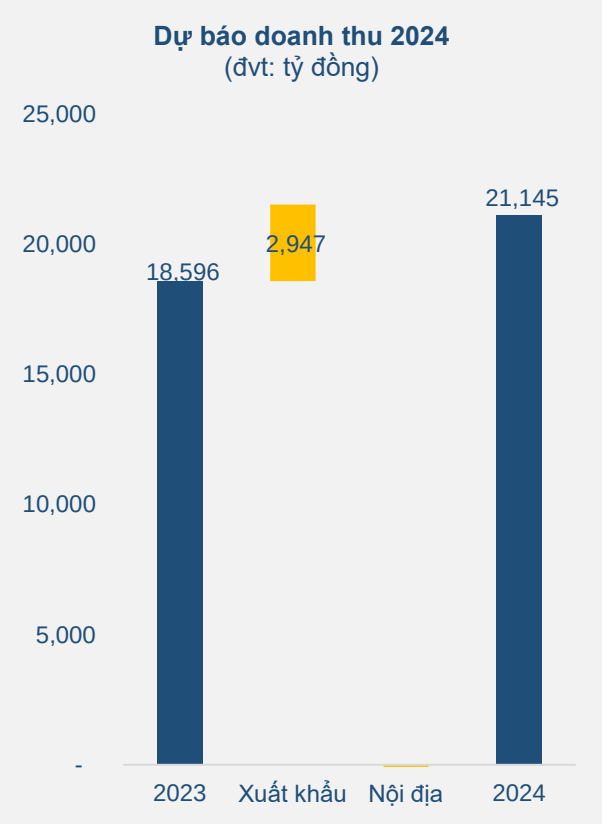
- **Sản lượng xuất khẩu hạ nhiệt trong 2025:** Ước tính sản lượng xuất khẩu khoảng 698 nghìn tấn (+5% YoY), trong khi sản lượng nội địa tăng 15% đạt hơn 420 nghìn tấn.
- **Kỳ vọng Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống bán giá giá tôn lạnh vào cuối 2025 → tăng sức cạnh tranh về giá với sản phẩm nhập khẩu**
- **Biên lợi nhuận cải thiện:** Ước tính biên lãi gộp của NKG ở mức 9,5% trong 2025, trong đó, biên nội địa ước tính tăng khoảng 1 điểm phần trăm lên 8,4% nhờ giá bán nội địa tăng nhẹ và giá đầu vào giảm.
- **Tăng trưởng dài hạn đến từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ:** Với tổng đầu tư 4.500 tỷ đồng, nhà máy mới dự kiến hoàn thành vào Q1.2026 và từ năm 2027 sẽ có thể hoạt động hết công suất. Việc đầu tư vào nhà máy mới giúp NKG đi sâu hơn vào chuỗi giá trị ngành Tôn mạ, hướng tới sản xuất sản phẩm đầu ra sẽ phục vụ cho ngành Công nghiệp cơ khí phụ trợ, ngành Hàng điện gia dụng, và cả một số linh kiện phụ kiện cho xe hơi - phân khúc này còn dự địa tăng trưởng cả trong nước và xuất khẩu, trong nước chỉ có 1-2 doanh nghiệp FDI đi theo phân khúc này.

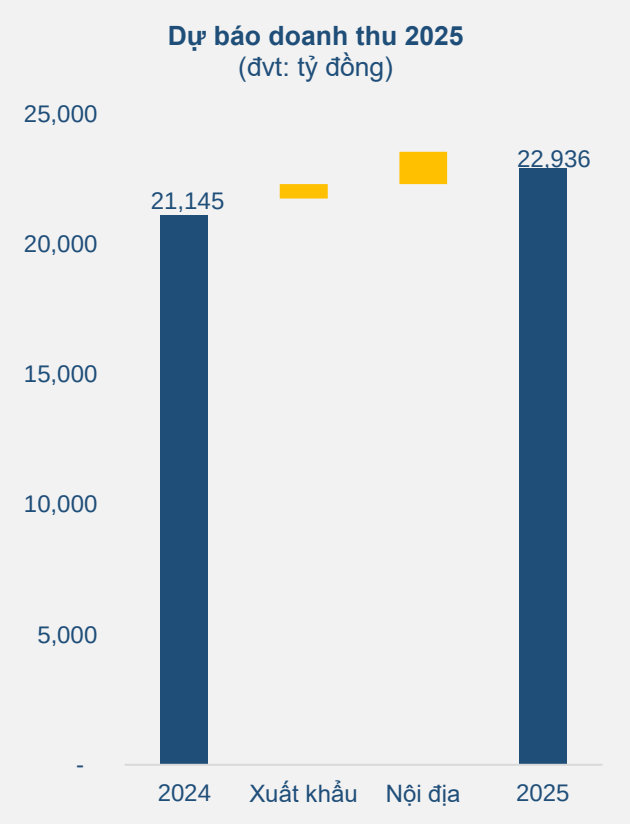
Diễn biến P/B lịch sử của NKG

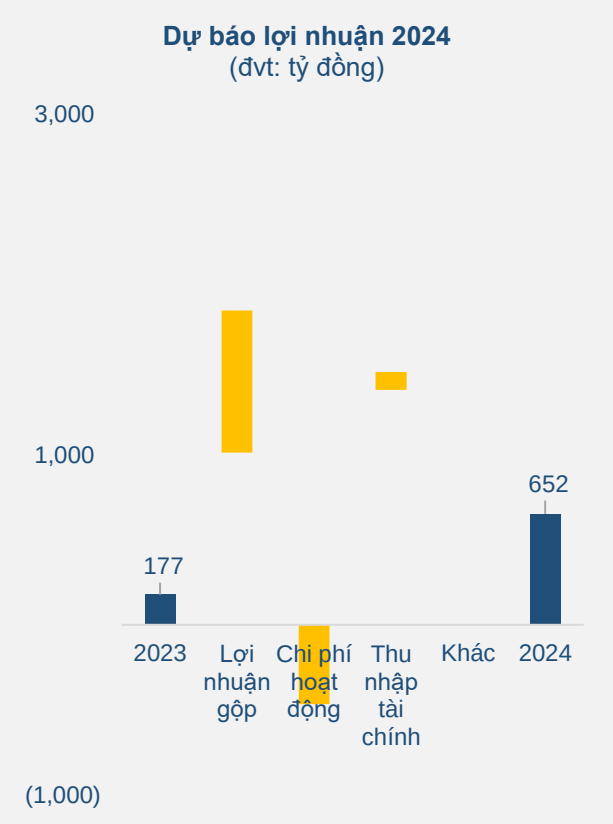


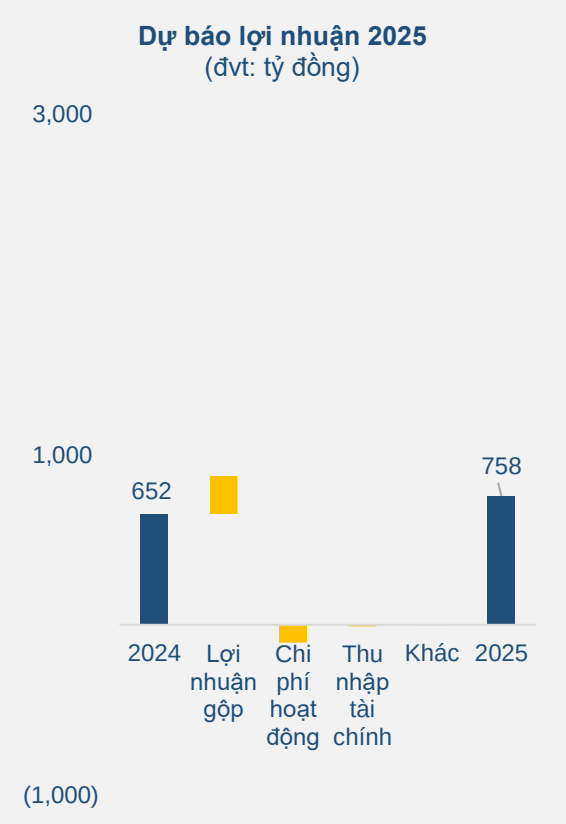
NKG – Phân tích động lực tăng trưởng

NKG - Target: 27.300 VNĐ/CP | Upside: +40%









Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

- Năm 2025, tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ tăng 15%.
- Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá nguyên liệu đầu vào sẽ giảm và kỳ vọng giá bán tăng nhẹ trong 2025, trong đó biên lãi gộp mảng nội địa 8,4%, cao hơn so với mức 7,3% của năm 2024, biên lãi gộp mảng xuất khẩu duy trì ở mức 10%.

BAOVIET Securities

GDA

OUTPERFORM | Target: 41.200 VNĐ/CP | Upside: +50,4%

GDA – Động lực tăng trưởng dài hạn đến từ nhà máy mới

GDA - Target: 41.200 VNĐ/CP | Upside: +50,4%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	**OUTPERFORM**
Giá mục tiêu:	41.200 đồng/cp
Giá thị trường:	27.400 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	**+50,4%**

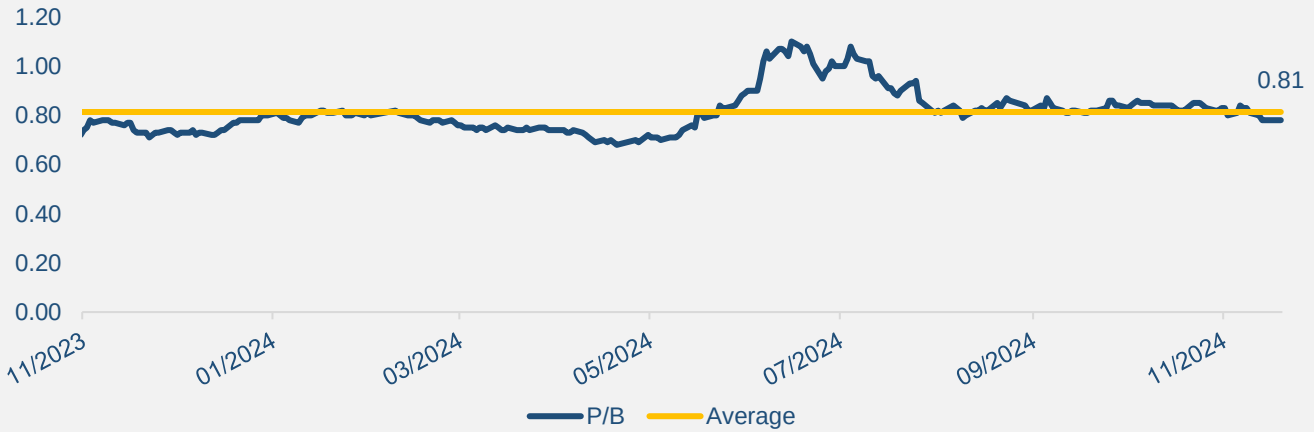
Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	**2023**	**2024F**	**2025F**	**3YR CAGR**
Doanh thu	**17.435**	**20.327**	**20.945**	**9,6%**
Tăng trưởng	-19,3%	16,6%	3%	
Lợi nhuận gộp	**1.129**	**1.663**	**1.730**	**23,7%**
Tăng trưởng	-4,4%	47,3%	4,0%	
Lợi nhuận ròng	**284**	**421**	**455**	**26,5%**
Tăng trưởng	N/A	48,2%	8,1%	
EPS (đồng/cp)	**2.472**	**3.667**	**3.986**	
P/E (x)		**11,2**	**10,3**	
P/B (x)		**1,17**	**1,1**	

Điểm nhấn đầu tư:

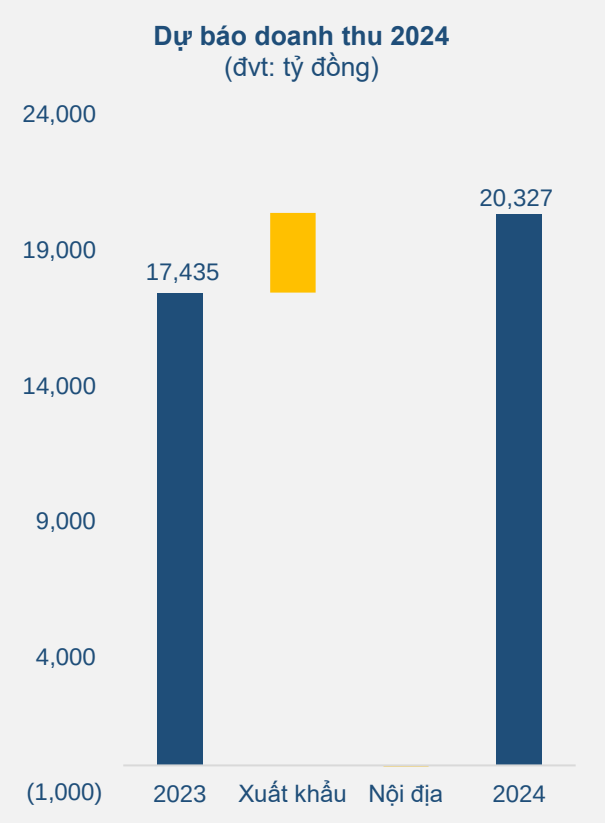
- **Sản lượng xuất khẩu hạ nhiệt trong 2025:** Ước tính sản lượng xuất khẩu khoảng 498 nghìn tấn (-8% YoY), trong khi sản lượng nội địa tăng 15% đạt hơn 402 nghìn tấn.
- **Kỳ vọng Bộ Công Thương chính thức áp thuế chống bán giá giá tôn lạnh vào cuối 2025 → tăng sức cạnh tranh về giá với sản phẩm nhập khẩu.**
- **Nhà máy mới ở Bà Rịa Vũng Tàu – động lực tăng trưởng trong dài hạn của GDA.** Hiện tại, nhà máy mới đã có giấy phép đầu tư, dự kiến khởi công sớm nhất từ Q2.2025 và đi vào hoạt động từ Q3/2026, nâng công suất tổng của GDA lên 1,1 triệu tấn/năm. Nhà máy mới sẽ tập trung sản xuất sản phẩm tôn chất lượng cao cho sản xuất nội thất và thiết bị điện gia dụng để phục vụ cả nội địa và xuất khẩu (khách hàng tiềm năng tại thị trường Bắc Mỹ, Châu Âu và Đông Nam Á). Ước tính dự án nhà máy mới ghi nhận doanh thu khoảng 28 nghìn tỷ (sau khi chạy full công suất vào 2032), đóng góp 50% lợi nhuận của gộp GDA (biên của nhà máy mới khi full công suất khoảng ~9,9%).

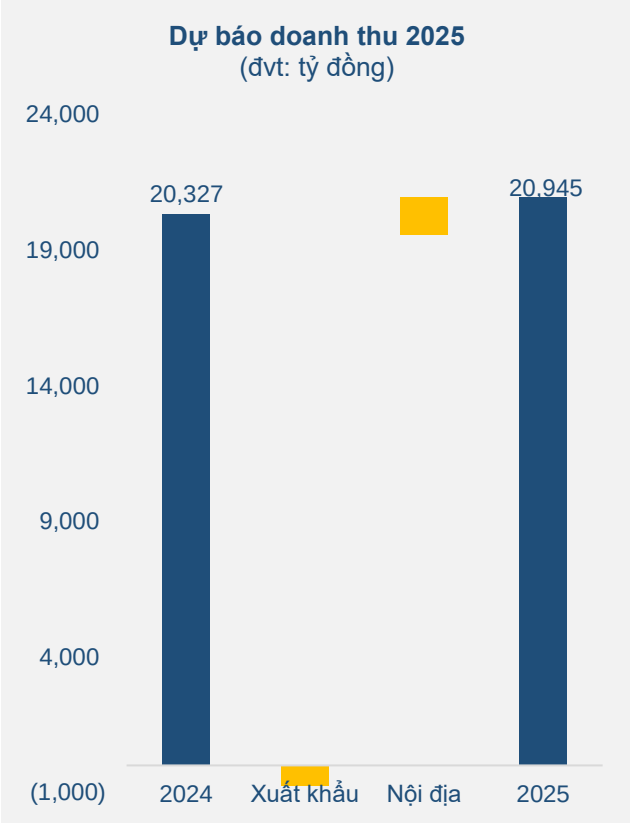
Diễn biến P/B lịch sử của GDA

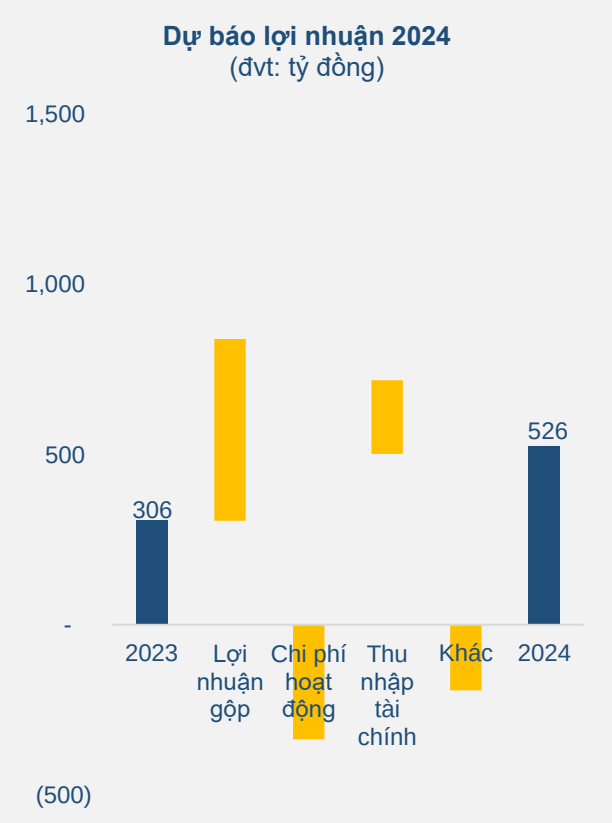


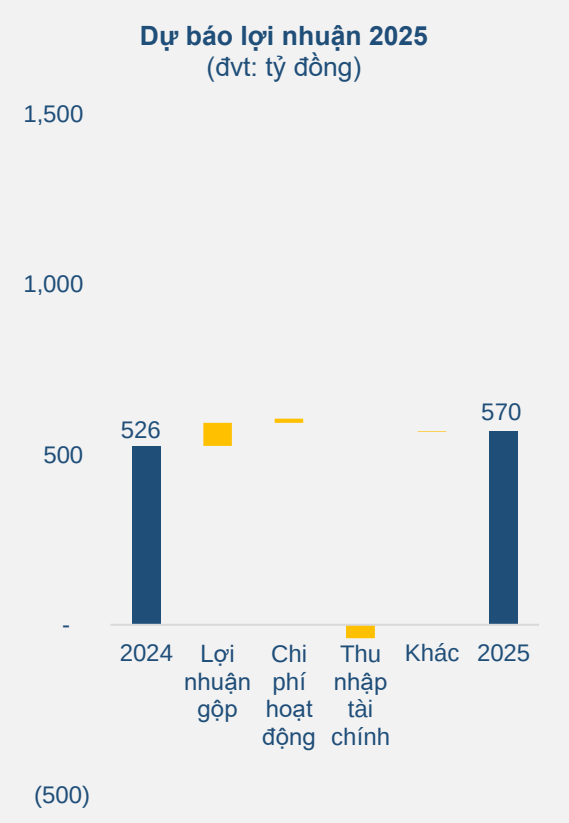
GDA – Phân tích động lực tăng trưởng

GDA - Target: 41.200 VNĐ/CP | Upside: +50,4%









Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận:

- Năm 2025, tiêu thụ nội địa là động lực tăng trưởng chính với sản lượng tiêu thụ tăng 15%, sản lượng xuất khẩu giảm 8%.
- Lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá nguyên liệu đầu vào sẽ giảm và kỳ vọng giá bán tăng nhẹ trong 2025, trong đó biên lãi gộp mảng nội địa 5%, tăng 1 điểm phần trăm so với năm 2024, biên lãi gộp mảng xuất khẩu duy trì ở mức 10,8%.

BAOVIET Securities

GDA – Dự báo kết quả kinh doanh nhà máy mới

GDA - Target: 41.200 VNĐ/CP | Upside: +50,4%

Giai đoạn	Năm xây dựng	Mức đầu tư dự kiến (tỷ đồng)	Công suất (nghìn tấn/năm)	Sản phẩm dự kiến
1	2024-2026	3.000	350	Tôn mạ xây dựng và thép cho thiết bị gia dụng.
2	2025-2027	700	200	Tôn mạ xây dựng và thép cho thiết bị gia dụng.
3	2027-2029	3.300	650	Thép cho thiết bị gia dụng và thép cho sản xuất công nghiệp, ô tô,…

Chỉ tiêu	đơn vị	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Sản lượng tiêu thụ	tấn	**245**	**420**	**865**	**985**	**1.070.000**	**1.135.000**	**1.200.000**
Giá bán	đồng/kg	**24.934**	**25.682**	**26.063**	**26.879**	**27.417**	**27.965**	**28.664**
Doanh thu	tỷ đồng	**6.109**	**10.787**	**22.544**	**26.476**	**29.336**	**31.741**	**34.397**
Tổng chi phí giá vốn	tỷ đồng	5.658	9.946	20.658	24.120	26.661	28.787	30.985
Lãi gộp	tỷ đồng	451	840	1.886	2.356	2.675	2.953	3.412
Biên gộp ước tính	%	*7,4%*	*7,8%*	*8,4%*	*8,9%*	*9,1%*	*9,3%*	*9,9%*
Chi phí lãi vay	tỷ đồng	(90)	(180)	(203)	(158)	(113)	(68)	(23)
Chi phí hoạt động	tỷ đồng	(336)	(593)	(1.240)	(1.456)	(1.613)	(1.746)	(1.892)
Lãi trước thuế	tỷ đồng	**25**	**67**	**444**	**743**	**949**	**1.140**	**1.498**

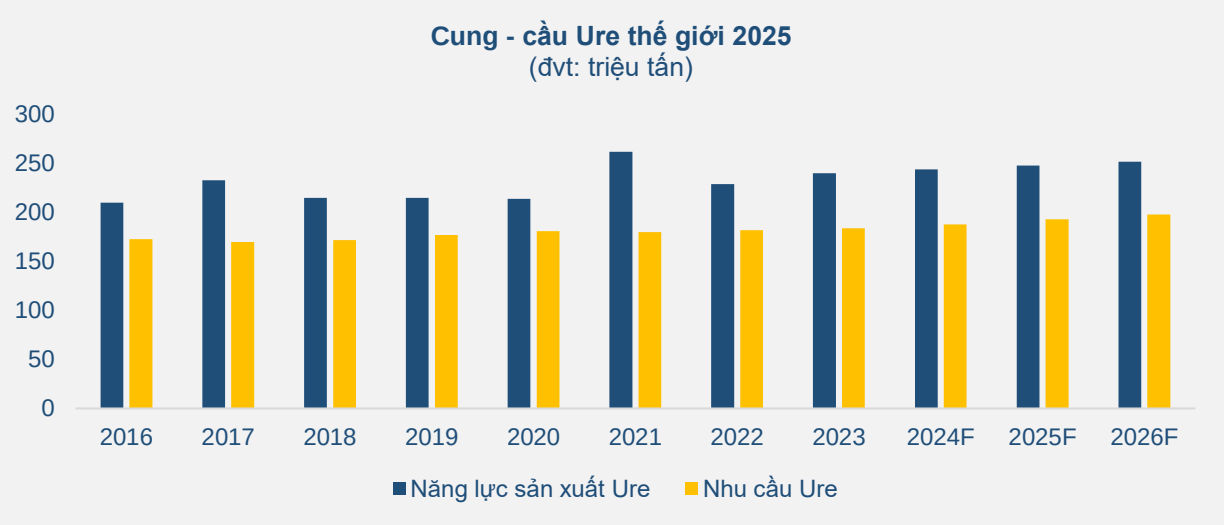
Ngành Phân bón

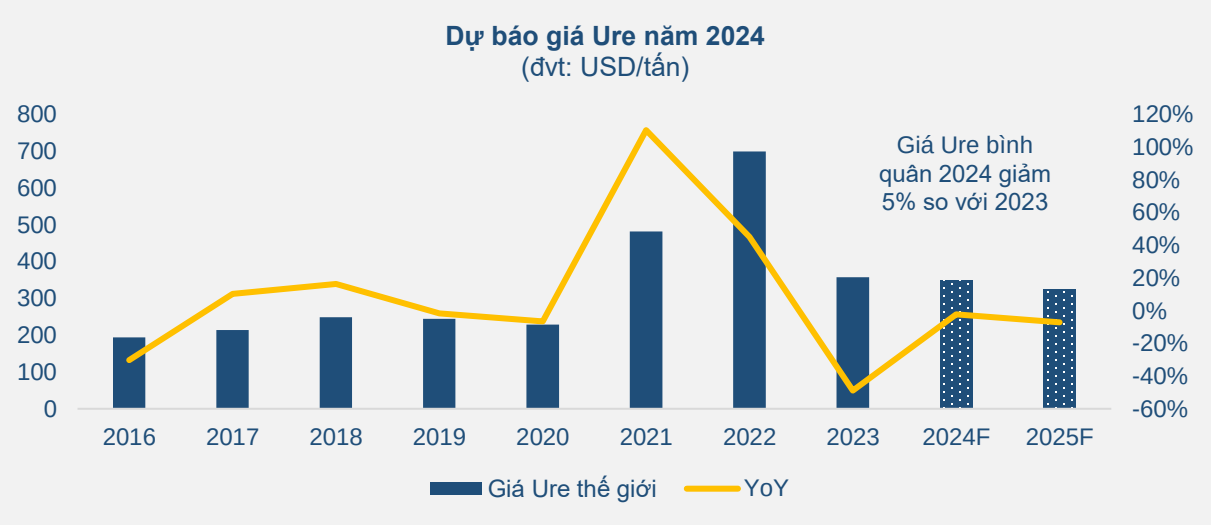
Triển vọng 2025

BAOVIET Securities

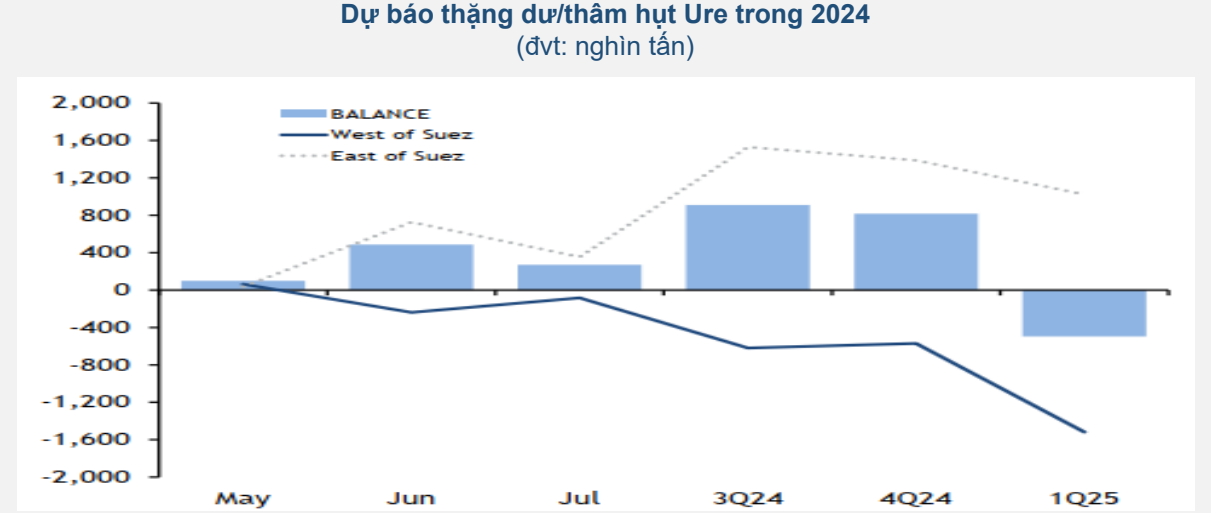
Triển vọng thị trường Ure 2025

Thị trường Ure thế giới – Dư cung, giá Ure giảm





- Bloomberg dự báo nguồn cung Urea tăng 1,6% so với 2024, đạt 248 triệu tấn và nhu cầu tiêu thụ Ure đạt 193 triệu tấn (+2,7%YoY) → dự báo thặng dư Ure vẫn sẽ tiếp diễn trong 2025 do Nga vẫn tiếp tục giải quyết vấn đề và né tránh trừng phạt bằng cách chuyển hóa khí thiên nhiên thành Ure và xuất khẩu sang các quốc gia khác (nhiều nhất là xuất khẩu vào EU).
- Giá Ure trong 2025 dự báo khoảng 325 USD/tấn (-7%YoY) do (1) Trung Quốc có thể đẩy mạnh xuất khẩu trở lại, làm gia tăng mức thặng dư Ure; (2) Giá đầu vào giảm, cụ thể dầu Brent trong 2025 dự báo khoảng 72,5 USD/thùng (-15%YoY); và (3) Chính phủ Ấn Độ cho biết sẽ ngừng nhập khẩu Ure vào cuối năm 2025, hiện tại quốc gia này đang khôi phục lại các nhà máy Ure - hướng tới việc tự chủ sản xuất phân Ure phục vụ nhu cầu nội địa. Ấn Độ sẽ đấu thầu khoảng 30-40 triệu tấn Ure/năm, chiếm 20% tổng nhu cầu Ure toàn cầu. Nếu quốc gia này cắt giảm nhập khẩu và chuyển qua tự chủ Ure trong bối cảnh nguồn cung Ure thì tình trạng dư cung Ure trên thế giới sẽ tiếp tục tăng.
- Theo IFA, trong trung hạn, giai đoạn 2025–2028, tăng trưởng Ure thấp hơn so với tăng trưởng tiêu thụ phân lân và kali.



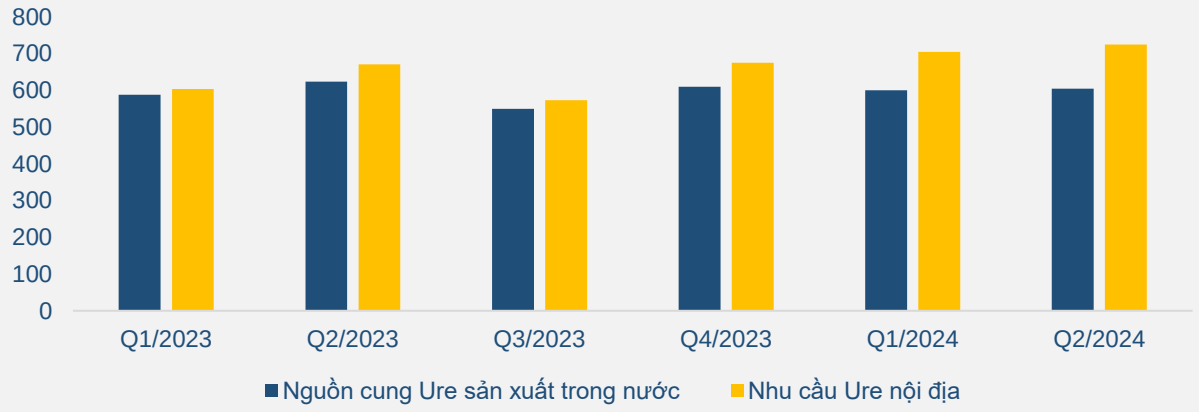
Nguồn: Agrus, Bloomberg, Statista

BAOVIET Securities

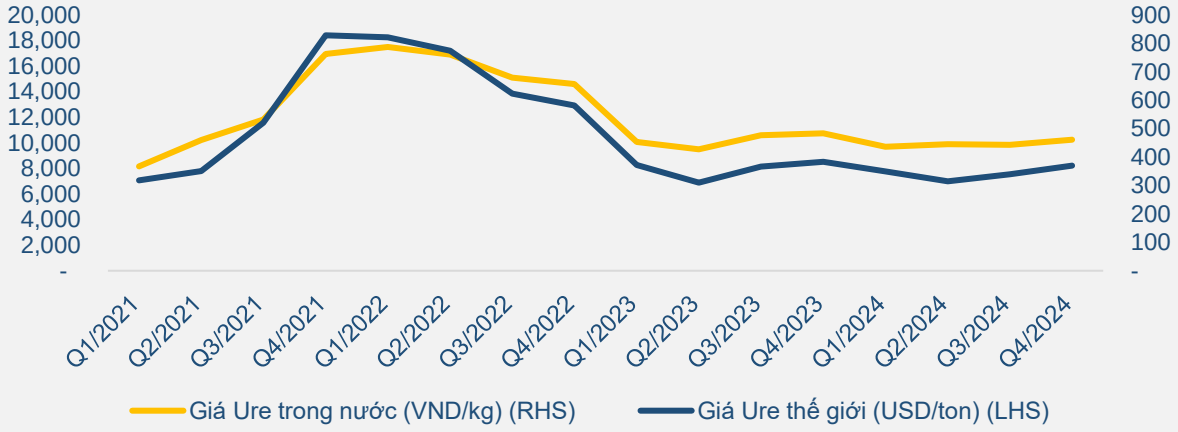
Triển vọng thị trường Ure 2025

Thị trường Ure trong nước – Luật thuế GTGT mới được thông qua

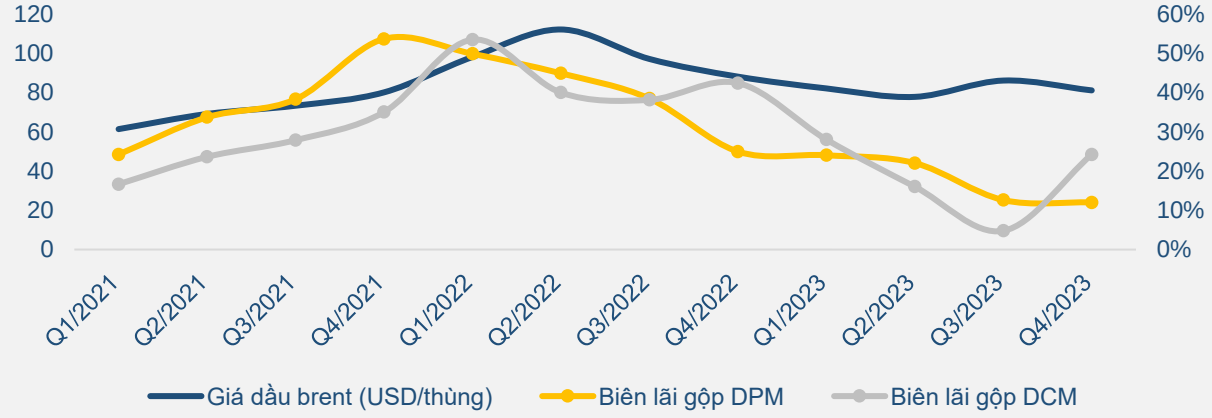
Cung – cầu Ure nội địa theo quý
(đvt: nghìn tấn)



Diễn biến giá Ure trong nước đồng pha với giá Ure thế giới



Mức độ tương quan giữa biến động giá dầu và biên lãi gộp các doanh nghiệp sản xuất Ure



- Giá Ure nội địa biến động cùng pha với giá Ure thế giới. Giá Ure nội địa thiết lập mặt bằng giá mới khoảng 9.500–10.500 đồng/kg trong giai đoạn 2023-2024, cao hơn 10-13% so với giá Ure thế giới.
- Giá Ure nội địa cũng sẽ giảm trong 2025, ước tính khoảng 9.700–9.900 đồng/kg do (1) luật thuế VAT 5% được thông qua, giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón giảm gánh nặng chi phí, từ đó giảm giá bán cho nông dân và tăng sức cạnh tranh với phân bón xuất khẩu; và (2) giá khí đầu vào giảm.
- Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá khí giảm và hoàn thuế VAT đầu vào: ước tính các doanh nghiệp sản xuất Ure tăng từ 2-3 điểm phần trăm nhờ (1) Thuế VAT có hiệu lực 7/2025, giúp lợi nhuận gộp tăng thêm 10-13% so với trước khi áp thuế; và (2) Giá dầu giảm nên giá khí ước giảm 8%-9%YoY.
- Sản lượng tiêu thụ Urea của các doanh nghiệp trong ngành tăng 8%YoY nhờ giá bán có thể giảm để cạnh tranh được với hàng nhập khẩu.

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Bộ Công Thương, BVSC ước tính

BAOVIET Securities

DCM

NEUTRAL | Target: 42.000 VNĐ/CP | Upside: +13,8%

DCM - Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024-2025

DCM - Target: 42.000 VNĐ/CP | Upside: +13,8%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	42.000 đồng/cp
Giá thị trường:	36.900 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+13,8%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2023	2024F	2025F	3YR CAGR
Doanh thu	**12.602**	**12.467**	**14.789**	**8,3%**
Tăng trưởng	-21%	-1,07%	18,6%	
Lợi nhuận gộp	**1.982**	**2.374**	**3.162**	**15,2%**
Tăng trưởng	-64,70%	19,7%	33,2%	
Lợi nhuận ròng	**1.107**	**1.423**	**1.952**	**17,1%**
Tăng trưởng	-74,10%	28,5%	37,2%	
EPS (đồng/cp)	**2.091**	**2.687**	**3.687**	
P/E (x)	**20,85**	**15,6**	**11,5**	
P/B (x)	**1,55**	**1,47**	**1,52**	

Điểm nhấn đầu tư:

- **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá khí giảm và hoàn thuế VAT đầu vào:** biên lợi nhuận tăng 1,9 điểm phần trăm so với 2024, đạt 23,3% nhờ (1) Ước tính giá khí khoảng 9,3 USD/mmbtu, giảm 12,2%YoY; và (2) Mức hoàn thuế đầu vào khoảng 260 tỷ, tăng 9% so với lúc chưa khấu trừ thuế, giúp tăng 3 điểm phần trăm cho biên lợi gộp của mảng Ure (biên lợi nhuận mảng Ure 2025 khoảng 27,5%).
- **Sản lượng tiêu thụ nội địa mảng Ure kỳ vọng tăng 9%YoY** nhờ giá bán có thể giảm để cạnh tranh được với hàng nhập khẩu.
- **Phân khúc NPK Cà Mau: Sản lượng NPK kỳ vọng tăng 15%** nhờ chiến lược mở rộng ở các tỉnh miền Trung và phía bắc. Công ty vẫn sẽ duy trì giá bán NPK đi ngang để tăng mức độ nhận diện thương hiệu NPK Cà Mau.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc đầu tư vào các dự án mới và chi trả mức cổ tức ổn định:** DCM có năng lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng gần 7.000 tỷ, trong khi đó, tỷ lệ nợ ròng/VCSH là -71% vào cuối Q3/2024. Công ty hoàn thành thương vụ thâu tóm phân bón Hàn – Việt, đầu tư nhà máy mới ở Bình Định và đầu tư xây dựng kho cảng Nhơn Trạch… Bên cạnh đó, duy trì dự báo cổ tức giai đoạn 2025-2028 là 2.000–2.500 đồng/cp (lợi suất cổ tức 5%-7%/năm).

DPM

NEUTRAL | Target: 40.000 VNĐ/CP | Upside: +12,8%

DPM - Hưởng lợi từ việc khấu từ thuế VAT

DPM - Target: 40.000 VNĐ/CP | Upside: +12,8%

Bảng khuyến nghị

Khuyến nghị:	NEUTRAL
Giá mục tiêu:	40.000 đồng/cp
Giá thị trường:	35.450 đồng/cp
Lợi nhuận kỳ vọng:	+12,8%

Bảng dự báo

Tỷ đồng FY 31/12	2023	2024F	2025F	3YR CAGR
Doanh thu	**13.569**	**13.601**	**14.478**	**3,3%**
Tăng trưởng	-27,2%	0,23%	6,45%	
Lợi nhuận gộp	**1.652**	**2.103**	**2.541**	**24%**
Tăng trưởng	-75%	27,3%	20,8%	
Lợi nhuận ròng	**533**	**745**	**1.167**	**48%**
Tăng trưởng	-85,2%	39,7%	47,2%	
EPS (đồng/cp)	**1.361**	**1.904**	**2.982**	
P/E (x)	**35,8**	**21,0**	**13,5**	
P/B (x)	**1,34**	**1,13**	**1,10**	

Điểm nhấn đầu tư:

- **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá khí giảm và hoàn thuế VAT đầu vào:** biên lợi nhuận tăng 3,9 điểm phần trăm so với 2024, đạt 21,5% nhờ (1) Ước tính giá khí khoảng 10,2 USD/mmbtu, giảm 6,7%YoY; và (2) Mức hoàn thuế đầu vào khoảng 314 tỷ, tăng 14,2% so với lúc chưa khấu trừ thuế, giúp tăng 3,3 điểm phần trăm cho biên lợi gộp của mảng Ure (biên lợi nhuận mảng Ure 2025 khoảng 23%).
- **Sản lượng tiêu thụ nội địa mảng Ure kỳ vọng tăng 8%YoY** nhờ giá bán có thể giảm để cạnh tranh được với hàng nhập khẩu.
- **Sản lượng NPK kỳ vọng tăng 6%,** khoảng 139 nghìn tấn, đạt 55% công suất – đây là mức công suất Công ty đạt được trong năm 2023. DPM vẫn sẽ duy trì giá bán NPK đi ngang và mức giá cạnh tranh so với đối thủ để tăng mức độ nhận diện thương hiệu NPK Phú Mỹ.
- **Tiềm lực tài chính mạnh mẽ hỗ trợ cho việc đầu tư vào các dự án mới và chi trả mức cổ tức ổn định:** DPM có năng lực tài chính mạnh mẽ với số dư tiền mặt ròng 7.284 tỷ trong khi đó tỷ lệ nợ ròng/VCSH là -65% vào cuối Q3/2024. Công ty có kế hoạch đầu tư các dự án mới như hệ thống thu hồi khí CO2, xây dựng nhà máy oxi già,… Bên cạnh đó, duy trì dự báo cổ tức giai đoạn 2025-2028 là 1.500–2.000 đồng/cp (lợi suất cổ tức 4%-5%/năm).

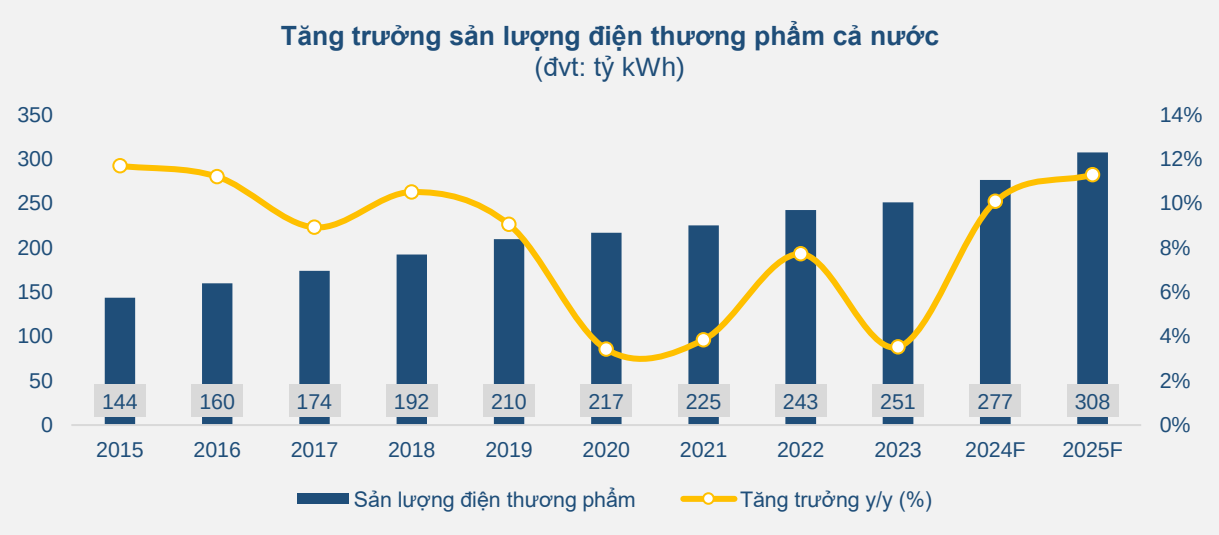
Ngành Điện

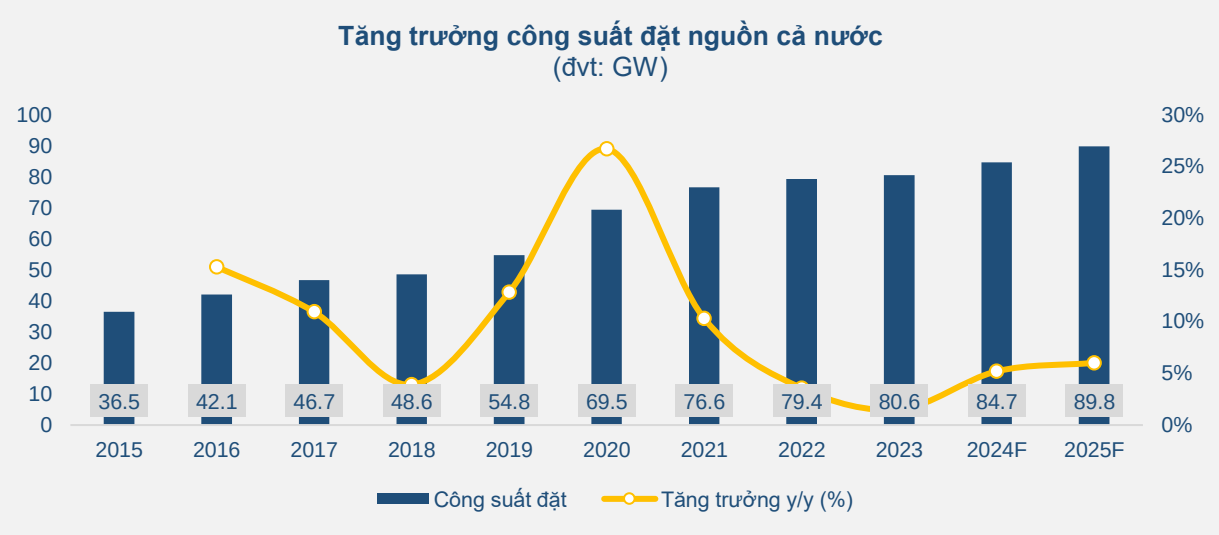
Triển vọng 2025

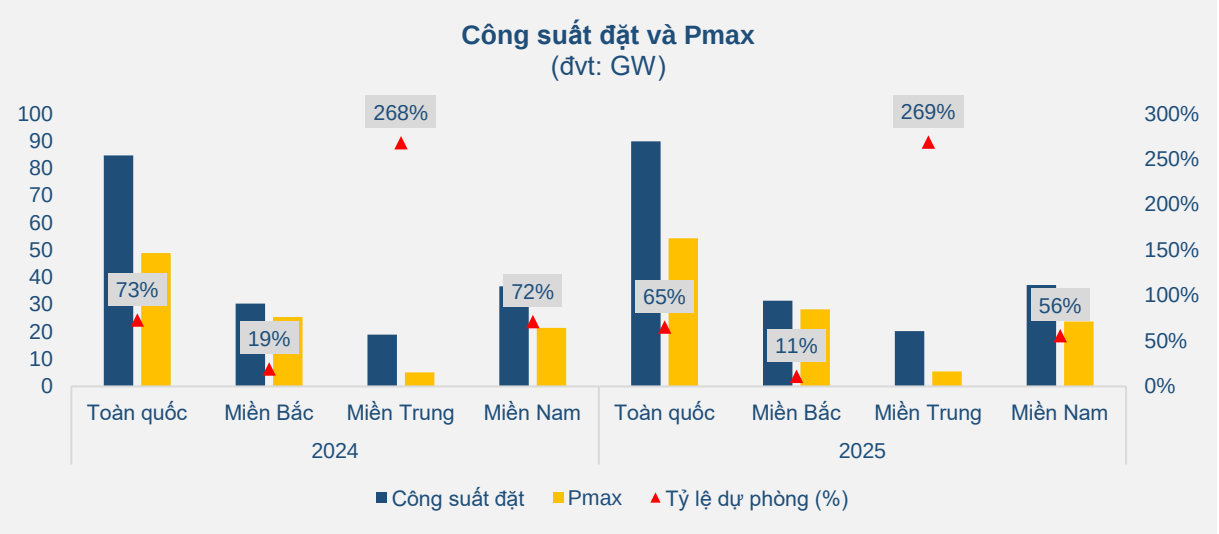
BAOVIET Securities

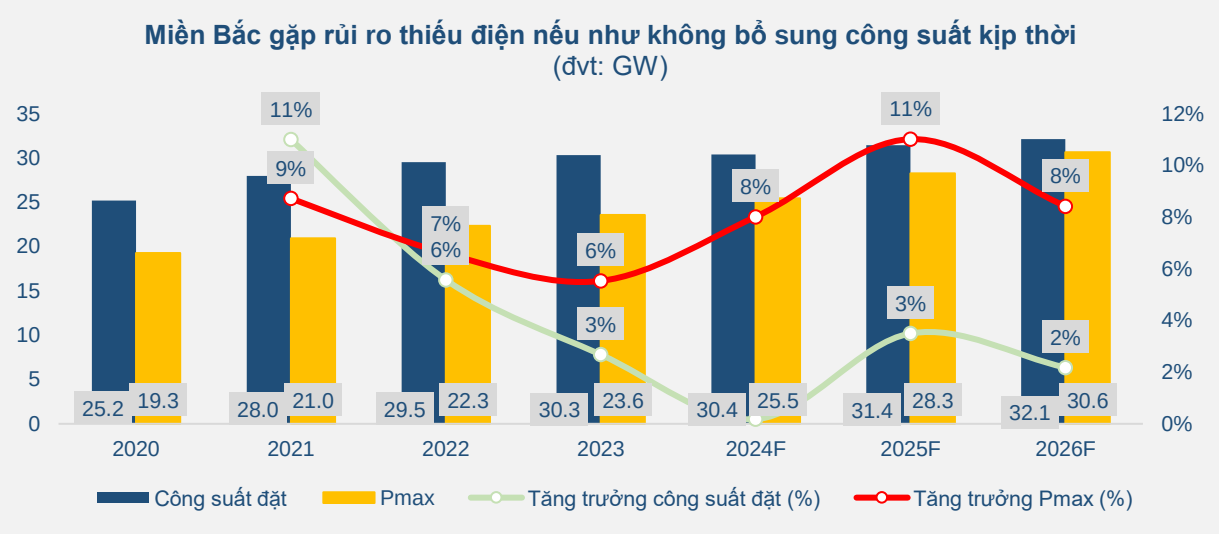
Thực trạng công suất đặt và nhu cầu tiêu thụ ngành Điện

Ngành Điện 2025









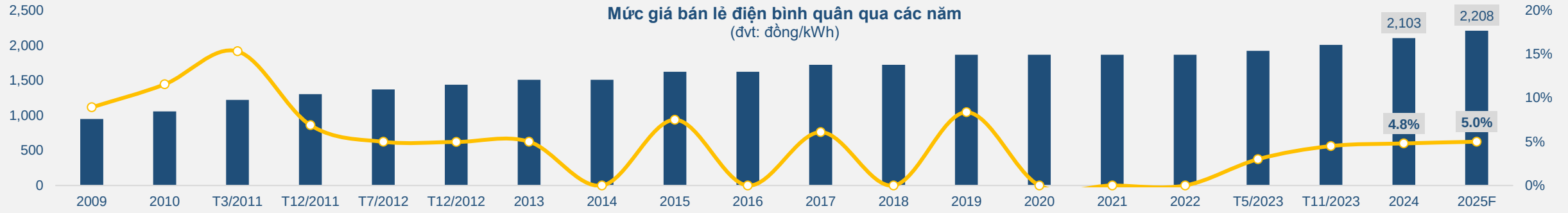
Nguồn: EVN, ERAV, BVSC ước tính và tổng hợp

BAOVIET Securities

Tăng giá bán lẻ điện bình quân hỗ trợ cho ngành Điện nói chung

Ngành Điện 2025

- Trong năm 2024, EVN đã điều chỉnh tăng giá điện bán lẻ thêm 4,8% vào Tháng 10/24. Mức giá bán lẻ trung bình hiện tại là **2.103 đồng/kWh**. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm một đợt tăng giá bán lẻ điện trong năm 2025, mức tăng khoảng 5–7%.
- Việc này sẽ mang lại tác động tích cực đến ngành điện nói chung và tình hình tài chính và hoạt động của EVN nói riêng, cụ thể như:
  - ✓ **Giảm lỗ luỹ kế:** Tính đến T6/24, EVN đã lỗ luỹ kế hơn 52 nghìn tỷ đồng. Giá bán lẻ điện tăng sẽ giúp EVN nâng cao nguồn thu từ khách hàng, từ đó cải thiện dòng tiền và áp lực tài chính.
  - ✓ **Cải thiện năng lực thanh toán:** Dòng tiền được cải thiện giúp EVN giảm áp lực nợ vay và tăng khả năng huy động vốn.
  - ✓ **Thúc đẩy đầu tư hạ tầng:** Nguồn tài chính ổn định cho phép EVN tiếp tục đầu tư nâng cấp hạ tầng điện, bao gồm cả dự án lưới điện và nguồn điện, đảm bảo đáp ứng nhu cầu điện ngày càng tăng của nền kinh tế xã hội.
  - ✓ **Hỗ trợ chuyển đổi năng lượng:** Xu thế chuyển đổi năng lượng xanh thường đi kèm với những chi phí đầu tư rất lớn ban đầu.
- Các doanh nghiệp/nhà máy phát điện cũng được hưởng những tác động tích cực:
  - ✓ **Hỗ trợ thanh toán cho DN phát điện:** Giảm rủi ro tình trạng chậm thanh toán tiền điện cho các nhà máy, giúp các đơn vị có thể cân đối được dòng tiền hoạt động.
  - ✓ **Khuyến khích đầu tư công suất mới**: Các nhà máy điện mới, đặc biệt là các loại hình như điện khí LNG, điện gió sẽ có cơ hội mở rộng quy mô đầu tư – do đây là các nhà máy có giá điện cao hơn nhà máy điện truyền thống.
  - ✓ **Tác động tích cực đến lợi nhuận một số DN:** một số DN có thể hưởng lợi nhờ ghi nhận thu nhập bất thường từ chênh lệch tỷ giá từ các năm trong quá khứ như NT2, POW, QTP, HND.



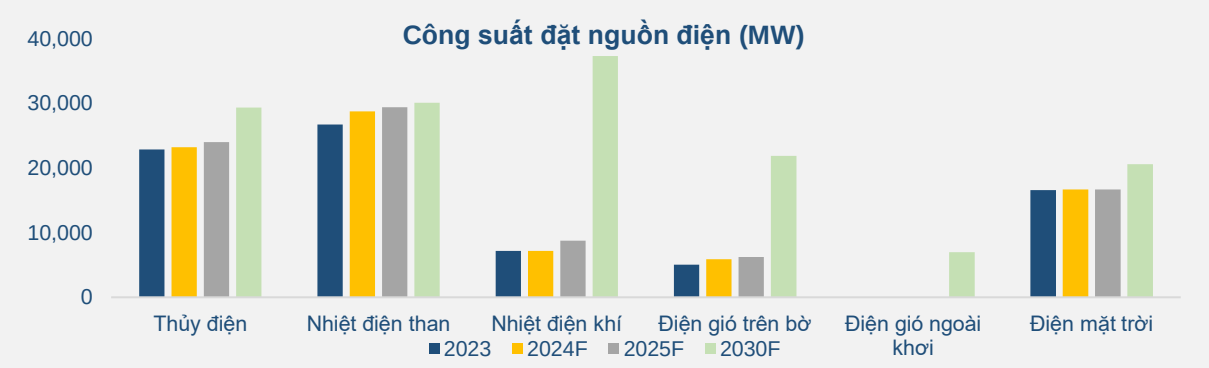
Nguồn: EVN, BVSC ước tính và tổng hợp

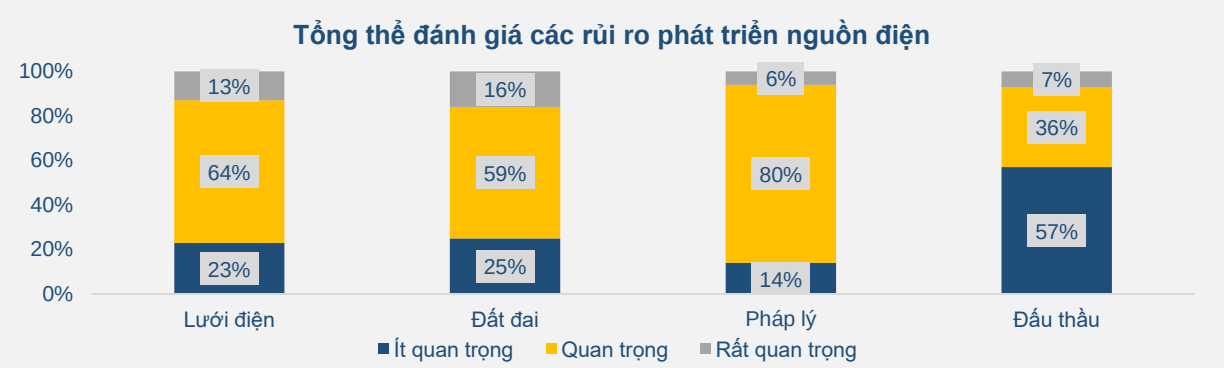
BAOVIET Securities

Hành lang pháp lý được đảm bảo giúp tháo gỡ nhiều thách thức trong phát triển nguồn cung ứng điện

Ngành Điện 2025

- Theo Quy hoạch điện VIII và kế hoạch thực hiện, các nguồn điện như điện khí LNG hay điện gió sẽ được khuyến khích và ưu tiên phát triển từ nay đến năm 2030. Việc tăng tỷ trọng những nguồn điện này nhằm giảm phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch, bảo vệ môi trường, hướng tới phát triển xanh và bền vững.
- Mặc dù vậy, tiến độ đầu tư xây dựng các dự án mới trong thời gian qua vẫn còn nhiều chậm trễ. Điều này đến từ các yếu tố như: thiếu hụt nguồn vốn, biến động giá cả NVL, thiếu nguồn nhân lực có trình độ cao, và một phần không nhỏ tới từ những vướng mắc trong cơ chế, chính sách, và quy trình pháp lý chưa đồng bộ. Do đó, việc đổi mới, cập nhật các luật, cơ chế, chính sách để có thể khắc phục triệt để những tồn tại, vướng mắc, nhằm đảm bảo an ninh năng lượng là rất cần thiết.
- **Luật Điện lực (sửa đổi)** được xây dựng nhằm hoàn thiện các khung pháp lý, thúc đẩy phát triển ngành điện phù hợp với xu hướng mới và hội nhập quốc tế. Một số điểm nổi bật có thể kể đến như:
  - ✓ Quy hoạch và đầu tư phát triển điện lực;
  - ✓ Phát triển điện năng lượng tái tạo và năng lượng mới;
  - ✓ Điều kiện hoạt động điện lực và việc cấp, thu hồi giấy phép hoạt động điện lực;
  - ✓ Thị trường điện cạnh tranh và hoạt động mua bán điện;
  - ✓ Quản lý, vận hành hệ thống điện;
  - ✓ An toàn sử dụng điện sau công tơ và bảo đảm an toàn đập, hồ chứa thuỷ điện.
- **Một số chính sách được ban hành gần đây:** NĐ 80/2024/NĐ-CP về DPPA; NĐ 135/2024//NĐ-CP về ĐMT tự sản xuất, tự tiêu thụ; QĐ 1260/QĐ-BCT về phê duyệt khung giá phát điện nhà máy điện khí LNG năm 2024;…





Nguồn: Quy hoạch điện VIII, Bộ Công thương, Thống kê của WB 2020, BVSC ước tính và tổng hợp

Hiện trạng cơ chế giá điện NLTT

Ngành Điện 2025

- Việc chậm trễ ban hành các cơ chế, chính sách giá gây ra nhiều tác động tiêu cực cho ngành năng lượng và môi trường đầu tư Việt Nam: một mặt, gây bế tắc cho nhà đầu tư đang vận hành các dự án năng lượng tái tạo trễ giá FIT; mặt khác lại tạo ra sự e ngại cho nhà đầu tư muốn triển khai các dự án mới trong thời gian tới.
- Thời gian gần đây, Chính phủ và các Bộ ngành đang đồng loạt và khẩn trương xây dựng/ban hành nhiều cơ chế để thúc đẩy thực hiện phát triển nguồn điện, trong đó có NLTT. Việc có các cơ sở pháp lý cần thiết sẽ giúp các Doanh nghiệp có thêm các cơ sở đánh giá hiệu quả dự án, rõ ràng về mặt chính sách, và từ đó sẽ thu hút đầu tư vào ngành điện trở lại trong thời gian tới, đảm bảo an ninh năng lượng và sự phát triển bền vững của ngành.
- Một số Doanh nghiệp niêm yết như HDG, REE, GEG có các dự án NLTT trong Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII sẽ được hưởng lợi.

6/2017

FIT 1:
- ĐMT 9,35 cents

Điện gió: COD trước 01/11/2021
- ĐG trong đất liền: 8,5 cents
- ĐG trên biển: 9,8 cents

7/2019

FIT 2:
- ĐMT nổi: 7,96 cents
- ĐMT mặt đất: 7,09 cents
- ĐMT mái nhà: 8,38 cents

2021-2024

Xây dựng, ban hành các cơ chế mới:
- Khung giá cho các NMĐ chuyển tiếp (TT 15/2022/TT-BCT và QĐ 21/2023/QĐ-BCT)
- Khung giá cho các NMĐ mới (TT 19/2023/TT-BCT)
- Cơ chế DPPA (NĐ 80/2024/NĐ-CP)
- Cơ chế ĐMT tự sản xuất, tự tiêu thụ (NĐ 135/2024/NĐ-CP)

Loại hình (đồng/kWh)	Khung giá mới	Giá cho dự án chuyển tiếp	Giá FIT (quy đổi ra VNĐ)
ĐMT mặt đất	N/A	1.185	1.674
ĐMT nổi	N/A	1.508	1.815
ĐG trong đất liền	1.611	1.587	2.006
ĐG trên biển	1.891	1.816	2.313

Nguồn: Bộ Công thương, EPTC, ERAV, BVSC ước tính và tổng hợp

BAOVIET Securities

Ban hành Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII

Ngành Điện 2025

- Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII đã được ban hành vào đầu Tháng 4/24. Ở các giải pháp để thực hiện Quy hoạch, QĐ cũng nêu ra danh mục các đề án/dự án ưu tiên về hoàn thiện chính sách pháp luật và tăng cường năng lực của ngành điện; cũng như là danh mục các nguồn điện và lưới điện truyền tải được ưu tiên phát triển trong giai đoạn từ nay đến 2030.
- Việc Kế hoạch cụ thể thực hiện Quy hoạch điện VIII đã được phê duyệt, sẽ (1) bước đầu tạo ra tâm lý tích cực cho ngành điện nói chung; (2) kế hoạch đã ban hành danh mục các dự án ưu tiên phát triển, để các cấp quản lý nhà nước và nhà đầu tư có cơ sở triển khai thủ tục chuẩn bị đầu tư xây dựng cho giai đoạn tiếp theo; và (3) các dự án lưới điện truyền tải có vai trò trục xương sống của hệ thống điện Quốc gia sẽ có cơ sở triển khai, nhằm đảm bảo an ninh năng lượng cho cả nước.

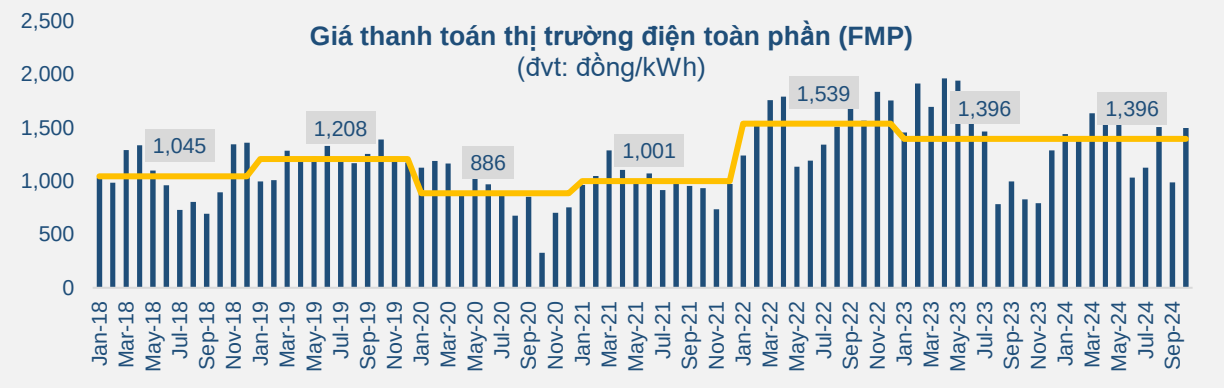
Doanh nghiệp	Dự án	Công suất (MW)	Thời gian triển khai
REE	NMĐG V1-4	48	2026-2030
	NMTĐ Trà Khúc 2	30	2025
	NMTĐ Thác Bà 2	19	2025
HDG	NMĐG 7A mở rộng	21	2023-2025
	NMĐG Phước Hữu	50	2023-2025
	NMĐG Lộc Bình	50	2026-2030
	NMĐG Bình Gia	80	2026-2030
	NMTĐ Sơn Nham & Sơn Linh	26	
PC1	NMTĐ Bảo Lạc A	30	2026-2030
	NMTĐ Thượng Hà	13	2026-2030
POW	NMĐ khí NT3; NT4	1.624	2024-2025

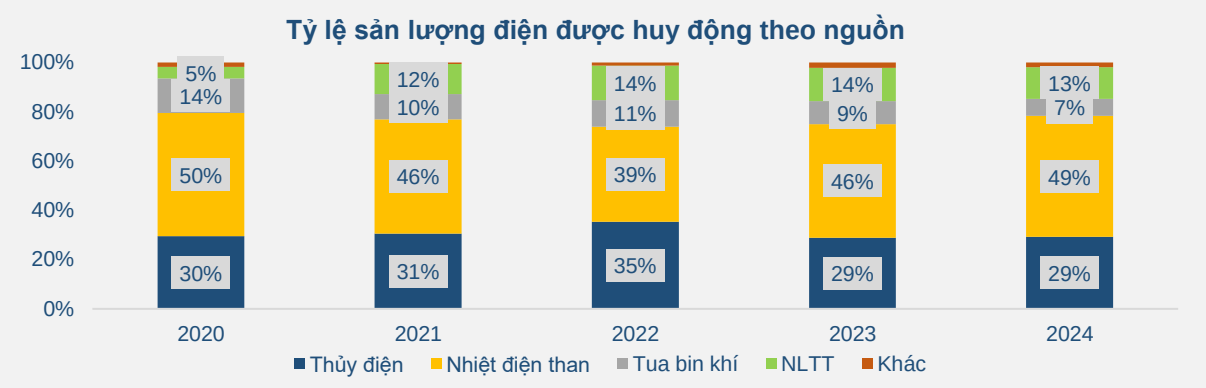
Nguồn: Bộ Công thương, BVSC tổng hợp

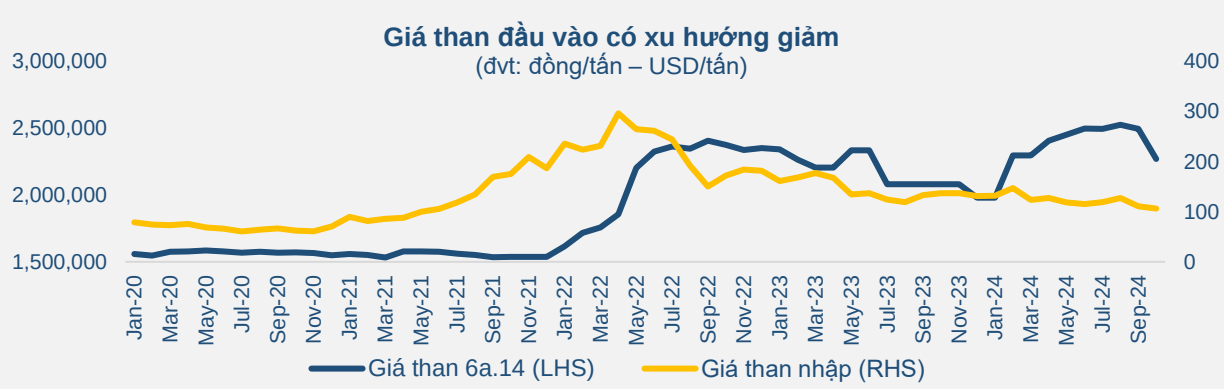
Triển vọng nhóm nhà máy nhiệt điện và thủy điện

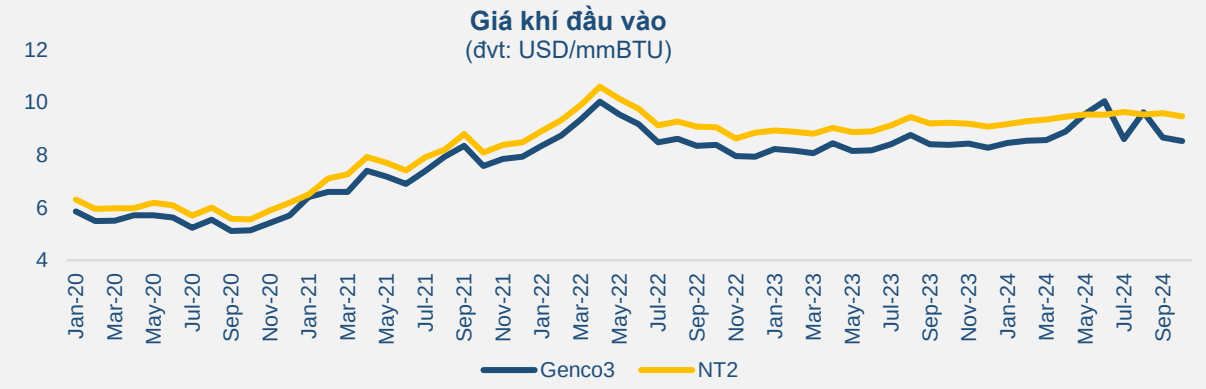
Ngành Điện 2025

- Giá CGM năm 2024-2025 dự báo đạt mức 1.400 đồng/kWh và 1.442 đồng/kWh - cao hơn 20% so với trung bình giai đoạn 2018–2023.
- Các nhà máy nhiệt điện than, đặc biệt là miền Bắc, sẽ được hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ phụ tải điện tăng cao, trong khi tỷ lệ nguồn dự phòng thấp.
- Kể từ nửa sau năm 2024 và trong năm 2025, chúng tôi đánh giá nhóm thủy điện sẽ tích cực khi La Nina quay trở lại. Các Doanh nghiệp niêm yết hưởng lợi: REE, HDG, PC1, GEG…
- Các nhà máy nhiệt điện khí niêm yết gặp khó khăn, chủ yếu do nguồn cung trong nước liên tục suy giảm và giá thành cao, làm giảm khả năng cạnh tranh. Ở khu vực Đông Nam Bộ, NT2 là doanh nghiệp có thể được hưởng lợi khi là nhà máy điện khí duy nhất còn hợp đồng bao tiêu khí với GAS.
- Trong dài hạn, các nhà máy điện khí LNG sẽ được ưu tiên phát triển làm nguồn điện chạy nền của hệ thống. POW với dự án điện khí LNG đầu tiên ở Việt Nam là NT3-NT4 sẽ là cái tên đáng chú ý.









Nguồn: Genco3, NT2, Tổng cục Hải quan, IRI, TKV, BVSC tổng hợp

Khuyến nghị đầu tư

Ngành Điện 2025

MCK	P/E forward 2025	EV/EBITDA forward 2025	P/B forward 2025	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Upside (%)	Khuyến nghị	Điểm nhấn
NT2	27,8x	8,2x	1,4x	22.200	11,3%	**NEUTRAL**	- KQKD 2025 phục hồi nhờ nguồn cung khí được đảm bảo.
POW	27,5x	5,8x	0,8x	13.900	13,0%	**NEUTRAL**	- Sản lượng huy động từ các nhà máy điện khí hiện hữu và điện than trong năm 2025 tăng trưởng. - NT3, NT4 là động lực cho KQKD trong dài hạn. - Định giá hấp dẫn, P/B forward đạt 0,8x – thấp hơn đáng 1 độ lệch chuẩn của trung bình 5 năm.
PC1	10,5x	5,9x	1,0x	29.500	29,1%	**OUTPERFORM**	- Vị thế đầu ngành xây lắp điện Việt Nam. - La Nina hỗ trợ KQKD mảng thuỷ điện. - Các dự án đầu tư dần đi vào hoạt động hỗ trợ tăng trưởng KQKD trong các năm tiếp theo.
REE	14,4x	8,1x	1,3x	79.700	20,8%	**OUTPERFORM**	- La Nina trở lại giúp danh mục thủy điện được hưởng lợi. - Dự án BĐS nhà ở và cho thuê mới sẽ hỗ trợ tăng trưởng KQKD trong năm 2025. - Vị thế tài chính vững chắc, an toàn, hỗ trợ mở rộng trong tương lai.
HDG	11,3x	7,3x	1,1x	35.500	16,8%	**OUTPERFORM**	- Thuỷ văn hồi phục. - Kế hoạch mở rộng danh mục điện thêm hơn 806 MW từ nay đến 2030, trong đó 5 dự án (227MW) đã được đưa vào danh sách ưu tiên đầu tư trong KH thực hiện QHĐ VIII. - Kỳ vọng 2 dự án Green Lane và Linh Trung được điểm tên trong danh sách các dự án được thí điểm xây dựng nhà ở thương mại thông qua thoả thuận về nhận QSDĐ hoặc đang có QSDĐ.

POW

NEUTRAL | Target: 13.900 VNĐ/CP | Upside: +13,0%

POW – Doanh nghiệp phát điện hàng đầu Việt Nam

Giá hiện tại: **12.300 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **13.900 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+13,0% -** Khuyến nghị: **NEUTRAL**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Các nhà máy hiện hữu được huy động với mức sản lượng cao trong năm 2025**. Ở cụm các nhà máy nhiệt điện khí Đông Nam Bộ, chỉ còn duy nhất NT2 còn hợp đồng nghĩa vụ bao tiêu khí với GAS cho phần khối lượng 784 triệu Sm3 khí/năm (tương đương sản lượng điện phát khoảng gần 4 tỷ kWh). Việc có hợp đồng bao tiêu khí với GAS giúp NT2 đảm bảo và tự chủ được nguồn nhiên liệu, đồng thời với chi phí hợp lý hơn khí LNG nhập khẩu. Ở cụm nhà máy Cà Mau 1-2: lượng khí cấp để phát điện là đủ. POW đang đàm phán với bên vận hành mỏ và nhà cung cấp, giúp điều tiết nguồn khí từ PM3 theo sát kế hoạch vận hành mà NSMO giao cho POW trong năm 2025, từ đó giúp các nhà máy được huy động ở hiệu suất cao hơn.
- **NT3, NT4 là nguồn động lực chính cho KQKD trong trung và dài hạn**. Tiến độ tổng thể của gói thầu EPC hiện tại ước đạt 95%. POW đã hoàn thành ký kết hợp đồng PPA với EPTC vào đầu Tháng 10/2024, và dự kiến sẽ ký hợp đồng GSA với GAS vào Tháng 12/2024. NT3 dự kiến chính thức vận hành thương mại vào Tháng 6/2025, NT4 dự kiến sẽ vận hành thương mại vào Tháng 9/2025.
- **Dự báo KQKD 2024.** KQKD năm 2024 của POW dự báo sẽ tăng trưởng mạnh với doanh thu **29.897 tỷ đồng (+6% y/y)** và LNST sau CĐTS **1.945 tỷ đồng (+87% y/y)**. Động lực chính đến từ khoản bồi thường 1.000 tỷ đồng cho sự cố tại nhà máy Vũng Áng 1. Nếu tính riêng hoạt động cốt lõi, LNST-CĐTS đạt 1.145 tỷ đồng (+10% y/y). Sản lượng điện thương phẩm dự báo đạt 15.753 triệu kWh (+9% y/y).
- **KQKD 2025 sụt giảm.** Chúng tôi đưa ra dự báo với doanh thu đạt **39.890 tỷ (+33% y/y)** và LNST-CĐTS đạt **1.060 tỷ (-45% y/y)**. Sản lượng điện tăng mạnh 24% y/y, đạt 19.537 triệu kWh. Tính riêng HĐKD cốt lõi, LNST-CĐTS năm 2025 giảm 7% y/y vì NT3-NT4 ghi nhận lỗ do áp lực tài chính và chi phí khấu hao lớn.

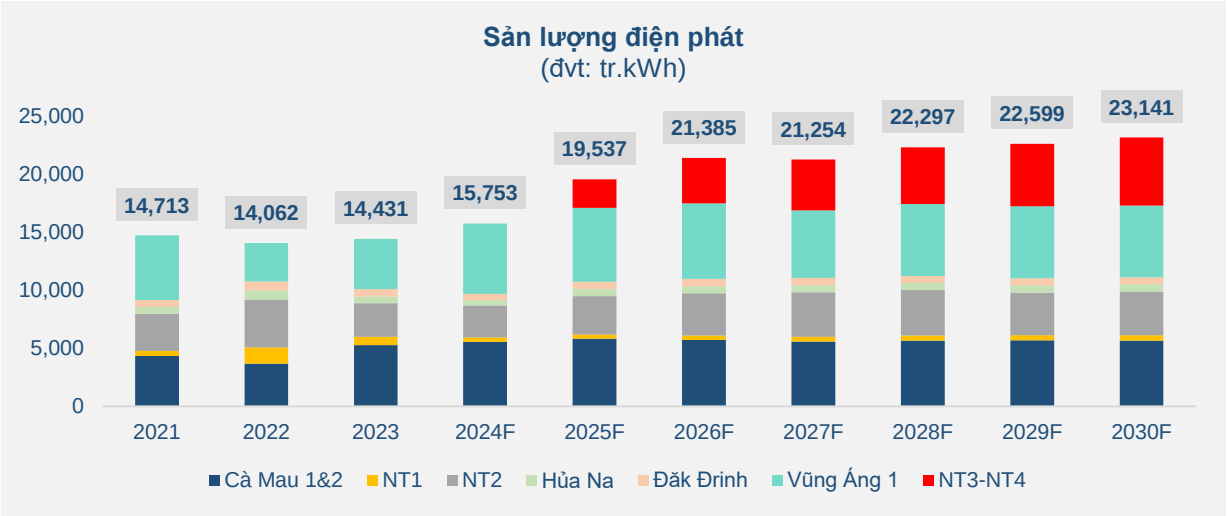
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**22.224**	**28.329**	**29.897**	**39.890**
Tăng trưởng	15%	0%	6%	33%
LNST	**2.061**	**1.038**	**1.945**	**1.060**
Tăng trưởng	15%	-50%	87%	-45%
P/E (x)	12,1	25,4	15,0	27,5
P/B (x)	1,0	1,3	0,8	0,8
EPS (đồng/cp)	**880**	**443**	**830**	**453**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**13.900**

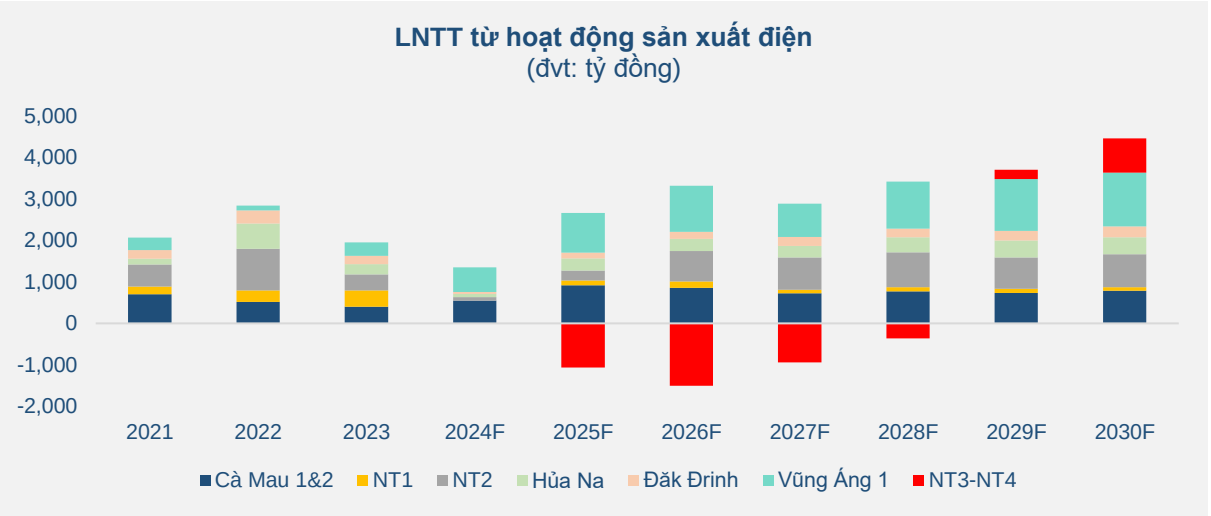
Diễn biến P/B của POW trong 5 năm vừa qua

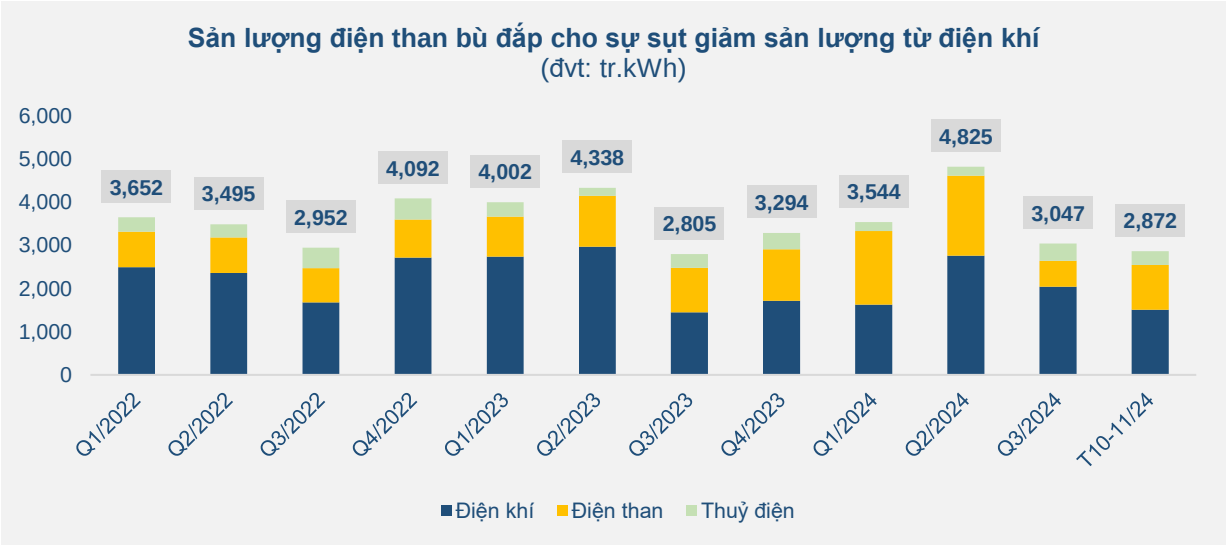
BAOVIET Securities

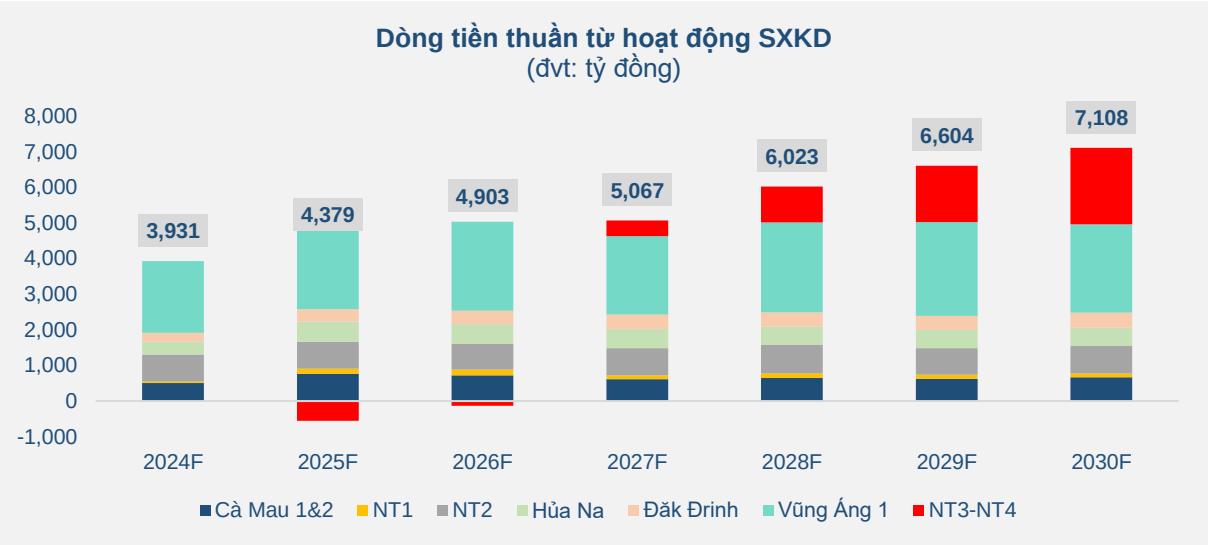
POW – Doanh nghiệp phát điện hàng đầu Việt Nam

Giá hiện tại: **12.300 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **13.900 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+13,0% -** Khuyến nghị: **NEUTRAL**









NT2

NEUTRAL | Target: 22.200 VNĐ/CP | Upside: +11,3%

NT2 – KQKD 2024 gặp khó, 2025 sẽ thuận lợi hơn

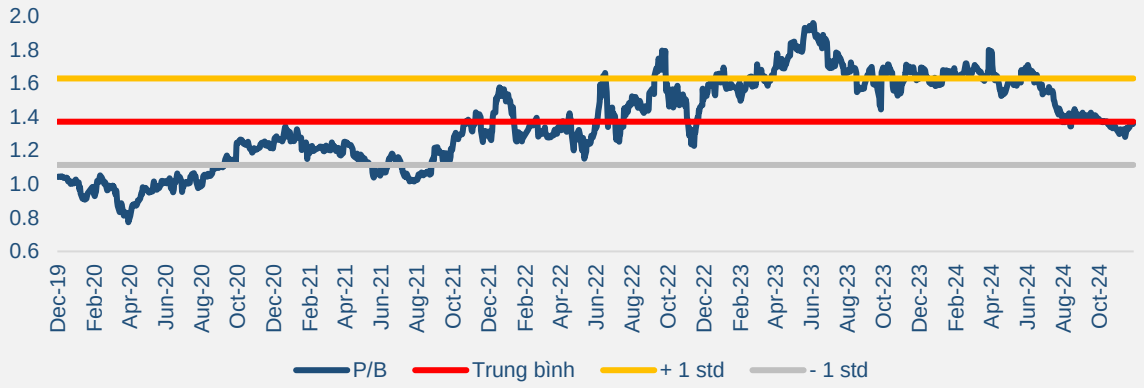
Giá hiện tại: **19.950 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **22.200 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+11,3% -** Khuyến nghị: **NEUTRAL**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Nguồn cung khí nội địa trong 2-3 năm tới được đảm bảo.** Nhà máy BOT Phú Mỹ 3 đã hết thời hạn hợp đồng BOT và bao tiêu khí với GAS kể từ Tháng 3/24; nhà máy BOT Phú Mỹ 2.2 sẽ hết thời hợp đồng BOT và bao tiêu sản khí kể từ Tháng 2/25. Như vậy, ở cụm các nhà máy nhiệt điện khí Đông Nam Bộ, chỉ còn duy nhất NT2 còn hợp đồng nghĩa vụ bao tiêu khí với GAS cho phần khối lượng 784 triệu Sm3 khí/năm (tương đương sản lượng điện phát khoảng gần 4 tỷ kWh). Điều này là rất quan trọng với NT2, do các mỏ khí ở khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm mạnh và chỉ cung cấp được khoảng 50% nhu cầu cho các nhà máy điện. Việc có hợp đồng bao tiêu khí với GAS giúp NT2 đảm bảo và tự chủ được nguồn nhiên liệu, đồng thời với chi phí thấp hơn khí LNG nhập khẩu.
- **KQKD 2024 đi lùi.** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của NT2 trong năm 2024 lần lượt đạt mức **5.858 tỷ đồng (-8% y/y)** và **74 tỷ đồng (-84% y/y)**. Sản lượng điện thương phẩm đạt mức 2.750 triệu kWh (-5% y/y), trong đó Qc được giao 1.984 triệu kWh (-43% y/y). Sản lượng Qc thấp hơn rất nhiều so với cùng kỳ là nguyên nhân chủ yếu khiến KQKD của NT2 năm 2024 sụt giảm mạnh.
- **Dự báo KQKD 2025**. BVSC dự báo NT2 ghi nhận **7.132 tỷ đồng** doanh thu **(+22% y/y)** và **213 tỷ đồng** LNST **(+190% y/y).** Sản lượng điện thương phẩm đạt mức 3.300 triệu kWh (+20% y/y), trong đó Qc đạt 2.475 triệu kWh (+27% y/y). Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung khí cho NT2 sẽ được đảm bảo sau khi 2 nhà máy BOT Phú Mỹ hết thời hạn hợp đồng, từ đó làm tăng khả năng cạnh tranh của NT2 trên thị trường phát điện và ghi nhận KQKD hồi phục trong năm 2025.
- **Đánh giá.** Chúng tôi đánh giá NT2 là doanh nghiệp có bảng cân đối kế toán lành mạnh, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và truyền thống chia cổ tức tiền mặt đều đặn cho cổ đông. Khuyến nghị **NEUTRAL** cho NT2, giá mục tiêu **22.200 đồng/cp**.

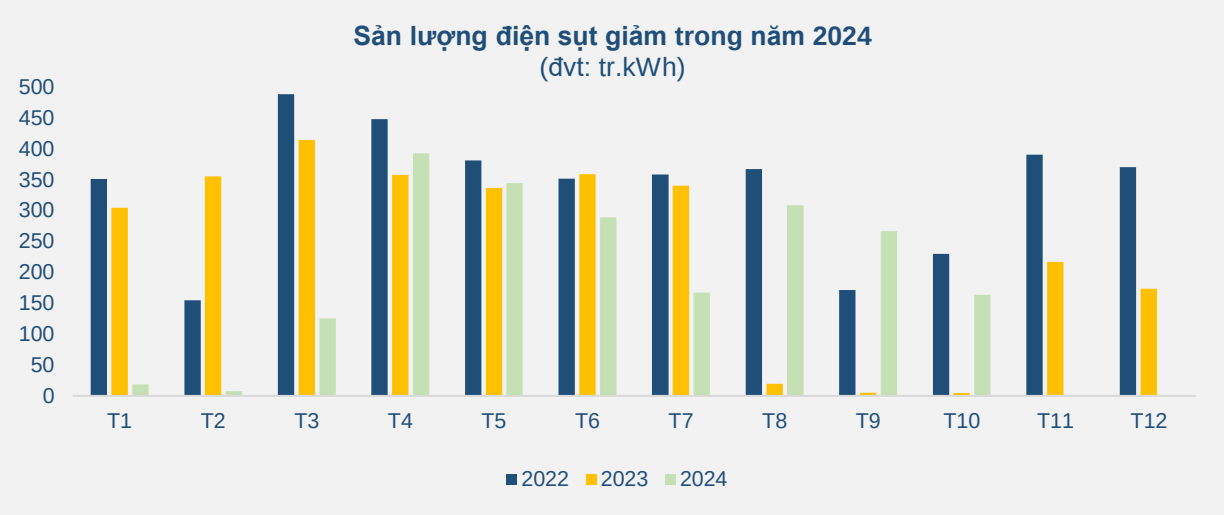
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**8.788**	**6.386**	**5.858**	**7.132**
Tăng trưởng	43%	-27%	-8%	22%
LNST	**883**	**473**	**74**	**213**
Tăng trưởng	66%	-46%	-84%	190%
P/E (x)	9,4	14,9	79,5	27,5
P/B (x)	1,0	1,1	1,4	1,4
EPS (đồng/cp)	**2.960**	**1.546**	**244**	**704**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**22.200**

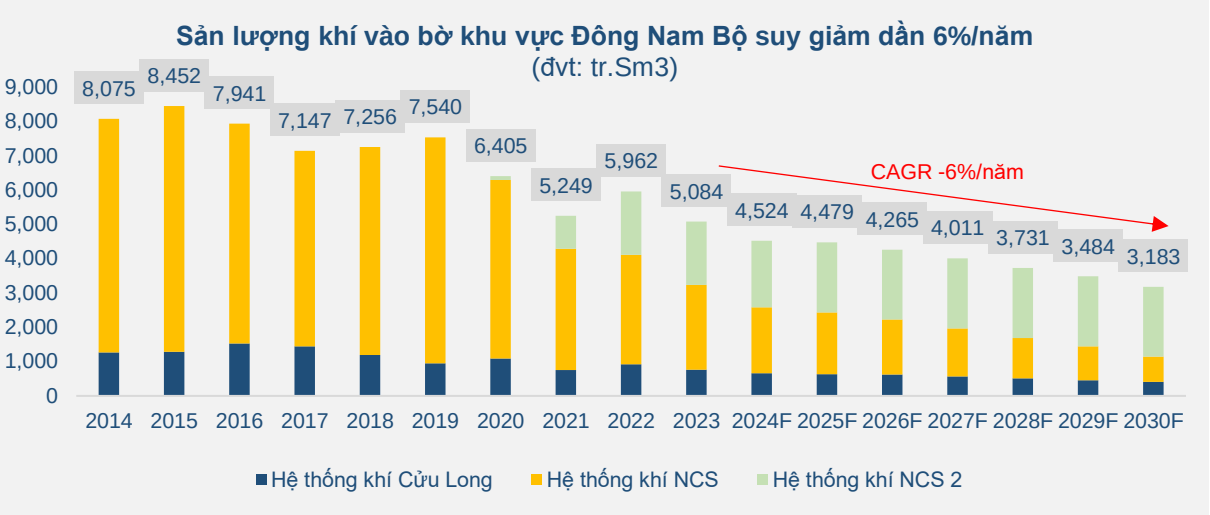
Diễn biến P/B của NT2 trong 5 năm vừa qua

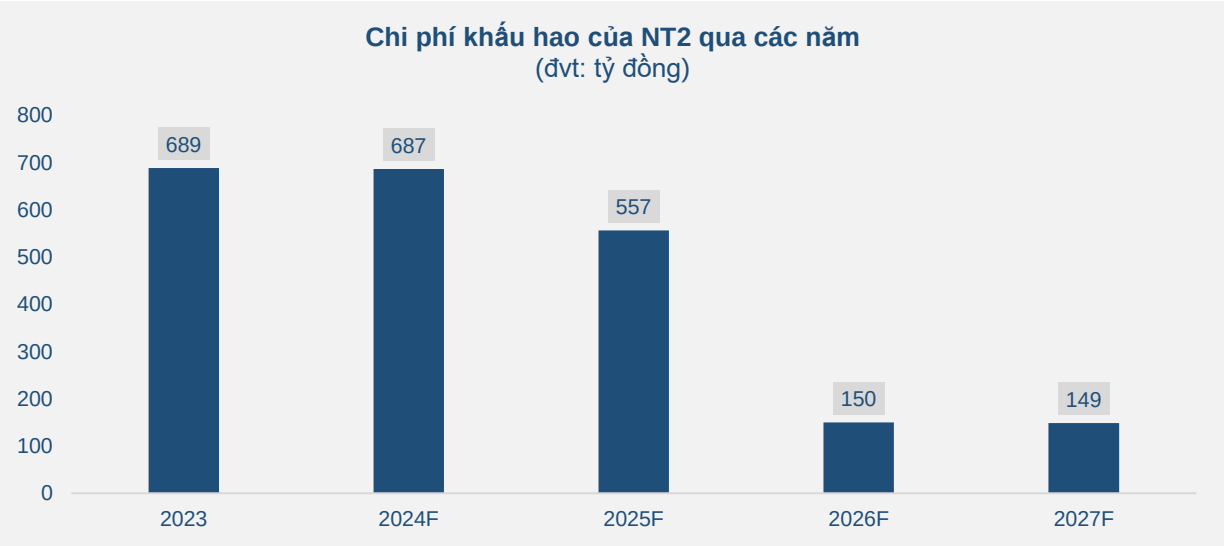


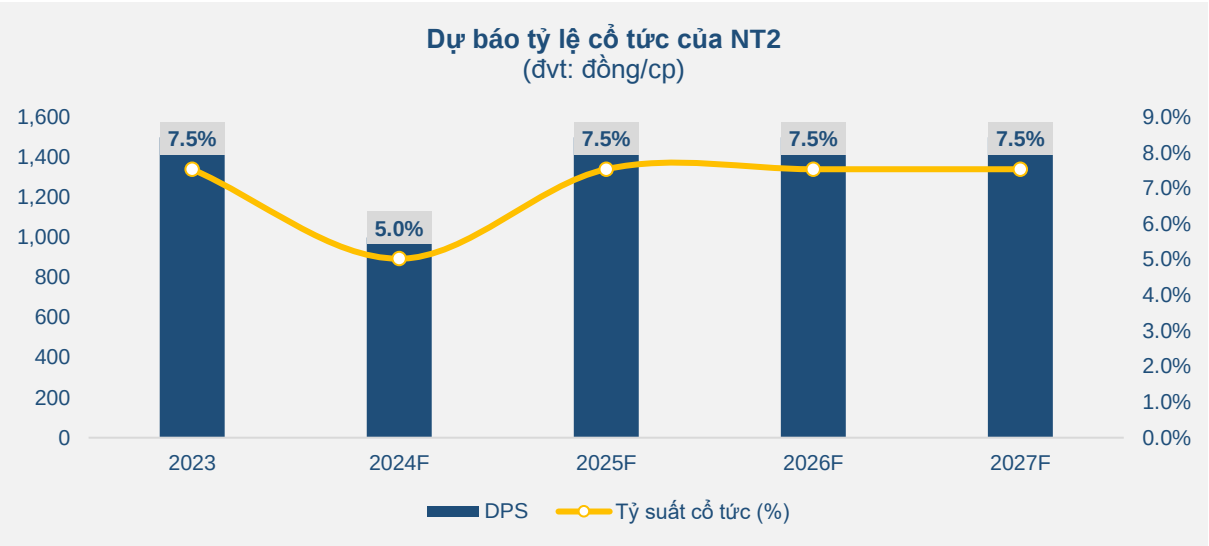
NT2 – KQKD 2024 gặp khó, 2025 sẽ thuận lợi hơn

Giá hiện tại: **19.950 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **22.200 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+11,3% -** Khuyến nghị: **NEUTRAL**









BAOVIET Securities

PC1

OUTPERFORM | Target: 29.500 VNĐ/CP | Upside: +29,1%

PC1 – Chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ

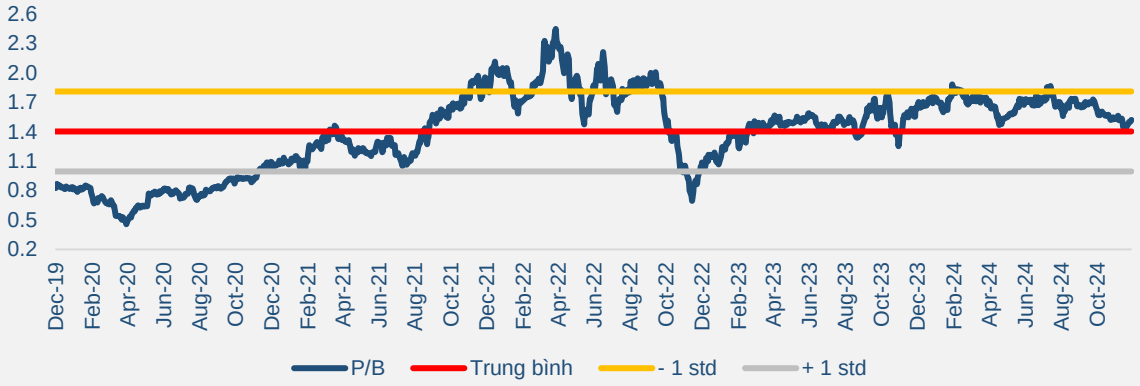
Giá hiện tại: **22.850 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **29.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+29,1% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất công nghiệp có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ.** Trong năm 2024, PC1 là đơn vị đầu tiên hoàn thành các công việc được giao trong dự án Đz 500kV mạch 3, cùng với giá trị hợp đồng trúng thầu chiếm tỷ lệ lớn (13% TMĐT dự án) – cho thấy sự uy tín, vị thế dẫn đầu ngành xây lắp điện của Doanh nghiệp. Với tổng nhu cầu xây dựng nguồn và lưới điện giai đoạn 2021-2025 đạt 11,4 tỷ USD/năm; và giai đoạn 2026-2030 đạt 15,5 tỷ USD/năm – chúng tôi nhận thấy tiềm năng Công ty sẽ hoàn thành ký kết các hợp đồng với giá trị lớn trong các năm tiếp theo. BVSC dự báo tốc độ tăng trưởng kép LNST cho hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất công nghiệp giai đoạn 2024-2027 là 8,4%/năm.
- **Các dự án đầu tư bắt đầu đem lại dòng tiền lớn cho PC1**. Năm 2024, nhà máy Nickel sẽ hoạt động cả năm, so với chỉ 6T cuối năm 2023. Ngoài ra, PC1 cũng bắt đầu nhận cổ tức từ Western Pacific khi 1 phần KCN Yên Phong II-A được bàn giao và ghi nhận KQKD. Giai đoạn từ năm 2025 trở đi, các dự án BĐS dân dụng như Tháp Vàng, Yên Thường, Định Công,… và BĐS KCN như Yên Lư, Đồng Văn 5,… sẽ lần lượt được đưa vào khai thác, sẽ hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn của PC1.
- **Dự báo KQKD 2024-2025.** BVSC dự báo doanh thu **10.549 tỷ đồng (+36% y/y)** và LNST sau CĐTS **505 tỷ đồng** (gấp 14 lần so với năm 2023). Năm 2025, doanh thu ước đạt **11.970 tỷ đồng (+14% y/y)** và LNST sau CĐTS ước đạt **786 tỷ đồng (+56 y/y)**. Cơ sở dự báo: (1) doanh thu hoạt động tổng thầu EPC và sản xuất tăng trưởng mạnh mẽ; (2) các nhà máy thủy điện hưởng lợi nhờ tình hình thủy văn; (3) Công ty liên kết Western Pacific bắt đầu đóng góp lợi nhuận kể từ 2024; (4) dự án BĐS nhà ở Tháp Vàng được bàn giao 50% và ghi nhận 768 tỷ đồng doanh thu, 85 tỷ đồng LNST vào năm 2025; và (5) chi phí tài chính giảm khi dư nợ vay giảm.
- Khuyến nghị **OUTPERFORM** cho PC1 với mức định giá **29.500 đồng/cp**. BVSC ưa thích PC1 do đây là doanh nghiệp có vị thế đầu ngành xây lắp điện Việt Nam, có năng lực triển khai dự án hiệu quả đã được chứng minh, và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận rất tích cực trong giai đoạn 5-7 năm tiếp theo.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**8.358**	**7.775**	**10.549**	**11.970**
Tăng trưởng	-15%	-7%	36%	14%
LNST	**460**	**33**	**505**	**786**
Tăng trưởng	-34%	-93%	1.418%	82%
P/E (x)	10,6	56,4	20,7	11,3
P/B (x)	0,8	1,2	1,2	1,0
EPS (đồng/cp)	**1.700**	**450**	**1.408**	**2.565**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**29.500**

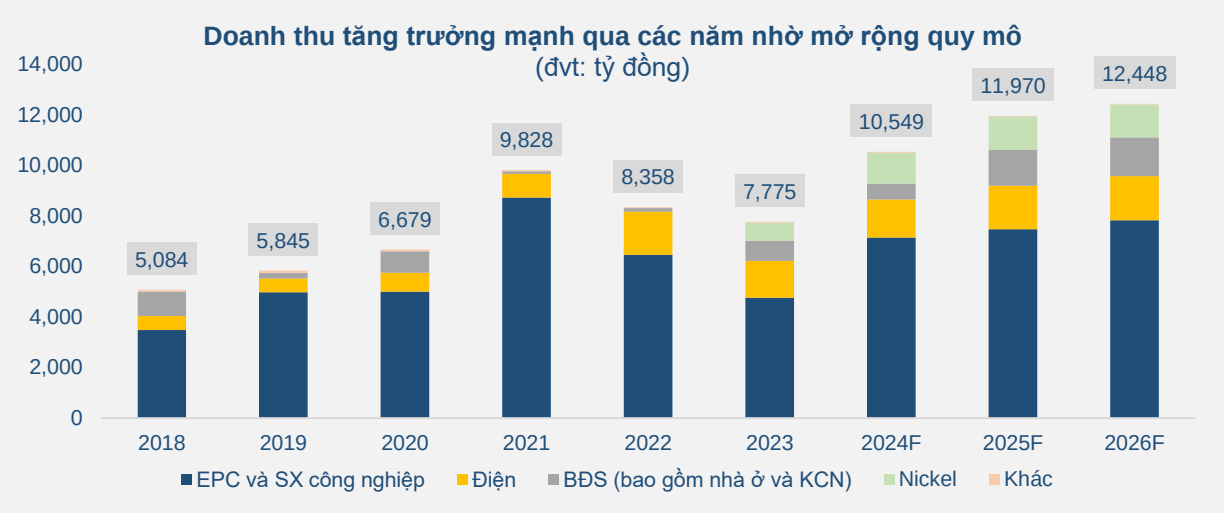
Diễn biến P/B của PC1 trong 5 năm vừa qua

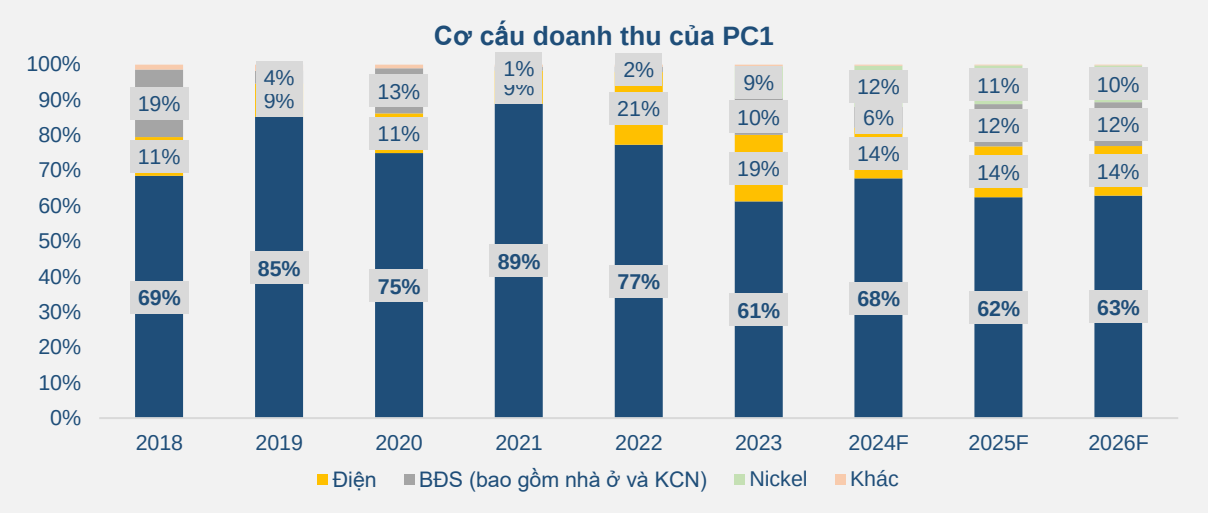


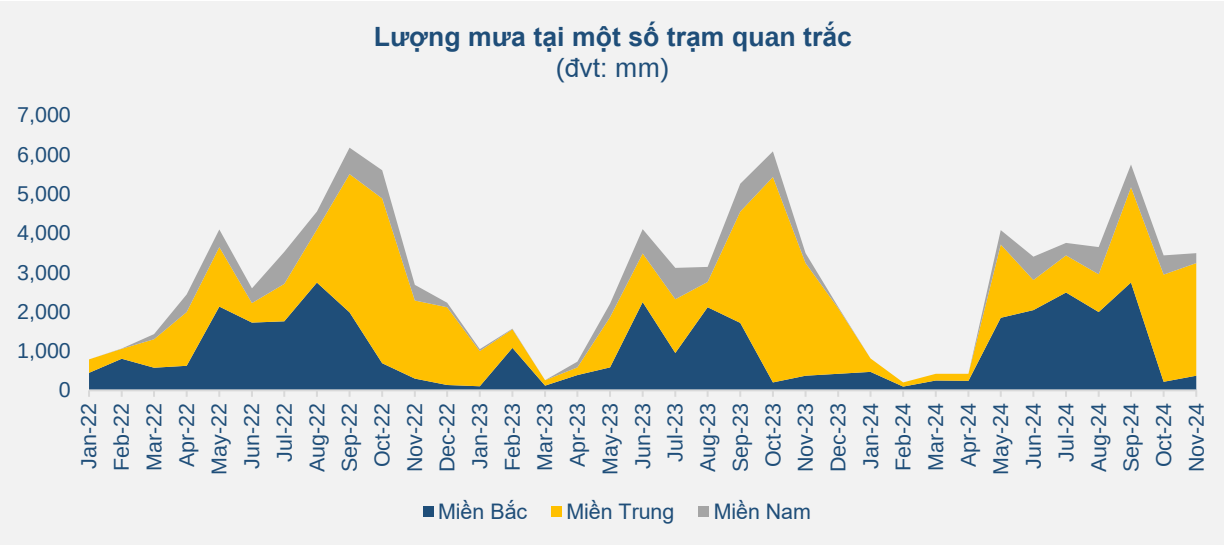
BAOVIET Securities

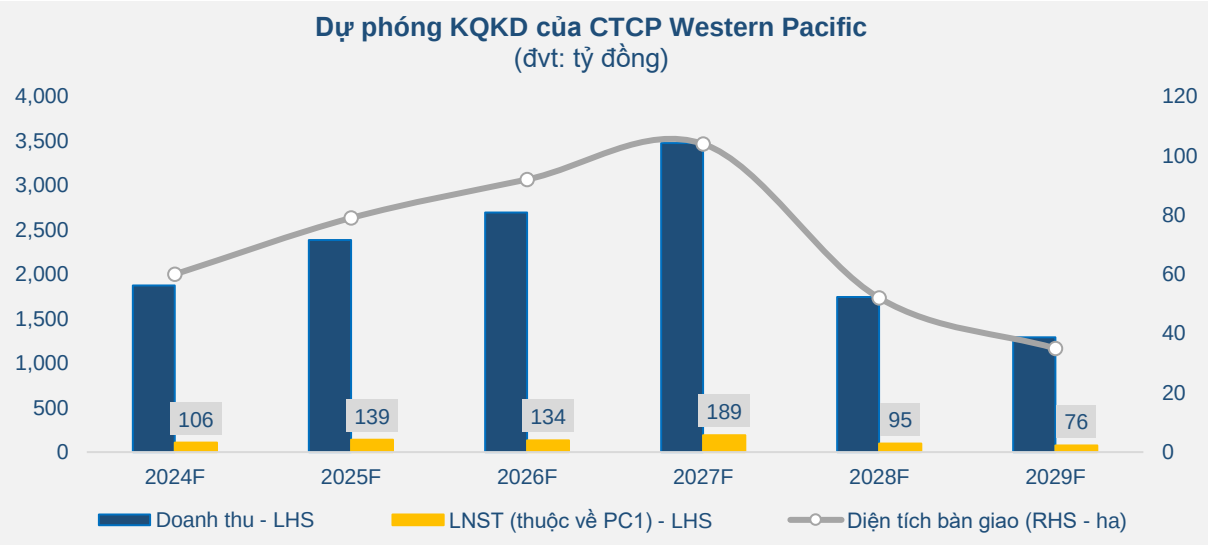
PC1 – Chuẩn bị bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ

Giá hiện tại: **22.850 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **29.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+29,1% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**









BAOVIET Securities

HDG

OUTPERFORM | Target: 35.500 VNĐ/CP | Upside: +16,8%

HDG – Thuỷ văn hồi phục, điểm sáng Charm Villas

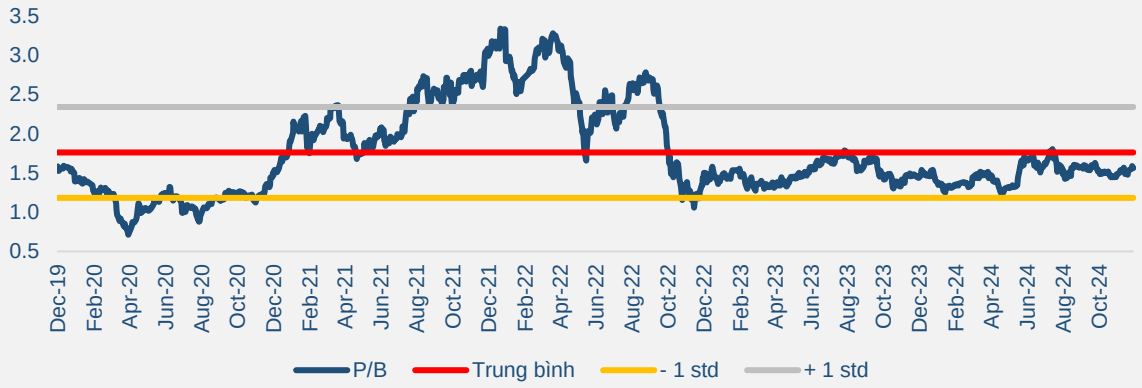
Giá hiện tại: **30.400 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **35.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+16,8% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Thuỷ văn hồi phục.** La Nina đã chính thức quay trở lại kể từ giữa năm 2024. HDG với danh mục 314 MW các nhà máy thuỷ điện, kỳ vọng sẽ là động lực hỗ trợ KQKD của Công ty trong năm 2025. Ngoài ra, trong kế hoạch phát triển của mình, HDG đặt kế hoạch mở rộng danh mục điện thêm hơn 806 MW từ nay đến 2030, trong đó 5 dự án (227MW) đã được đưa vào danh sách ưu tiên đầu tư trong Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII. Chúng tôi kỳ vọng cơ chế giá mới cho các dự án NLTT sẽ sớm được ban hành trong cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025, tạo tiền đề để các doanh nghiệp tiếp tục phát triển, mở rộng công suất phát điện trong các năm tiếp theo.
- **Charm Villas vẫn là dự án chủ lực cho mảng BĐS trong 2025.** HDG còn 108 căn ở giai đoạn 3 chưa mở bán. Công ty đặt kế hoạch sẽ mở bán từng phần trong thời gian sắp tới, giá sẽ cân đối tham chiếu theo các dự án lân cận (khoảng 120–150 triệu/m2). Chúng tôi cho rằng HDG sẽ chính thức mở bán vào đầu năm 2025, và ghi nhận KQKD vào giai đoạn 2025-26.
- **Thí điểm xây dựng nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất đã được Quốc hội thông qua.** Luật có hiệu lực từ 01/04/2025 và thời hạn 5 năm. Hiện tại, 2 dự án nối tiếp của HDG là Green Lane và Linh Trung đã bị trì hoãn lâu, gây ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng KQKD của Công ty trong những năm gần đây. Nếu 2 dự án này được điểm tên trong danh mục các dự án dự kiến thực hiện thí điểm, thì sẽ đóng góp rất lớn vào doanh thu/lợi nhuận mảng BĐS của HDG trong năm 2026-27 trở đi.
- **Dự báo KQKD 2024-25.** Doanh thu và LNST sau CĐTS của HDG năm 2024 dự báo lần lượt đạt mức **2.705 tỷ đồng (-6% y/y)** và **692 tỷ đồng (-3% y/y).** Cho năm 2025, BVSC dự báo doanh thu **2.973 tỷ đồng (+10% y/y)** và **LNST sau CĐTS 854 tỷ đồng (+23% y/y).**
- Sự phục hồi KQKD, tác động tích cực từ việc chính thức mở bán giai đoạn 3 Charm Villas, và thông tin về việc thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại đối với đất khác (nếu dự án của HDG được điểm tên trong danh sách) sẽ là động lực mạnh mẽ cho giá cổ phiếu trong thời gian sắp tới. Khuyến nghị **OUTPERFORM** cho HDG, giá mục tiêu **35.500 đồng/cp.**

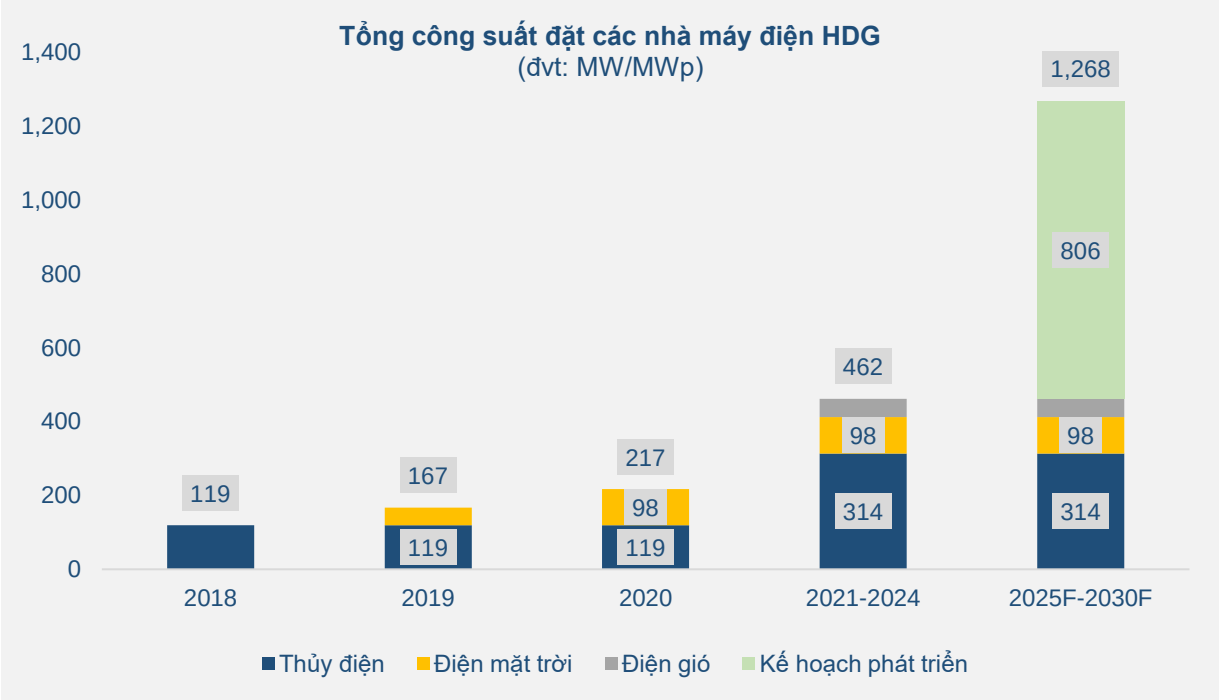
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**3.581**	**2.882**	**2.705**	**2.973**
Tăng trưởng	-5%	-20%	-6%	10%
LNST	**1.096**	**712**	**692**	**854**
Tăng trưởng	-0%	-35%	-3%	23%
P/E (x)	6,4	11,4	13,9	11,3
P/B (x)	1,2	1,2	1,2	1,1
EPS (đồng/cp)	**4.479**	**2.327**	**2.057**	**2.538**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**35.500**

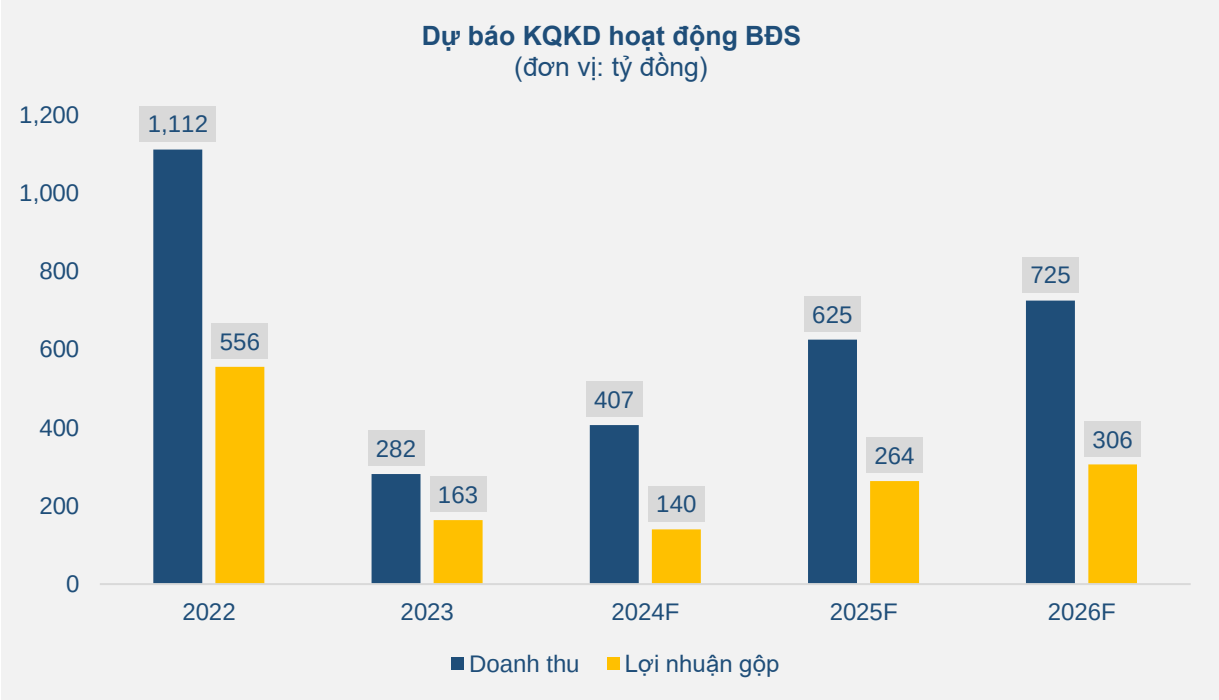
Diễn biến P/B của HDG trong 5 năm vừa qua



HDG – Thuỷ văn hồi phục, điểm sáng Charm Villas

Giá hiện tại: **30.400 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **35.500 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+16,8% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**





BĐS	2025				2026				2027	2028
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		
Charm Villas										
Green Lane										
Linh Trung										

BAOVIET Securities

REE

OUTPERFORM | Target: 79.700 VNĐ/CP | Upside: +20,8%

REE – Thủy văn thuận lợi, KQKD 2025 tăng trưởng trở lại

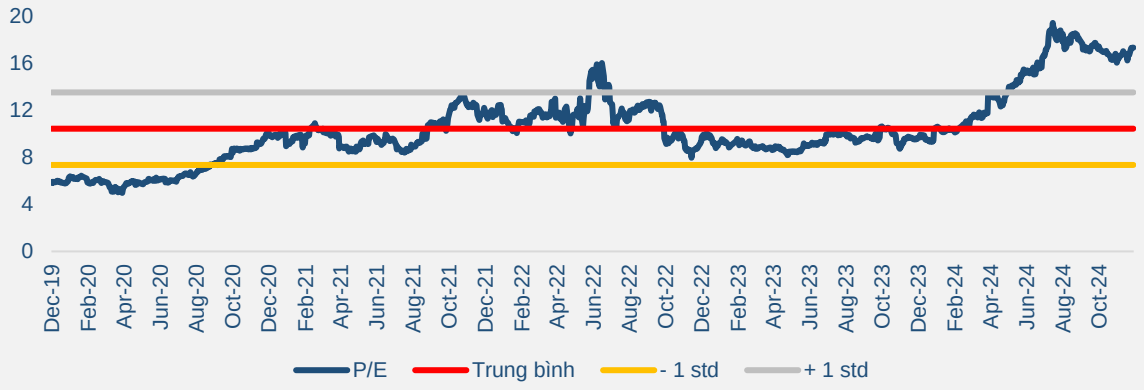
Giá hiện tại: **66.000 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **79.700 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+20,8% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**

Điểm nhấn đầu tư:

- **Thủy văn tích cực trở lại.** La Nina quay trở lại sẽ đóng góp tích cực vào KQKD của REE kể từ nửa sau năm 2024. Ngoài ra, REE đang triển khai đầu tư 3 dự án mới (tổng công suất 97MW) thủy điện và điện gió, dự kiến sẽ COD vào 2025-26, hỗ trợ tích cực vào KQKD của Công ty. Xa hơn, REE đề xuất được làm thêm 3 dự án điện gió khác với tổng công suất 344MW ở Trà Vinh.
- **Mảng BĐS hỗ trợ cho sự hồi phục KQKD của REE năm 2025**. Việc e.town 6 hoàn thành xây dựng và bắt đầu cho thuê từ giữa Q3.24; và Công ty dần bàn giao các dự án tại The Light Square sẽ là động lực hỗ trợ cho KQKD của REE.
- **Sức khoẻ tài chính lành mạnh**. Cuối Q3.24, REE đã tích lũy được hơn 6.188 tỷ đồng tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn (chiếm 17% cơ cấu Tổng tài sản) – tăng hơn 2.000 tỷ đồng so với đầu năm. Danh mục chứng khoán ghi nhận khoản đầu tư vào VIB với giá gốc 696 tỷ đồng (đang có mức sinh lời 480 tỷ đồng). REE sẽ cân nhắc thực hiện hóa lợi nhuận vào thời điểm hợp lý, đặc biệt khi có các cơ hội đầu tư hấp dẫn vào các dự án mới. Tỷ lệ D/E ở mức an toàn 0,49 lần.
- **Dự báo KQKD 2024.** BVSC dự báo KQKD 2024 của REE sụt giảm y/y do những ảnh hưởng từ tình hình thủy văn mạnh hơn dự kiến, và những thay đổi trong phương thức huy động của NSMO đã tác động nghiêm trọng đến các nhà máy thủy điện của REE. Cụ thể, doanh thu ước tính đạt 8.653 tỷ đồng (+1% y/y) và LNST sau CĐTS 1.920 tỷ đồng (-12% y/y).
- **KQKD 2025 kỳ vọng tăng trưởng ở mức 2 chữ số**. Việc La Nina bắt đầu diễn ra từ Tháng 6/24, đồng thời các dự án mới như e.town 6, The Light Square, dự án đường ống nước giai đoạn 2 VCW đều lần lượt đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng một mức hồi phục tích cực cho REE trong năm 2025. BVSC ước tính doanh thu đạt 9.934 tỷ đồng (+15% y/y) và LNST sau CĐTS 2.193 tỷ đồng (+15% y/y).
- REE vẫn là cổ phiếu BVSC ưa thích nhờ vào danh mục đầu tư thủy điện/NLTT hoạt động hiệu quả, triển vọng tăng trưởng KQKD trong chu kỳ sắp tới được đảm bảo bởi các dự án mới từ tất cả các mảng hoạt động, và vị thế tài chính lành mạnh.

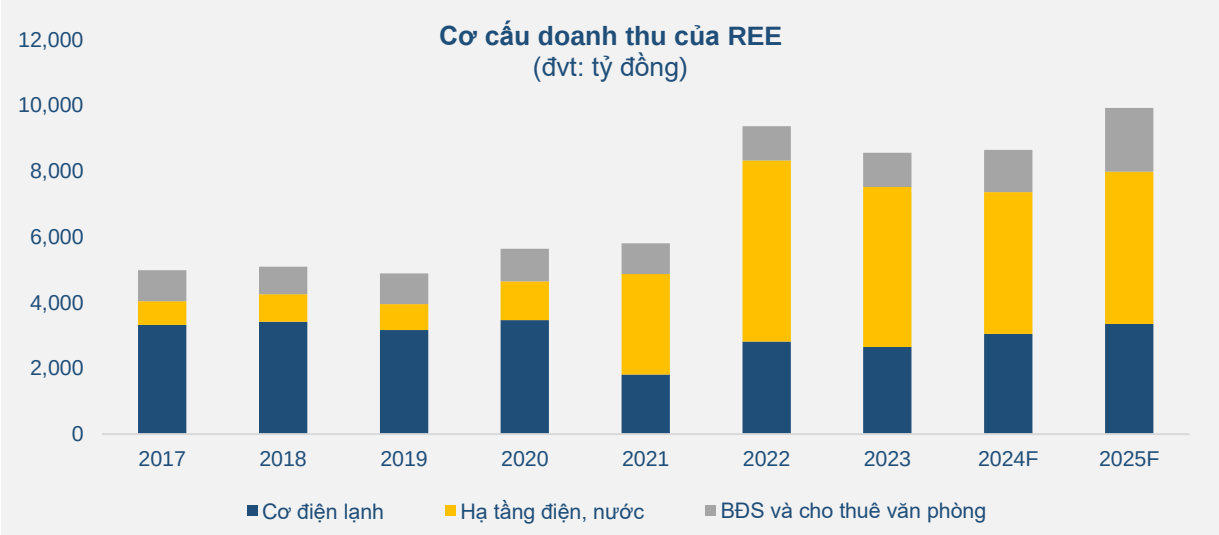
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**9.372**	**8.570**	**8.653**	**9.934**
Tăng trưởng	61%	-9%	1%	15%
LNST	**2.693**	**2.188**	**1.920**	**2.193**
Tăng trưởng	45%	-19%	-12%	14%
P/E (x)	9,0	10,1	16,4	14,4
P/B (x)	1,3	1,1	1,4	1,3
EPS (đồng/cp)	**6.588**	**5.354**	**4.077**	**4.657**
Giá mục tiêu (đồng/cp)				**79.700**

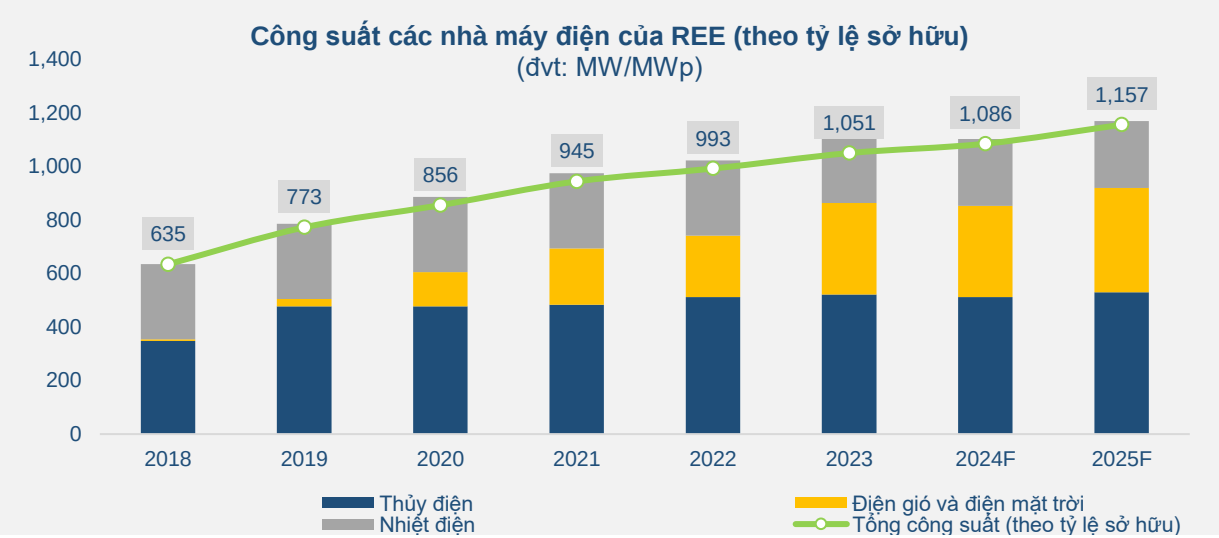
Diễn biến P/E của REE trong 5 năm vừa qua

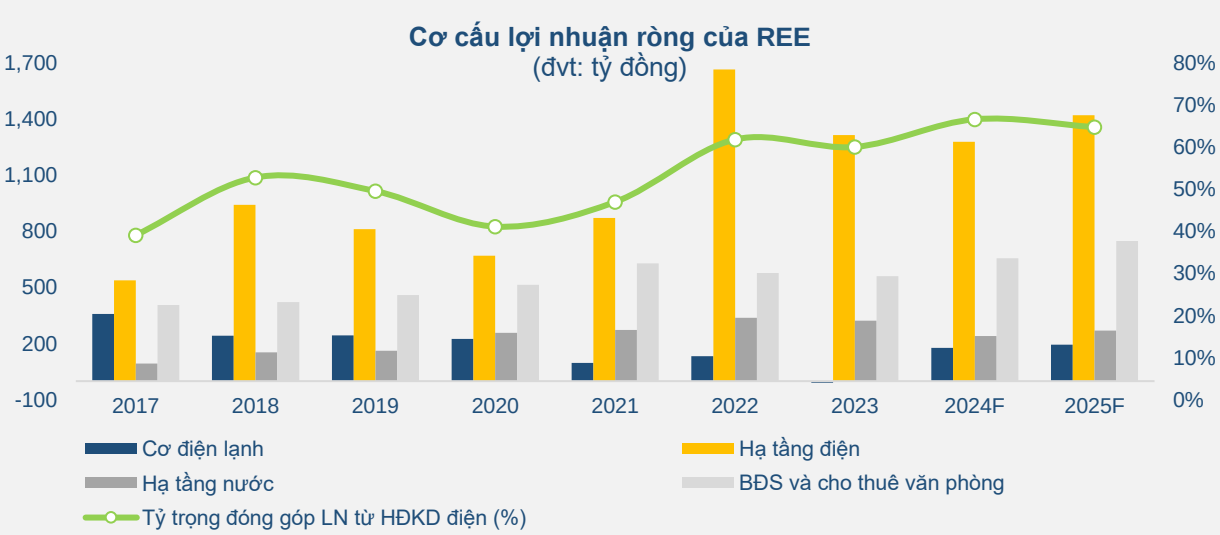


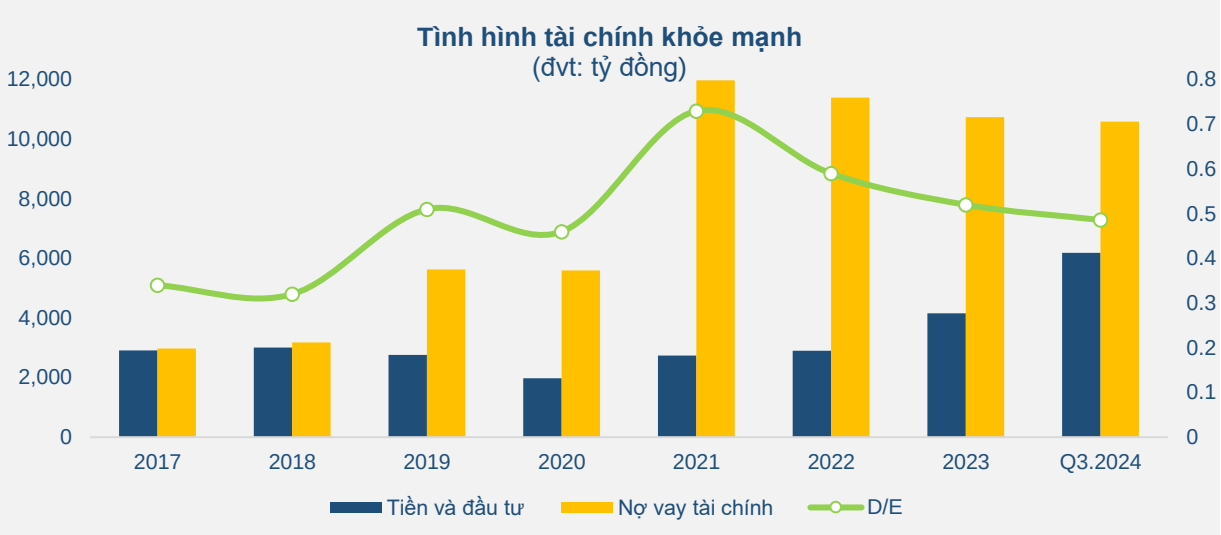
REE – Thủy văn thuận lợi, KQKD 2025 tăng trưởng trở lại

Giá hiện tại: **66.000 VNĐ/CP** – Giá mục tiêu: **79.700 VNĐ/CP –** Tiềm năng tăng giá: **+20,8% -** Khuyến nghị: **OUTPERFORM**









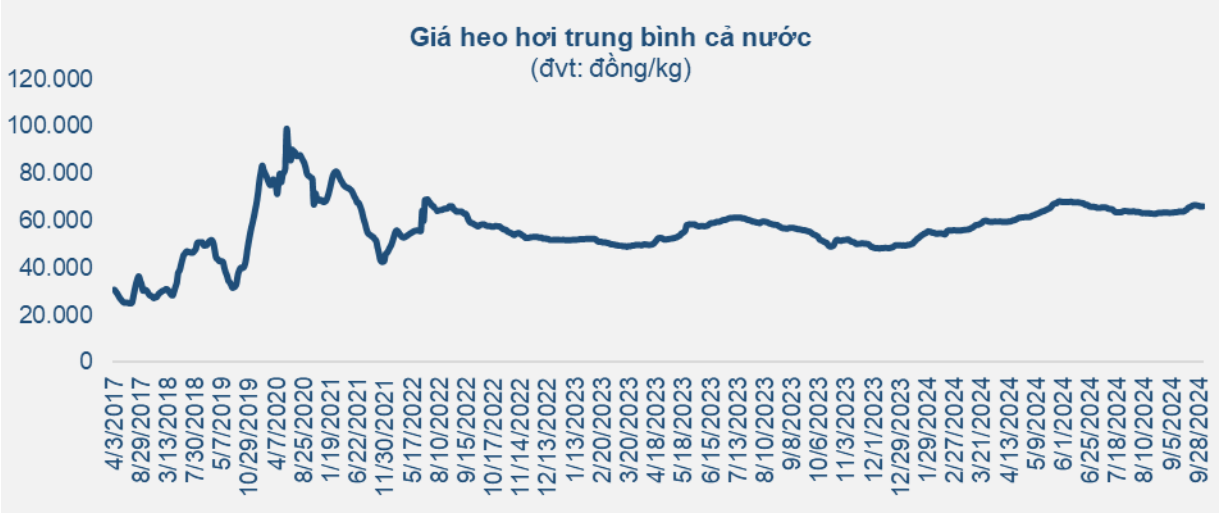
BAOVIET Securities

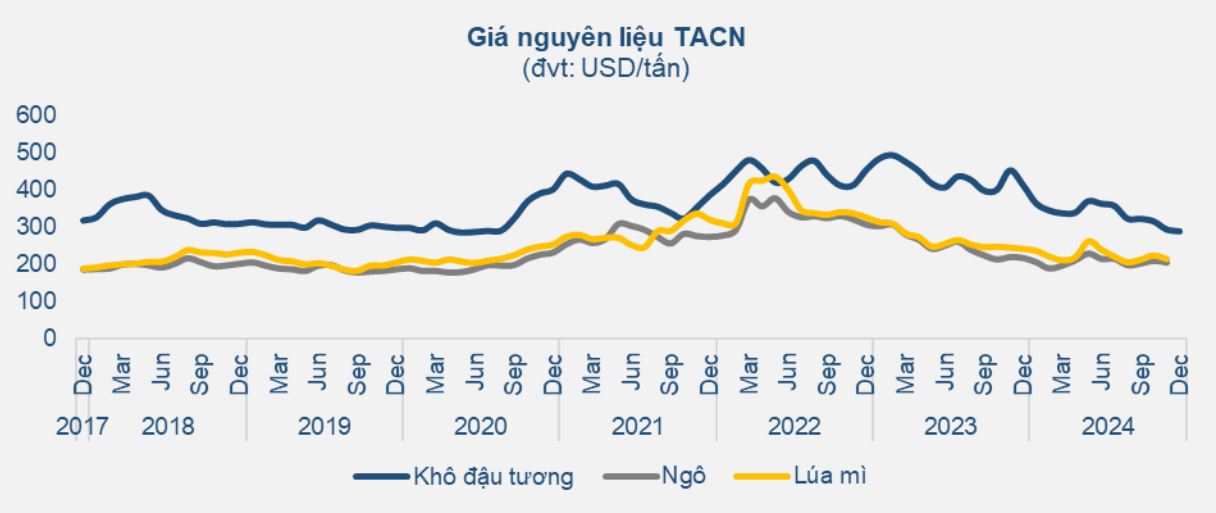
Chăn nuôi heo

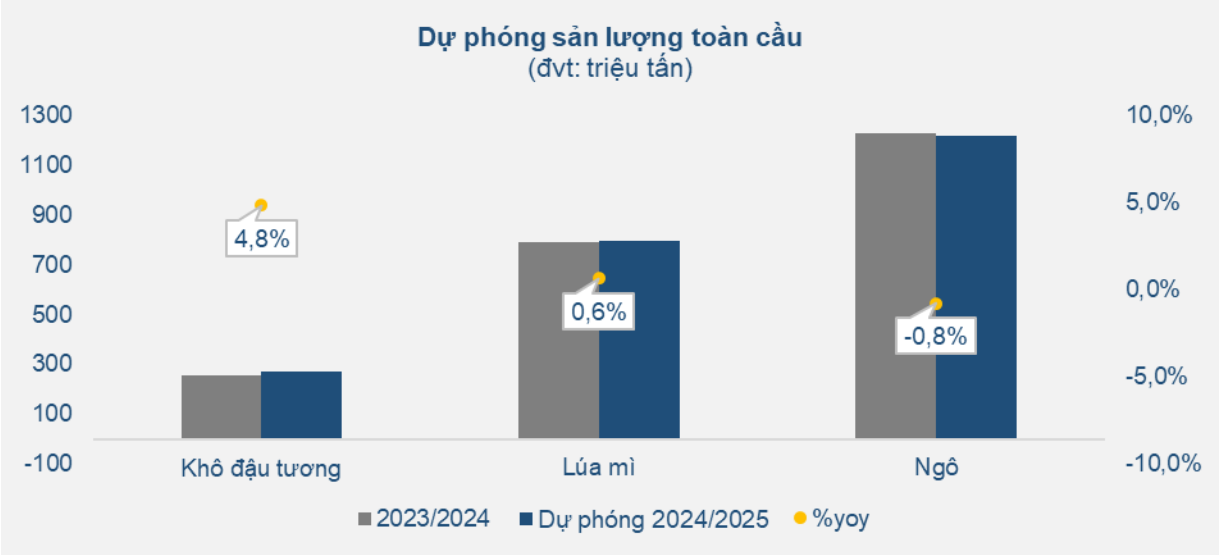
Dư địa tăng trưởng ngắn và trung hạn

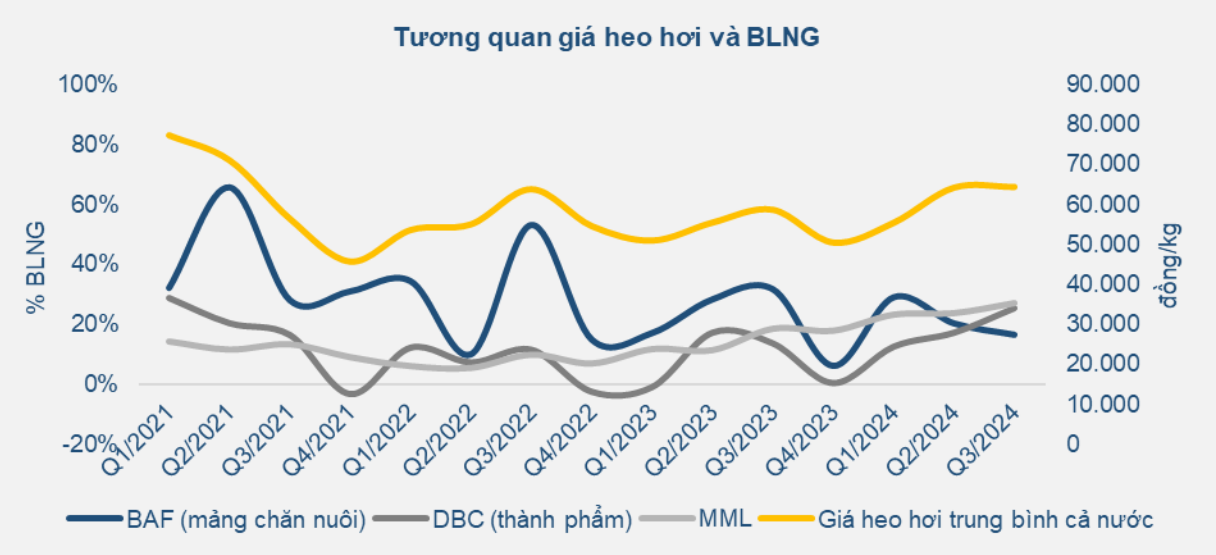
Hưởng lợi nhờ giá bán khả quan và giá TACN ở vùng thấp

Ngành Chăn nuôi Heo trong 10T2024







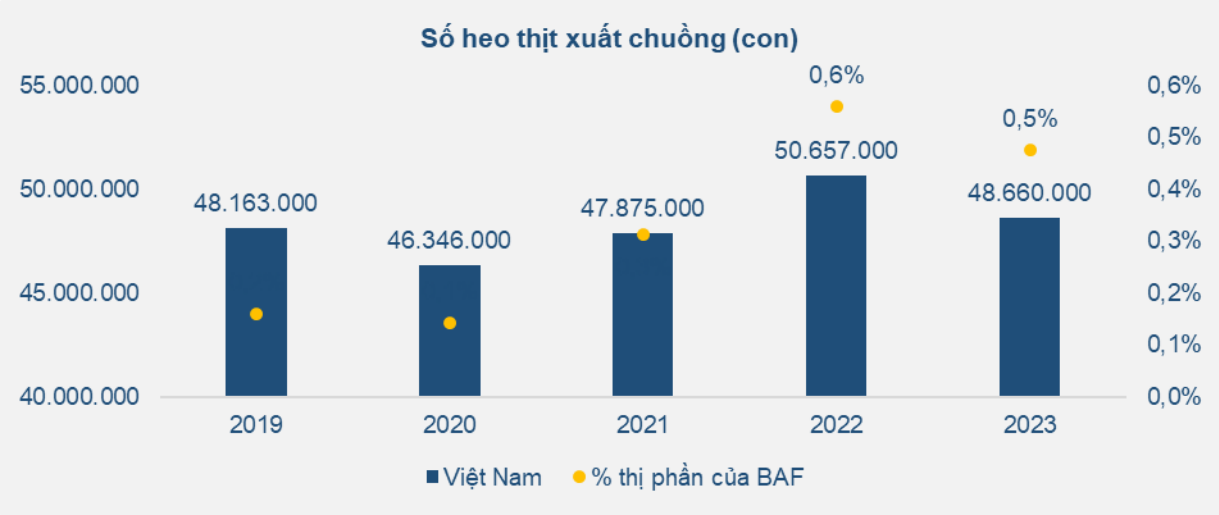


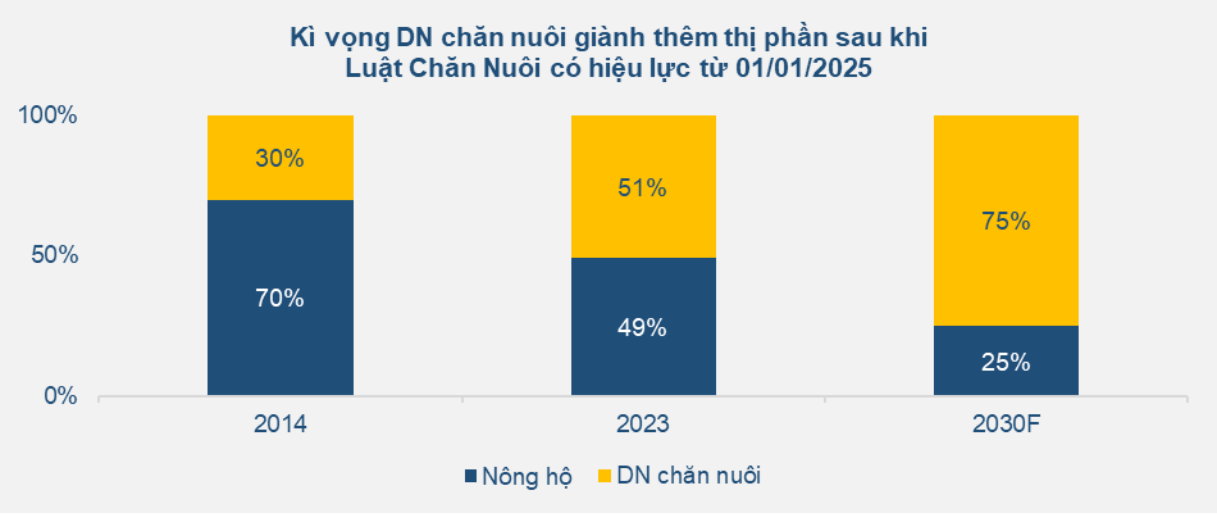
Nguồn: Anova Feed, Bloomberg, USDA, Fiinpro

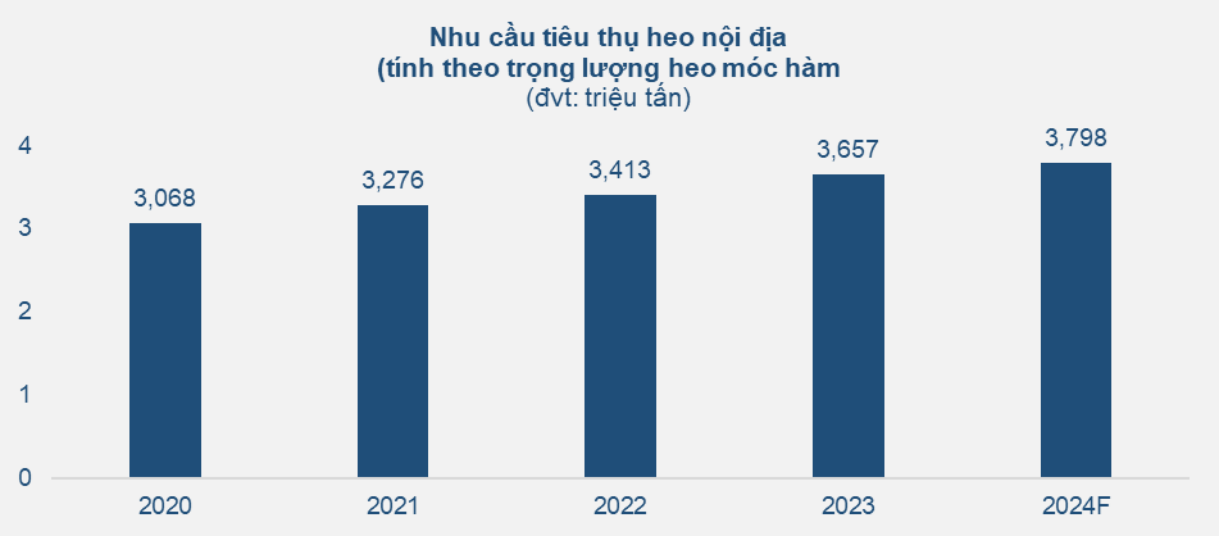
BAOVIET Securities

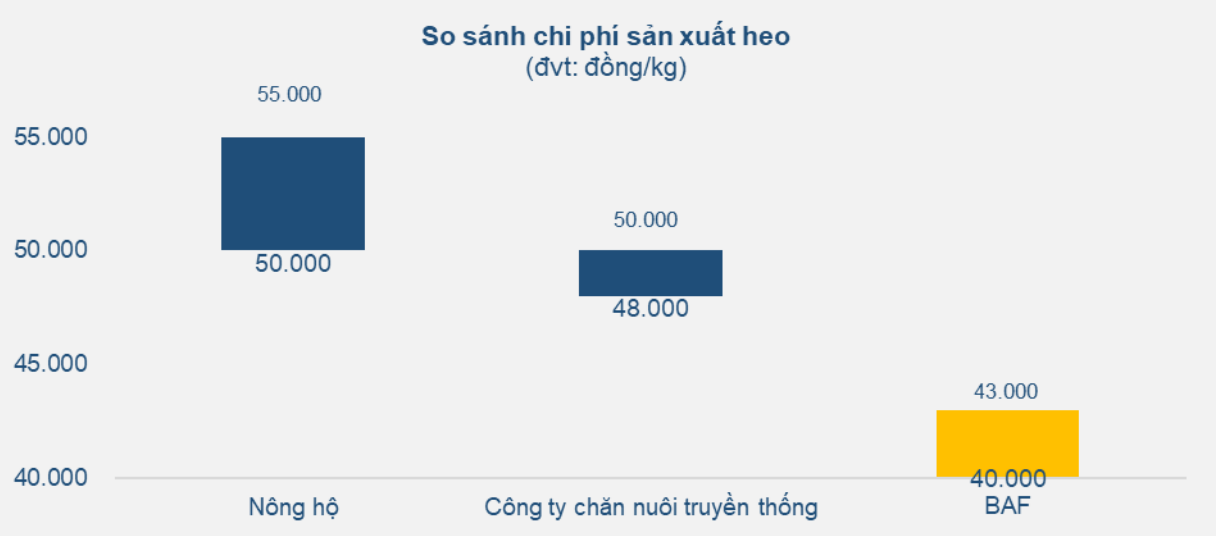
Dư địa còn nhiều cho doanh nghiệp quy mô lớn

Ngành Chăn nuôi Heo trong năm 2025









Nguồn: BAF, USDA, TCTK

BAOVIET Securities

BAF

NEUTRAL | Target: 24.000 VNĐ/CP | Upside: -5%

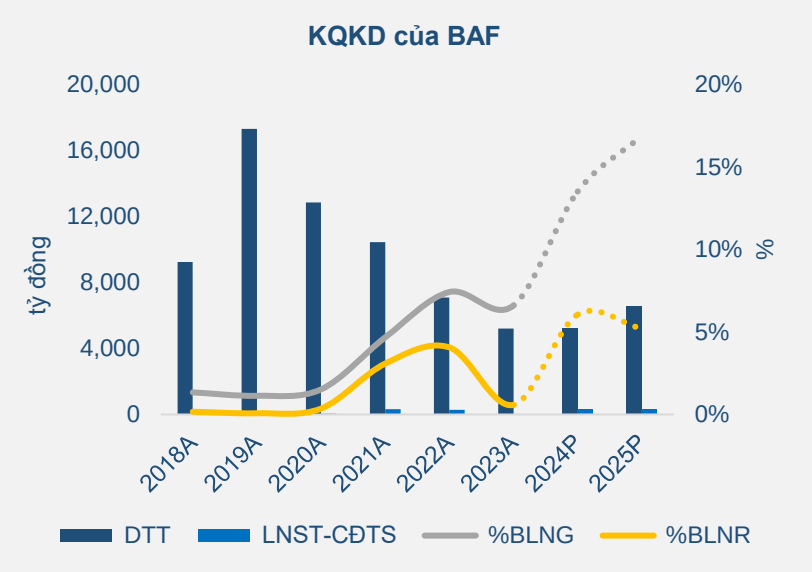
BAOVIET Securities

Kì vọng hưởng lợi nhờ Luật Chăn nuôi 01/01/2025 đã phần nào được phản ánh vào giá cổ phiếu

BAF - NEUTRAL | Target: 24.000 VNĐ/CP | Upside: -5%

Điểm nhấn đầu tư:

- **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu **24.000 đồng/cp**, sử dụng phương pháp P/E, P/B và EV/EBITDA.
- **Hoàn thiện cụm trại Hải Hà trong Q4/2024.** Trong quý 4/2024, BAF đã đưa vào vận hành cụm trại Hải Hà với công suất 60.000 heo thịt và 5.000 heo nái, nâng tổng công suất của BAF lên 1 triệu heo thương phẩm và 60.000 heo nái. Dự kiến cụm trại Hải Hà sẽ ghi nhận doanh thu vào cuối tháng 7/2025.
- **Dự kiến đưa 15 trại đi vào hoạt động trong năm 2025.** BAF có kế hoạch đưa 15 trại vào hoạt động trong năm 2025, chi phí đầu tư khoảng 3.000 tỷ đồng. BAF đã thực hiện mua bán sát nhập 7 công ty chăn nuôi tại Đăk Lăk, Thanh Hóa, và Quảng Trị vào cuối năm 2024, chuẩn bị quỹ đất để tiến hành xây dựng trại cho năm 2025.
- **BLNG tiếp tục mở rộng trong năm 2025.** Động lực đến (1) mở rộng mảng chăn nuôi và giảm đóng góp của mảng kinh doanh nông sản, và (2) giá bán heo khả quan do nguồn cung chịu ảnh hưởng của dịch ASF và Luật Chăn nuôi 01/01/2025.
- **Dự phóng năm 2024.** BVSC dự phóng Doanh thu và LNST-CĐTS 2024 của BAF lần lượt là 5.230 tỷ đồng (+1%yoy) và 315 tỷ đồng (+1070%yoy).



Chỉ số (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**5.199**	**5.230**	**6.553**
%yoy	-27%	1%	25%
LNST sau CĐTS	**27**	**315**	**339**
%yoy	-91%	1070%	8%
BLNG	**6,6%**	**13,5%**	**16,9%**
P/E @ Giá hiện tại (x)	134,5	19,1	17,8
EPS (đồng/cp)	**187**	**1.317**	**1.417**
Giá mục tiêu (đồng/cp)			**24.000**

BAOVIET Securities

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (84 24) 3 928 8080
Fax: (8 24) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
Tel: (84 28) 3 914 6888
Fax: (84 28) 3 914 7999