



BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

2025

DÁM CẮT CÁNH



ĐỘI NGŨ THỰC HIỆN

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

Lê Tự Quốc Hưng

Deputy Head of Market Strategy

hung.ltq@vdsc.com.vn

Trần Thị Hà My

Macro Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Macro Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

Phan Thị Phương Thảo

Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn

LỜI NÓI ĐẦU

Kính gửi Quý Nhà đầu tư,

Khi năm 2024 dần khép lại và chúng ta hướng đến năm 2025, bối cảnh kinh tế tiếp tục là sự đan xen của những cơ hội và thách thức.

Nhìn lại năm 2024, đây là một năm ghi nhận sự bền bỉ của Việt Nam khi ghi nhận mức tăng trưởng kinh tế cao, thị trường chứng khoán vẫn duy trì được mức tăng tích cực trong bối cảnh hoàn thiện thể chế bên trong và áp lực từ bên ngoài. Các chiến lược đầu tư của chúng tôi đã được đền đáp xứng đáng, giúp khách hàng tận dụng tối đa cơ hội từ diễn biến thị trường.

Cho năm 2025, nền kinh tế Việt Nam đang duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, với GDP dự báo đạt 6,8% và lạm phát giữ ở mức 4%. Chính sách đầu tư công mạnh mẽ, với chi tiêu phát triển dự kiến tăng 10,5%, cùng các cải cách pháp lý và kỳ vọng nâng hạng thị trường lên "thị trường mới nổi thứ cấp" theo FTSE, đã tạo nên nền tảng tích cực cho thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, biến động tỷ giá trong một số thời điểm nhất định, cùng với áp lực từ lãi suất trong nước có thể tăng so với mức bình quân của năm 2024 sẽ là những thách thức cần lưu ý. Với sự phục hồi của các ngành bất động sản, bán lẻ, và năng lượng, thị trường Việt Nam sẽ dần trở nên hấp dẫn hơn so với các thị trường trong khu vực và toàn cầu.

Báo cáo Triển vọng Đầu tư 2025, được thực hiện bởi đội ngũ nghiên cứu của Trung tâm Phân tích CTCP Chứng khoán Rồng Việt, tập trung phân tích các động lực chính như cải cách chính sách, sự cải thiện của đầu tư và tiêu dùng tư nhân, thu hút đầu tư nước ngoài, cơ hội trong bất định dưới nhiệm kỳ của Tổng thống Mỹ mới Donald Trump, và áp lực tỷ giá. Những yếu tố này được kỳ vọng sẽ tạo ra những biến động cho thị trường trong năm 2025. Chúng tôi tin rằng bằng cách tiếp tục đầu tư, đa dạng hóa danh mục, tập trung vào yếu tố cơ bản, khách hàng có thể xây dựng các danh mục đầu tư không chỉ vững vàng mà còn linh hoạt trước các kịch bản rủi ro.

Mục tiêu của chúng tôi là mang đến các giải pháp đầu tư phù hợp nhất với xu hướng thị trường và hỗ trợ khách hàng nắm bắt các cơ hội tiềm năng trong năm tới.

Là đối tác đáng tin cậy, chúng tôi cam kết tận dụng mối quan hệ và chuyên môn sâu rộng để mang lại những kết quả tốt nhất cho khách hàng. Rồng Việt rất vinh dự được đồng hành cùng Quý Nhà đầu tư.

Trân trọng,

Trung Tâm Phân Tích, Công ty Cổ phần chứng khoán Rồng Việt

MỤC LỤC

| | | |
|---|--|--|
| Phần I: Nhìn lại 2024 – Bên Bì | Tổng quan vĩ mô và thị trường chứng khoán năm 2024 | 4 |
| Phần II: Triển vọng vĩ mô 2025 – Vận hội mới | Tổng quan vĩ mô 2025 Triển vọng vĩ mô Việt Nam 5 chủ đề chính cho năm 2025 Triển vọng vĩ mô thế giới | 5 6 14 36 |
| Phần III: Triển vọng thị trường 2025 – Tăng trưởng định hình con sóng | Tổng quan thị trường chứng khoán Việt Nam 2025 Tăng Trưởng EPS 2025 ước đạt 12,2% P/E mục tiêu hướng về 13,8x Nâng hạng thị trường theo FTSE là khả thi Cải cách chính sách hoàn thiện những tiêu chí còn lại của MSCI Định giá nhóm bất động sản và tác động | 49 52 51 61 62 63 |
| Phần IV: Chiến lược & Ý tưởng đầu tư 2025 – Vững vàng chân sóng | Tổng quan chiến lược 2025 Chủ điểm đầu tư và nhóm ngành, cổ phiếu liên quan Cổ phiếu khuyến nghị năm 2025 | 64 66 76 |
| Phần V: Phụ lục báo cáo | Câu chuyện thị trường 2024 qua dữ liệu Danh mục phân tích của VDSC Đánh giá các nhóm ngành | 131 139 141 |

Tăng trưởng kinh tế - Ghi nhận sự phục hồi tích cực

Với động lực chính đến từ khu vực xuất khẩu. Xuất khẩu và sản xuất công nghiệp đều khả quan với mức tăng trưởng lần lượt 14,0% và 8,5% so với cùng kỳ, PMI bình quân đạt 51,1 điểm. Tiêu dùng và đầu tư tư nhân phục hồi với tốc độ chậm, tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ước đạt 9,0% so với cùng kỳ, đầu tư tư nhân ước tăng trưởng 7,5% trong năm 2024.

Chính sách tiền tệ - Linh hoạt hỗ trợ nền kinh tế

NHNN chủ động ứng phó với các áp lực bên ngoài lên tỷ giá, tiền đồng mất giá khoảng 4,8% trong cả năm 2024, trong biên độ cho phép. Thông qua công cụ hạn mức tín dụng, NHNN dần dần thúc đẩy mục tiêu tăng trưởng tín dụng, đồng thời gia hạn thông tư 02 về cơ cấu thời hạn nợ và giữ nguyên nhóm nợ đến hết năm 2024.

Tốc độ hình thành nợ xấu giảm dần qua các quý nhờ các biện pháp của NHNN và khả năng trả nợ của người đi vay cải thiện. Tăng trưởng tín dụng cả năm 2024 ước đạt 16% so với cùng kỳ, tỷ lệ nợ xấu nội bảng tính đến cuối tháng 9/2024 ở mức 4,55%, tương đương mức cuối năm 2023.

Lãi suất huy động có nhịp giảm mạnh vào đầu năm và tăng trở lại các quý sau đó, lãi suất huy động bình quân 12 tháng hiện tại cao hơn khoảng 15 điểm cơ bản so với cuối năm 2023. Trong khi đó, lãi suất cho vay bình quân các khoản vay mới giảm khoảng 96 điểm cơ bản so với cuối năm 2023. Nhu cầu tín dụng của khối doanh nghiệp là động lực chính của tăng trưởng tín dụng trong năm nay trong khi nhu cầu tín dụng của cá nhân, gồm vay mua nhà cải thiện với tốc độ chậm.

Chính sách tài khóa - Đầu tư công còn nhiều điểm nghẽn và hiệu ứng lan tỏa không như kỳ vọng

Tính đến tháng 11/2024, giải ngân vốn đầu tư công đạt 54,4% kế hoạch, tương đương 438,9 nghìn tỷ đồng, giảm 11,2% so với cùng kỳ. Trong khoảng hơn 100 nghìn tỷ đồng kế hoạch vốn dành cho các dự án trọng điểm của ngành giao thông vận tải, tỷ lệ giải ngân đến cuối tháng 10 ước đạt 53 nghìn tỷ đồng (~52,3% kế hoạch).

Môi trường chính sách – Bản lề cho sự thay đổi

Năm 2024 đánh dấu sự chuyển giao quyền lực, ổn định bộ máy chính trị với các nhân sự chủ chốt mới. Bên cạnh đó, năm 2024 còn đánh dấu khởi lượng công việc lập pháp chưa từng có với 31 luật được Quốc Hội thông qua giải quyết các điểm nghẽn lớn của nền kinh tế. Các sửa đổi đáng chú ý bao gồm cập nhật Luật Điện lực, Luật đất đai, Luật các tổ chức tín dụng, Luật Chứng khoán, Luật quy hoạch đô thị & nông thôn, Luật thuế giá trị gia tăng và Luật Đầu tư công.

Thị trường chứng khoán – Bền bỉ giữa áp lực búa vây

Đà tăng điểm ấn tượng của thị trường trong quý I/2024 (9%) chứng lại khi những cơn gió ngược kéo đến. Điểm đỉnh là sự thay đổi liên tục ở các vị trí chủ chốt ở thượng tầng TW kết hợp với áp lực từ quá trình bình thường hóa CSTT của các nước phương Tây diễn ra muộn hơn dự kiến và áp lực mới khi Tổng thống Donald Trump tái đắc cử. LNST 12 tháng của thị trường chung ghi nhận mức tăng trưởng cao, EPS 12 tháng tại quý 3/2024 tăng 16,3% so với cuối năm 2023, VN Index duy trì mức tăng 11,29% kể từ đầu năm, xếp ở phân vị 51% trong phân phối lợi suất năm giữ 12 tháng tại bất kỳ thời điểm nào trong 8 năm qua. Vượt trội hơn so với nhóm cổ phiếu MSCI Cận biên (1,74%). Thanh khoản khớp lệnh trung bình phiên đạt 16.457 tỷ đồng (+%22% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 là năm khởi đầu cho vận hội mới của đất nước với triển vọng tăng trưởng ổn định đi cùng với nhiều thay đổi mang tính nền tảng.

- Các động lực tăng trưởng từ năm cũ có thể tiếp sức cho kinh tế năm 2025 là xuất khẩu, sự cải thiện của tiêu dùng và đầu tư bên cạnh những yếu tố mới bổ sung vào đầu tư công có thể giúp tăng trưởng GDP năm 2025 đạt 6,8%.
- Về chính sách tiền tệ, chúng tôi cho rằng NHNN tiếp tục cân đối mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng và kiểm soát tỷ giá. Lãi suất điều hành giữ nguyên trong khi lãi suất huy động và cho vay có thể tăng nhẹ, chủ yếu do tác động của nhu cầu vốn cao hơn.
- Dự báo tỷ giá năm 2025 là tương đối khó khăn, áp lực mất giá với tiền đồng sẽ duy trì và thậm chí có thể tăng cường nếu Mỹ áp thuế đối với hàng xuất khẩu Việt Nam (dù xác suất xảy ra thấp).
- Năm 2025 là năm chuyển giao của chính sách tài khoá, rút dần các hỗ trợ từ Covid-19 để tập trung nguồn lực cho cải cách tiền lương và chi đầu tư phát triển.
- Dựa trên bức tranh triển vọng trên, chúng tôi lựa chọn phân tích 5 chủ đề chính về kinh tế vĩ mô trong năm 2025 gồm:
 - 1) Làn gió mới của cải cách, tinh giản bộ máy và các lực kéo-đẩy đối với đầu tư công.
 - 2) Sự cải thiện của tiêu dùng và đầu tư tư nhân.
 - 3) Triển vọng thu hút FDI trong Trump 2.0.
 - 4) Cơ hội đối với hoạt động xuất khẩu trước các bất định về thuế quan của chính quyền Trump 2.0.
 - 5) Khó khăn trong việc kiểm soát sự ổn định của tỷ giá.

Bối cảnh triển vọng kinh tế thế giới năm 2025 sẽ đem đến cả thuận lợi và thách thức đối với Việt Nam:

- Kinh tế toàn cầu năm 2025 được kỳ vọng duy trì sự ổn định, với động lực tăng trưởng chính từ Mỹ và sự phục hồi của Nhật. Trong khi đó, Châu Âu phục hồi chậm và tăng trưởng kinh tế Trung Quốc bấp bênh do những vấn đề nội tại và rủi ro thuế quan.
- Lạm phát toàn cầu hạ nhiệt nhờ giá năng lượng duy trì ổn định và lạm phát dịch vụ giảm dần. Chính sách tiền tệ toàn cầu vẫn nghiêng về nới lỏng nhưng tốc độ cắt giảm lãi suất sẽ phân hóa, trừ Nhật Bản là ngoại lệ.
- Các rủi ro địa chính trị và thương mại tiếp tục tạo bất ổn, gây áp lực lên chuỗi cung ứng và triển vọng tăng trưởng toàn cầu.

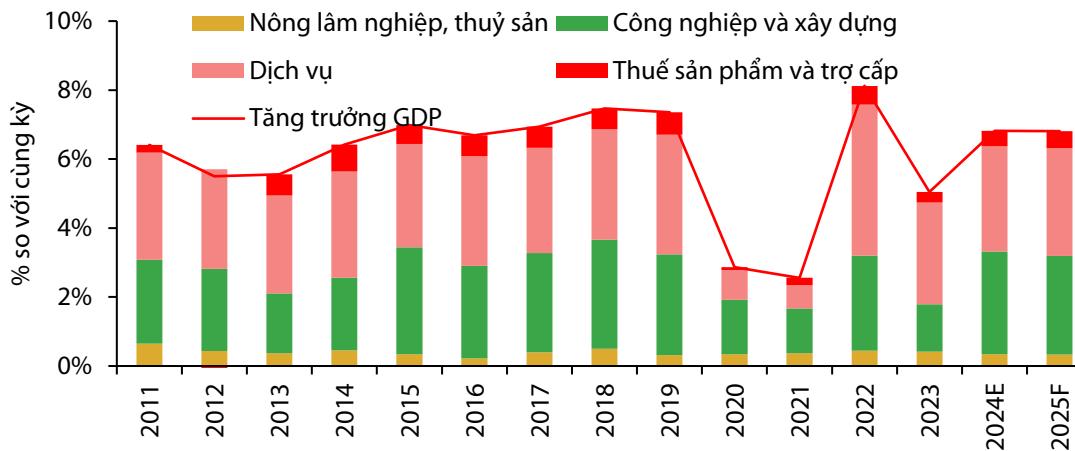
| Triển vọng | Quan điểm |
|--------------------------------------|---|
| 1. <u>Tăng trưởng</u> | <ul style="list-style-type: none"> Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sẽ được nối tiếp nhờ động lực từ năm cũ sang: 1) Xuất khẩu tiếp tục duy trì được tăng trưởng trong năm 2025, dù mức tăng có thể thấp hơn năm trước, 2) Nhu cầu đầu tư và tiêu dùng tư nhân kỳ vọng sẽ cải thiện hơn, 3) Kỳ vọng về giải ngân đầu tư công là câu chuyện cũ nhưng được bổ sung bởi nhiều yếu tố mới. Môi trường lạm phát ổn định là cơ sở để đạt được tăng trưởng tích cực. Tăng trưởng kinh tế năm 2025 ước đạt 6,8%, trong phạm vi mục tiêu đề ra của Quốc Hội là 6,5-7,0%. |
| 2. <u>Lạm phát</u> | <ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2025 có thể cao hơn một chút so với năm 2024 ở mức 4,0%. Yếu tố khiến lạm phát tăng nhẹ gồm: 1) Tác động trễ của biến động tỷ giá trong năm 2024 và tác động có thể có của áp lực mất giá tiền đồng trong nửa đầu năm 2025; 2) Chính phủ tiếp tục điều chỉnh các mặt hàng kiểm soát giá như điện và chi phí dịch vụ y tế; 3) Tăng trưởng thu nhập và sự cải thiện trong nhu cầu tiêu dùng nội địa. |
| 3. <u>Chính sách tiền tệ</u> | <ul style="list-style-type: none"> Lãi suất điều hành kỳ vọng giữ nguyên trong năm 2025, NHNN sẽ linh hoạt điều tiết qua thị trường mở nhằm đối phó với áp lực tỷ giá và thanh khoản trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng cung – cầu vốn sẽ là yếu tố chính ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất năm 2025. Lãi suất huy động tăng trở lại với mức tăng vừa phải khoảng 50-100 điểm cơ bản. Lãi suất cho vay có thể nhích tăng nhẹ trong nửa sau năm 2025 do 1) nhu cầu vốn đầu tư tư nhân cải thiện, 2) áp lực vay nợ lớn từ Chính phủ, 3) tác động trễ của việc tăng lãi suất huy động. Tăng trưởng tín dụng ước đạt 15-16% trong năm 2025. Huy động tiền gửi tăng chậm hơn tăng trưởng tín dụng và NHNN bán ngoại tệ kiểm soát đà mất giá của tiền đồng có thể khiến thanh khoản của hệ thống eo hẹp mang tính thời điểm. Xét thời đoạn dài hơn thì vòng quay tiền cần tích cực hơn để nhìn thấy tác động lan toả của chính sách tiền tệ vào nền kinh tế thực. |
| 4. <u>Tỷ giá</u> | <ul style="list-style-type: none"> Áp lực tỷ giá vẫn là gánh nặng điều hành với NHNN trong năm 2025. Nhìn từ bên ngoài, triển vọng đồng USD mạnh lên đi theo những kỳ vọng chính sách của chính quyền Trump 2.0 sẽ tạo ra áp lực đối với việc ổn định tỷ giá của các thị trường mới nổi. Năm 2025, với bộ đệm dự trữ ngoại hối tiếp tục bị bào mòn và khả năng thu hút/giữ chân dòng ngoại tệ thiếu tính bền vững sẽ khiến cho tỷ giá USDVND biến động mạnh trong biên độ +/-5% và kết thúc năm ở mức 26.200 đồng/USD. Ngoài ra, rủi ro bị áp thuế quan từ chính quyền Trump (không nằm trong kịch bản cơ sở) có thể khiến cho áp lực mất giá tiền đồng mạnh hơn. |
| 5. <u>Chính sách tài khoá</u> | <ul style="list-style-type: none"> Năm 2025 sẽ là năm chuyển giao thông qua việc bình thường hoá các hỗ trợ tài khoá cũ, dành nguồn lực tập trung vào khía cạnh cải cách tiền lương và đầu tư cơ sở hạ tầng. Quy mô đầu tư công kế hoạch năm 2025 tăng khoảng 16% so với ước thực hiện năm 2024, tốc độ giải ngân các dự án đầu tư công cần nhanh và đều thì mới tăng cường hiệu lực của chính sách nói lỏng tài khoá mà Chính phủ đang thực hiện. |

Một số chỉ số vĩ mô chính

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025F |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Tăng trưởng GDP (%) | 2,9 | 2,6 | 8,0 | 5,1 | 6,8 | 6,8 |
| Lạm phát bình quân (%) | 3,2 | 1,8 | 3,2 | 3,3 | 3,8 | 4,0 |
| Xuất khẩu (%) | 7,0 | 19,0 | 11,0 | -4,4 | 14,0 | 10-12 |
| Nhập khẩu (%) | 3,8 | 26,5 | 8,0 | -8,9 | 16,0 | 12-14 |
| Cán cân thương mại (tỷ \$) | 19,9 | 4,4 | 10,8 | 28,0 | 25,8 | 21,0 |
| Tỷ giá USDVND (cuối năm) | 23.098 | 22.826 | 23.633 | 24.269 | 25.400 | 26.200 |
| Tăng trưởng tín dụng (%) | 12,2 | 13,6 | 14,0 | 13,7 | 16,0 | 15-16 |
| Lãi suất tái chiết khấu (%) | 2,5 | 2,5 | 4,5 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Lãi suất tái cấp vốn (%) | 4,0 | 4,0 | 6,0 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |

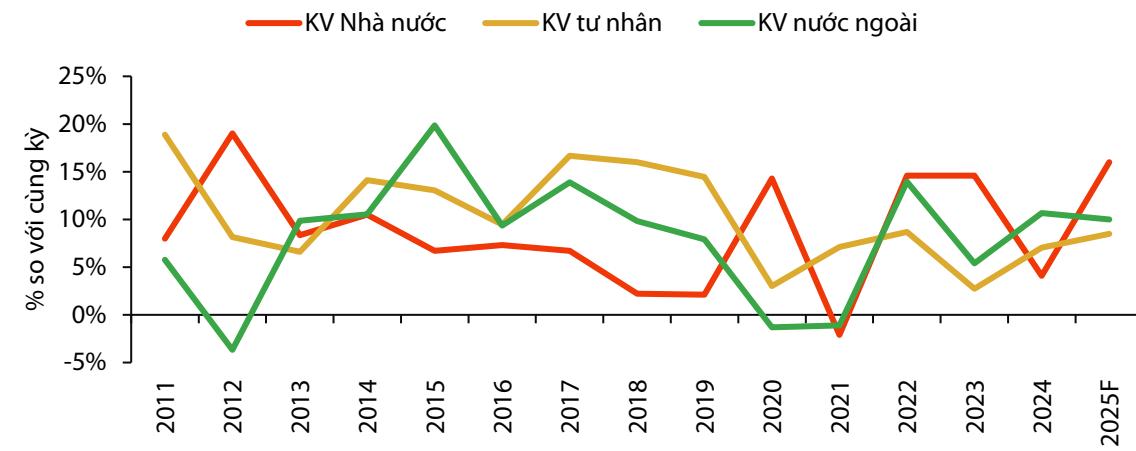
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng GDP theo lĩnh vực (2011-2025F)



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

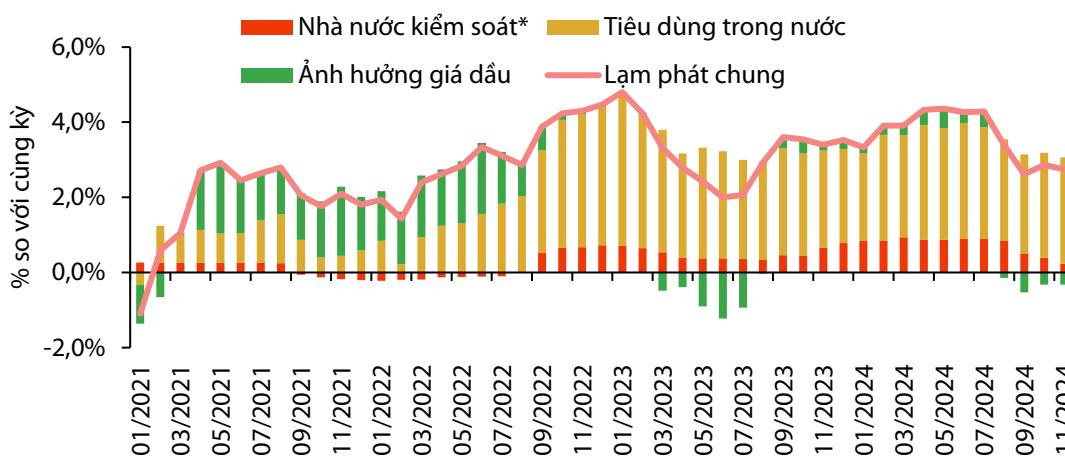
Tăng trưởng đầu tư theo khu vực (2011-2025F)



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

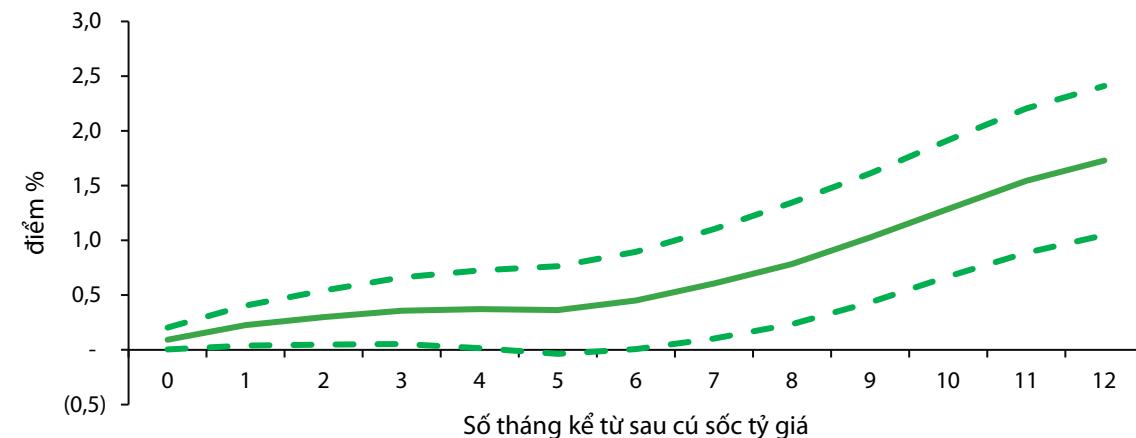
- Xuất khẩu** kỳ vọng tăng trưởng khoảng 10-12% trong năm 2025, thấp hơn mức tăng trưởng 14% của năm 2024.
- Hoạt động **đầu tư tư nhân** tiếp tục cải thiện nhờ 1) môi trường chính sách tập trung vào mục tiêu tăng trưởng, 2) lạm phát và lãi suất ổn định, 3) nhu cầu tiêu dùng trong nước lạc quan hơn.
- Lĩnh vực bán lẻ tiêu dùng hàng hóa và dịch vụ** kỳ vọng tích cực hơn năm 2024 do 1) thu nhập khả dụng của người dân cải thiện kích thích chi tiêu, 2) nguồn tích luỹ cải cách tiền lương khu vực công năm 2024 chuyển sang thực hiện trong năm 2025 và 3) lãi suất đi vay giảm và thị trường BĐS phục hồi tạo hiệu ứng gia tăng tài sản đối với tầng lớp trung lưu.
- Yếu tố mới của đầu tư công trong năm 2025:** 1) Chi đầu tư phát triển (với tỷ lệ giải ngân 95%) ước tăng 10,5% so với ước thực hiện năm 2024, 2) Luật pháp liên quan đến đầu tư công sửa đổi đi vào thực tiễn, 3) Cải cách tinh gọn bộ máy, và 4) Năm 2025 là năm cuối của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021-2025.

Đóng góp vào thay đổi lạm phát theo yếu tố ảnh hưởng



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt, * chỉ bao gồm nhóm dịch vụ y tế và giáo dục

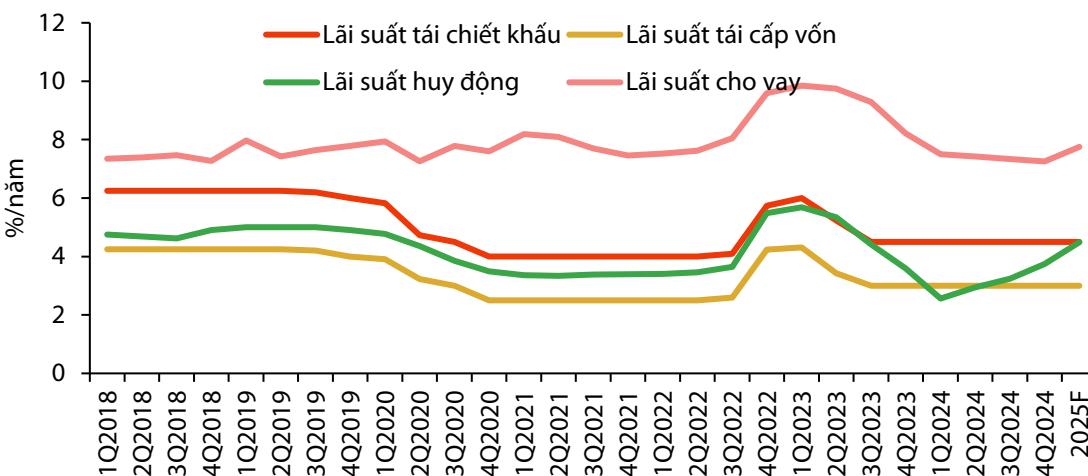
Tác động của việc tiền đồng mất giá 10% lên lạm phát



Nguồn: IMF (2023), CTCK Rồng Việt, đường nét đứt: khoảng tin cậy 95% của ước lượng

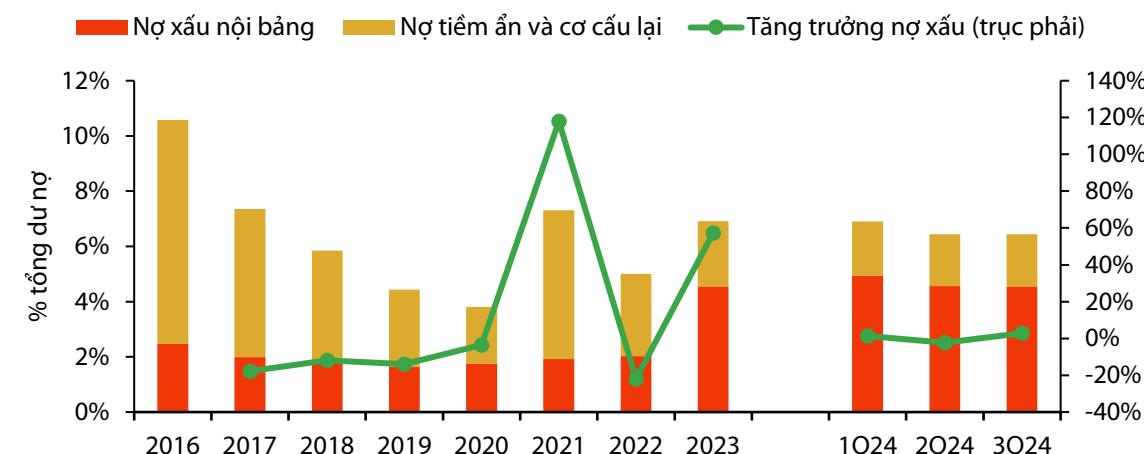
- Năm 2025, **Nhà nước tiếp tục điều chỉnh các mặt hàng kiểm soát giá gồm:** 1) Giá điện: EVN được điều chỉnh điện 4 lần/năm và tác động của việc áp dụng giá điện 2 thành phần đối với CPI; 2) Giá dịch vụ y tế tăng theo mức lương cơ sở.
- Giá dầu** dự kiến trong khoảng 75-80\$/thùng trong năm 2025, **giúp ổn định chỉ số giá giao thông.** Các mặt hàng nông nghiệp, thực phẩm tương đối ổn định. Đồng thời, **Chính phủ giữ nguyên chính sách hỗ trợ thuế BVMT trong cả năm 2025 và VAT trong nửa đầu năm 2025.**
- Theo ước tính của IMF, khi tiền đồng mất giá 10% sẽ làm lạm phát tăng thêm 1,7 điểm% trong vòng 12 tháng tiếp theo. **Mức mất giá bình quân 5,0% của tiền đồng trong năm 2024 có thể khiến lạm phát năm 2025 tăng thêm 0,86 điểm %.**
- Kỳ vọng lạm phát năm 2025 trong 12 tháng qua theo khảo sát của NHNN dao động từ 3,6-3,8%, không thay đổi nhiều so với năm 2024. Tuy nhiên, **chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2025 có thể cao hơn một chút ở mức 4,0%** do tác động trễ của biến động tỷ giá và ảnh hưởng lên giá cả tiêu dùng đến từ việc tăng thu nhập và tiêu dùng cải thiện.

Các mức lãi suất giai đoạn 2018-2024 và dự báo năm 2025



Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

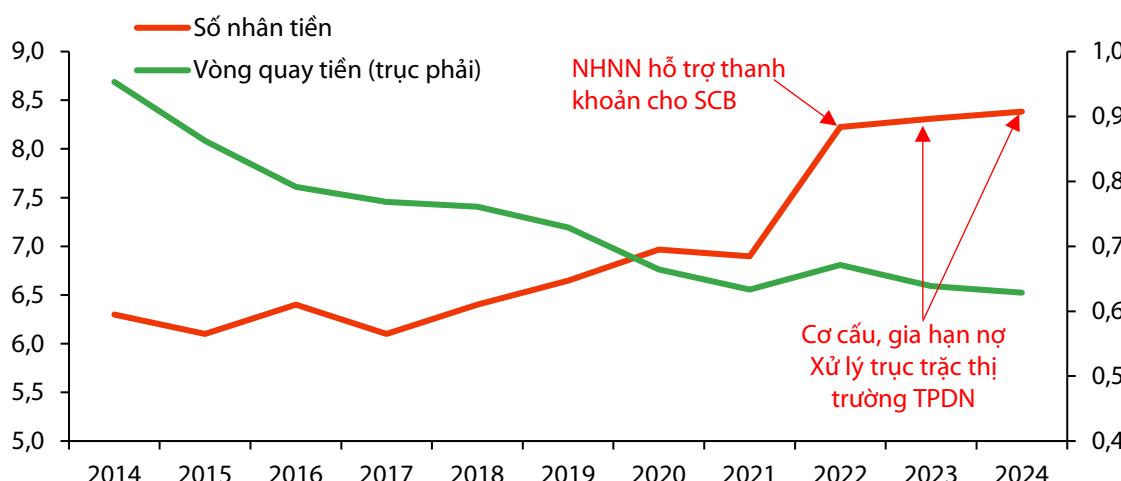
Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng giảm dần với tốc độ chậm



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt, tăng trưởng nợ xấu (2021-23): so với cùng kỳ, 1Q24-3Q24: so với quý trước

- Lãi suất điều hành kỳ vọng giữ nguyên trong năm 2025**, NHNN sẽ linh hoạt điều tiết qua thị trường mở nhằm đối phó với áp lực tỷ giá và thanh khoản trong ngắn hạn.
- Chúng tôi cho rằng cung – cầu vốn sẽ là yếu tố chính ảnh hưởng đến mặt bằng lãi suất năm 2025**. Lãi suất huy động tăng trở lại với mức tăng vừa phải khoảng 50-100 điểm cơ bản. Lãi suất cho vay có thể nhích tăng nhẹ trong nửa sau năm 2025 do 1) nhu cầu vốn đầu tư tư nhân cải thiện, 2) áp lực vay nợ lớn từ Chính phủ (+22,8% so với ước thực hiện năm 2024), 3) tác động trễ của việc tăng lãi suất huy động.
- Việc chấm dứt thông tư 02 về cơ cấu thời hạn nợ và giữ nguyên nhóm nợ không tác động nhiều đến hệ thống** do: 1) TCTD đã phải trích lập dự phòng rủi ro đầy đủ vào 31/12/2024, và 2) TCTD chủ động hạch toán dư nợ về đúng bản chất trong năm 2024.
- Dư nợ tín dụng khách hàng bị thiệt hại do bão Yagi** ~190 nghìn tỷ đồng (~1,2% tổng dư nợ toàn hệ thống) **sẽ được hỗ trợ cơ cấu thời hạn và giữ nguyên nhóm nợ trong năm 2025**. Mục tiêu của NHNN là đưa tỷ lệ nợ xấu nội bảng về mức 3% vào cuối năm 2025.

Hiệu lực của chính sách tiền tệ qua số nhân và vòng quay tiền

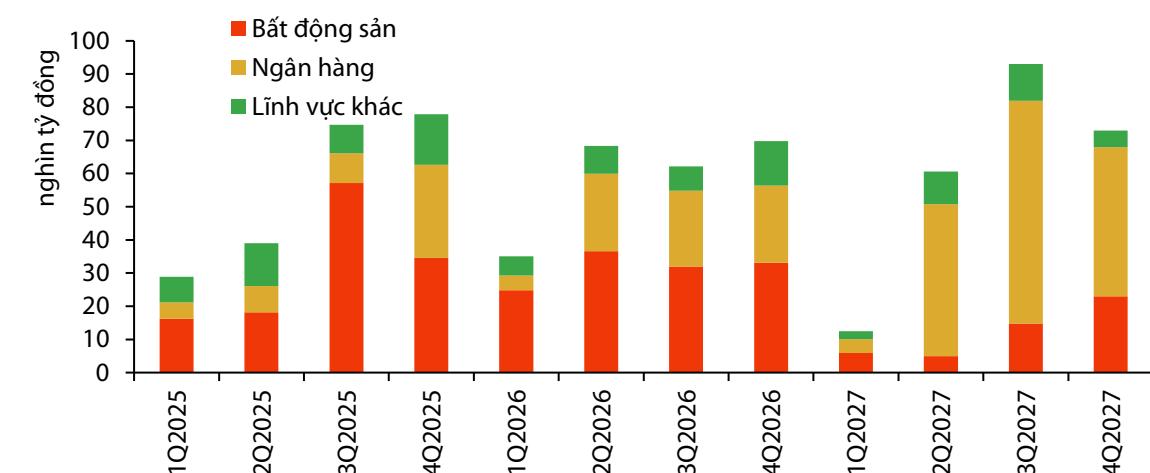


Nguồn: NHNN, TCTK, CTCK Rồng Việt

Số nhân tiền = M2/Tiền dự trữ (gồm tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống + CITAD)

Vòng quay tiền = GDP danh nghĩa/M2

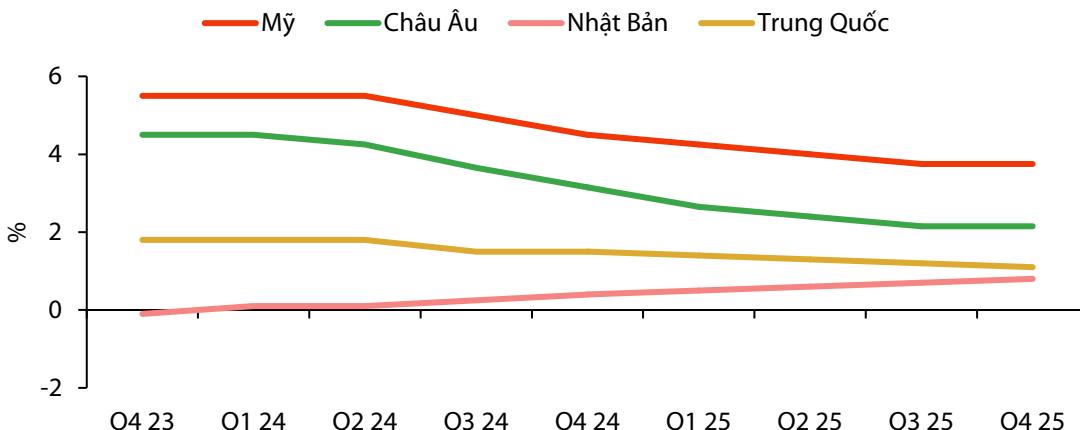
Lượng TPĐN của DN BĐS đáo hạn vẫn cao trong năm 2025



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

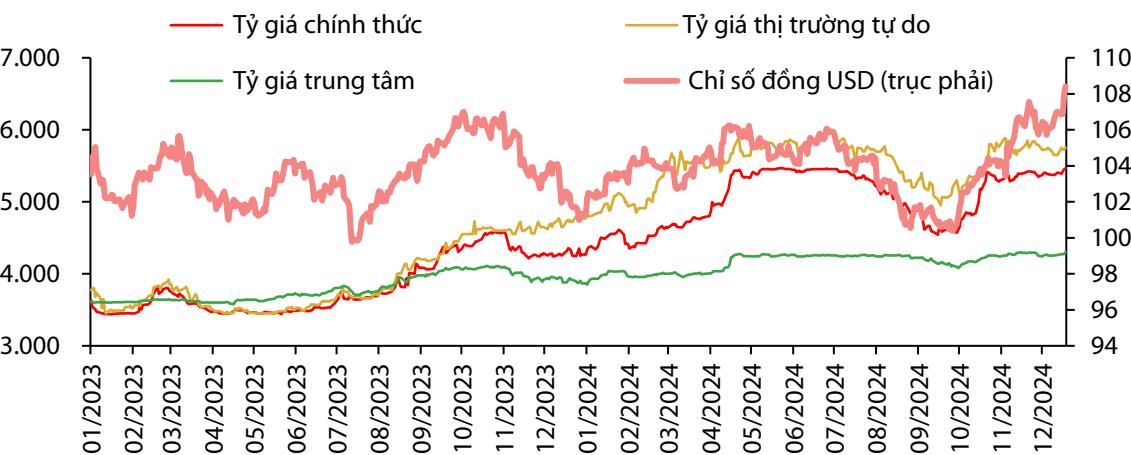
- Số nhân tiền tăng nhưng vòng quay tiền giảm phản ánh một nền kinh tế có thanh khoản dồi dào nhưng tác động của việc gia tăng số nhân tiền lên nền kinh tế thực còn hạn chế. Theo đó, **tăng trưởng tín dụng chưa lan toả tích cực nhiều đến hoạt động tiêu dùng và đầu tư**.
- Năm 2025, số dư TPĐN đến hạn ước khoảng 220 nghìn tỷ đồng, trong đó, số dư đến hạn của nhóm DN bất động sản khoảng 126 nghìn tỷ đồng. Mặc dù tình trạng vỡ nợ và chậm trả của nhóm DN bất động sản trong năm 2025 không còn căng thẳng như hai năm trước, tuy nhiên, **áp lực trả nợ TPĐN của nhóm doanh nghiệp này kéo dài có thể là một trong những nguyên nhân khiến cho hiệu quả sử dụng của tiền thấp**.
- NHNN đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 ở mức 15% là khả thi. Huy động tiền gửi tăng chậm hơn tăng trưởng tín dụng và NHNN bán ngoại tệ kiểm soát đà mất giá của tiền đồng có thể khiến **thanh khoản của hệ thống eo hẹp mang tính thời điểm**. Tuy nhiên, **xét thời đoạn dài hơn thì vòng quay tiền cần tích cực hơn để nhìn thấy tác động lan toả của chính sách tiền tệ vào nền kinh tế thực**.

Xu hướng lãi suất của các NHTW toàn cầu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

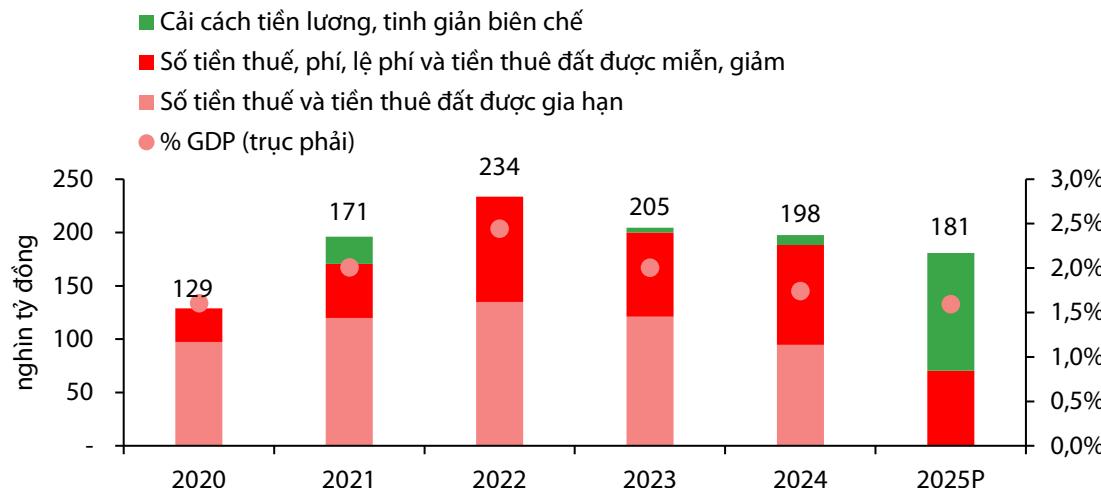
Diễn biến tỷ giá USDVND và chỉ số DXY



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

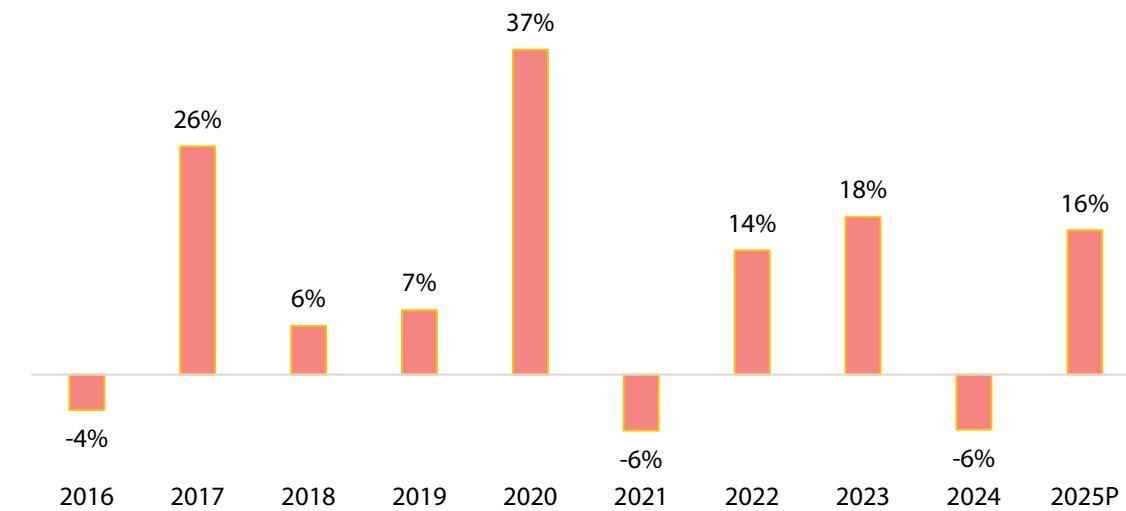
- Do bộ đệm dự trữ ngoại hối mỏng, **biến động tỷ giá năm 2025 sẽ tuỳ thuộc vào 1) cung – cầu ngoại tệ trong nước, 2) triển vọng tăng giá của đồng USD, 3) chính sách thuế quan của Mỹ đối với Việt Nam.**
- Chỉ số DXY được dự báo tăng từ 5-10% trong năm 2025. Mặc dù xu hướng cắt giảm lãi suất của các NHTW tạo sự thuận lợi nhất định đối với điều hành tỷ giá, nhưng **áp lực từ việc đồng USD tăng giá có thể lấn át hiệu ứng tích cực từ chu kỳ cắt giảm lãi suất của các NHTW toàn cầu.**
- Kịch bản cơ sở: tỷ giá dao động trong biên độ +/-5% và kết thúc năm 2025 ở mức 26.200 đồng/USD.**
- Rủi ro bị áp thuế quan thường đi kèm với áp lực mất giá của đồng tiền của quốc gia bị đánh thuế,** Việt Nam sẽ không là ngoại lệ. Kịch bản tiêu cực: tỷ giá USD/VND có thể tăng vượt 26.200 đồng/USD nếu Mỹ áp thuế quan 10-20% đối với hàng xuất khẩu Việt Nam trong nửa sau năm 2025 (Xem thêm Chủ đề 5: Khó khăn trong kiểm soát sự ổn định tỷ giá).

Chính sách hỗ trợ tài khoá giai đoạn 2020-2025



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng vốn đầu tư công so với cùng kỳ



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

- Phía cầu: 1) Tiếp tục giữ nguyên thuế VAT 8% cho đến 30/06/2025, có thể được gia hạn thêm đến hết năm tuỳ thuộc vào sự phục hồi của tiêu dùng tư nhân; 2) Tiếp tục giảm 50% thuế BVMT trong năm 2025; 3) Kết thúc chính sách gia hạn nộp thuế và tiền thuê đất; 4) Chi cải cách tiền lương ~119 nghìn tỷ đồng (~0,9% GDP và 1,7% tổng doanh thu bán lẻ hàng hoá và dịch vụ năm 2024). Như vậy, **năm 2025 sẽ là năm chuyển giao bình thường hóa các hỗ trợ tài khoá cũ, dành nguồn lực tập trung vào khía cạnh cải cách tiền lương và đầu tư cơ sở hạ tầng.**
- Phía cung: Dự toán chi đầu tư phát triển năm 2025 là 790 nghìn tỷ đồng, tăng 16,3% so với ước thực hiện năm 2024, trong đó bao gồm 76 nghìn tỷ đồng chuyển nguồn từ tăng thu năm 2022-2023 sang thực hiện kế hoạch đầu tư công năm 2025. **Ngoài quy mô tăng thì tốc độ giải ngân các dự án đầu tư công cần nhanh và đều** thì mới tăng cường hiệu lực của chính sách nói lỏng tài khoá mà Chính phủ đang thực hiện.

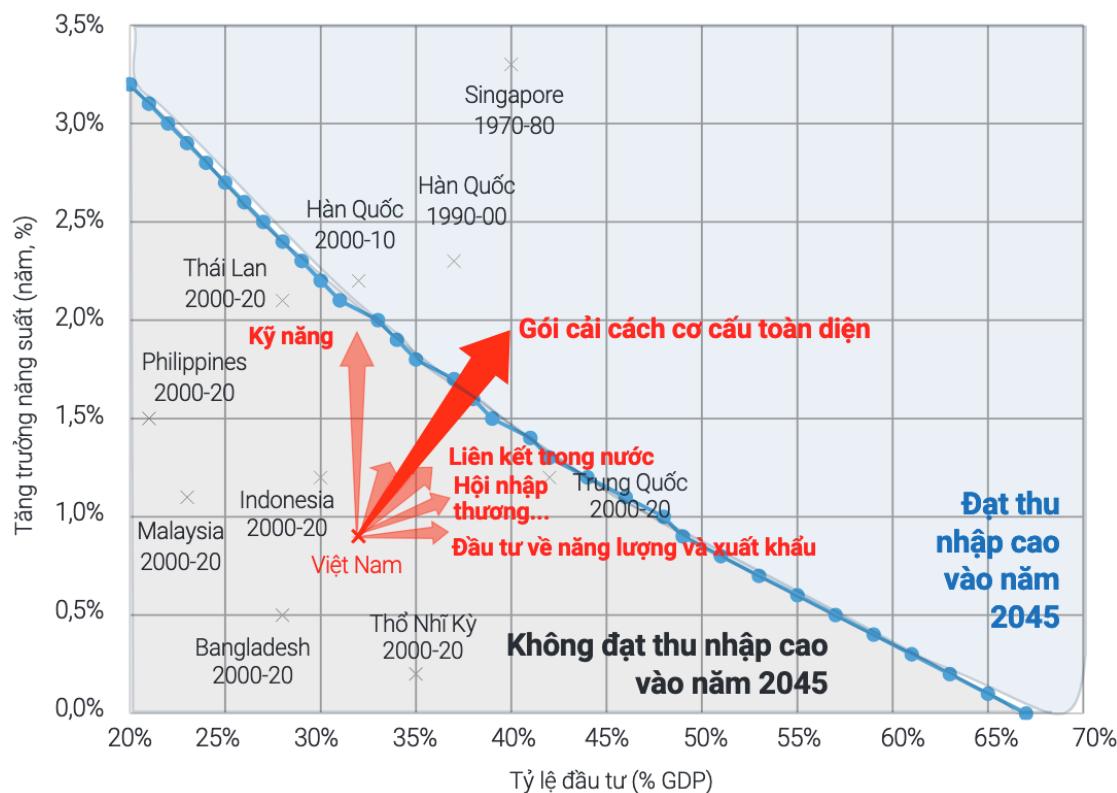
| Chủ đề | Quan điểm |
|--|---|
| 1. Gam màu mới của môi trường chính sách | <ul style="list-style-type: none"> Cải cách, tinh giản bộ máy nhà nước được coi là một làn gió mới và mạnh mẽ trong bức tranh vĩ mô năm 2025 với khởi đầu đưa đến nhiều kỳ vọng và lạc quan. Chính sách này nếu thành công sẽ là đòn bẩy tạo sức bật lớn đến các động lực tăng trưởng chúng tôi đề cập ở chủ đề 2-3-4. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc thực hiện sẽ cần thời gian do những rào cản tồn tại lâu trong hệ thống. Môi trường kinh tế và luật pháp về đầu tư công năm 2025 bao gồm cả lực đẩy và lực kéo. Lực đẩy đến từ việc ổn định bộ máy chính trị và yếu tố kết thúc giai đoạn đầu tư công trung hạn, quyết tâm cao về mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Lực kéo đến từ ảnh hưởng của việc sắp xếp, tinh gọn bộ máy, độ trễ trong việc ban hành các nghị định hướng dẫn thực thi các Luật mới liên quan đến đầu tư công đã được ban hành. |
| 2. Sự cải thiện của đầu tư và tiêu dùng tư nhân | <ul style="list-style-type: none"> Niềm tin kinh doanh và tiêu dùng đều đang phục hồi với sự thận trọng nhất định. Đầu tư và tiêu dùng tư nhân là hai yếu tố tương hỗ nhau, kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện từ xu hướng hồi phục của năm 2024. Môi trường lãi suất sẽ vẫn thuận lợi cho hoạt động tiêu dùng và đầu tư trong năm 2025. Tuy nhiên, các yếu tố khác cần cải thiện thêm thì tiêu dùng/đầu tư tư nhân mới có thể tăng trưởng mạnh mẽ như giai đoạn trước Covid-19. Đối với tiêu dùng là tăng trưởng thu nhập cao hơn đi cùng với sự phục hồi rõ nét hơn của thị trường bất động sản. Đối với đầu tư tư nhân là nhu cầu tiêu dùng cải thiện và nâng cao năng lực cạnh tranh. |
| 3. Thu hút đầu tư nước ngoài – Cần tăng cường nội lực | <ul style="list-style-type: none"> Chiến lược “Trung Quốc + 1” đã giúp Việt Nam thu hút được dòng vốn đầu tư nước ngoài đồng thời góp phần nâng cao giá trị tăng thêm trong hoạt động xuất khẩu của khu vực trong nước. Chiến lược này được kỳ vọng sẽ tiếp tục phát huy hiệu quả trong Trump 2.0. Việt Nam xếp thứ 18/25 top thị trường mới nổi thu hút vốn đầu tư nước ngoài trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng cần có những thay đổi nội tại rõ rệt hơn nữa để dòng vốn FDI mạnh mẽ hơn trong Trump 2.0. Các chiến lược thu hút FDI mới là cấp thiết, được kỳ vọng sẽ được thông qua và thực hiện trong năm 2025. |
| 4. Thương mại – Cơ hội trong bất định | <ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2025 đồng pha với chu kỳ hồi phục của tăng trưởng thương mại toàn cầu nhưng tăng trưởng thấp hơn năm 2024 do mức nền cao của cùng kỳ. Thị trường Mỹ tiếp tục là thị trường đóng góp chính vào tăng trưởng xuất khẩu năm 2025 của Việt Nam nhờ triển vọng kinh tế lạc quan hơn các thị trường khác, chi tiêu dùng tăng trưởng ổn định và làn sóng tích luỹ hàng hoá nhằm ứng phó với các chính sách thuế quan từ chính quyền Trump 2.0. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định Mỹ sẽ áp thuế 25% với hàng hóa Trung Quốc trong Q2/2025 và áp thuế có mục tiêu/gia tăng các biện pháp phòng vệ thương mại với Việt Nam kể từ năm 2026. |
| 5. Khó khăn trong kiểm soát sự ổn định tỷ giá | <ul style="list-style-type: none"> Rà soát các yếu tố ảnh hưởng đến sức mạnh của đồng USD đều cho thấy đồng USD có thể tiếp tục mạnh lên trong năm 2025, nhất là khi diễn biến trong giai đoạn cuối năm 2024 vẫn chưa phản ánh chính sách mà Trump sẽ thực hiện trong năm 2025. Việc kiểm soát sự ổn định tỷ giá trong năm 2025 của NHNN khó khăn nhiều hơn thuận lợi. Khó khăn lớn nhất chính là dòng vốn FDI chỉ giải ngân vừa đủ để bù đắp lợi nhuận chuyển về nước, áp lực về nhu cầu USD vẫn cao khi lãi suất Mỹ duy trì ở mức cao trong khi dự trữ ngoại hối đã giảm mạnh. |

| Chủ đề | Dự báo cơ sở | Tác động đến thị trường/ngành |
|---|--|--|
| 1. <u>Gam màu mới của môi trường chính sách</u> | <ul style="list-style-type: none"> Với mục tiêu giải ngân 95%, quy mô vốn đầu tư công năm 2025 ước đạt hơn 750 nghìn tỷ đồng, tăng 10,5% so với ước thực hiện năm 2024. Hạ tầng cao tốc và hàng không sẽ cải thiện mạnh trong năm 2025. | <ul style="list-style-type: none"> Các ngành hưởng lợi theo chu kỳ đầu tư ở giai đoạn tăng tốc hoàn thiện dự án cao tốc: Xây dựng - Vật liệu xây dựng - Vận tải hàng hoá - Hàng không. Ngành hưởng lợi sau khi dự án đi vào hoạt động: Bất động sản KCN/dân dụng và Tiêu dùng. |
| 2. <u>Sự cải thiện của đầu tư và tiêu dùng tư nhân</u> | <ul style="list-style-type: none"> Đầu tư tư nhân ước tăng 8-9% trong năm 2025, cao hơn mức tăng khoảng 7,5% trong năm 2024. Tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hoá & tiêu dùng danh nghĩa tăng 10%, cao hơn mức tăng 9% trong năm 2024. | <ul style="list-style-type: none"> Ngành tiêu dùng hàng thiết yếu ổn định, tăng trưởng cải thiện hơn ở nhóm hàng tiêu dùng không thiết yếu. Ngoài ra, cần chú ý thêm các ngành liên quan như lĩnh vực cho vay tiêu dùng và bất động sản. |
| 3. <u>Thu hút đầu tư nước ngoài – Cần tăng cường nội lực</u> | <ul style="list-style-type: none"> Quy mô thu hút FDI ước đạt 39-40 tỷ \$ trong năm 2025, tăng 8-10% so với năm 2024. Giải ngân FDI ước đạt 26,5 tỷ \$, tăng 7% so với năm 2024. | <ul style="list-style-type: none"> Ngành BĐS khu công nghiệp và sản xuất sản phẩm điện tử, vật liệu bán dẫn. |
| 4. <u>Thương mại – Cơ hội trong bất định</u> | <ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng kinh tế và xuất khẩu của Việt Nam lần lượt là 6,8% và 10-12% so với năm 2024. | <ul style="list-style-type: none"> Ngành/doanh nghiệp xuất khẩu có thị trường chủ lực là Mỹ. Các ngành xuất khẩu quan trọng của khối DN trong nước trong pha phục hồi là rất tích cực là máy móc/thiết bị, túi xách, gỗ, phục hồi vừa phải là dệt may và thuỷ sản. |
| 5. <u>Khó khăn trong kiểm soát sự ổn định tỷ giá</u> | <ul style="list-style-type: none"> Tiền đồng có thể biến động trong biên độ +/- 5% và kết thúc năm ở mức 26.200 đồng/USD. Xác suất Việt Nam bị Mỹ áp thuế quan 10-20% (dù thấp) sẽ khiến tiền đồng mất giá nhiều hơn. | <ul style="list-style-type: none"> Biến động tăng giá mạnh trong ngắn hạn của tỷ giá USD/VND là yếu tố ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường chứng khoán. Tương tự, áp lực mất giá của tiền đồng do đe doạ về thuế quan (nếu có) sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến dòng vốn đầu tư gián tiếp. |

CHỦ ĐỀ 1: GAM MÀU MỚI CỦA MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH

Lộ trình để trở thành quốc gia thu nhập cao vào năm 2045 đòi hỏi phải kết hợp giữa tăng trưởng năng suất hàng năm 1,8% và tỷ lệ đầu tư ở mức 36% đến năm 2030. Theo đánh giá của WB, mục tiêu tham vọng này chỉ có thể đạt được nếu có **một gói cải cách cơ cấu toàn diện**. Đây cũng là một trong những động lực quan trọng để cải cách hệ thống chính trị phải được thực hiện mạnh mẽ hơn trong giai đoạn 2025-2030 so với trước. **Cải cách đồng thời là động thái chiến lược của bộ máy chính trị**, đánh dấu giai đoạn mới sau khi đã hoàn thành quá trình chuyển giao quyền lực.

Các chính sách để VN trở thành nước thu nhập cao vào năm 2045



Nguồn: Worldbank, CTCK Rồng Việt

Mục tiêu/nguyên tắc chính trong vấn đề cải cách bộ máy

- Đến năm 2026 giảm 5% biên chế công chức và 10% biên chế sự nghiệp hưởng lương từ ngân sách nhà nước so với năm 2021.
- Phân định rõ chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn của từng cơ quan, tổ chức trong hệ thống chính trị. Khắc phục tình trạng trùng lắp, chồng chéo chức năng, nhiệm vụ, lĩnh vực quản lý.
- Sắp xếp thu gọn các đơn vị hành chính cấp huyện, xã và thôn, tổ dân phố theo tiêu chuẩn quy định.
- Tổ chức hợp lý Bộ quản lý đa ngành, đa lĩnh vực, thực hiện nguyên tắc một cơ quan thực hiện nhiều việc và một việc chỉ giao cho một cơ quan chủ trì thực hiện và chịu trách nhiệm chính.
- Sắp xếp, cơ cấu lại tổ chức bên trong Bộ, cơ quan ngang Bộ, cơ quan thuộc Chính phủ đảm bảo tinh gọn, giảm đầu mối. Kết thúc mô hình tổng cục trong các Bộ, cơ quan ngang Bộ.

Nguồn: Nghị quyết 18-NQ/TW ban hành năm 2017, Quyết định 71-QĐ/TW ban hành năm 2022, Văn bản 141/KH-BCĐTKNQ18 ban hành tháng 12/2024, CTCK Rồng Việt

Mục tiêu 1,2,3 thuộc NQ18 về tiếp tục đổi mới, sắp xếp bộ máy của hệ thống chính trị tinh gọn, hoạt động hiệu lực hiệu quả và Quyết định 71 về Tổng biên chế của hệ thống chính trị giai đoạn 2022-2026.

Mục tiêu 4,5 được bổ sung và làm rõ thêm trong văn bản mới nhất về sắp xếp bộ máy.

Các cuộc cải cách bộ máy trong quá khứ ở các quốc gia khác và Việt Nam **đa phần đều đạt được các mục tiêu chính thức và mục tiêu kỹ thuật về con số cơ học**. Tuy nhiên, **khía cạnh hiệu quả của quá trình cải cách rất khó đánh giá và là vấn đề còn nhiều tranh cãi**.

Quá trình cải cách bộ máy thường là một quá trình kéo dài, phức tạp, gia tăng từng bước, thực dụng và mang tính thoả hiệp. Ngoài ra, cải cách bộ máy hệ thống chính trị chỉ đóng vai trò một phần trong cải cách thể chế và kinh tế tổng thể (Yang, 2007).

Mục tiêu kỹ thuật của quá trình cải cách bộ máy

| Tinh giản biên chế | | |
|------------------------------------|---|--------|
| Công chức | ▼ | 5% |
| Viên chức | ▼ | 10% |
| Sắp xếp bộ máy | | |
| Đầu mối bên trong | ▼ | 15-20% |
| Bộ, cơ quan ngang Bộ | ▼ | 5 |
| Cơ quan thuộc Chính phủ | ▼ | 3 |
| Tổng cục | ▼ | 12 |
| Cục và tương đương thuộc Bộ | ▼ | 500 |
| Vụ thuộc bộ, cơ quan ngang Bộ | ▼ | 177 |
| Đơn vị Sự nghiệp công lập thuộc Bộ | ▼ | 190 |

Nguồn: Bộ Nội vụ, CTCK Rồng Việt

Một số thuận lợi và khó khăn của quá trình cải cách bộ máy

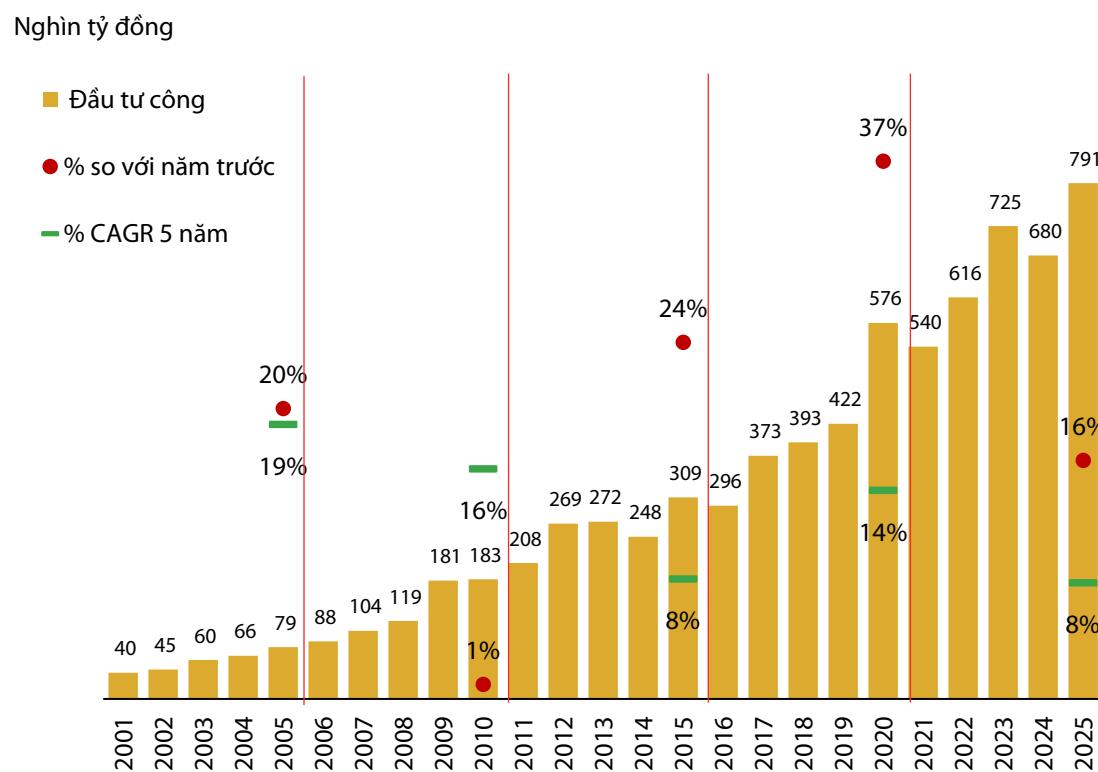
| Thuận lợi | Khó khăn |
|--|--|
| Quyết tâm chính trị mạnh mẽ | Tình trạng chồng chéo, trùng lặp chức năng, nhiệm vụ giữa các cơ quan tồn tại khá lâu trong hệ thống |
| Triển khai cùng lúc giữa Trung ương và địa phương | Khó khăn trong việc sắp xếp, bố trí nhân sự và bảo đảm quyền lợi của cán bộ, công chức và viên chức |
| Tiến hành song song với cải cách tiền lương và xây dựng dự thảo Nghị định về thu hút nhân tài | Sự phản ứng từ bên trong, đặc biệt là những cơ quan bị thu hẹp quy mô và cá nhân bị cắt giảm quyền lợi |
| Bao hàm chiều rộng và chiều sâu của bộ máy gồm giảm quy mô công chức và viên chức và thiết kế lại bộ máy | Khối lượng công việc lớn hơn phải hoàn thành với số lượng công chức, người lao động làm việc ít hơn |
| | Việc cải cách đi kèm với việc sửa đổi hàng loạt văn bản pháp luật và điều hành, cần thời gian triển khai và thực thi |

CHỦ ĐỀ 1: GAM MÀU MỚI CỦA MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH

Năm 2025 là năm cuối của chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021-2025. Trong 2 chu kỳ đầu tư công gần nhất, tốc độ tăng trưởng của năm cuối chu kỳ luôn vượt trội so với tốc độ tăng bình quân của cả giai đoạn.

Kế hoạch đầu tư công năm 2025 được bổ sung từ nguồn tăng thu ngân sách và chưa sử dụng hết từ các năm trước và các dự án được thêm mới vào mục tiêu đầu tư công trung hạn. **Quy mô dự kiến tăng 10,5% so với ước thực hiện năm 2024 trong kịch bản giải ngân được 95%KH.**

Chi đầu tư phát triển theo phân kỳ đầu tư 5 năm

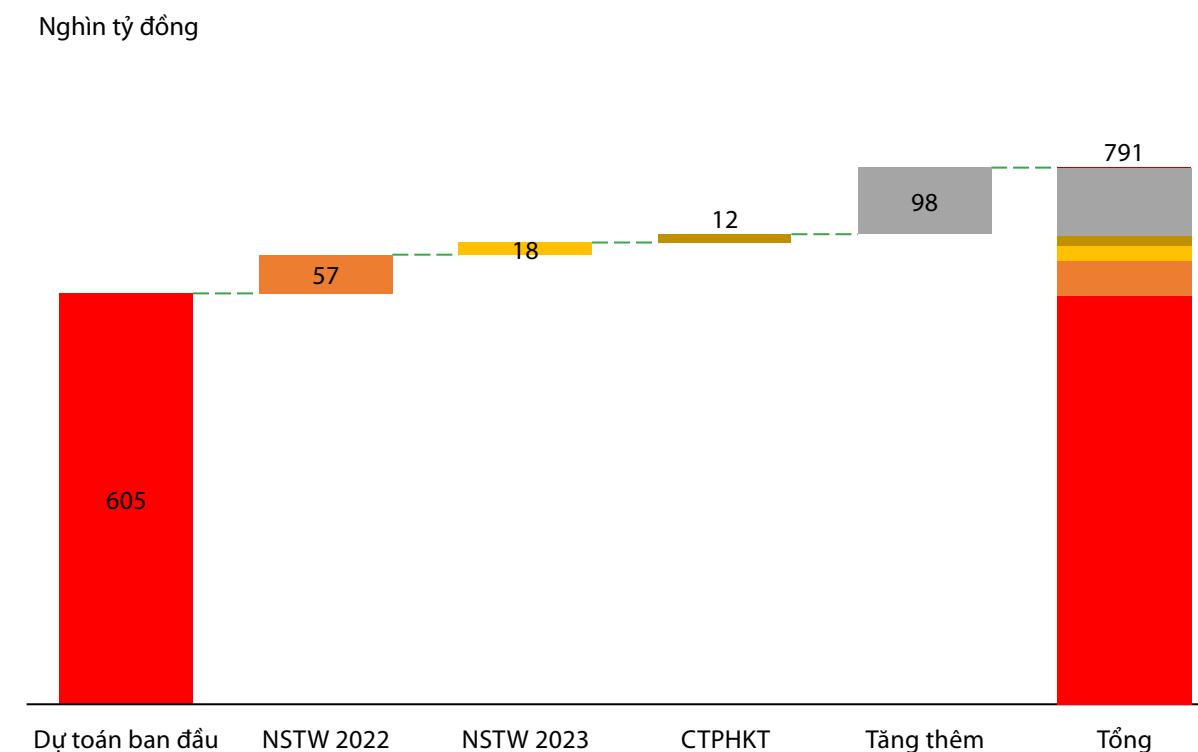


Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

(1) 2001-2022: Số liệu quyết toán NSNN

(2) 2023: Ước thực hiện lần 2; (3) 2024: Ước thực hiện sơ bộ; (4) 2025: dự toán ngân sách

Kế hoạch chi đầu tư phát triển năm 2025



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

(1) **Dự toán ban đầu** về chi đầu tư phát triển năm 2025 của BTC (10/2023)

(2) **NSTW 2022 - 2023**: bổ sung từ nguồn tăng thu NSTW

(3) **CTPHKT**: kéo dài thời gian thực hiện chương trình phục hồi phát triển kinh tế xã hội

CHỦ ĐỀ 1: GAM MÀU MỚI CỦA MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH

Môi trường kinh tế, chính trị và luật pháp về đầu tư công năm 2025 bao gồm cả lực đẩy và lực kéo. Lực đẩy đến từ việc ổn định bộ máy chính trị và yếu tố kết thúc giai đoạn đầu tư công trung hạn, quyết tâm cao về mục tiêu tăng trưởng kinh tế. Lực kéo đến từ ảnh hưởng của việc sắp xếp, tinh gọn bộ máy, độ trễ trong việc ban hành các nghị định hướng dẫn thực thi các Luật mới được ban hành.

Kết quả thực hiện đầu tư công và bối cảnh môi trường kinh tế, luật pháp giai đoạn 2021-2025

| Năm | Kế hoạch | Thực hiện | Tỷ lệ giải ngân | Tăng trưởng GDP | Môi trường kinh tế, chính trị | Luật pháp liên quan đầu tư công |
|------|----------|-----------|-----------------|-----------------|--|---|
| | tỷ đồng | tỷ đồng | % | % | | có hiệu lực thi hành |
| 2021 | 608 | 540 | 88,8 | 2,6 | Chống tham nhũng tiêu cực, đại dịch Covid-19 | Luật Đầu tư 2020 Luật PPP 2020 |
| 2022 | 734 | 616 | 83,9 | 8,1 | Chống tham nhũng tiêu cực, phục hồi sau Covid-19, bất ổn hệ thống ngân hàng (SCB), rủi ro từ thị trường TPĐN | "Luật sửa 9 luật": Luật Đầu tư công, Luật PPP, Luật Đầu tư, Luật Đấu thầu |
| 2023 | 803 | 725 | 90,3 | 5,1 | Chống tham nhũng, tiêu cực, kiểm soát hệ lụy từ SCB và áp lực đáo hạn TPĐN | NQ 106 thí điểm một số chính sách đặc thù về đầu tư xây dựng công trình đường bộ |
| 2024 | 807 | 680 | 84,3 | 6,8 | Chuyển giao quyền lực, ổn định bộ máy chính trị | Luật Đất Đai NQ 111 một số cơ chế chính sách đặc thù thực hiện Chương trình mục tiêu quốc gia |
| 2025 | 791 | 751 | 95,0 | 6,5-7,0 | Sắp xếp tinh gọn bộ máy, chống lãng phí, năm cuối của chu kỳ đầu tư công trung hạn | "Luật sửa 4 luật": Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật PPP, Luật Đấu thầu "Luật sửa 9 luật": Luật NSNN, Luật Sử dụng tài sản công" Luật Đầu tư công sửa đổi |

Nguồn: BTC, TCKT, CTCK Rồng Việt

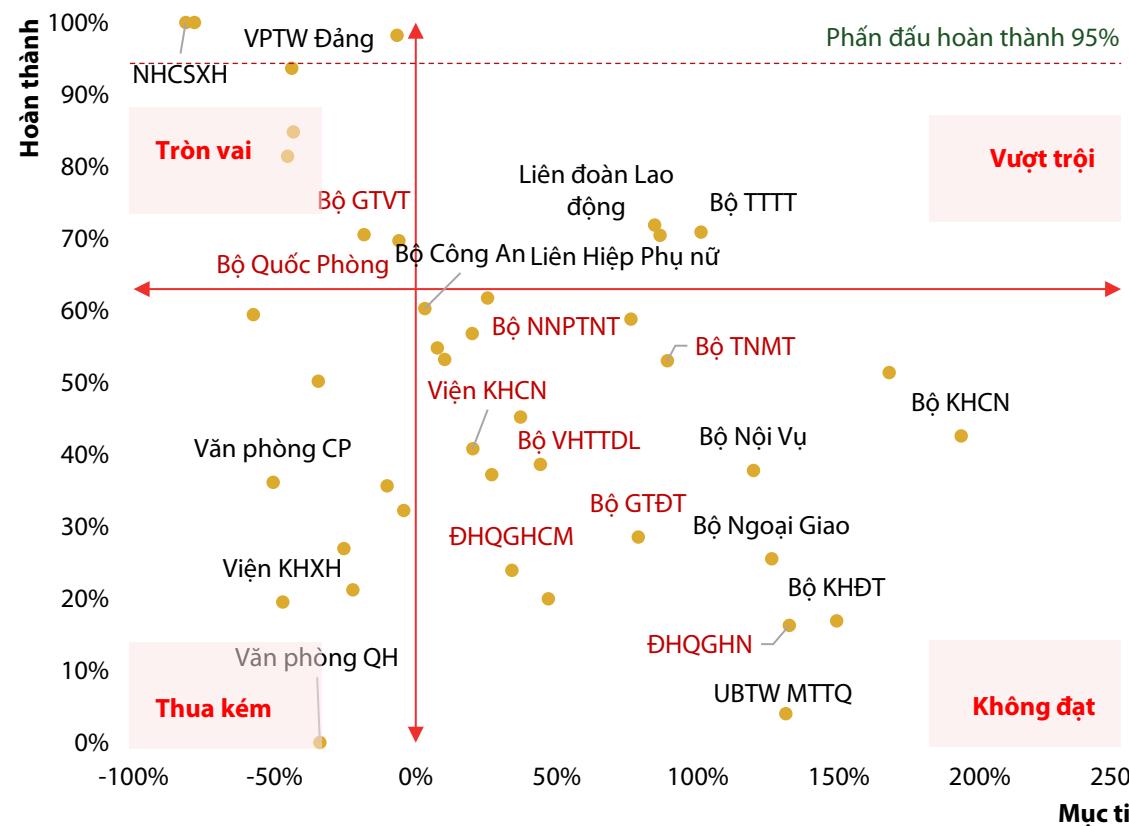
(1) Thực hiện giải ngân vốn đầu tư công 2021-2024 dựa trên ước tính chi đầu tư phát triển NSNN, thường cao hơn ước thực hiện 13 tháng của BTC.

(2) Tăng trưởng mục tiêu năm 2025 QH phê duyệt là 6,5-7,0%, phần đầu 7,0-7,5%; Chính phủ phần đầu 8,0%. Mục tiêu phần đầu giải ngân đầu tư công năm 2025 là 95%.

CHỦ ĐỀ 1: GAM MÀU MỚI CỦA MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH

Hầu hết các Bộ, ngành và địa phương đều sẽ hướng đến mục tiêu tăng trưởng cao hơn về giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025. Tuy nhiên, mức độ hoàn thành kế hoạch, nhất là để đạt được mục tiêu tỷ lệ giải ngân 95% có thể sẽ phân hoá.

Khả năng hoàn thành mục tiêu cơ quan, Bộ ngành TW năm 2024

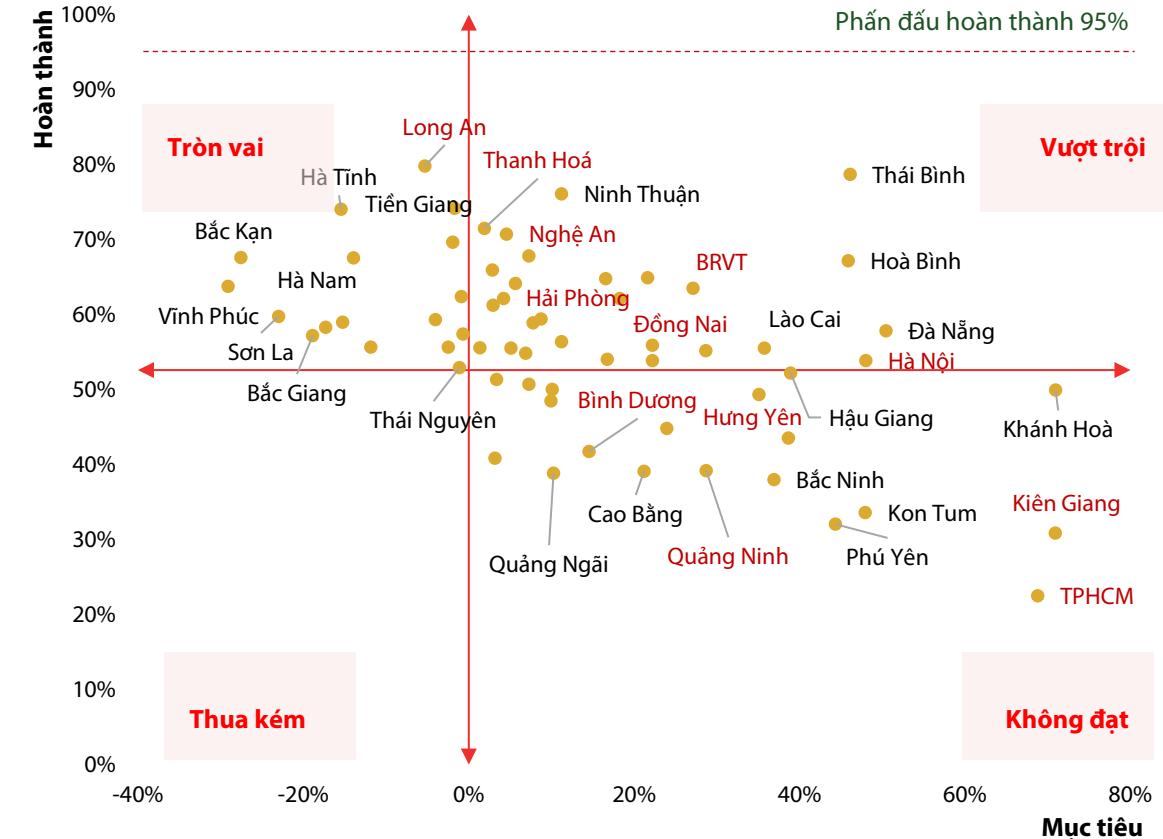


Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt, Ngưỡng hoàn thành dựa trên mức trung bình của Trung ương

(1) Mục tiêu: KH năm 2024 so với Ước thực hiện năm 2023; (2) Hoàn thành: Ước giải ngân vốn 11T2024.

(3) Cơ quan, Bộ ngành TW **màu đỏ** có quy mô vốn ĐTC năm 2024 trên 1 nghìn tỷ đồng. Riêng Bộ GTVT, Bộ Quốc Phòng và Bộ NNPTNT có quy mô vốn ĐTC lớn nhất, lần lượt là 75, 20 và 11 nghìn tỷ đồng.

Khả năng hoàn thành mục tiêu phân theo địa phương năm 2024



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt, Ngưỡng hoàn thành dựa trên mức trung bình của địa phương

(1) Mục tiêu: KH năm 2024 so với Ước thực hiện năm 2023; (2) Hoàn thành: Ước giải ngân vốn 11T2024.

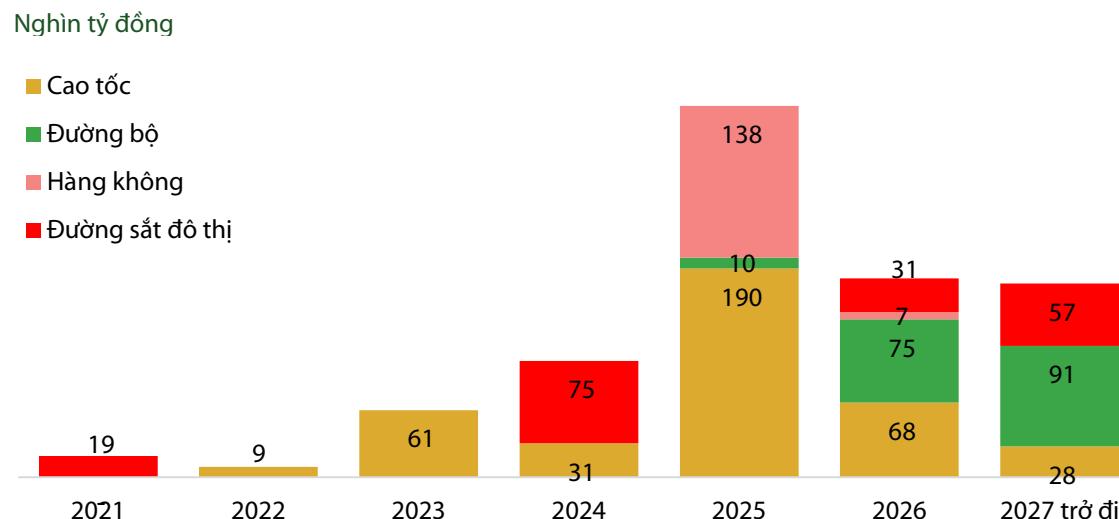
(3) Tỉnh thành **màu đỏ** là các tỉnh có quy mô vốn ĐTC năm 2024 trên 10 nghìn tỷ đồng. Riêng Hà Nội và Tp.HCM là hai địa phương có vốn ĐTC lớn nhất, lần lượt là 83 và 79 nghìn tỷ đồng.

CHỦ ĐỀ 1: GAM MÀU MỚI CỦA MÔI TRƯỜNG CHÍNH SÁCH

Hạ tầng cao tốc và hàng không sẽ cải thiện mạnh trong năm 2025 nhờ đẩy nhanh việc hoàn thành dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 và hoàn thiện các dự án sân bay trọng điểm.

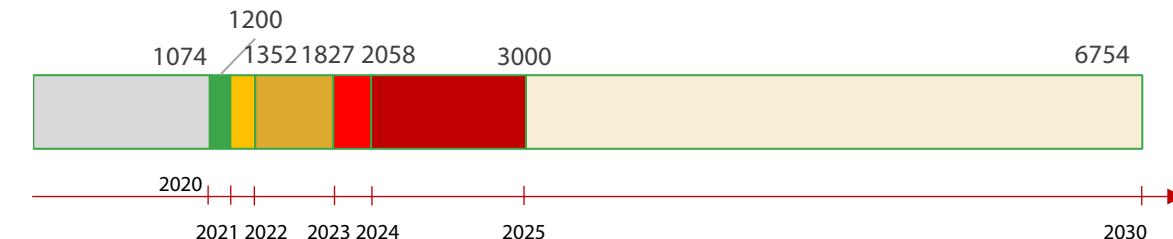
Việc xây dựng và hoàn thiện các dự án hạ tầng quan trọng sẽ **tác động lan toả trước hết đến ngành xây dựng, vật liệu xây dựng đến tăng trưởng vận tải hàng hoá và hàng không**. Tác động đến lĩnh vực bất động sản và tiêu dùng có thể thấy sau khi dự án thành hình và đưa vào vận hành.

Tiến độ hoàn thành dự án giao thông trọng điểm theo TMĐT



Hạ tầng dự kiến hoàn thành trong năm 2025

Cao tốc (số km)



Số km cao tốc dự kiến hoàn thành trong năm 2025 ~942 km, chủ yếu thuộc **dự án cao tốc Bắc Nam GĐ2 (2021-2025)**, **tiến độ được đẩy nhanh từ 3-8 tháng so với ban đầu**. Ngoài ra còn công trình **đường bộ Đường HCM (TMĐT ~10 nghìn tỷ đồng)** dự kiến hoàn thành trong năm 2025.

Hàng không

| | Sân bay Long Thành | Nhà ga T2 - Nội Bài | Nhà ga T3 - Tân Sơn Nhất |
|------------|--------------------|---------------------|--------------------------|
| TMĐT | 114.450 tỷ đồng* | 4.996 tỷ đồng | 10.990 tỷ đồng |
| Quy mô | 25 triệu HK/năm | 5 triệu HK/năm | 20 triệu HK/năm |
| Hoàn thành | 12/2025** | 12/2025 | 04/2025 |

Tác động ngành theo chu kỳ giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

(1) TMĐT: tổng mức đầu tư

(2) Chưa bao gồm các dự án giao thông liên vùng và các dự án dự kiến triển khai trong và sau năm 2025

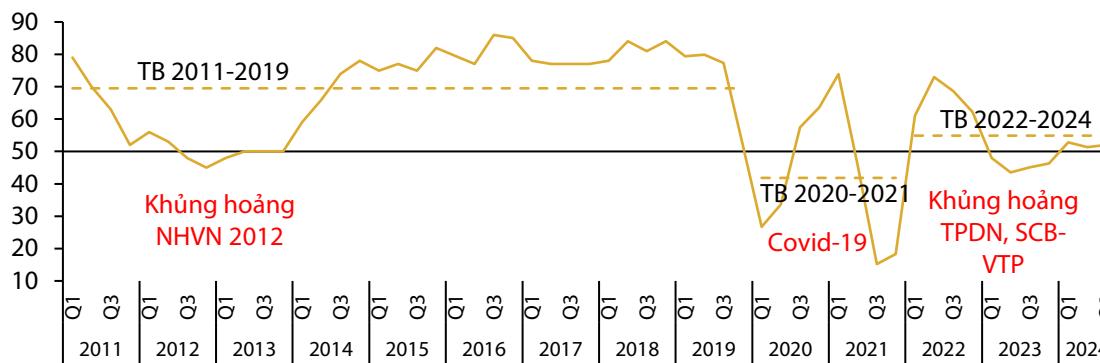
Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

(*) TMĐT giai đoạn 1

(**) Không bao gồm Trụ sở cơ quan hải quan thuộc dự án TP2 và các công trình khác thuộc dự án TP4

Niềm tin kinh doanh đang phục hồi nhưng mức độ lạc quan về sản lượng tương lai, thành lập và đầu tư mới còn tương đối thận trọng.

Chỉ số niềm tin kinh doanh



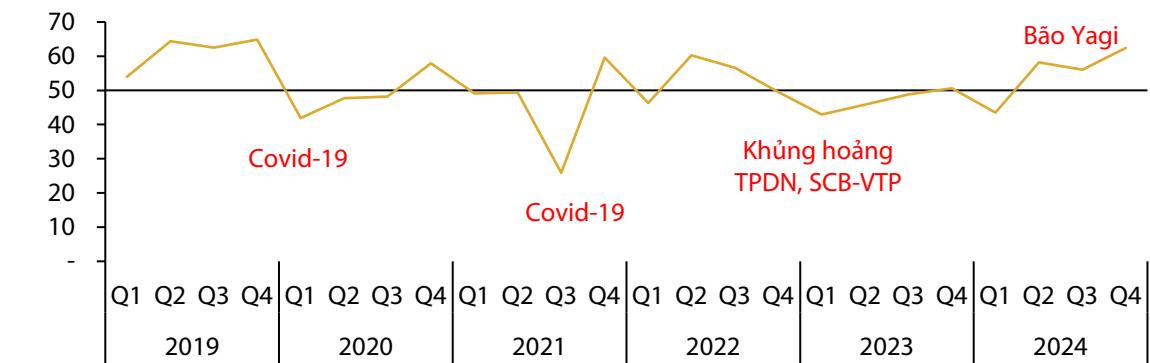
Nguồn: Eurocham, CTCK Rồng Việt, 228/1400 thành viên Eurocham phản hồi trong Q3/2024

Chỉ số kỳ vọng tương lai dự kiến sản lượng tăng trong 12 tháng tới



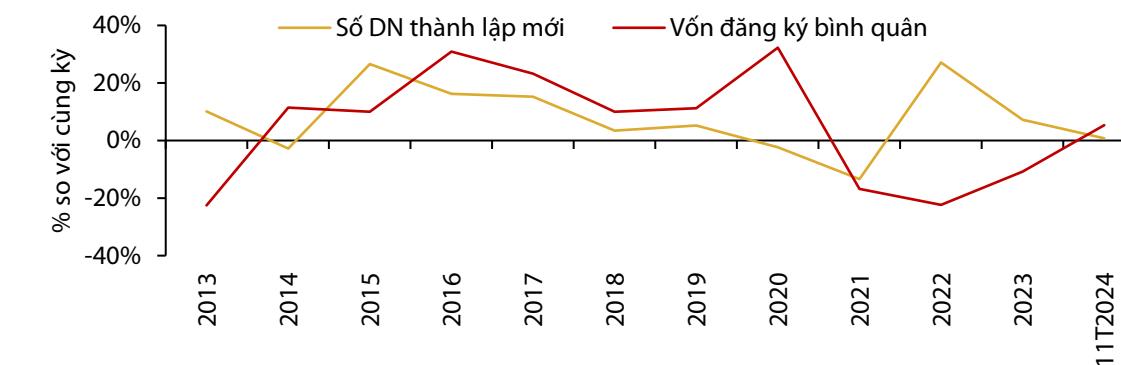
Nguồn: S&P Global, CTCK Rồng Việt, khảo sát 400 nhà sản xuất

Xu hướng kinh doanh của doanh nghiệp



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt, Chỉ số xu hướng kinh doanh = % Tốt hơn + % Ổn định/2

Tăng trưởng số doanh nghiệp thành lập mới và vốn đăng ký



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

CHỦ ĐỀ 2: SỰ CẢI THIỆN TRONG ĐẦU TƯ VÀ TIÊU DÙNG TƯ NHÂN

Ngoài việc lãi suất vay vốn giảm tác động tích cực đến đầu tư tư nhân thì **các yếu tố về thị trường, lao động và yếu tố đầu vào không thực sự quan trọng**.

Lãi suất cho vay giảm khoảng 100 điểm cơ bản trong năm 2024 nên **môi trường lãi suất vẫn thuận lợi cho hoạt động vay vốn đầu tư trong năm 2025**. Tuy nhiên, **các yếu tố khác cần cải thiện thêm thì đầu tư tư nhân mới có thể tăng trưởng mạnh mẽ** như giai đoạn trước Covid-19.

Tăng trưởng đầu tư tư nhân và lãi suất cho vay trung dài hạn



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt

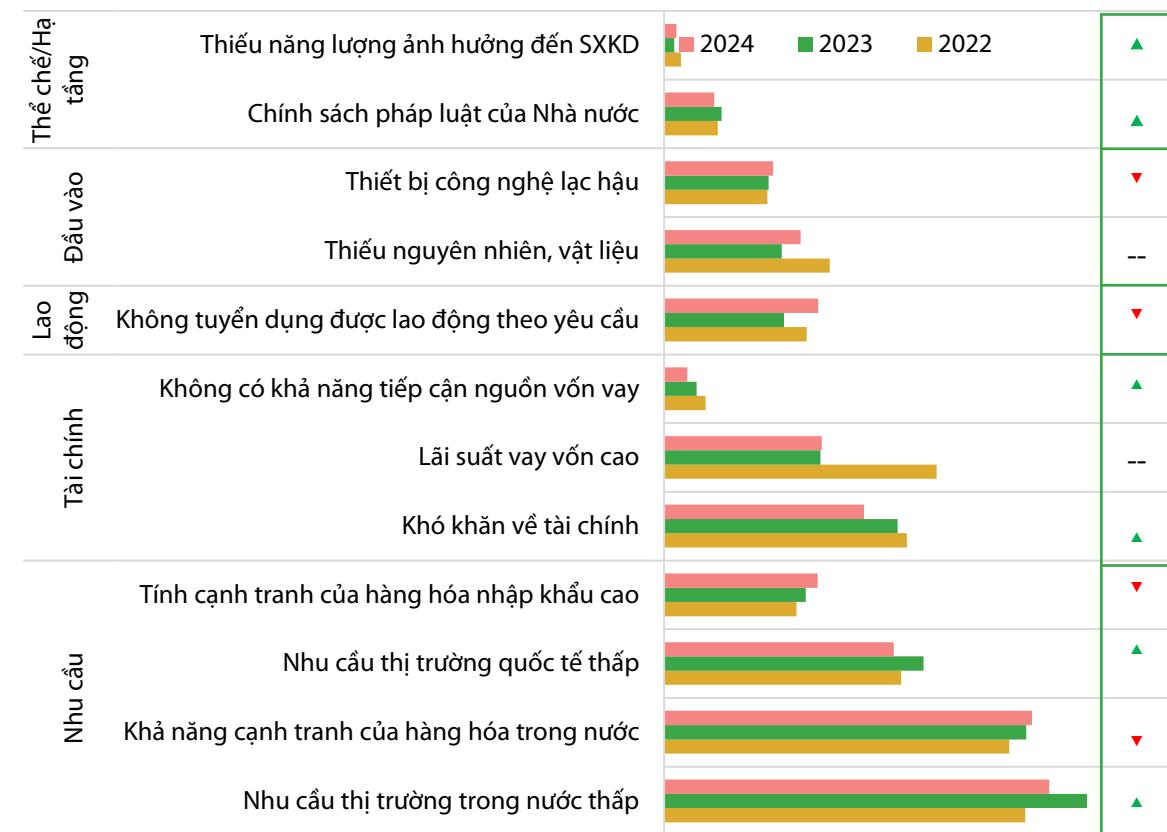
(1) Lãi suất cho vay trung, dài hạn được tính theo bình quân gia quyền giữa dư nợ cho vay với lãi cho vay tương ứng áp dụng cho khoản vay trung, dài hạn; có độ trễ 1 năm so với lãi suất cho vay mới bình quân trong thực tế.
(2) 2024: số liệu tại Q3/2024.

▲ : cải thiện so với một hoặc cả hai năm liền trước

▼ : thấp hơn so với một hoặc cả hai năm liền trước

-- : ổn định so với năm trước hoặc cả hai năm liền trước

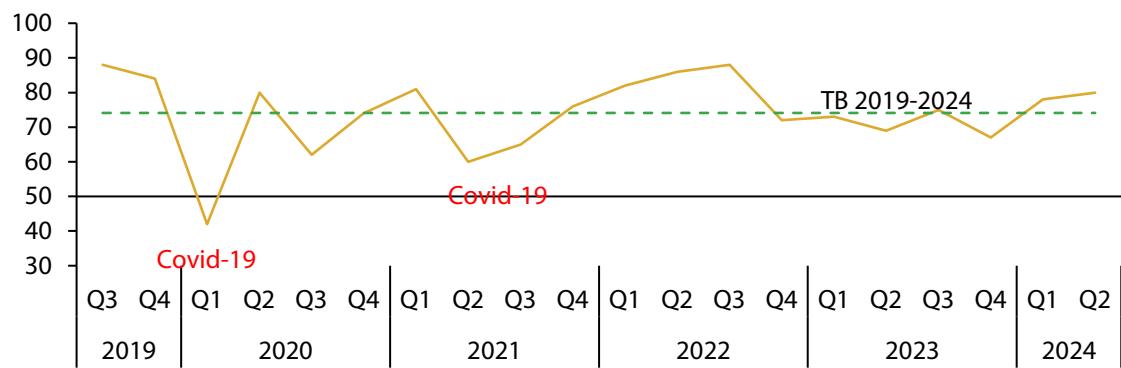
Các yếu tố ảnh hưởng đến SXKD của doanh nghiệp sản xuất



CHỦ ĐỀ 2: SỰ CẢI THIỆN TRONG ĐẦU TƯ VÀ TIÊU DÙNG TƯ NHÂN

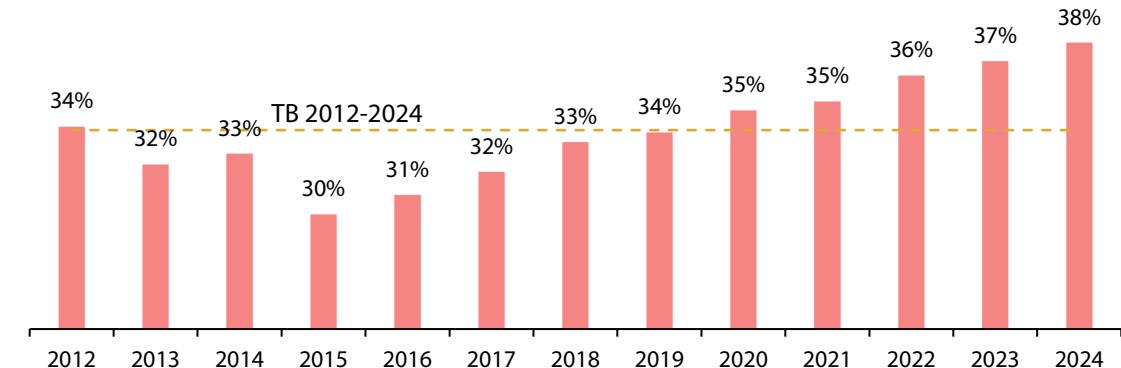
Mặc dù lạc quan hơn về triển vọng kinh tế trong tương lai, **người tiêu dùng vẫn thận trọng trong chi tiêu** khi tăng trưởng thu nhập thực còn yếu. Đồng thời, lãi suất huy động và vay tiêu dùng có giảm nhưng **tiết kiệm tăng và sự phục hồi của vay tiêu dùng còn chậm**.

Mức độ lạc quan của người tiêu dùng về nền kinh tế trong tương lai



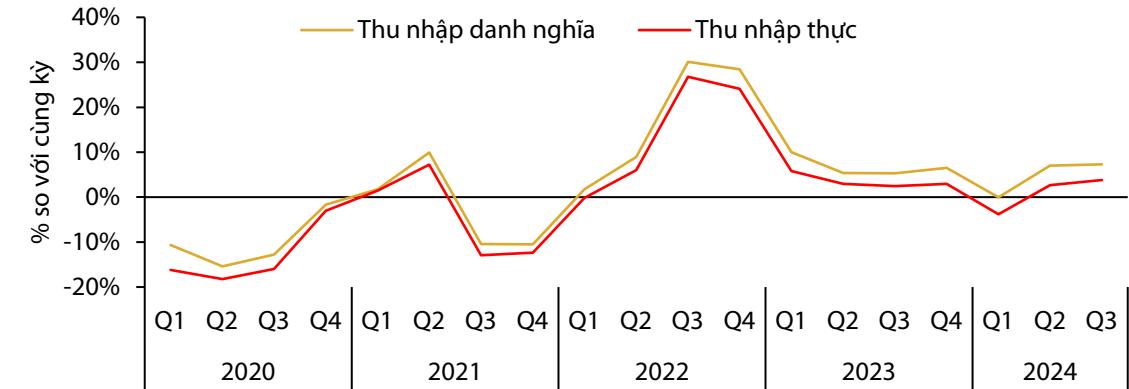
Nguồn: Kantar, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ tiết kiệm/GDP đang ở mức cao nhất trong giai đoạn 2012-24



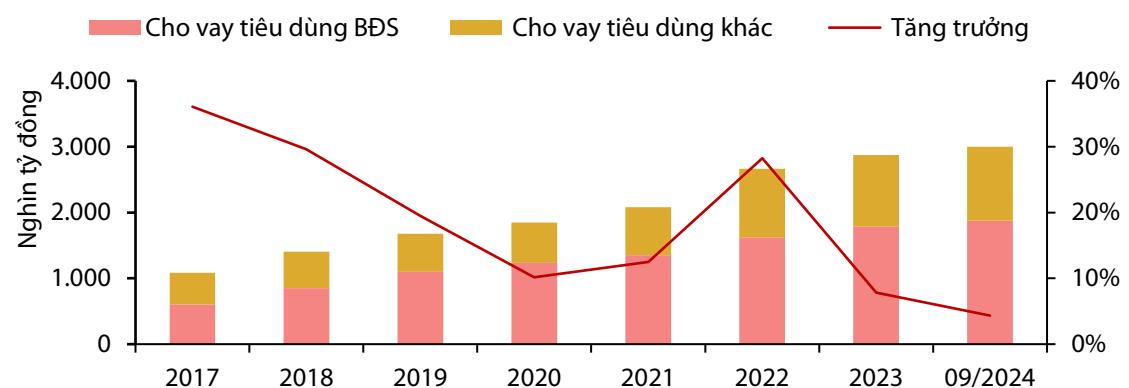
Nguồn: CEIC, CTCK Rồng Việt, 2024: ước tính của CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng thu nhập danh nghĩa và thu nhập thực



Nguồn: TCTK, CTCK Rồng Việt, % tăng thu nhập thực = % tăng thu nhập danh nghĩa - % Lạm phát

Tăng trưởng cho vay tiêu dùng phục hồi chậm



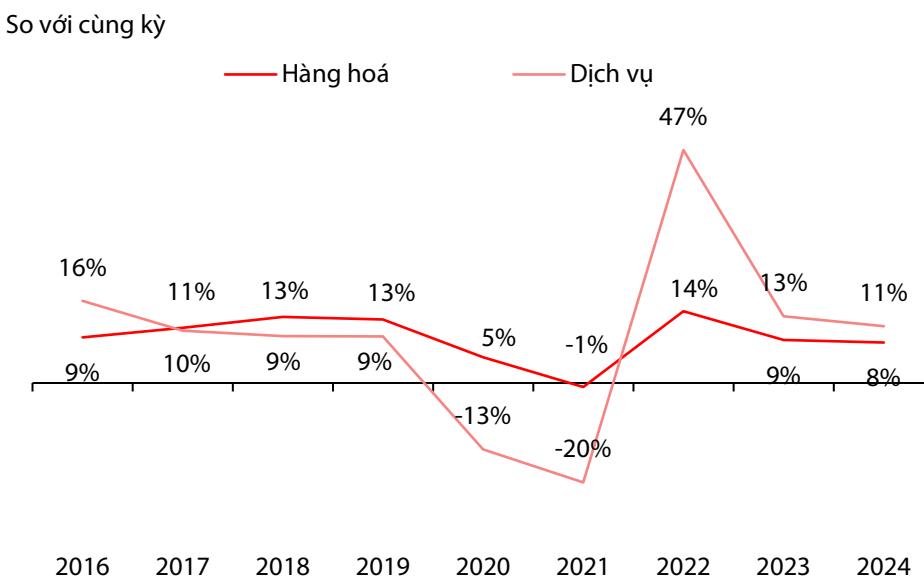
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

CHỦ ĐỀ 2: SỰ CẢI THIỆN TRONG ĐẦU TƯ VÀ TIÊU DÙNG TƯ NHÂN

Sự thận trọng trong chi tiêu của người tiêu dùng khiến cho tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ không có nhiều cải thiện trong năm 2024. Tuy nhiên, **tiêu dùng hàng thiết yếu ổn định** trong khi các **nhóm hàng tiêu dùng không thiết yếu (đồ gia dụng, ô tô) đều đang trong xu hướng đi lên.**

Trong năm 2025, tăng trưởng của lĩnh vực tiêu dùng có thể cải thiện hơn nữa nhờ sự lạc quan về triển vọng kinh tế, tăng trưởng thu nhập và mặt bằng lãi suất giảm. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng **thị trường bất động sản cần có sự phục hồi rõ nét** thì tăng trưởng trưởng của lĩnh vực tiêu dùng mới có thể tiệm cận mức tăng trưởng trong giai đoạn trước Covid-19.

Tăng trưởng doanh số bán lẻ hàng hoá và dịch vụ



Nguồn: TCKT, CTCK Rồng Việt, 2024; số liệu 11T2024
 ▲ : cải thiện so với năm trước hoặc trung bình GĐ 2016-19
 ▼ : thấp hơn năm trước hoặc trung bình GĐ 2016-19
 -- : tăng trưởng ổn định

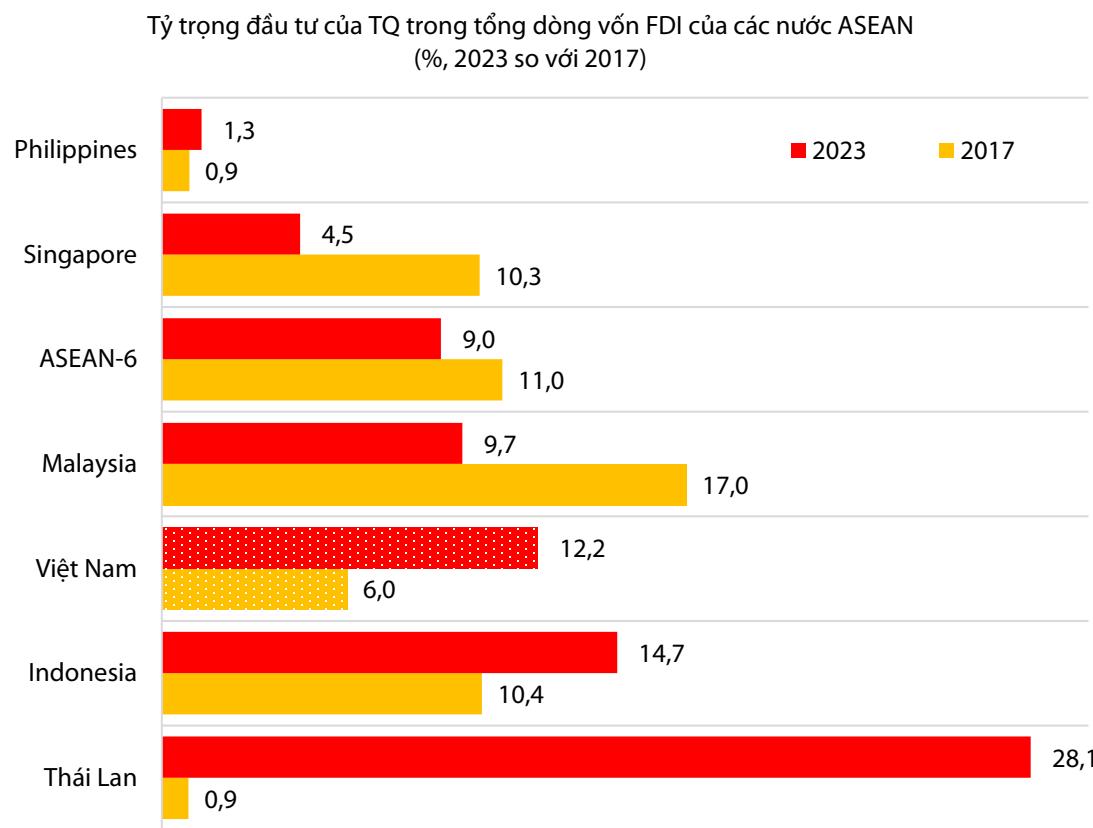
Biểu đồ nhiệt tăng trưởng một số nhóm hàng hoá và dịch vụ tiêu dùng

| So với cùng kỳ | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | TB 2016-2019 |
|-----------------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------------|
| Lương thực, thực phẩm | 8,3% | 8,9% | 10,0% | 11,7% | 10,7% | 12,8% |
| May mặc | 3,7% | -10,5% | 18,5% | 7,1% | 8,7% | 10,0% |
| Đồ dùng gia đình | 8,1% | -8,7% | 6,6% | 7,5% | 8,0% | 10,5% |
| Văn hoá giáo dục | -3,6% | -7,5% | 21,0% | 14,4% | 6,6% | 9,6% |
| Phương tiện đi lại | -4,5% | -2,3% | 13,8% | -1,4% | 7,5% | 10,8% |
| Hàng hoá khác | 3,9% | -4,0% | 19,7% | 7,7% | 5,5% | 12,0% |
| Lưu trú, ăn uống | -15,9% | -23,1% | 54,8% | 14,7% | 12,5% | 10,9% |
| Du lịch | -64,6% | -59,4% | 275,5% | 52,5% | 14,2% | 10,8% |
| Dịch vụ khác | -6,2% | -15,6% | 36,1% | 10,4% | 9,0% | 11,4% |

Việt Nam được hưởng lợi nhưng không ghi nhận sự đột biến về thay đổi trong đóng góp của đầu tư nước ngoài từ Trung Quốc từ Trump 1.0 đến nay.

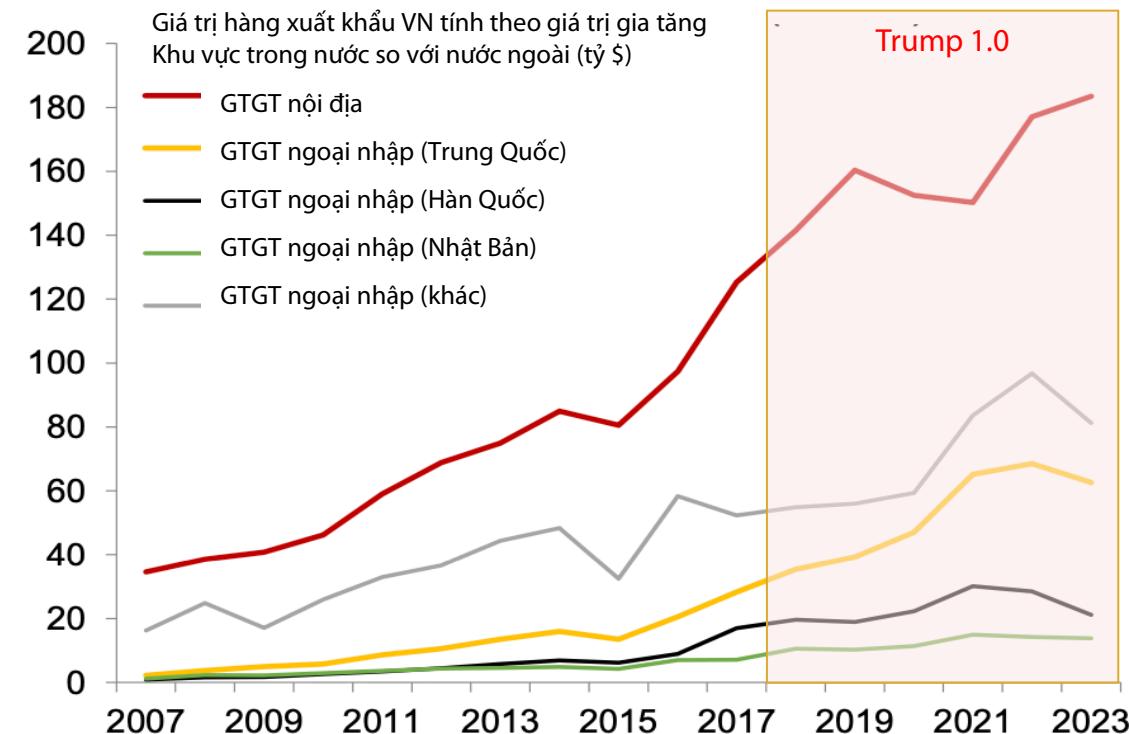
Sự dịch chuyển chuỗi cung ứng thúc đẩy giá trị gia tăng ngoại nhập từ Trung Quốc trong tổng quy mô xuất khẩu, đồng thời **giúp tăng thêm giá trị gia tăng mà doanh nghiệp trong nước tạo ra**. Chúng tôi kỳ vọng điều này tiếp diễn trong giai đoạn Trump 2.0.

Dòng vốn đầu tư từ TQ đến VN tăng mạnh kể từ Trump 1.0



Nguồn: MUFG, CTCK Rồng Việt

Chiến lược “Trung Quốc + 1” tác động tích cực đến giá trị gia tăng hàng xuất khẩu của khu vực trong nước



Nguồn: MUFG, CTCK Rồng Việt

Giá trị gia tăng nội địa là tổng giá trị xuất khẩu nội địa trừ đi các giá trị nhập khẩu trung gian từ các nước khác cộng với phần giá trị do Việt Nam đóng góp vào xuất khẩu (ví dụ như tiền lương lao động, nguyên vật liệu trong nước...)

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

CHỦ ĐỀ 3: THU HÚT ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI – CẦN CẢI THIỆN NỘI LỰC

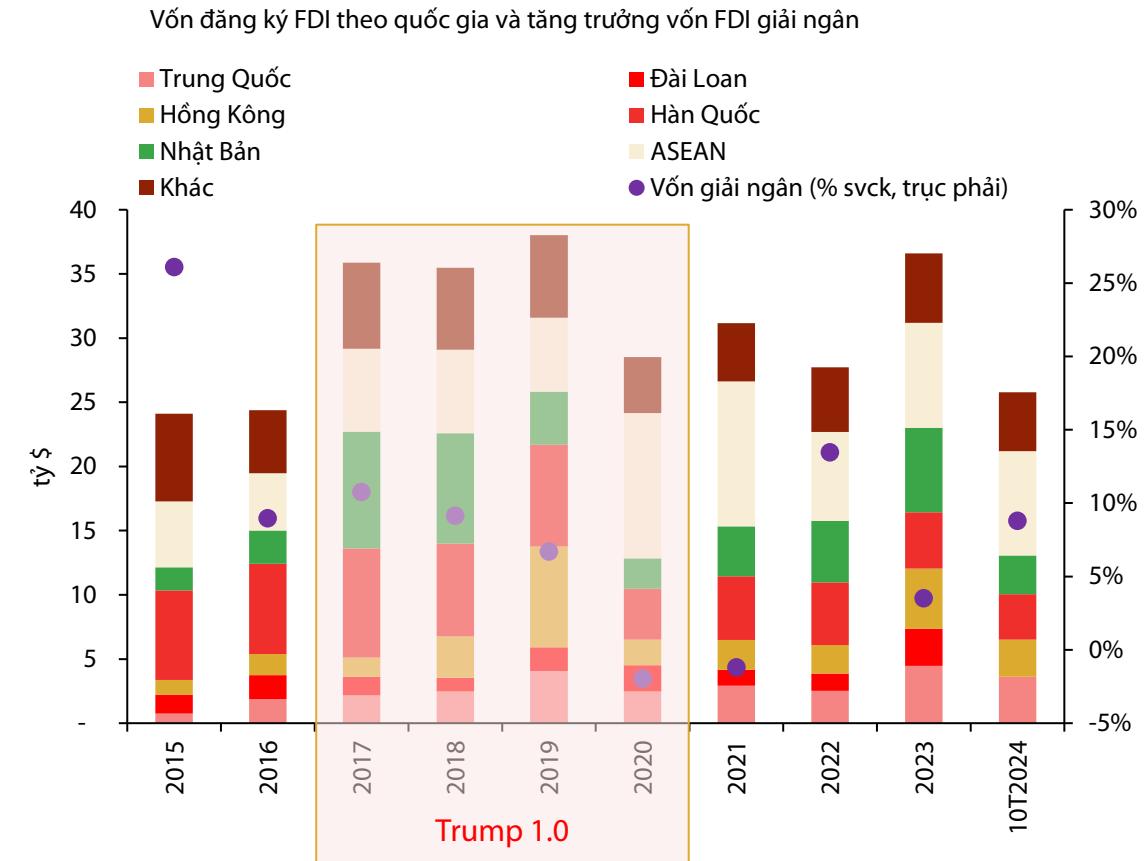
Sự trở lại của Việt Nam trong bảng xếp hạng Top quốc gia thu hút vốn đầu tư nước ngoài ở nhóm thị trường mới nổi là dấu hiệu tích cực. Tuy nhiên, **cần có những thay đổi nội tại rõ rệt hơn nữa (thể chế, hạ tầng, chính sách, chất lượng lao động) để dòng vốn FDI thực sự mạnh mẽ hơn trong Trump 2.0.**

Việt Nam không quá nổi bật trong bảng xếp hạng về thu hút FDI toàn cầu



Nguồn: AT Kearney, CTCK Rồng Việt

Mặc dù có sự bứt phá về thu hút vốn đầu tư FDI nhưng tốc độ tăng trưởng giải ngân FDI có xu hướng giảm dần trong GĐ Trump 1.0



Nguồn: Bộ KHĐT, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Chính sách thu hút đầu tư lĩnh vực bán dẫn của Việt Nam so với các nước

| Công cụ chính sách | | Trung Quốc | Nhật Bản | Hàn Quốc | Đài Loan | Hoa Kỳ | EU | Việt Nam | Singapore | Malaysia | Philippines | Thái Lan | Indonesia |
|--------------------|-------------------------------------|------------|----------|----------|----------|--------|----|----------|-----------|----------|-------------|----------|-----------|
| Thuế | Giảm thuế TNDN | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Ưu đãi thuế GTGT | ✓ | | | | ✓ | | | | | ✓ | | |
| | Ưu đãi thuế nhập khẩu và hải quan | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ |
| | Ưu đãi thuế để thu hút nhân tài | | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| Trợ cấp | Hỗ trợ tài chính trực tiếp | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | |
| | Quỹ hỗ trợ đầu tư | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| Quy định | Chính sách hỗ trợ quyền SHTT | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | | | ✓ | | | | |
| | Chính sách thúc đẩy hợp tác quốc tế | ✓ | | | | | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | |

Nguồn: NIC, Deloitte, ASEAN Briefing, Bộ KHĐT, CTCK Rồng Việt

✓ Dự kiến sẽ triển khai ✓ Đã thực hiện

Chiến lược ngành bán dẫn VN đến 2030

| | Số dự án | | Quy mô (tỷ \$) | |
|----------------------|----------|----------|-------------------|----------|
| FDI đăng ký | 174 | | 11,6 | |
| | 2023 | 2024 | 2030 | |
| Doanh thu (tỷ \$) | 16,3 | 18,2 | 25,0 (+15,4%/năm) | |
| Doanh nghiệp | Số DN | Số kỹ sư | Số DN | Số kỹ sư |
| Thiết kế vi mạch | 36 | 6.000 | 100 | 15.000 |
| Kiểm thử, đóng gói | 3 | 5.575 | 15 | 35.000 |
| Nhà máy chế tạo chip | | | 1 | |

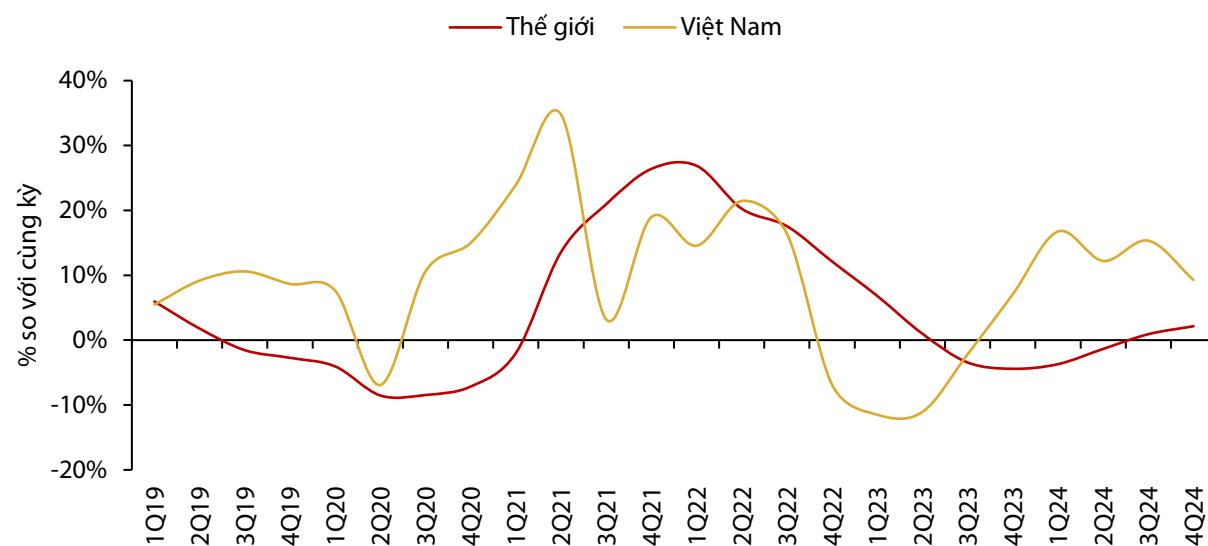
Chính phủ Việt Nam đã và đang soạn thảo các chính sách ưu đãi dành riêng cho ngành công nghiệp bán dẫn bao gồm:

- Nghị định về Quỹ hỗ trợ đầu tư:** hỗ trợ chi phí đào tạo phát triển nhân lực (50%), R&D (1-30%), đầu tư TSCĐ (1-10%), chi phí sản xuất (0,5-3%), hệ thống công trình hạ tầng xã hội (25%), điều kiện áp dụng cho DN bán dẫn dễ dàng hơn so với DN công nghệ cao. Dự kiến được thông qua và đi vào hiệu lực vào đầu năm 2025, bố trí vốn NSNN trong năm 2025 khoảng 10.000 tỷ đồng.
- Luật công nghiệp công nghệ số:** Ưu đãi thuế TNDN, thuế nhập khẩu, TNCN cho chuyên gia; Hỗ trợ chi phí mua sắm máy móc (<5%), di chuyển phương tiện sản xuất (<10%), dự án mới (<10% TMĐT), R&D (khấu trừ 150%); Hỗ trợ thủ tục hành chính, cơ chế làn xanh xuất – nhập khẩu. Dự kiến thông qua tháng 05/2025.

Tăng trưởng thương mại toàn cầu đang trong pha phục hồi và triển vọng tăng trưởng năm 2025 vẫn tích cực nhờ tăng trưởng kinh tế ổn định trong bối cảnh lạm phát giảm và các NHTW tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ.

Mức tăng trưởng xuất khẩu cao của Việt Nam trong năm 2024 có sự đóng góp đáng kể từ mức nền thấp của cùng kỳ năm trước. Do đó, chúng tôi cho rằng **xuất khẩu trong năm 2025 sẽ thấp hơn năm trước, đạt khoảng 10-12% (kịch bản cơ sở)**.

Tăng trưởng thương mại hàng hóa toàn cầu và Việt Nam



Nguồn: UNTCAD, TCHQ, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng xuất khẩu năm 2024, tỷ trọng xuất khẩu theo sản phẩm và thị trường là số liệu 11 tháng đầu năm 2024.

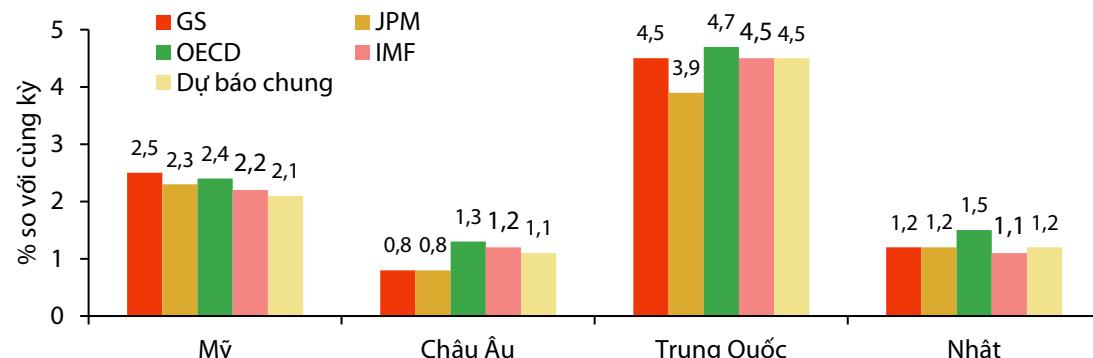
Tăng trưởng xuất khẩu Việt Nam theo sản phẩm và thị trường

| Theo sản phẩm | Tỷ trọng | 2023 | 2024 |
|-------------------|----------|--------|-------|
| Máy vi tính | 17,6% | 3,2% | 26,3% |
| Điện thoại | 13,6% | -9,7% | 3,2% |
| Máy móc, thiết bị | 12,9% | -5,7% | 21,6% |
| Dệt may | 9,1% | -11,4% | 10,6% |
| Giày dép | 5,6% | -15,3% | 12,9% |
| Gỗ | 4,0% | -15,9% | 21,2% |
| Sắt thép | 3,4% | -2,5% | 12,5% |
| Thuỷ sản | 2,5% | -17,9% | 11,5% |
| Máy ảnh | 2,0% | 19,5% | 9,7% |
| Rau quả | 1,8% | 66,7% | 27,4% |
| Túi xách | 1,0% | -7,8% | 12,1% |
| Khác | 26,5% | -1,0% | 11,4% |

| Theo thị trường | Tỷ trọng | 2023 | 2024 |
|-----------------|----------|--------|-------|
| Hoa Kỳ | 29,5% | -11,3% | 24,0% |
| Trung Quốc | 14,9% | 5,8% | -1,1% |
| EU | 12,6% | -6,6% | 17,1% |
| ASEAN | 9,2% | -4,6% | 13,9% |
| Hàn Quốc | 6,3% | -3,4% | 8,6% |
| Nhật Bản | 6,1% | -3,7% | 5,3% |
| Anh | 1,9% | 4,6% | 19,5% |
| Khác | 19,7% | -2,7% | 18,2% |

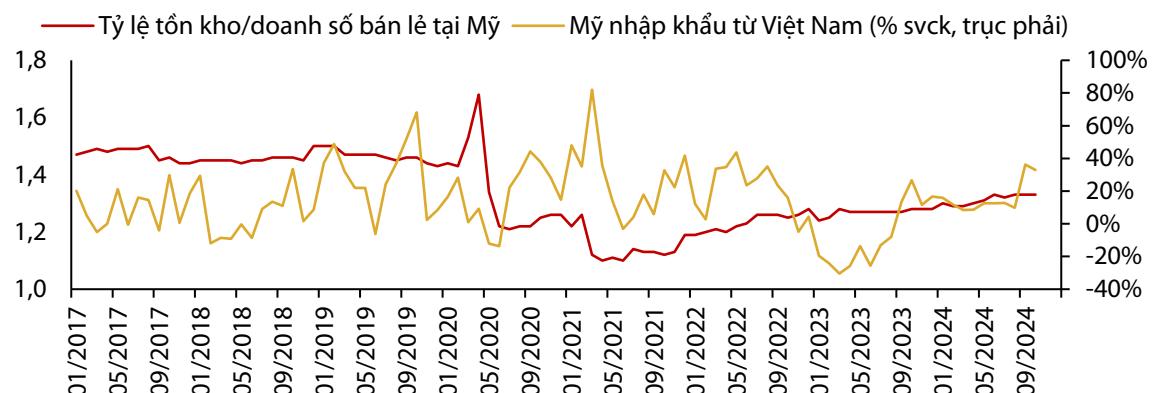
Thị trường Mỹ vẫn sẽ là thị trường đóng góp chính vào tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam năm 2025.

Tăng trưởng kinh tế Mỹ so với các nền kinh tế khác năm 2025



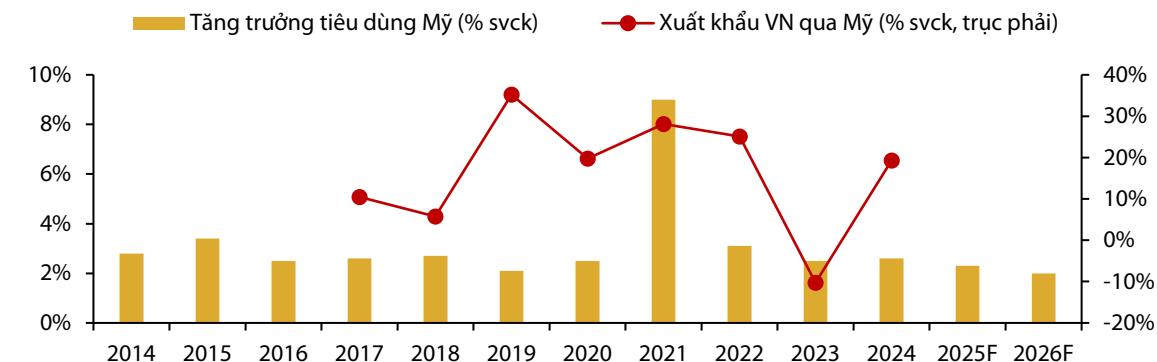
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tồn kho/doanh số Mỹ tăng nhưng vẫn thấp hơn thời kỳ Trump 1.0



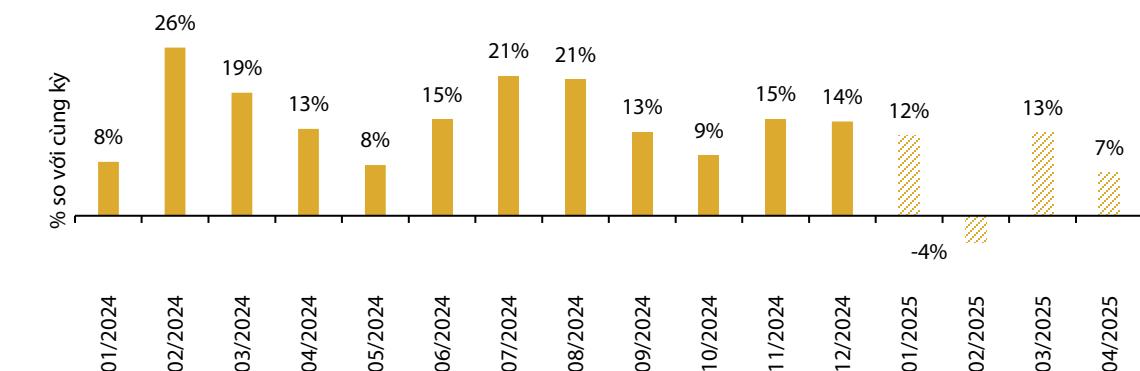
Nguồn: USTR, FRED, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng tiêu dùng Mỹ và xuất khẩu của VN sang Mỹ



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Lượng hàng nhập tại các cảng biển Mỹ tiếp tục tăng trong 4T2025



Nguồn: NRF, CTCK Rồng Việt

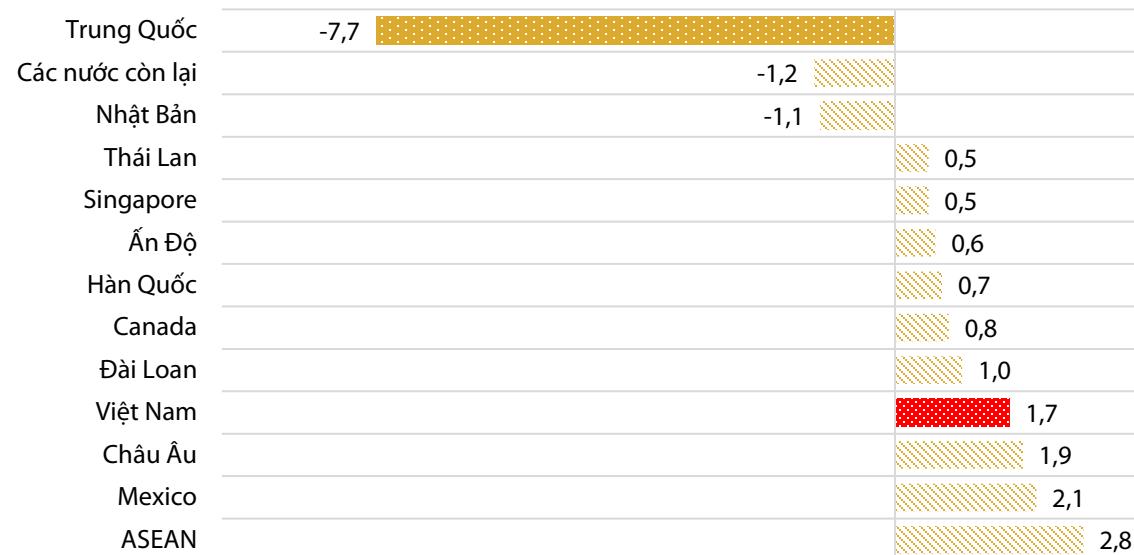
Tương tự như giai đoạn Trump 1.0, Việt Nam có thể được hưởng lợi nhờ sự dịch chuyển chuỗi cung ứng và hàng hoá khi Trung Quốc bị áp thuế quan, nhất là trong kịch bản Trump áp thuế 60% lên hàng hoá từ Trung Quốc.

Điểm khác biệt ở Trump 2.0 là mức thuế cao hơn/quy mô lớn hơn với hàng hoá Trung Quốc và cách tiếp cận về thuế quan của Trump đối với các quốc gia khác.

Kịch bản cơ sở là chính quyền Trump 2.0 sẽ áp dụng thuế quan/biện pháp phòng vệ thương mại có mục tiêu và liên kết các thuế quan này với các quy tắc xuất xứ chặt chẽ hơn với mục tiêu cuối cùng vẫn là hướng đến hàng hoá Trung Quốc dịch chuyển sang Việt Nam để né mức thuế cao hơn từ Mỹ. Xác suất Việt Nam bị áp thuế từ 10-20% (dù thấp) vẫn có thể xảy ra vào nửa cuối năm 2025 hoặc năm 2026, theo đó ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng xuất khẩu.

Việt Nam là một trong các nước tăng thị phần ở thị trường Mỹ nhiều nhất sau Trump 1.0

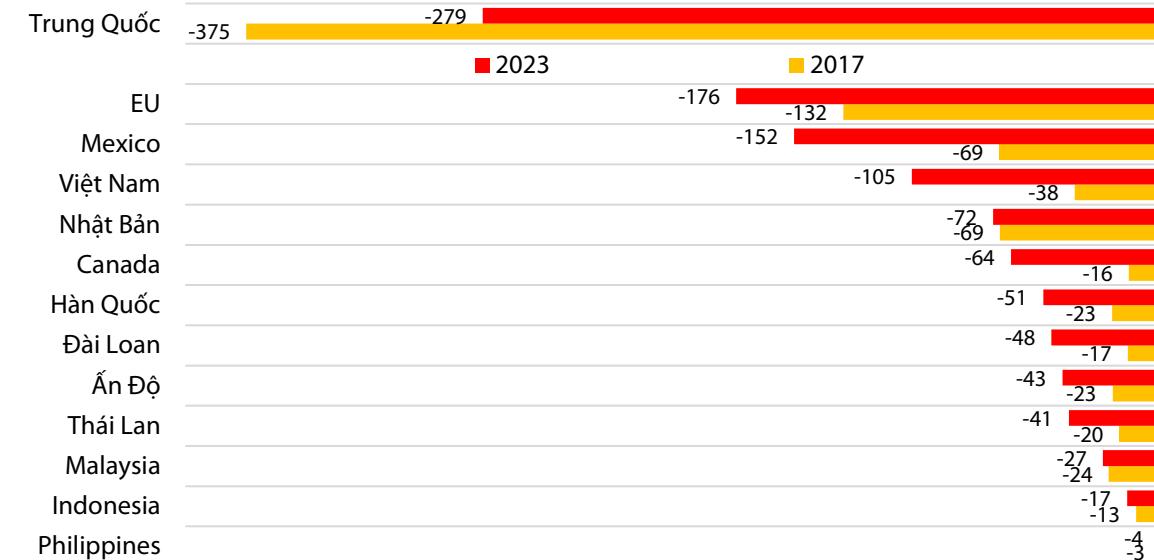
Thay đổi trong thị phần nhập khẩu vào Mỹ (2023 so với 2017, điểm %)



Nguồn: MUFG, CTCK Rồng Việt

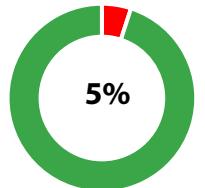
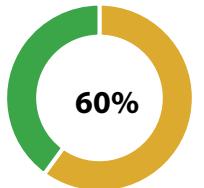
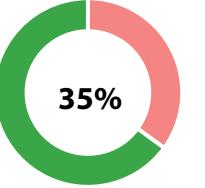
Thâm hụt thương mại giữa Việt Nam – Mỹ liên tục mở rộng từ Trump 1.0 đến nay

Thay đổi trong thâm hụt thương mại giữa Mỹ và các nước (2023 so với 2017)



Nguồn: USTR, CTCK Rồng Việt

Tác động của chính sách thuế quan của Trump đối với Việt Nam

| Kịch bản | Tiêu cực | Cơ sở | Tích cực |
|-------------------|---|---|--|
| Xác xuất |  5% |  60% |  35% |
| Thuế quan | <ul style="list-style-type: none"> - 60% đối với toàn bộ hàng TQ - 10-20% đối với toàn bộ hàng VN | <ul style="list-style-type: none"> - 25% đối với hàng TQ - Áp thuế/gia tăng biện pháp phòng vệ thương mại có mục tiêu đối với hàng VN | <ul style="list-style-type: none"> - 60% đối với hàng TQ - Không áp thuế đối với hàng VN |
| Thời điểm áp dụng | <ul style="list-style-type: none"> - Q2/25 đối với hàng TQ - 2H25 đối với hàng VN | <ul style="list-style-type: none"> - Q2/25 đối với hàng TQ - 1H26 đối với hàng VN | <ul style="list-style-type: none"> - Q2/25 đối với hàng TQ |
| Tác động | <p>Tăng trưởng GDP Xuất khẩu ↗ 6,3% 6 - 8%</p> | <p>Tăng trưởng GDP Xuất khẩu ↗ 6,8% 10 - 12%</p> | <p>Tăng trưởng GDP Xuất khẩu ↗ 7,0% 13 - 15%</p> |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

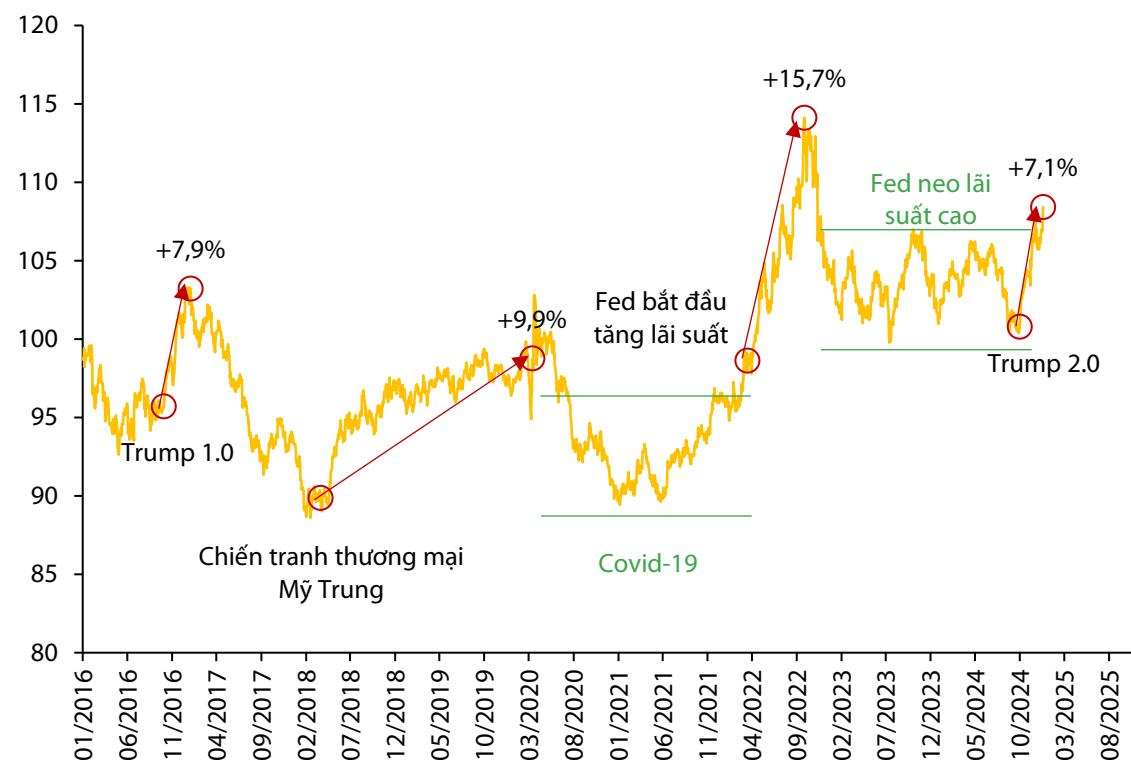
CHỦ ĐỀ 5: KHÓ KHĂN TRONG KIỂM SOÁT SỰ ỔN ĐỊNH CỦA TỶ GIÁ

Đợt tăng giá vào cuối năm 2024 của chỉ số DXY chưa phản ánh đầy đủ ảnh hưởng của chính sách thuế quan mà Trump dự định sẽ thực thi.

Các yếu tố tác động đến triển vọng đồng USD có xu hướng ủng hộ đà tăng giá của đồng tiền này trong năm 2025.

Rủi ro giảm giá của đồng USD đến từ 1) tăng trưởng kinh tế Mỹ không như kỳ vọng, 2) chính quyền Trump đưa ra mức áp thuế quan thấp hơn so với đe doạ, 3) giải pháp hòa bình cho các khu vực đang diễn ra xung đột.

Diễn biến chỉ số DXY (2016 – 19/12/2024)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng đồng USD trong năm 2025

| Tăng trưởng kinh tế | Chính sách của Trump | Chênh lệch lợi suất | Rủi ro địa chính trị |
|--|--|---|--|
| Tăng trưởng GDP của Mỹ được dự báo ổn định trong năm 2025, tích cực hơn các nước phát triển khác | Thuế quan sẽ tạo ra áp lực mất giá đối với đồng tiền của quốc gia bị ảnh hưởng | Fed tiến hành cắt giảm lãi suất thận trọng trong khi các NHTW khác cắt giảm lãi suất mạnh hơn để hỗ trợ tăng trưởng | Đồng USD là tài sản trú ẩn an toàn trong bối cảnh các cuộc xung đột khu vực leo thang và bất ổn chính trị gia tăng |
| +/- | +++ | ++ | +/- |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

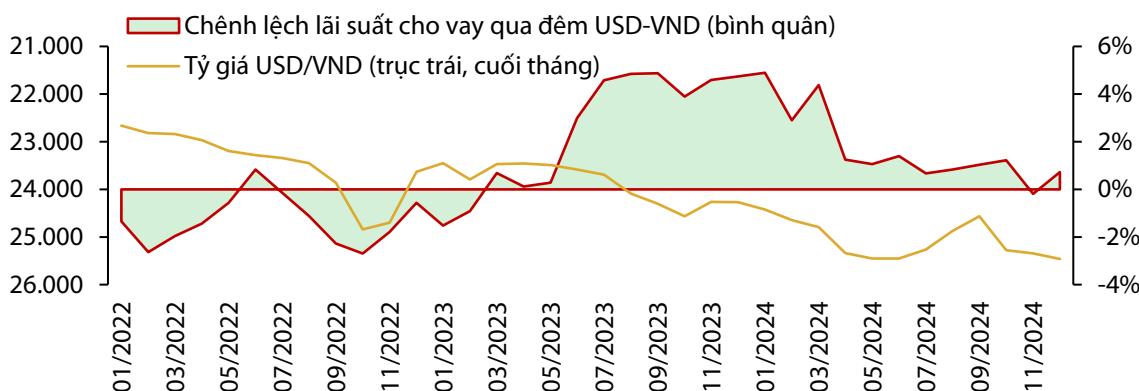
+/- : Tác động nhẹ; +/---: Tác động vừa phải, +++---: Tác động mạnh

CHỦ ĐỀ 5: KHÓ KHĂN TRONG KIỂM SOÁT SỰ ỔN ĐỊNH CỦA TỶ GIÁ

Việc kiểm soát sự ổn định tỷ giá trong năm 2025 của NHNN có cả thuận lợi và khó khăn.

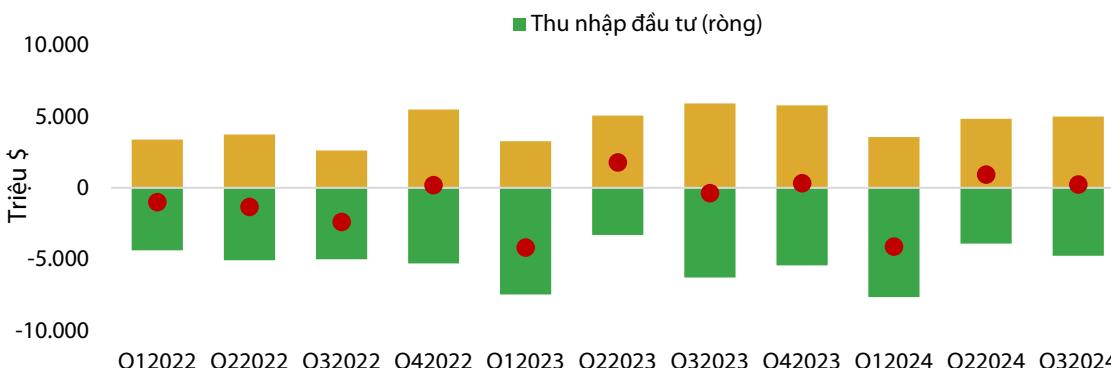
(+) Chênh lệch lãi suất USD – VND có thể thu hẹp | (-) FDI giải ngân chỉ vừa đủ để bù đắp lợi nhuận chuyển về nước; dự trữ ngoại hối giảm mạnh.

Chênh lệch lãi suất USD – VND thu hẹp nhưng vẫn dương



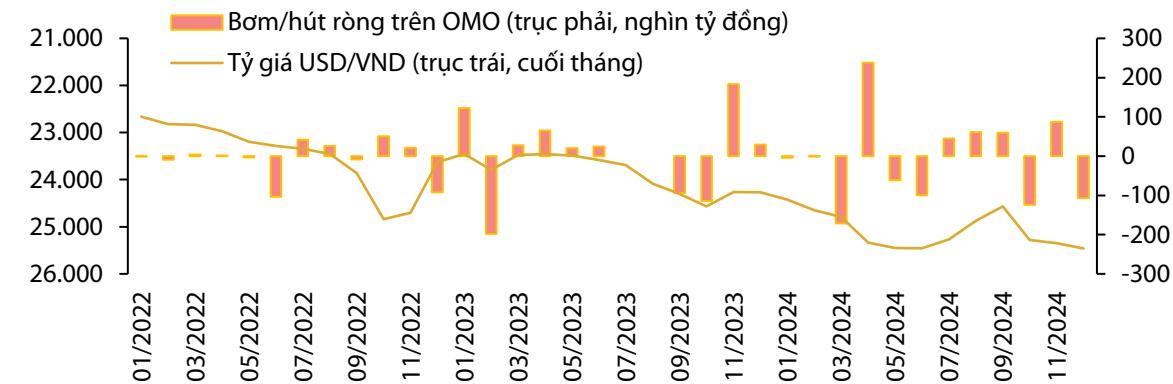
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Xu hướng đầu tư trực tiếp và chuyển lợi nhuận về nước



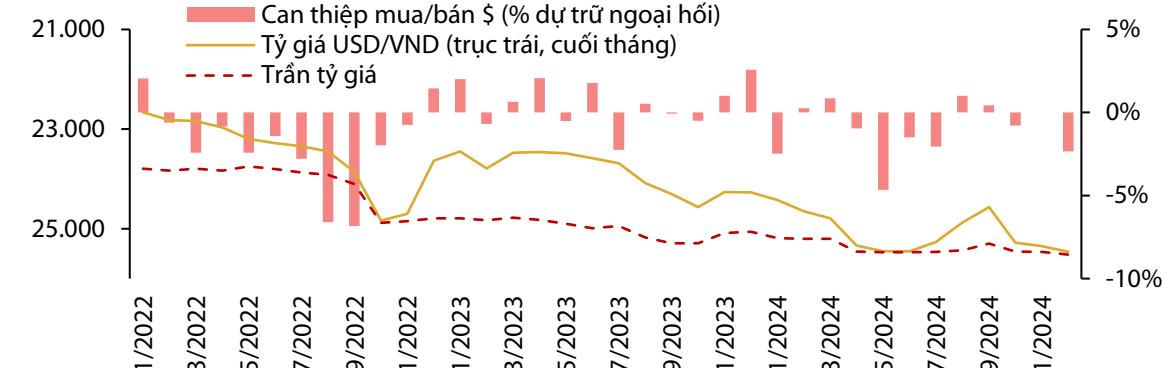
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Tần suất và quy mô điều tiết thanh khoản tăng lên với áp lực tỷ giá



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

NHNN thường can thiệp bán ngoại tệ mạnh khi tỷ giá chạm trần



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

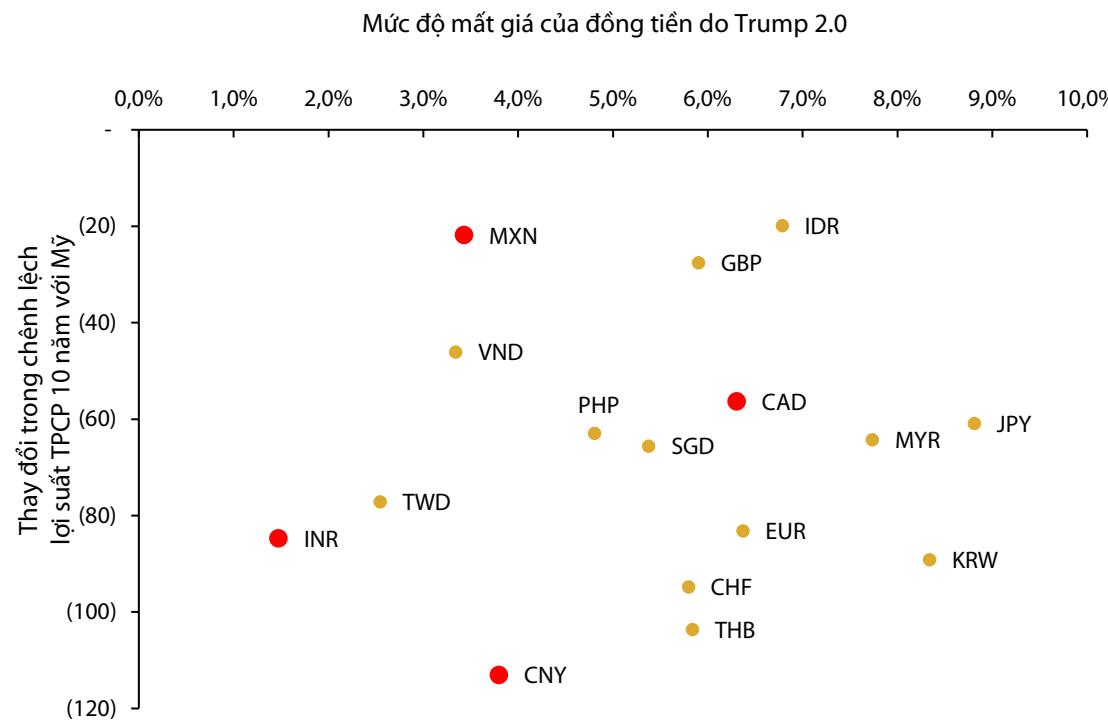
CHỦ ĐỀ 5: KHÓ KHĂN TRONG KIỂM SOÁT SỰ ỔN ĐỊNH CỦA TỶ GIÁ

Áp lực mất giá của các đồng tiền giai đoạn cuối năm 2024 chưa phản ánh tác động về thuế quan, đặc biệt là với các đồng tiền bị Trump đe doạ áp thuế từ khi thắng cử.

Trong thương chiến Mỹ - Trung (2018-2020), Việt Nam được coi là quốc gia hưởng lợi và thuộc nhóm mất giá ít so với đồng USD.

Năm 2025, **tiền đồng có thể biến động trong biên độ +/- 5% và kết thúc năm ở mức 26.200 đồng/USD. Xác suất Việt Nam bị Mỹ áp thuế quan 10-20% (dù thấp) sẽ khiến tiền đồng mất giá nhiều hơn.**

Mức độ tác động của Trump 2.0 lên các đồng tiền

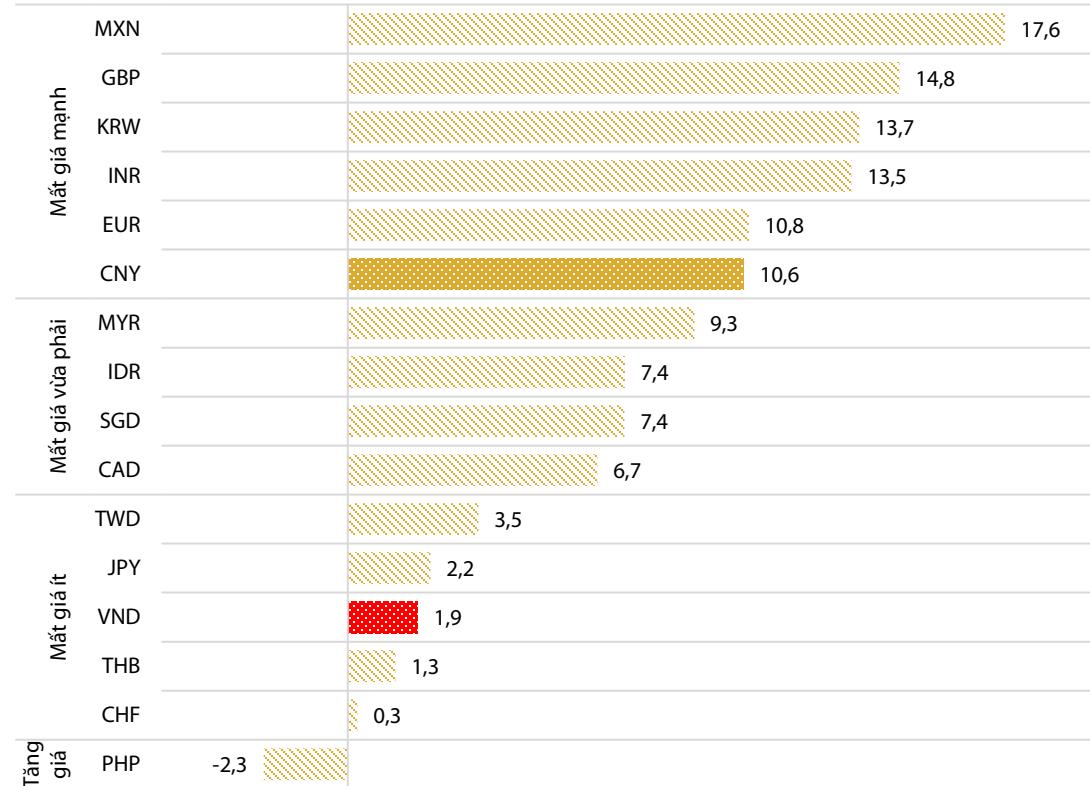


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(*) Tính từ ngày 01/10/2024 đến 19/12/2024

● Đồng tiền của quốc gia bị Trump đe doạ đánh thuế từ khi thắng cử

Diễn biến các đồng tiền trong thương chiến Mỹ - Trung

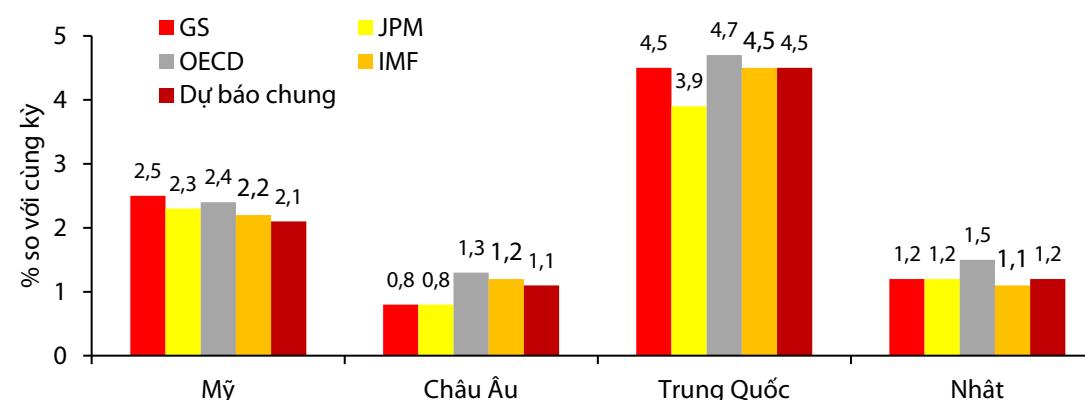


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

(*) Tính từ ngày 22/03/2018 đến ngày 16/03/2020

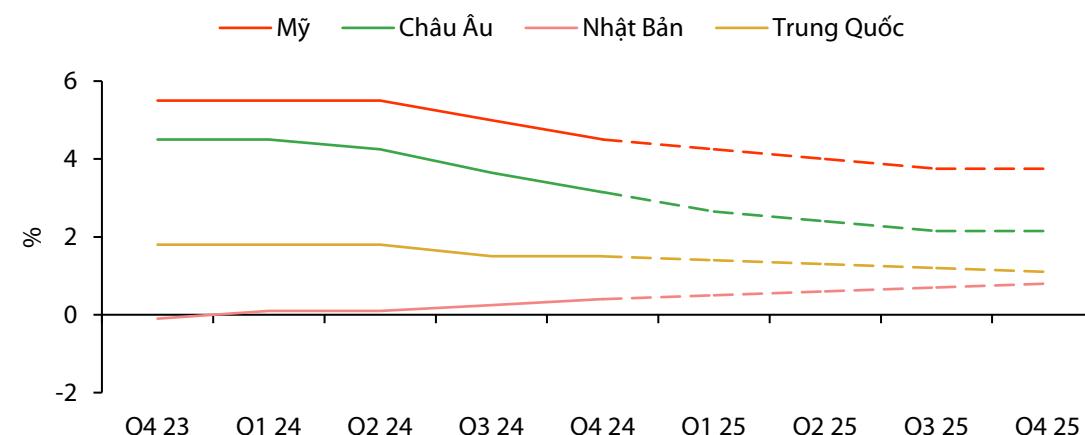
| Triển vọng | Quan điểm |
|---|--|
| 1. <u>Tăng trưởng</u> | <ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng kinh tế toàn cầu dự kiến sẽ ổn định trong năm 2025 với triển vọng các nền kinh tế lớn như sau: <ul style="list-style-type: none"> Kinh tế Mỹ được dự báo tăng trưởng 2,1% trong năm 2025, chủ yếu nhờ tiêu dùng nội địa tăng ở mức vừa phải và đầu tư tư nhân được hỗ trợ bởi các chính sách giảm thuế và giảm các quy định trong một số ngành tài chính và công nghiệp. Châu Âu phục hồi chậm do tiêu dùng nội địa cải thiện bù đắp một phần sự suy giảm trong hoạt động xuất khẩu, dự báo chung về tăng trưởng kinh tế khu vực EU năm 2025 là 1,1%, tăng nhẹ so với mức ước tính 0,8% trong năm 2024. Tăng trưởng kinh tế Trung Quốc bấp bênh do thị trường bất động sản chưa phục hồi và nhu cầu nội địa yếu, dự báo ở mức 4,5%, thấp hơn kết quả 4,8% đạt được trong năm 2024. Nhật Bản có thể tận dụng đồng Yên yếu để tăng trưởng xuất khẩu và du lịch, đồng thời, tiêu dùng sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng tiền lương. Tăng trưởng kinh tế Nhật năm 2025 được dự báo sẽ tăng 1,2%, đảo chiều từ mức -0,2% trong năm 2024. |
| 2. <u>Lạm phát</u> | <ul style="list-style-type: none"> Lạm phát toàn cầu tiếp tục hạ nhiệt trong năm 2025 <ul style="list-style-type: none"> Giá năng lượng duy trì ổn định ở mức thấp, phản ánh nhu cầu toàn cầu yếu. Tăng trưởng tiền lương chậm lại tại các nền kinh tế lớn hỗ trợ giảm áp lực lạm phát giá dịch vụ. |
| 3. <u>Chính sách tiền tệ</u> | <ul style="list-style-type: none"> Hầu hết các NHTW lớn sẽ tiếp tục chu kỳ cắt giảm lãi suất, trừ Nhật Bản: <ul style="list-style-type: none"> Fed cắt giảm lãi suất chậm hơn do lo ngại lạm phát tăng trở lại, lãi suất chính sách cuối năm 2025 có thể ở mức 3,75–4,0%. ECB giảm mạnh lãi suất để kích thích tăng trưởng kinh tế, lãi suất điều hành giảm xuống mức 2,15–2,35% vào cuối năm. PBoC tiếp tục nới lỏng chính sách, giảm lãi suất repo 7 ngày xuống 1,1% để thúc đẩy tiêu dùng và đối phó áp lực thuế quan. BOJ tiến tới bình thường hóa chính sách tiền tệ, tăng lãi suất điều hành lên 0,75% khi nền kinh tế đạt mục tiêu lạm phát bền vững. |
| 4. <u>Rủi ro thương mại và địa chính trị</u> | <ul style="list-style-type: none"> Rủi ro thuế quan và địa chính trị kéo dài và được tăng cường trong năm 2025 sẽ tạo ra nhiều bất ổn trong tăng trưởng kinh tế toàn cầu: <ul style="list-style-type: none"> Thuế quan toàn cầu năm 2025 có thể tăng mạnh với ba kịch bản. Sự phân cực kinh tế và leo thang xung đột (Ukraine, Trung Đông, Đài Loan) tiếp tục gây bất ổn chuỗi cung ứng toàn cầu. Các quốc gia phát triển như Đức, Nhật Bản và Hàn Quốc đổi mặt bất ổn nội tại từ khủng hoảng nhập cư và áp lực cải cách kinh tế. |

Dự báo tăng trưởng các nền kinh tế lớn năm 2025



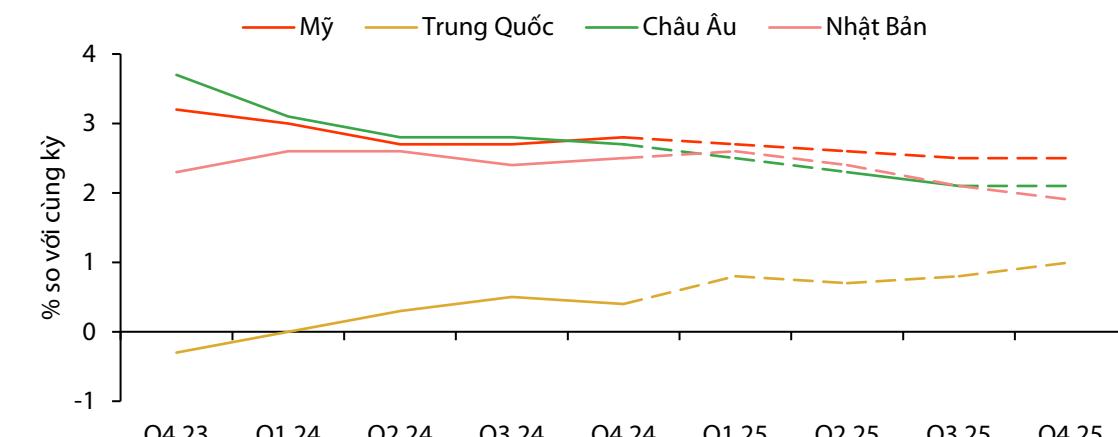
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Kỳ vọng lãi suất chính sách của các NHTW



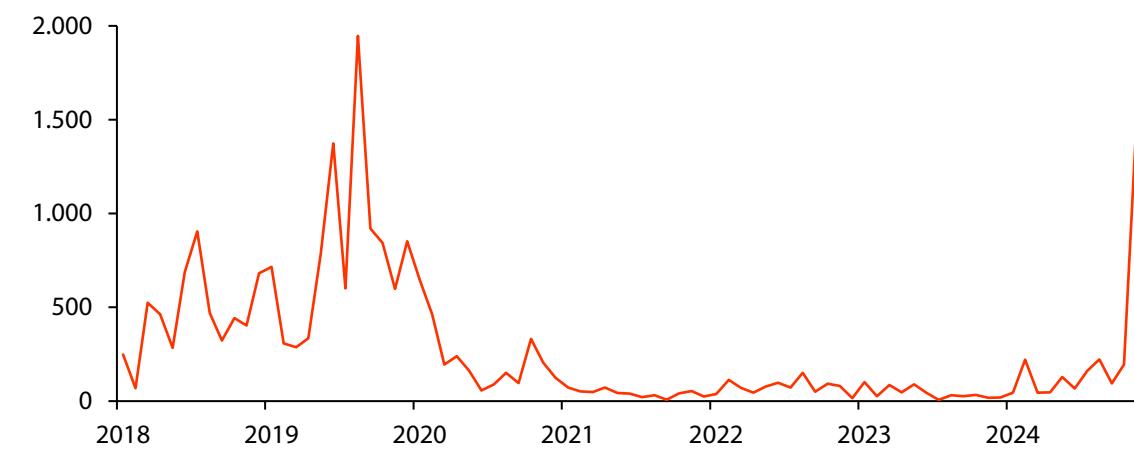
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Lạm phát lõi các nền kinh tế lớn thế giới giảm dần, trừ Nhật Bản



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

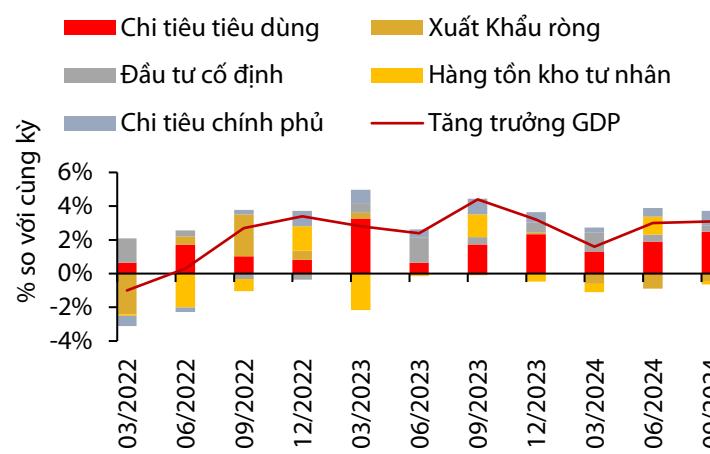
Chỉ số không chắc chắn về chính sách thương mại



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

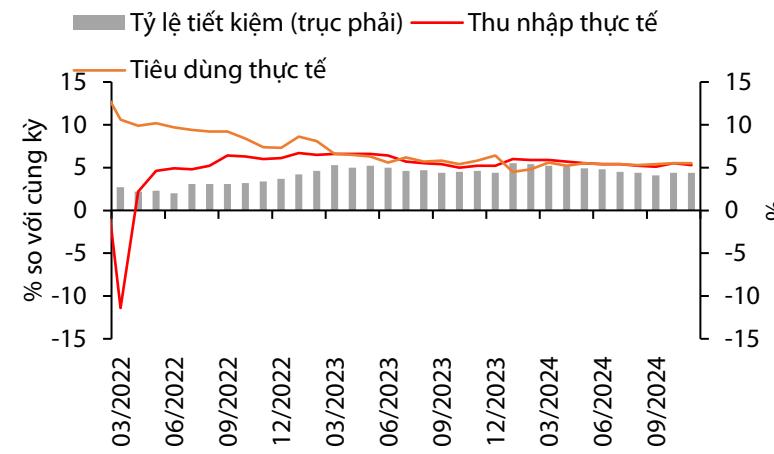
- Tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ duy trì nhưng chậm lại.** Tăng trưởng thu nhập cao hơn lạm phát (tăng 5,3% trong tháng 11/2024) đã giúp người tiêu dùng duy trì tăng trưởng chi tiêu 5,5%, đồng thời tỷ lệ tiết kiệm ổn định mức 4,4%. Trong năm 2025, chi tiêu tiêu dùng sẽ ở mức vừa phải với tốc độ như xu hướng là 2,3% (dự báo) do tốc độ tăng trưởng việc làm chậm lại, trong khi lạm phát vẫn ở mức cao. Kinh tế Mỹ được dự báo tăng trưởng 2,1% trong năm 2025, nhờ tiêu dùng nội địa tăng vừa phải và đầu tư tư nhân được hỗ trợ bởi chính sách giảm thuế và giảm quy định.
- Lạm phát Mỹ đổi mặt thách thức để đạt mục tiêu.** Dù lạm phát PCE lõi đã giảm từ 3,1% tháng 01/2024 xuống còn 2,8% tháng 11/2024, các rủi ro về chính sách tài khóa và thuế quan có thể khiến cho việc đạt được mục tiêu 2,0% trong năm 2025 trở nên khó khăn.
- Chính sách tài khóa tạo đà lạc quan.** Chính quyền Trump 2.0 sẽ tập trung vào kích thích kinh tế thông qua việc gia hạn Đạo luật Việc làm và Giảm thuế (TCJA) và giảm thuế thu nhập doanh nghiệp, qua đó khuyến khích hoạt động đầu tư và tiêu dùng. Các nỗ lực giảm quy định trong ngành năng lượng, ô tô, nhà ở, tài chính và dược phẩm cũng góp phần thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, cải thiện niềm tin kinh doanh và thị trường lao động.

Cơ cấu đóng góp tăng trưởng GDP tại Mỹ



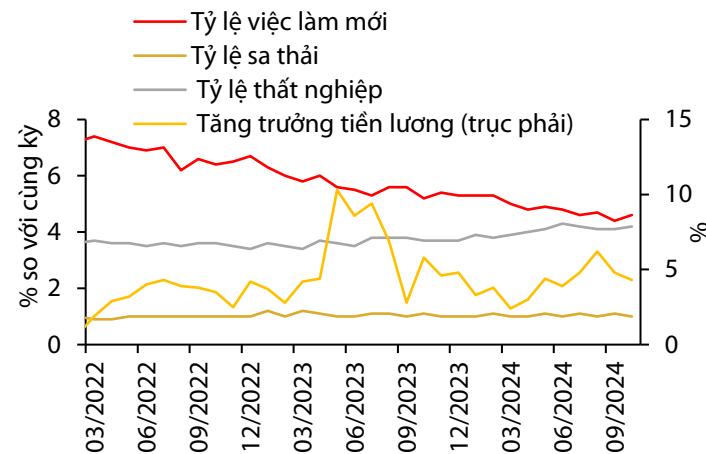
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Thu nhập, chi tiêu và tiết kiệm tại Mỹ



Nguồn: BEA, CTCK Rồng Việt

Xu hướng việc làm và lao động tại Mỹ



Nguồn: BEA, CTCK Rồng Việt

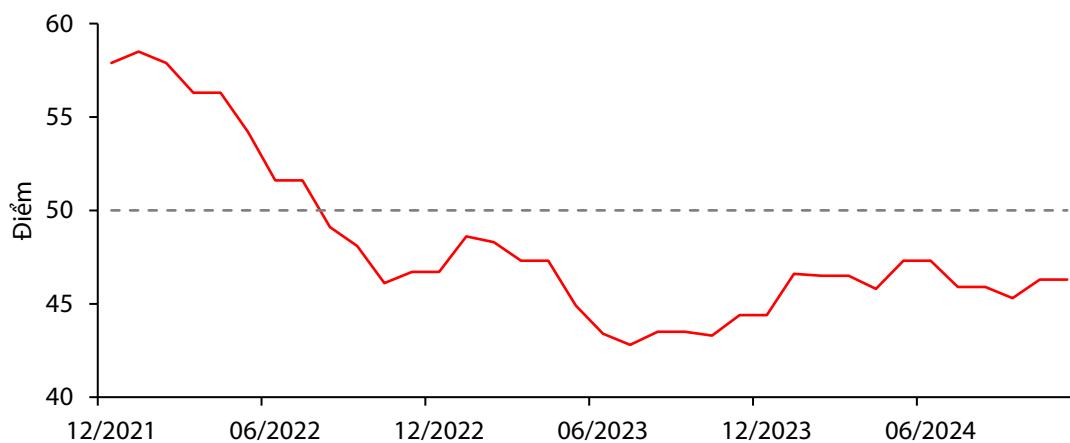
Các chính sách Trump đề xuất và tác động*

| | ĐỀ XUẤT | GDP | Lạm phát | Lãi suất Fed | Ngân sách |
|------------|---|-----|---------------|--------------|-----------------|
| Thuế | Mở rộng toàn bộ các điều khoản của Đạo luật Việc làm và Giảm thuế (TCJA) | | | | -- |
| | Giảm thuế doanh nghiệp từ 21% xuống 15% | | | | ▼ 25 tỷ USD/năm |
| | Mở rộng giới hạn khấu trừ thuế tiểu bang và địa phương (SALT) | | | | ▼ 30 tỷ USD/năm |
| | Xoá thuế thu nhập đánh vào lương làm thêm giờ | | | | ▼ 20 tỷ USD/năm |
| | Loại trừ tiền boa khỏi thu nhập chịu thuế | | | | ▼ 10 tỷ USD/năm |
| | Khôi phục các ưu đãi doanh nghiệp: 100% khấu hao tiền thưởng, chi phí nghiên cứu và phát triển và khấu trừ lãi suất | | | | ▼ 60 tỷ USD/năm |
| | Chấm dứt khoản trợ cấp trong Đạo luật Chăm sóc Sức khoẻ (ACA) | | | | ▲ 20 tỷ USD/năm |
| Năng lượng | Giảm quy định trong ngành năng lượng truyền thống: Phê duyệt dễ dàng hơn các dự án năng lượng, mở rộng xuất khẩu LNG, và đảo ngược các hạn chế về phát thải khí nhà kính. | ▲ | ▼ | ▼ | na |
| | Giảm các khoản trợ cấp năng lượng sạch trong Đạo luật Giảm lạm phát (IRA). | ▲ | ▼ | ▼ | ▲ 15 tỷ USD/năm |
| Nhập cư | Các biện pháp nhập cư nghiêm ngặt hơn nhiều, có thể khiến lượng nhập cư giảm còn 750 nghìn người/năm | ▼ | Không đáng kể | ▼ | na |
| | Trục xuất toàn bộ người nhập cư trái phép | | | | |
| Quốc phòng | Chính quyền Mỹ dừng tài trợ cho Ukraine | ▲ | ▼ | na | na |
| | Gây áp lực lên các thành viên NATO để tăng chi tiêu quốc phòng lên 2% GDP | na | na | na | na |

Nguồn: Goldman Sachs, CTCK Rồng Việt tổng hợp, * không bao gồm chính sách liên quan đến thuế quan (đề cập ở slide Vĩ mô | Thế giới: Các kịch bản thuế quan trong Trump 2.0)

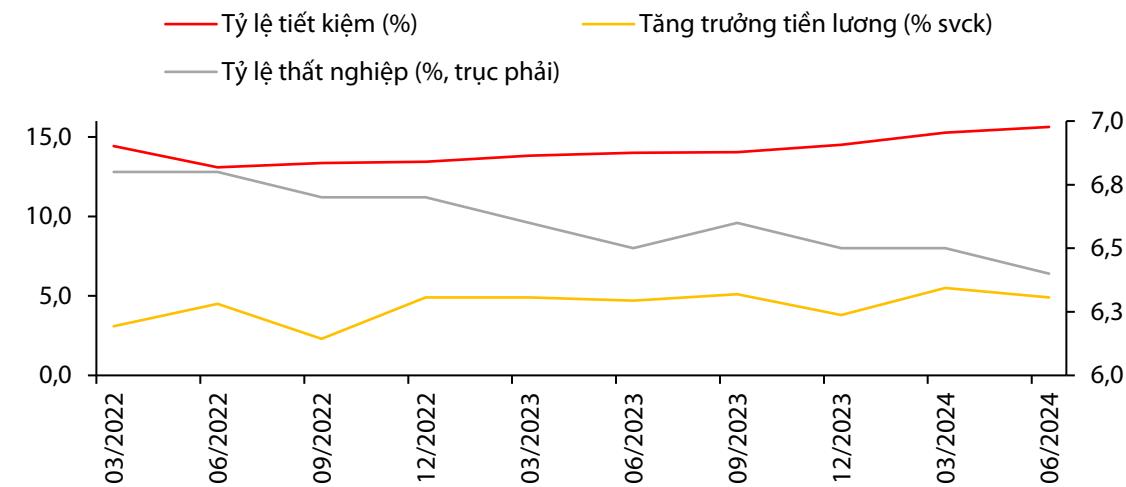
- Tăng trưởng kinh tế châu Âu phục hồi chậm chạp trong năm 2025**, chịu ảnh hưởng từ sự suy giảm trong lĩnh vực xuất khẩu. Nguyên nhân là do sự gia tăng sản xuất của Trung Quốc khiến giá xuất khẩu giảm và tạo áp lực cạnh tranh lớn đối với các nhà sản xuất châu Âu. Bên cạnh đó, các chính sách thuế quan mới của Mỹ trong năm 2025 có thể làm trầm trọng thêm áp lực này. Chỉ số PMI sản xuất của châu Âu liên tục ở vùng thu hẹp từ tháng 9/2022 vào ghi nhận ở mức 46,3 điểm vào tháng 11/2024.
- Tiêu dùng nội địa là động lực tăng trưởng chính**. Thị trường lao động mạnh mẽ với tỷ lệ thất nghiệp duy trì ở mức 6,3% vào tháng 10/2024, cùng mức tăng trưởng tiền lương ổn định 4,5% trong quý III/2024, là động lực hỗ trợ tiêu dùng nội địa. Lạm phát tại châu Âu giảm xuống 2,7% tháng 11/2024, tạo điều kiện để ECB chuyển trọng tâm từ kiểm soát lạm phát sang thúc đẩy sự phục hồi kinh tế. Lãi suất chính sách của ECB tiếp tục giảm cũng kích thích chi tiêu hộ gia đình, đặc biệt khi tỷ lệ tiết kiệm duy trì ở mức cao - một di sản kéo dài từ thời kỳ COVID-19.

PMI sản xuất của châu Âu



Nguồn: S&P Global, CTCK Rồng Việt

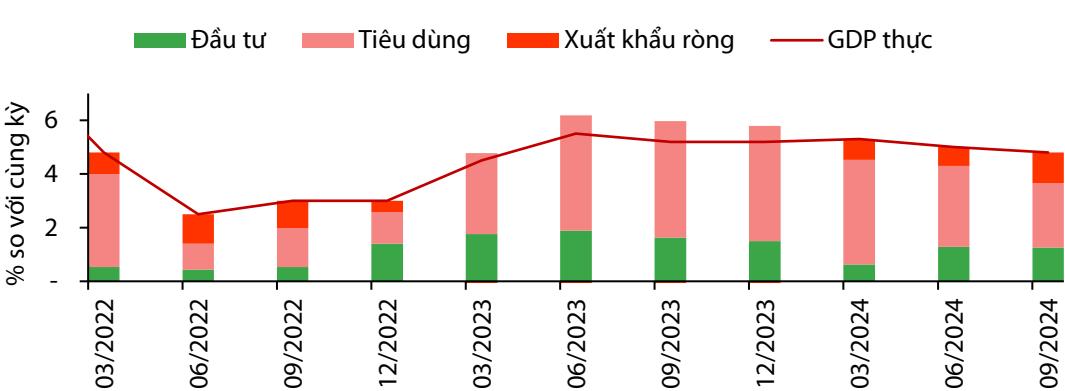
Tăng trưởng thu nhập, tỷ lệ tiết kiệm và thất nghiệp tại châu Âu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

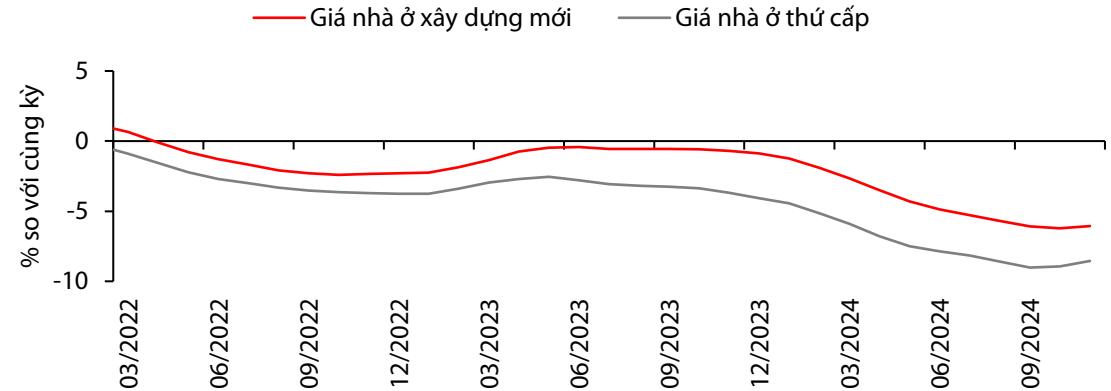
- Nền kinh tế Trung Quốc gặp nhiều khó khăn trong năm 2025.** Tăng trưởng kinh tế được dự báo sẽ tiếp tục chậm lại trong năm 2025, ước đạt 4,5% do ảnh hưởng bởi sự suy giảm kéo dài của thị trường bất động sản và nhu cầu nội địa yếu. Căng thẳng thương mại tiếp tục tác động tiêu cực đến xuất khẩu và đầu tư nước ngoài. Động lực tăng trưởng của Trung Quốc chuyển từ hoạt động xuất khẩu trong năm 2024 sang phụ thuộc vào hiệu quả của các chính sách hỗ trợ tài khoá và tiền tệ.
- Thị trường bất động sản chưa tìm được điểm cân bằng.** Giá nhà ở tại Trung Quốc tiếp tục xu hướng giảm từ năm 2022. Trong tháng 11/2024, giá nhà ở xây dựng mới và thứ cấp giảm lần lượt 6,1% và 8,5% so với cùng kỳ, phản ánh niềm tin người mua nhà suy giảm sau một thập kỷ bùng nổ xây dựng.
- Tiếp tục nới lỏng chính sách tài khoá và tiền tệ để hỗ trợ nhu cầu nội địa và giảm thiểu tác động tiêu cực của căng thẳng thương mại.** Trung Quốc đã triển khai một loạt các biện pháp kích thích trong các tháng cuối năm 2024 nhằm thúc đẩy nền kinh tế và khôi phục niềm tin. Hội nghị Công tác Kinh tế Trung ương tháng 12/2024 đã cam kết đẩy mạnh chính sách tài khóa năm 2025 thông qua phát hành trái phiếu đặc biệt (3.000 tỷ NDT, ~411 tỷ \$), đồng thời tăng thâm hụt ngân sách năm 2025 từ mức 3% GDP dự kiến ban đầu lên 4% GDP.

Cơ cấu đóng góp tăng trưởng GDP Trung Quốc



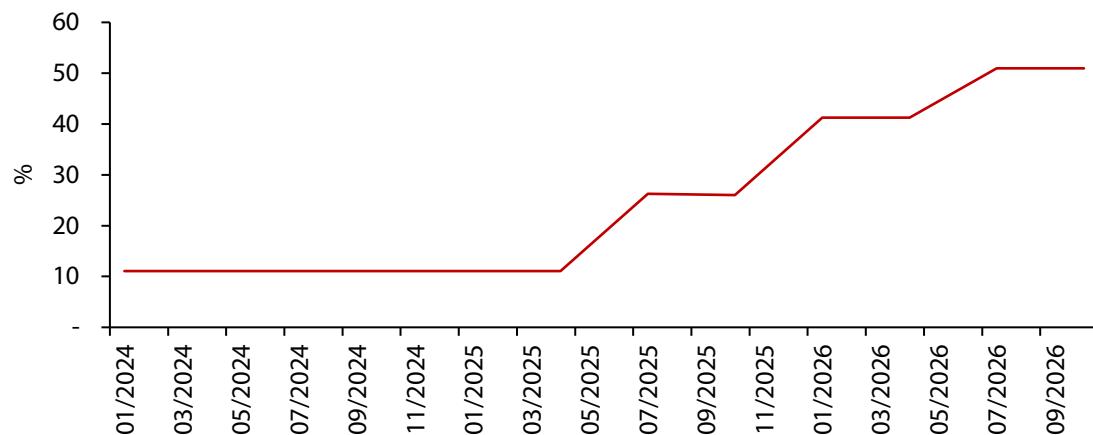
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Giá nhà ở chưa có dấu hiệu phục hồi ở Trung Quốc



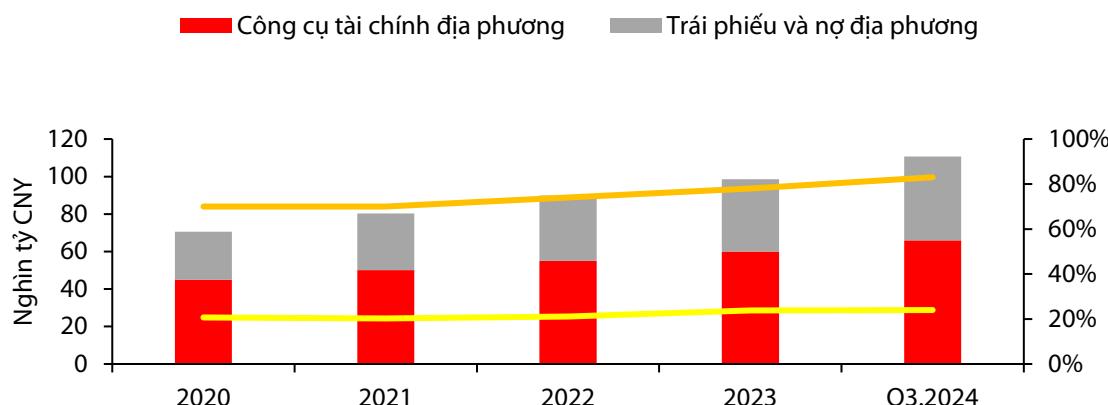
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Lộ trình thuế quan dự kiến Mỹ áp lên hàng hóa Trung Quốc



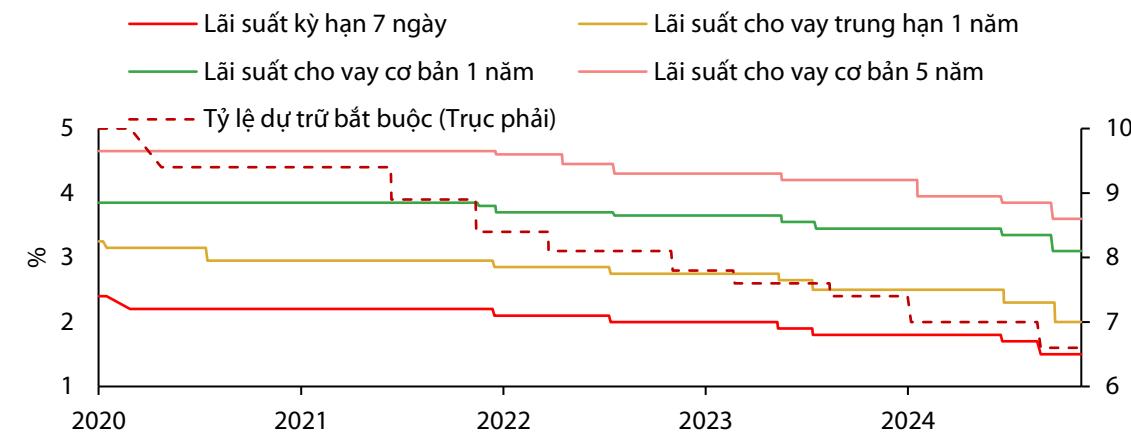
Nguồn: CMBIGM, CTCK Rồng Việt

Nợ chính quyền địa phương của Trung Quốc



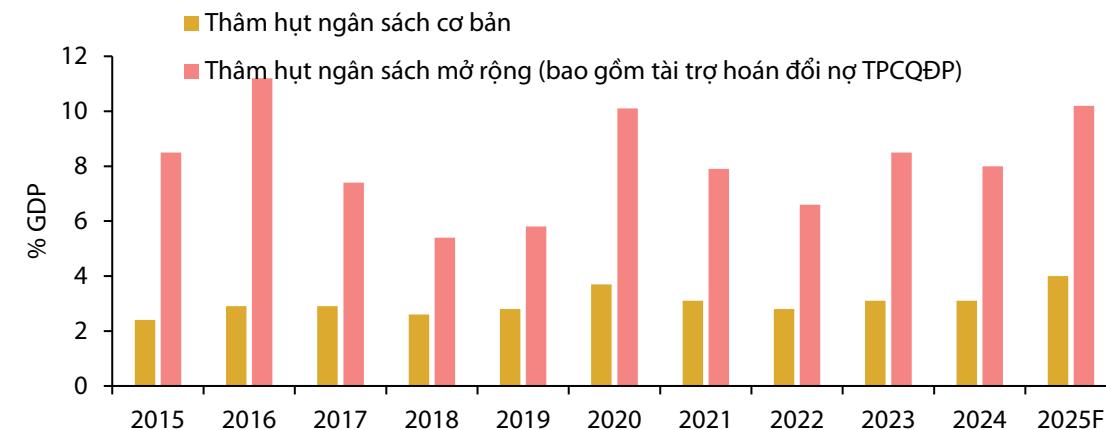
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Các lãi suất chính sách và tỷ lệ dự trữ bắt buộc của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

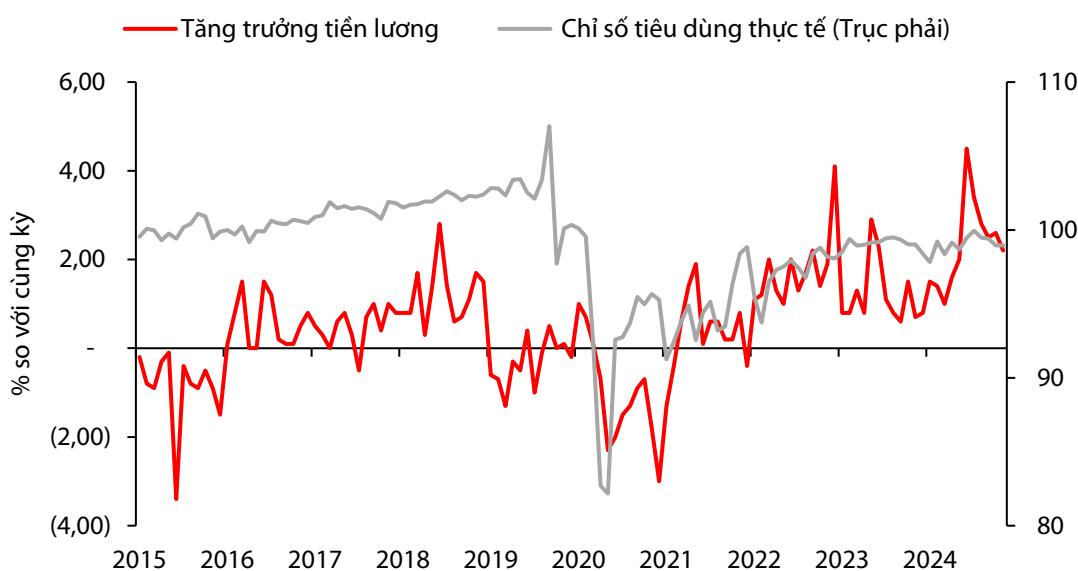
Thâm hụt ngân sách của Trung Quốc 2015-2024 và dự báo 2025



Nguồn: CGBIGM, CTCK Rồng Việt

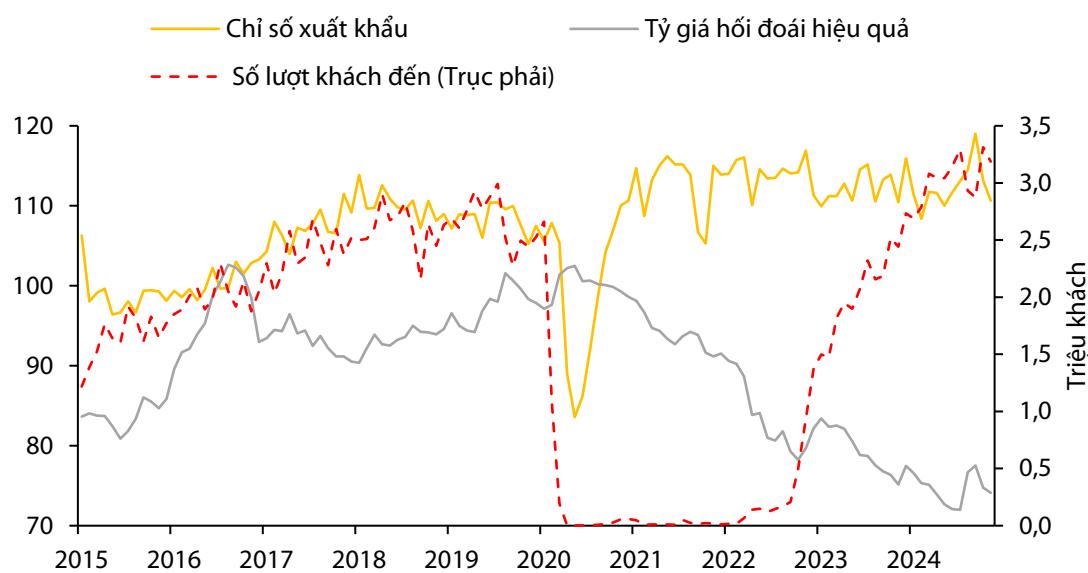
- Nền kinh tế Nhật Bản chuyển mình sau thời kỳ đình lạm kéo dài.** Nhờ triển vọng thu nhập thực tế tích cực với mức tăng lương cơ bản đạt 2,5% (tháng 9/2024), kết hợp với các chương trình cắt giảm thuế của Chính phủ, sức mua của người tiêu dùng có thể cải thiện đáng kể trong năm 2025. Chỉ số tiêu dùng thực tế trong tháng 10/2024 đạt 98,95 điểm, phản ánh xu hướng phục hồi tích cực trong chi tiêu hộ gia đình.
- Xuất khẩu và du lịch có thể tăng trưởng mạnh trong năm 2025.** Đồng Yên suy yếu kể từ năm 2022 tiếp tục hỗ trợ Nhật Bản trong việc kích thích xuất khẩu và ngành du lịch. Chỉ số xuất khẩu tăng lên 119 điểm trong năm 2024, cùng với 3,3 triệu lượt khách du lịch quốc tế ghé thăm Nhật Bản vào tháng 10/2024. Sự phục hồi trong hai lĩnh vực này được kỳ vọng sẽ là động lực chính của tăng trưởng kinh tế Nhật Bản trong năm 2025.

Tăng trưởng tiền lương góp phần tăng tiêu dùng của Nhật



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Đồng Yên mất giá góp phần tăng trưởng du lịch và xuất khẩu



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

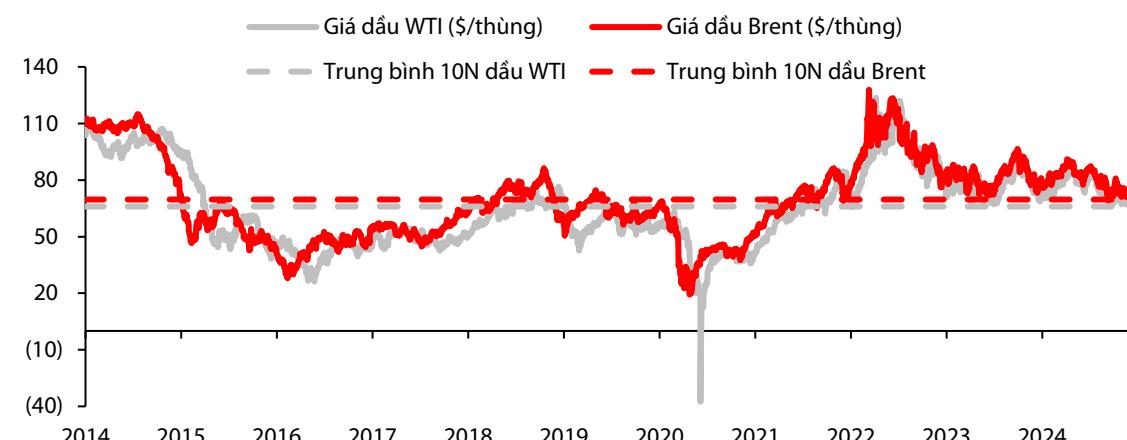
Lạm phát tiếp tục giảm là cơ sở chính để Fed và ECB giảm lãi suất, tuy nhiên tốc độ sẽ khác nhau tuỳ thuộc vào triển vọng tăng trưởng:

- Fed thận trọng trong việc cắt giảm lãi suất.** Fed dự kiến tiếp tục giảm lãi suất điều hành, nhưng tốc độ chậm hơn so với các khu vực khác do lo ngại lạm phát có thể quay trở lại dưới tác động của chính sách tài khóa của chính quyền Trump. Lãi suất cuối kỳ của Fed vào cuối năm 2025 được dự báo ở mức 3,75 – 4,0%, giảm 50 điểm cơ bản so với hiện tại.
- ECB đẩy mạnh cắt giảm lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng.** ECB được kỳ vọng thực hiện các đợt cắt giảm lãi suất mạnh hơn Fed, với lãi suất chính sách cuối năm 2025 dự báo ở mức 2,15 – 2,35%, giảm 75 điểm cơ bản so với hiện tại.

PBoC tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ. Trung Quốc sẽ dựa vào các chính sách tài khóa và tiền tệ để ứng phó với áp lực thuế quan và giảm nhu cầu xuất khẩu. Lãi suất repo kỳ hạn 7 ngày được dự báo giảm xuống 1,1% vào cuối năm 2025, giảm 40 điểm cơ bản so với hiện tại, nhằm thúc đẩy tiêu dùng nội địa.

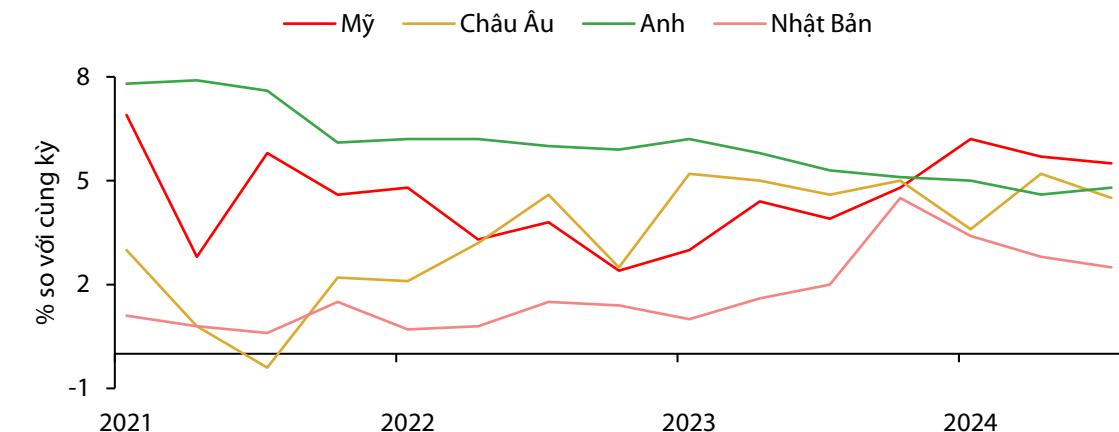
BOJ tiếp tục bình thường hóa chính sách tiền tệ. Nền kinh tế Nhật Bản năm 2025 được kỳ vọng sẽ đạt mục tiêu lạm phát bền vững, nhờ tăng trưởng tiền lương và cải thiện tiêu dùng, đầu tư. BOJ dự kiến tăng lãi suất điều hành thêm 50 điểm cơ bản, đạt mức 0,75% vào cuối năm 2025, đánh dấu sự chuyển dịch rõ ràng khỏi thời kỳ giảm phát kéo dài.

Giá dầu dự kiến ổn định trong năm 2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng tiền lương chậm lại giúp lạm phát giảm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng đánh giá quyền lực về thuế quan của Trump tiếp quản chính quyền

| | Hỗ trợ bởi luật pháp hiện hành | Giới hạn mức thuế suất | Áp dụng cho toàn bộ hàng hoá | Áp dụng cho tất cả quốc gia | Áp dụng ngay lập tức | Cơ chế kiểm soát và cân bằng quyền lực |
|-------------|---|------------------------|------------------------------|-----------------------------|----------------------|---|
| IEEPA | Tình trạng khẩn cấp quốc gia | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | Có thể áp dụng được dễ dàng sau khi Tổng thống đã tham vấn Quốc Hội |
| Section 232 | Sản phẩm nhập khẩu được coi là đe doạ an ninh quốc gia | ✓ | ✗ | ✗ | ✗ | ✓ |
| Section 301 | Hành vi thương mại "không công bằng" | ✓ | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ |
| Section 338 | Hành vi Phân biệt đối xử của các quốc gia khác với công ty Mỹ | 50% | ✓ | ✗ | ✗ | ✓ |
| Section 122 | Thâm hụt thương mại | 15% | ✓ | ✓ | ✓ | ✗ |

Nguồn: Global Trade Alert, CTCK Rồng Việt

IEEPA: International Emergency Economic Powers Act (Đạo luật về quyền hạn kinh tế khẩn cấp quốc tế), một đạo luật cho phép Tổng thống Mỹ áp đặt các biện pháp trừng phạt kinh tế đối với các quốc gia khác trong trường hợp khẩn cấp quốc gia.

Section 232, 301, 338, 122: Đây là các điều khoản cụ thể trong các đạo luật thương mại của Mỹ, mỗi điều khoản cho phép áp dụng các biện pháp hạn chế thương mại khác nhau dựa trên các lý do khác nhau.

| KỊCH BẢN 1 (25%) THUẾ QUAN PHỔ QUÁT | KỊCH BẢN 2 (60%) THUẾ QUAN CHỌN LỌC | KỊCH BẢN 3 (15%) THỎA THUẬN THƯƠNG MẠI |
|---|--|--|
| <p>Mức thuế quan trung bình đối với tất cả hàng hóa Trung Quốc sẽ tăng lên 60% vào cuối năm 2026 (từ khoảng 10% hiện tại).</p> <p>Thuế quan (từ 10-20%) đối với tất cả hàng hóa từ nhiều quốc gia khác.</p> <p>Dự kiến sẽ có các biện pháp trả đũa từ đối tác thương mại.</p> | <p>Các mức thuế quan phổ quát gấp phải trở ngại về phê chuẩn của Quốc hội và pháp lý, đẩy chính quyền lựa chọn theo hướng thuế song phương và chọn lọc.</p> <p>Mức thuế trung bình đối với tất cả hàng hóa Trung Quốc sẽ tăng gấp ba lần theo giai đoạn lên khoảng 50% vào cuối năm 2026 (từ khoảng 10% hiện tại).</p> <p>Thuế song phương được áp dụng đối với hàng nhập khẩu chính từ các quốc gia khác trong các danh mục mà hàng hóa thay thế của Mỹ có sẵn (tăng thuế quan đối với ô tô nhập khẩu từ EU lên 22,5%, áp thuế 97,5% thuế xe điện có nguồn gốc Trung Quốc của Mexico và 3,4% các mặt hàng nhập vào Mỹ).</p> <p>Dự kiến sẽ có các biện pháp trả đũa từ đối tác thương mại.</p> | <p>Mỹ đạt được một thỏa thuận thương mại mới với Trung Quốc và châu Âu, tạo điều kiện cải thiện quan hệ kinh tế và địa chính trị.</p> <p>Thỏa thuận mới này có thể bao gồm thuế quan khiêm tốn đối với một số sản phẩm nhưng sẽ chủ yếu bao gồm các thỏa thuận về hạn ngạch mua hàng nhằm giảm thâm hụt thương mại của Mỹ.</p> <p>Việc thực thi sẽ nghiêm ngặt hơn so với thỏa thuận ban đầu, với các quy định giám sát chặt chẽ hơn và yêu cầu Quy tắc Xuất xứ.</p> |

Nguồn: Goldman Sachs, UBS, CTCK Rồng Việt

VĨ MÔ THẾ GIỚI: TÁC ĐỘNG CỦA CHIẾN TRANH THƯƠNG MẠI

Tác động của các chính sách ngoại thương của Trump lên tăng trưởng và lạm phát của Mỹ và Trung Quốc - PIIE

| BIỆN PHÁP | Thay đổi so với kịch bản cơ sở (điểm %) | Không có sự trả đũa | | | | Có sự trả đũa | | | |
|---|---|---------------------|----------|------------|----------|---------------|----------|------------|----------|
| | | US | | Trung Quốc | | US | | Trung Quốc | |
| | | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát |
| 1. Chấm dứt quan hệ thương mại bình thường với Trung Quốc | 2025 | 0,01 | 0,24 | -0,50 | -0,06 | -0,01 | 0,39 | -0,52 | 0,47 |
| | 2026 | -0,11 | 0,11 | -0,55 | 0,16 | -0,19 | 0,17 | -0,70 | 0,33 |
| | 2027 | -0,13 | 0,06 | -0,55 | 0,09 | -0,22 | 0,06 | -0,73 | 0,16 |
| 2. Áp thuế 60% đối với toàn bộ hàng hóa Trung Quốc | 2025 | 0,03 | 0,39 | -0,89 | -0,20 | -0,07 | 0,71 | -0,81 | 0,99 |
| | 2026 | -0,15 | 0,17 | -0,94 | 0,25 | -0,39 | 0,30 | -1,16 | 0,60 |
| | 2027 | -0,19 | 0,09 | -0,94 | 0,16 | -0,43 | 0,10 | -1,22 | 0,27 |
| 3. Áp thuế 10-20% đối với toàn bộ hàng hóa nhập khẩu từ các nước khác | 2025 | -0,13 | 0,64 | -0,25 | -0,45 | -0,35 | 1,34 | -0,02 | -0,45 |
| | 2026 | -0,36 | 0,23 | -0,15 | -0,11 | -0,88 | 0,53 | -0,13 | -0,11 |
| | 2027 | -0,35 | 0,03 | -0,11 | -0,04 | -0,88 | 0,07 | -0,12 | -0,04 |

Nguồn: PIIE, CTCK Rồng Việt

Tác động tổng thể chính sách ngoại thương của Trump lên tăng trưởng và lạm phát của Mỹ, Trung Quốc và toàn cầu – Oxford Economics

| Thay đổi so với kịch bản cơ sở (điểm %) | Kịch bản cơ sở: Thuế quan chọn lọc (30% thuế quan đối với TQ, 5% thuế quan với các nước khác) | | | | | | Kịch bản xấu: Thuế quan phổ quát (60% thuế quan đối với TQ, 10% thuế quan với các nước khác) | | | | | |
|---|---|----------|------------|----------|----------|----------|--|----------|------------|----------|----------|----------|
| | US | | Trung Quốc | | Thế giới | | US | | Trung Quốc | | Thế giới | |
| | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát | GDP | Lạm phát |
| 2025 | -0,50 | 0,60 | -0,10 | 0,10 | -0,20 | 0,10 | -1,40 | 1,20 | -0,50 | 0,30 | -0,60 | 0,20 |
| 2026 | -0,30 | 0,00 | -0,30 | -0,10 | -0,20 | -0,10 | -1,30 | -0,10 | -1,10 | -0,30 | -0,90 | -0,40 |
| 2027 | -0,20 | 0,00 | -0,30 | 0,10 | -0,20 | 0,10 | -1,00 | 0,30 | -1,40 | 0,30 | -1,00 | 0,20 |

Nguồn: Oxford Economics, CTCK Rồng Việt

| RỦI RO | KHẢ NĂNG XÂY RA | MÔ TẢ | TÁC ĐỘNG |
|--------------------------|-----------------|---|--|
| Sự phân cực kinh tế | Cao | Thế kỷ XXI tập trung vào sự thống trị quyền lực, với ưu thế công nghệ là yếu tố cốt lõi định hình trật tự kinh tế và chính trị toàn cầu. | USDCNY ↑ DXY ↑ Tài nguyên (kim loại, đất hiếm) ↑ |
| Leo thang xung đột | Cao | Xung đột Ukraine kéo dài với nguy cơ leo thang, khi Mỹ tăng cường hỗ trợ vũ khí tầm xa nhằm củng cố vị thế của Ukraine trước đàm phán và điều chỉnh chính sách của Trump sau năm 2025 để kết thúc cuộc chiến như cam kết bầu cử trước đó. Xung đột khu vực leo thang, gây áp lực lên cơ sở hạ tầng năng lượng và làm trầm trọng thêm bất ổn. Chính quyền Trump nhiệm kỳ hai dự kiến sẽ tăng cường ủng hộ Israel và duy trì chính sách cứng rắn với Iran (BlackRock). | Vàng ↑ Dầu mỏ và khí đốt ↑ |
| Bất ổn chính trị nội tại | Vừa | Trung Quốc coi thống nhất Đài Loan là mục tiêu cốt lõi, trong khi Mỹ xem việc bảo vệ Đài Loan là trọng tâm trong chiến lược kiềm chế, làm gia tăng rủi ro cho chuỗi cung ứng toàn cầu và ổn định thị trường quốc tế. Các quốc gia phát triển như Đức, Hàn Quốc, và Nhật Bản đang đối mặt với bất ổn chính trị: Đức chịu áp lực từ khủng hoảng nhập cư và sự trỗi dậy của cực hữu, Hàn Quốc là mâu thuẫn giữa các đảng đối lập, còn Nhật Bản là việc thúc đẩy các chính sách cải cách kinh tế và dân số già. Căng thẳng chính trường trong nước có thể tạo ra các bất ổn triển vọng kinh tế, cải cách xã hội trong ngắn hạn. Mặc dù áp lực từ phe đối lập tăng cao, các đảng cầm quyền tại Nhật Bản, Hàn Quốc, và Đức nhiều khả năng sẽ vẫn giữ được quyền lực. | Lợi suất TPCP Mỹ ↓ Vàng ↑ Lợi suất TPCP Mỹ ↓ |

- Chúng tôi dự báo VN-Index có thể kết thúc năm 2025 ở mức 1.486 điểm trong kịch bản cơ sở, tương ứng với mức tăng giá 18,2% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2024. Kết hợp với lợi suất cổ tức trung bình 12 tháng trong 3 năm gần nhất ở mức 1,7%, tổng lợi nhuận kỳ vọng có thể đạt 19,9%.
- Giá định vòng quay vốn (giá trị giao dịch khớp lệnh trung bình phiên/vốn hóa cổ phiếu trôi nổi) biến động trung bình đạt 0,5%-0,75%/phiên, kết hợp với tỷ lệ freefloat toàn thị trường đạt 50%. Thanh khoản khớp lệnh trong năm biến động từ 14.000 tỷ đồng -22.9000 tỷ đồng/phiên với trung vị 18.200 tỷ đồng/phiên, tăng 10,4% YoY.
- Cho năm 2025, các giả định cơ bản trong dự báo triển vọng lợi nhuận của chúng tôi bao gồm: Nền kinh tế duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 6,8%, lạm phát ổn định ở mức 4% và tín dụng tăng trưởng 15%. Theo đó, EPS của VN-Index dự báo tăng 17,9% YoY vào năm 2024 và tiếp tục tăng trưởng 12,2% trong năm 2025. Tại thời điểm cuối năm 2025, VN-Index ghi nhận EPS 12 tháng tại quý 3/2025 vào khoảng 108 VNĐ.
- VN-Index có cơ hội tái định giá về mức P/E mục tiêu 13,8 lần, tương đương với mức tái định giá tăng +4%. Điều này diễn ra trong bối cảnh các ngân hàng trung ương tiếp tục bình thường hóa lãi suất chính sách về mức trung lập trong dài hạn với kịch bản cơ sở FED sẽ cắt giảm 50 điểm cơ bản trong năm 2025, trong khi mặt bằng lãi suất trong nước có thể tăng từ 50 đến 100 điểm cơ bản. Kết hợp với triển vọng lợi nhuận và so sánh tương quan mặt bằng lãi suất với lợi suất thị trường, cơ hội cho dòng tiền nội vẫn rộng cửa, dòng vốn ngoại sẽ trở lại khi FED tiếp tục cắt giảm lãi suất và triển vọng lợi nhuận tăng trưởng được xác nhận sau mỗi mùa công bố kết quả kinh doanh.
- Xét tương quan với các thị trường trong khu vực và quốc tế, mức tăng trưởng kinh tế và định giá của thị trường Việt Nam vẫn duy trì sức hấp dẫn đối với dòng vốn toàn cầu.
- Ngoài ra điểm nhấn trong năm sau sẽ đến từ cơ hội nâng hạng thị trường. Trong khi triển vọng nâng hạng theo FTSE khá ch้าน ch้าน, MSCI sẽ ghi nhận những "cải cách thị trường" của Việt Nam tạo ra môi trường minh bạch, công bằng, và thuận tiện hơn cho nhà đầu tư ngoại với Thông tư 68/2024 và Nghị định mới sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP giải quyết phần lớn các điểm nghẽn còn tồn tại trong các tiêu chí nâng hạng của MSCI.
- Với trọng số lớn và định giá đang ở vùng đáy lịch sử, chúng tôi nghĩ rằng việc tái định giá nhóm bất động sản sẽ tạo ra rủi ro tăng giá so với kịch bản của chúng tôi. Khi năm 2025 được đánh giá là năm khởi đầu cho chu kỳ phục hồi của ngành sau khi các luật và nghị định đi vào có hiệu lực và triển khai đồng bộ từ Trung Ương đến địa phương.

| Tích cực | Tiêu cực |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ➤ Lãi suất toàn cầu được kỳ vọng tiếp tục giảm giảm, tạo điều kiện thuận lợi cho dòng vốn ngoại quay trở lại thị trường cận biên và mới nổi. ➤ Triển vọng nâng hạng thị trường theo FTSE và cải cách theo MSCI giúp tăng sức hấp dẫn với nhà đầu tư quốc tế. ➤ Chính sách đầu tư công mạnh mẽ với chi tiêu phát triển dự kiến tăng 10,5%. ➤ Tăng trưởng kinh tế dự báo duy trì ở mức 6,8%, lạm phát ổn định ở 4%. ➤ Doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục tăng, EPS VN-Index dự báo tăng 12,2%. ➤ Các ngành bất động sản, xây dựng, và bán lẻ hưởng lợi từ cải cách chính sách và phục hồi thị trường. ➤ Dòng tiền nội địa tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt, với tỷ trọng giao dịch duy trì trên 90%. | <ul style="list-style-type: none"> ❖ Áp lực từ lãi suất trong nước có thể tăng thêm 50-100 điểm cơ bản, làm giảm sức hút đầu tư nội địa. ❖ Biến động tỷ giá đồng VND có khả năng mất giá 5% ảnh hưởng đến chi phí nhập khẩu và niềm tin nhà đầu tư ❖ Áp lực trả nợ trái phiếu doanh nghiệp, đặc biệt trong lĩnh vực bất động sản, có thể kéo dài. ❖ Nguy cơ Mỹ áp thuế quan lên hàng xuất khẩu của Việt Nam từ 10-20%. ❖ Tăng trưởng xuất khẩu dự kiến chỉ đạt 10-12%, thấp hơn năm 2024. ❖ Rủi ro bất ổn địa chính trị và căng thẳng thương mại quốc tế. ❖ Lo ngại về thanh khoản thị trường trong nước có thể giảm sút trong một thời gian ngắn do áp lực huy động vốn. |

Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS của VN-Index sẽ đạt 99,6 VND, tăng 17,9% YoY, trong năm 2024 và tiếp tục tăng trưởng 12,2% trong năm 2025, đạt 111,8 VND.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu toàn thị trường sẽ tăng 12,6% trong năm 2024, với đóng góp cụ thể từ các nhóm ngành như sau:

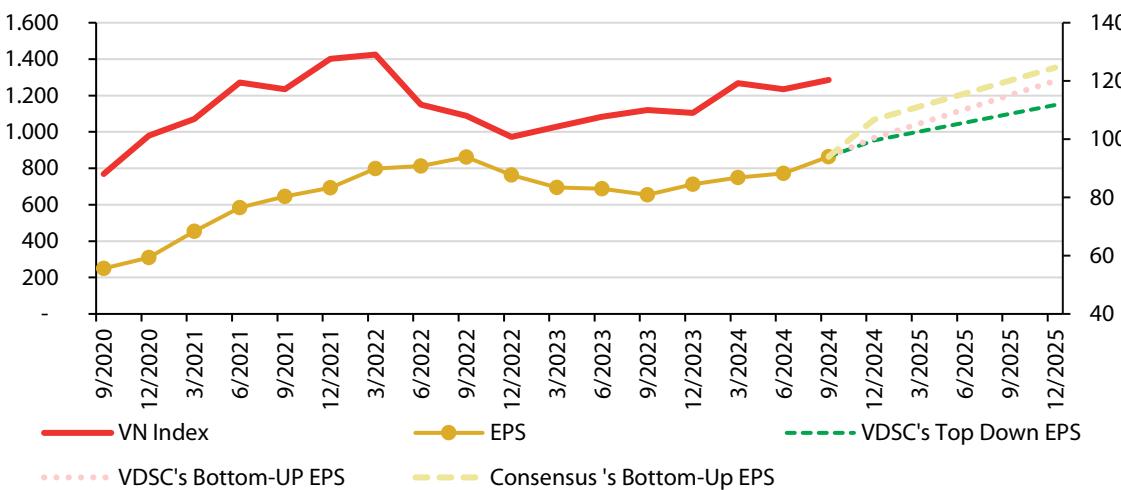
- Nhóm phi tài chính ước tính sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tương đương với GDP danh nghĩa ~10% trong kịch bản cơ sở.
- Nhóm tài chính có tương quan mật thiết tăng trưởng tín dụng và lãi suất trong nền kinh tế. Chúng tôi dự báo mục tiêu tín dụng sẽ đạt mức tăng trung bình 15% trong năm 2025, trong khi lãi suất đầu ra vẫn sẽ chịu áp lực từ cạnh tranh và khó tăng mạnh.
- Nhóm bất động sản ước tính đạt mức tăng trưởng 12% nhờ kỳ vọng thị trường bất động sản phục hồi, giúp vòng quay hàng tồn kho cải thiện. Đặc biệt, các dự án được tháo gỡ nút thắt pháp lý sẽ hỗ trợ doanh nghiệp đẩy nhanh tiến độ bàn giao, từ đó ghi nhận doanh thu nhanh chóng hơn.

Biên lợi nhuận sau thuế toàn thị trường dự kiến duy trì ổn định trong năm 2025 sau khi phục hồi trong năm 2024, với các cơ sở chính bao gồm: (1) NIM của nhóm Ngân hàng vẫn khó sớm phục hồi trong 2025, (2) Lạm phát giá cả hàng hóa và dịch vụ sẽ duy trì ở mức ổn định, (3) Tác động từ mức nền thấp do cuộc chiến giá giữa các doanh nghiệp bán lẻ không còn, và (4) nền lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được hỗ trợ kích thích trong nền kinh tế.

EPS ước tính từ phương pháp Top-Down của chúng tôi có sự khác biệt so với phương pháp Bottom-Up, được xây dựng dựa trên mẫu dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 của các chuyên viên phân tích tại VDSC. Sự khác biệt này chủ yếu xuất phát từ trọng số vốn hóa đại diện của mẫu, khi mẫu phương pháp Bottom-Up chỉ bao phủ 62% tổng vốn hóa toàn thị trường.

Dự phóng EPS theo cách tiếp cận Bottom-Up, sử dụng dữ liệu đồng thuận trung bình từ các chuyên viên phân tích trên thị trường (bao phủ 83% tổng vốn hóa), thường cao hơn con số thực tế trung bình khoảng 1,1 lần trong 5 năm qua. Vì vậy, khi điều chỉnh theo hệ số 1,1, EPS theo phương pháp này được ước tính đạt 98 vào năm 2024 và 113 vào năm 2025, tiệm cận với kết quả từ phương pháp Top-Down của chúng tôi.

Dự báo của Rồng Việt và sự đồng thuận của các nhà phân tích trên thị trường



| | 12T @ FY23 | 12T @ 3Q2024 | VDSC's Top-down FY24E | VDSC's Top-down FY25F | VDSC's Bottom-UP FY24E | VDSC's Bottom-UP FY25F |
|------------------------|---------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Tăng trưởng doanh thu | 0,2% | 3,4% | 5,9% | 12,6% | 11,1% | 14,3% |
| Biên lợi nhuận | 9,7% | 10,5% | 10,8% | 10,8% | 13,4% | 14,0% |
| Tăng trưởng svck (bps) | -981 | 1.240 | 1.125 | -30 | 389 | 449 |
| EPS | 84,5 | 94,0 | 99,6 | 111,8 | 100,5 | 120,0 |
| Tăng trưởng svck (%) | -7,2% | 16,3% | 17,9% | 12,2% | 15,4% | 19,5% |

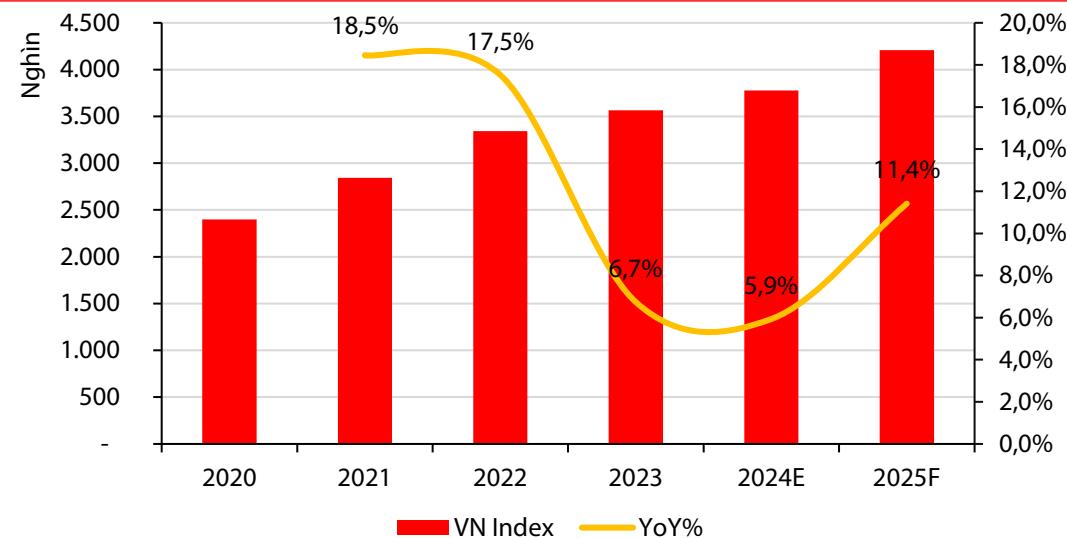
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bottom up: Phương pháp dự phóng từ dưới lên tổng hợp từ dữ liệu của các cổ phiếu

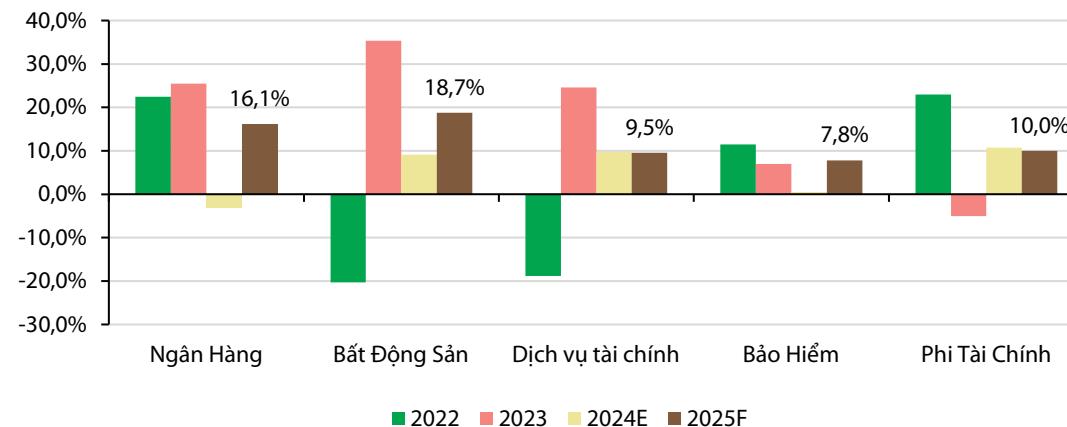
Top-Down: Phương pháp dự phóng từ trên xuống giả định các hệ số kết quả kinh doanh tương quan với các động lực trong nền kinh tế.

| Consensus's Bottom-Up | FY24E | FY25F |
|--------------------------|-------|-------|
| 106,8 | 124,6 | 27,7% |

Doanh thu toàn thị trường ước tính tăng trưởng 11,4% svck

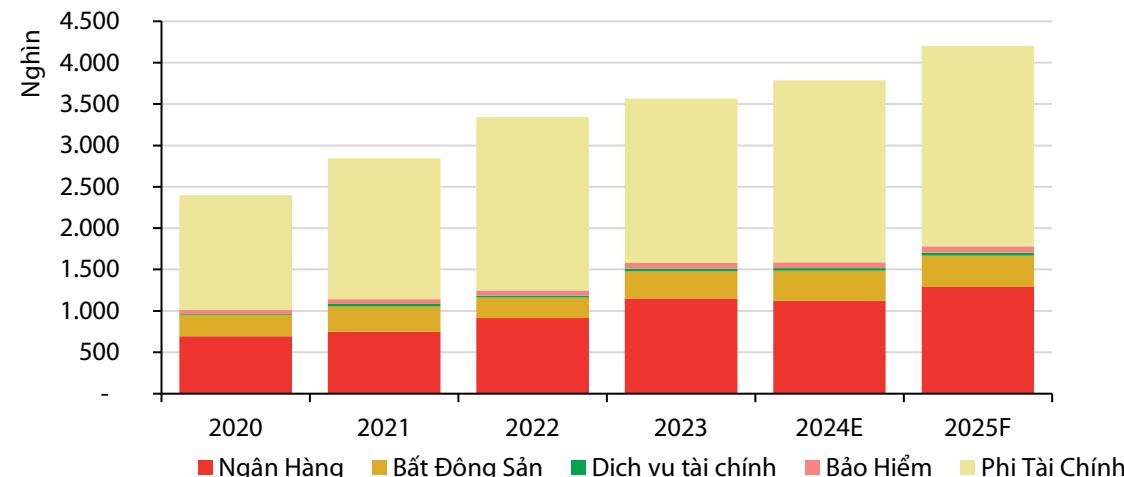


Tăng trưởng kinh tế sẽ được nối tiếp nhờ động lực từ năm cũ, và sự phục hồi của lĩnh vực bất động sản giúp tăng trưởng doanh thu của những nhóm ngành này ghi nhận mức tăng trên 2 chữ số...

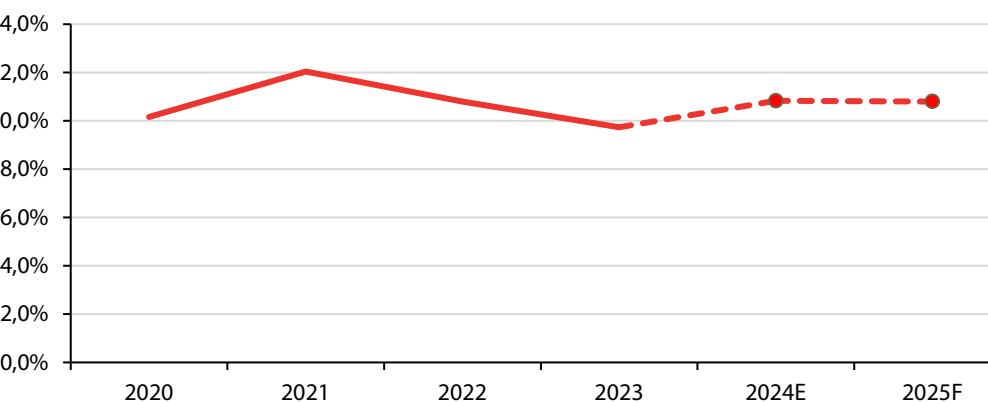


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chủ yếu được đóng góp bởi nhóm Phi Tài chính, Ngân hàng và Bất động sản...



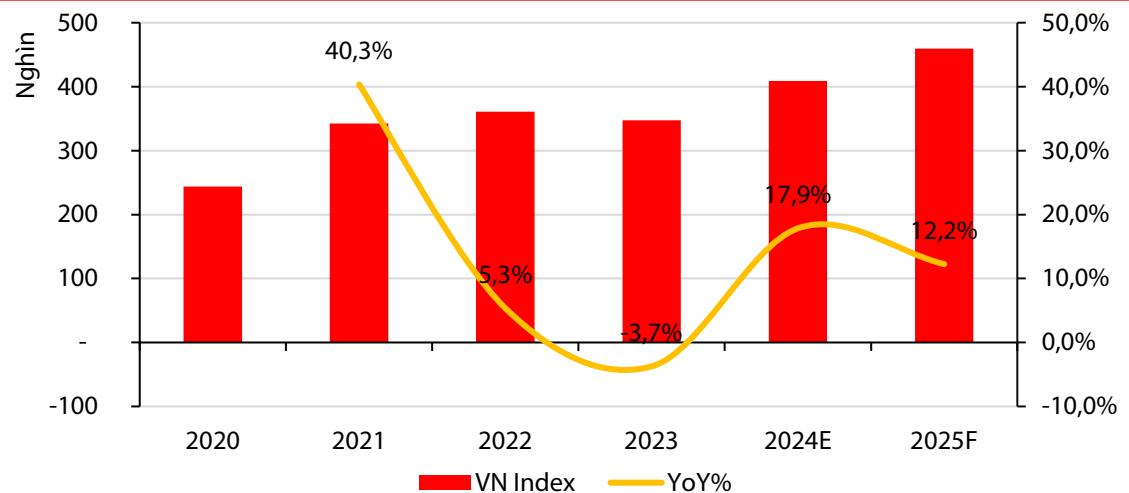
.....Trong khi đó, biên lợi nhuận sau thuế kỳ vọng dự kiến đi ngang sau khi phục hồi từ nền thấp của năm 2023



Xu hướng biên lợi nhuận đi ngang được củng cố bởi kỳ vọng:

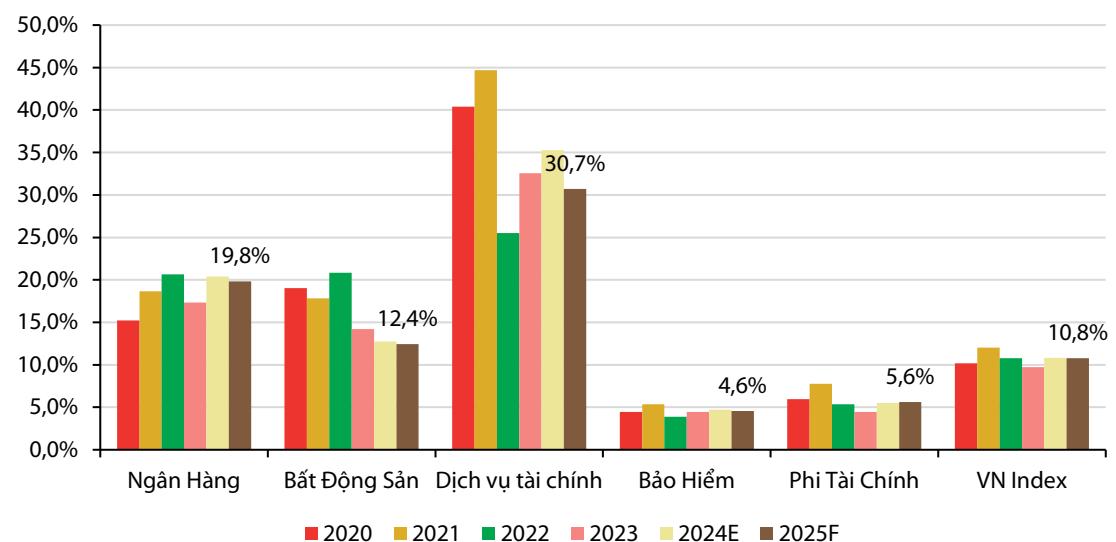
- Mặc dù NIM của nhóm ngân hàng vẫn chịu áp lực trong năm 2025, nhưng chi phí tín dụng dự báo giảm nhẹ, giúp biên lợi nhuận của nhóm này không có biến động lớn so với năm 2024.
- Lạm phát giá cả hàng hóa và dịch vụ sẽ duy trì ở mức ổn định.
- Tác động từ mức nền thấp do cuộc chiến giá giữa các doanh nghiệp bán lẻ không còn.
- nền lãi suất cho vay sẽ tiếp tục được hỗ trợ kích thích trong nền kinh tế giúp nhóm phi tài chính giữ được biên lợi nhuận.

...giúp cho lợi nhuận sau thuế của thị trường có thể ghi nhận mức tăng 12,2% trong năm 2025

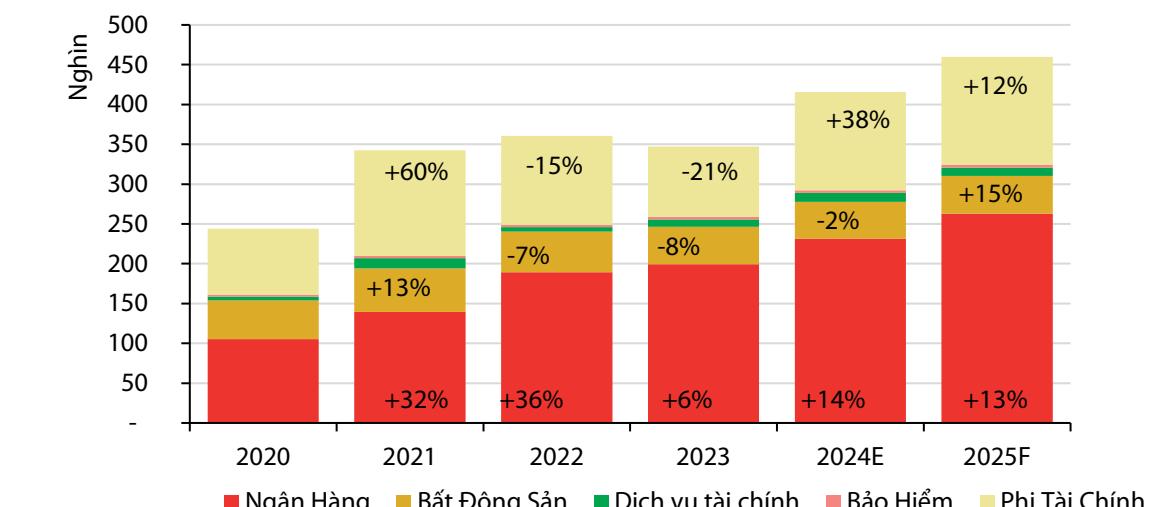


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Xu hướng biên lợi nhuận của các nhóm ngành kỳ vọng duy trì ổn định



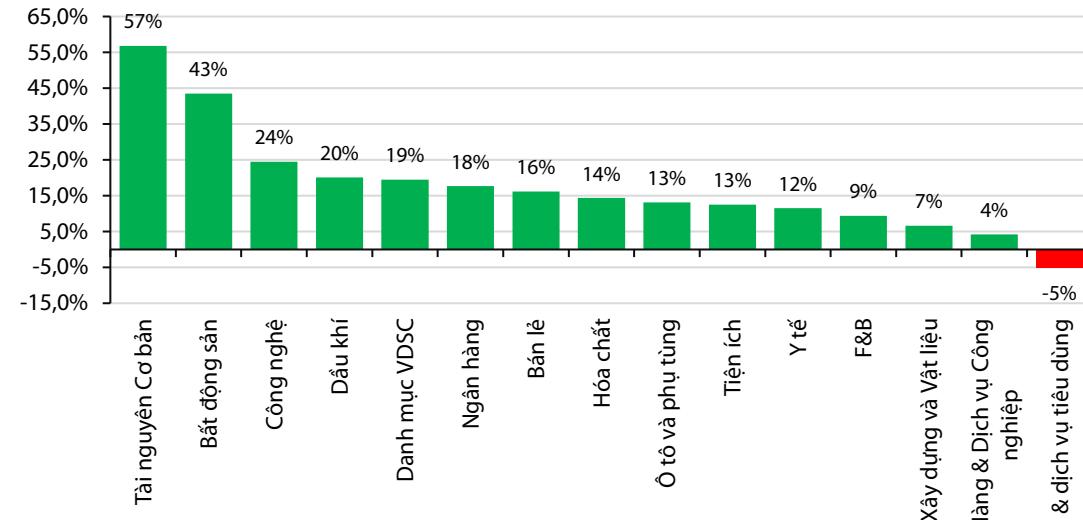
Quy mô lợi nhuận và tăng trưởng so với cùng kỳ của các nhóm ngành



Kiến tạo tương lai thịnh vượng

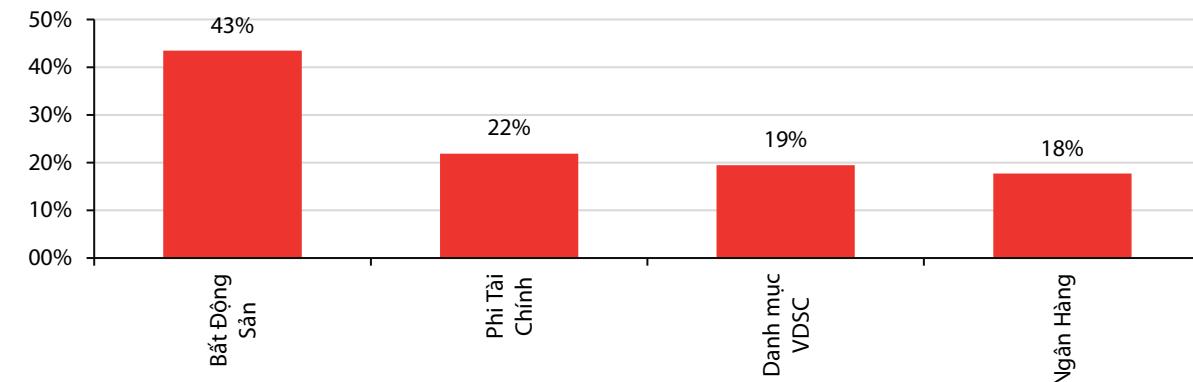
Vốn hóa danh mục phân tích của Trung tâm phân tích Rồng Việt đại diện 62% tổng vốn hóa toàn thị trường. Trong đó, vốn hóa cổ phiếu ngân hàng chiếm 83% vốn hóa của ngành, vốn hóa nhóm cổ phiếu phi tài chính chiếm 62% tổng vốn hóa của nhóm ngành. Trong khi đó, nhóm cổ phiếu bất động sản chỉ đại diện 19% vốn hóa của nhóm ngành. Đây là những yếu tố cốt lõi tạo ra sự chênh lệch đáng kể về bức tranh tăng trưởng so với phương pháp tiếp cận Top-down của chúng tôi.

Tăng trưởng LNST-CĐCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2025



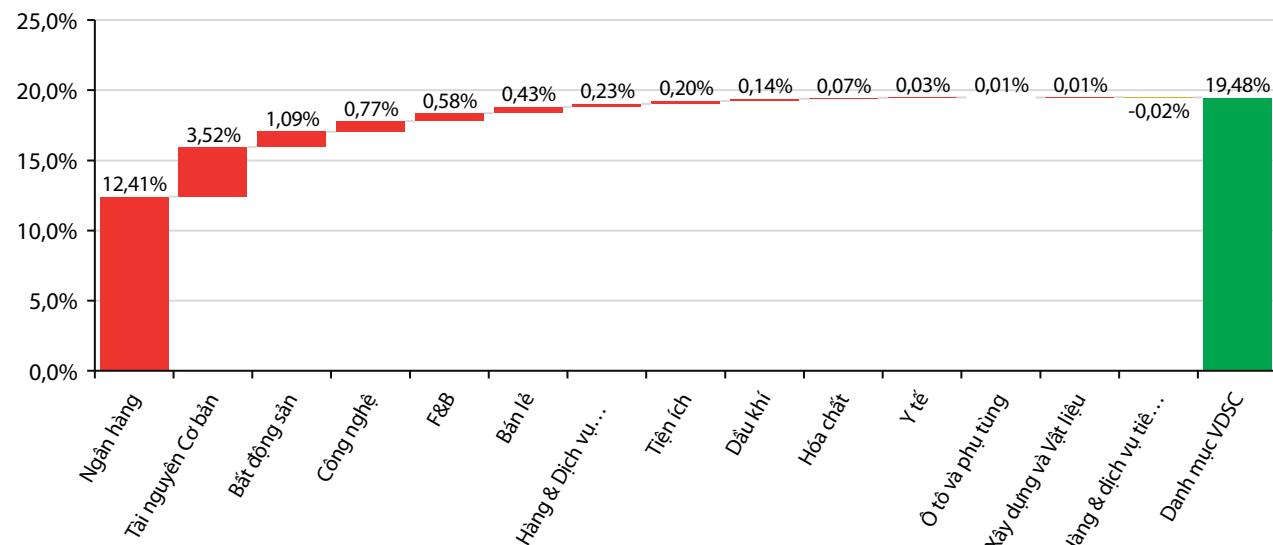
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tăng trưởng LNST-CĐCTM của các nhóm cổ phiếu trong năm 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Đóng góp của các nhóm ngành vào bức tranh tăng trưởng LNST-CĐCTM trong năm 2025



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

CÁCH TIẾP CẬN BOTTOM UP TỪ THỊ TRƯỜNG-CÓ KHẢ NĂNG CAO HƠN TRUNG BÌNH KHOẢNG 1,1 LẦN SO VỚI THỰC TẾ

Theo thống kê từ Bloomberg, EPS ước tính của VN-Index trong 5 năm gần đây do các chuyên viên phân tích trên thị trường dự báo thường cao hơn khoảng 1,15 lần so với EPS thực tế được công bố trong năm tiếp theo.

Điển biến sự thay đổi EPS dự phỏng và kết quả thực tế của VN Index qua các năm (2019-2024)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp, dữ liệu EPS cuối cùng của năm tương ứng đại diện cho kết quả thực tế sau khi có kết quả kinh doanh quý 4.

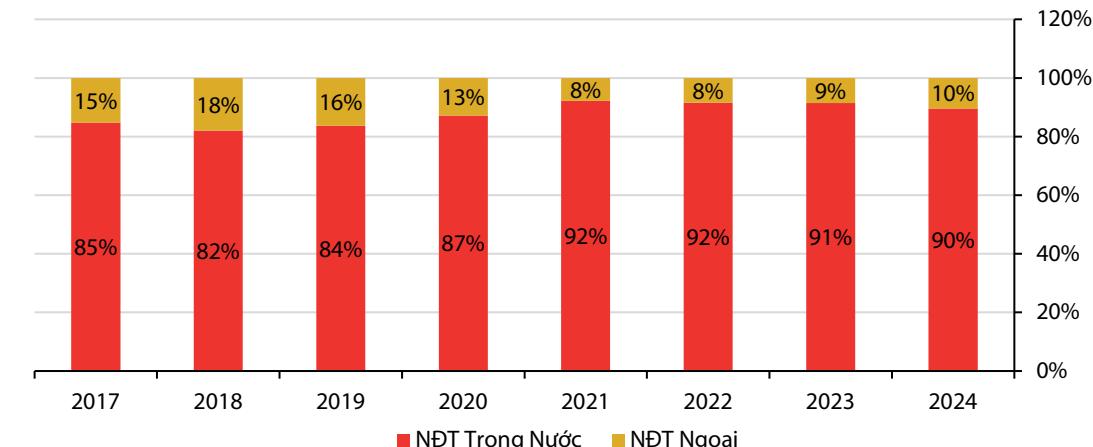
Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng VN-Index có cơ hội tái định giá về mức P/E mục tiêu 13,8 lần, tương đương với mức tái định giá tăng +4% so với định giá đóng cửa ngày 20/12/2024. Điều này diễn ra trong bối cảnh các ngân hàng trung ương tiếp tục bình thường hóa lãi suất chính sách về mức trung lập trong dài hạn, trong khi mặt bằng lãi suất trong nước có thể tăng từ 50 đến 100 điểm cơ bản.

Mức sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư trong nước sẽ chịu ảnh hưởng mạnh từ mặt bằng lãi suất kinh tế. Trước áp lực tỷ giá, nhu cầu tín dụng gia tăng trở lại và Chính phủ tiếp tục huy động vốn mạnh mẽ trong năm 2025, lợi suất trái phiếu chính phủ (TPCP) được dự báo sẽ tăng thêm 30–50 điểm cơ bản, theo xu hướng chung của lãi suất nền kinh tế. Theo đó, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm dự kiến giao dịch quanh mức 3,3%. Kết hợp với mức chênh lệch lợi suất ($E/P - LS TPCP 10$ năm) ở mức trung bình 3,9% kể từ năm 2020, chúng tôi kỳ vọng E/P của nhà đầu tư nội địa đạt khoảng 7,2%.

Lãi suất đồng USD là yếu tố chính chi phối mức sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư quốc tế vào thị trường Việt Nam. Trong kịch bản cơ sở, FED được dự báo sẽ cắt giảm lãi suất 50 điểm cơ bản trong năm 2025. Cùng với mức chênh lệch dài hạn giữa E/P của VN-Index và lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm là khoảng 3,9%, chúng tôi kỳ vọng E/P của nhà đầu tư quốc tế sẽ đạt khoảng 7,7%.

Từ năm 2020, thị trường chứng khoán Việt Nam đã bước vào giai đoạn bùng nổ với sự tham gia đáng kể của dòng tiền nội địa, giảm bớt sự chi phối của khối ngoại. Ở mức định giá hiện tại, dòng tiền nội vẫn được kỳ vọng là động lực chính dẫn dắt thị trường, với tỷ trọng giao dịch giữ vững mức 90% từ khối nội và 10% từ khối ngoại. Theo đó, lợi suất E/P kỳ vọng của thị trường Việt Nam được ước tính đạt khoảng 7,2%, tương ứng với mức P/E mục tiêu 13,8 lần. Mức định giá này đứng ở vị trí 44% trong lịch sử giao dịch 8 năm, thể hiện một triển vọng tích cực nhưng vẫn ở mức thận trọng so với các giai đoạn trước.

Tỷ trọng giao dịch của nhà đầu tư nội và ngoại vào thị trường Việt Nam



Nguồn: Finn, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng tóm tắt kỳ vọng định giá P/E trong 2025

| Các kịch bản định giá 2025 | Hiện tại | Tiêu cực | Cơ sở | Tích cực |
|---------------------------------|--------------|----------|-------|----------|
| Lợi suất kỳ vọng của NĐT nội | 7.4% | 7.2% | 6.9% | |
| Lợi suất kỳ vọng của NĐT ngoại | 8.5% | 7.7% | 7.5% | |
| Lợi suất kỳ vọng lên thị trường | 7.5% | 7.5% | 7.2% | 7.0% |
| Hàm ý P/E | 13.3x | 13.3x | 13.8x | 14.4x |
| | %Phân vị thứ | 36th | 36th | 43th |
| Tỷ trọng xác suất kỳ vọng | | 25% | 50% | 25% |
| Kỳ vọng P/E mục tiêu | | 13.8x | | |
| | %Phân vị thứ | 44th | | |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

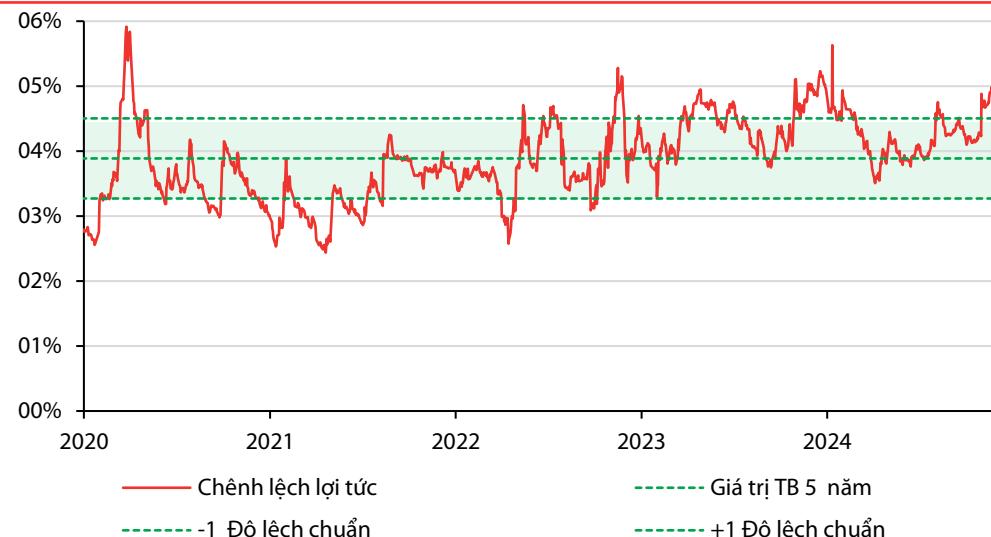
Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Biến động kỳ vọng lợi suất thị trường của nhà đầu tư nội nằm trong vùng 6,9% - 7,4%, thấp hơn mức định giá của thị trường hiện tại (7,5%). Kết hợp với triển vọng tăng trưởng EPS trong năm 2025, điều này cho thấy dư địa thu hút dòng tiền từ nhà đầu tư nội vẫn còn rất lớn. Bất chấp mặt bằng lãi suất có thể tăng 50-100 điểm cơ bản.

Chênh lệch lợi suất (ERP) biểu thị cách thị trường định giá phần bù rủi ro khi đầu tư vào thị trường vốn niêm yết so với lãi suất phi rủi ro ở kỳ hạn đầu tư tương đương. Trong dài hạn, chỉ số này có xu hướng quay về mức trung bình, phản ánh rủi ro vỡ nợ và rủi ro chu kỳ kinh tế của loại tài sản này. Khi những yếu tố ngắn hạn hoặc tác động tiêu cực qua đi, mức chênh lệch này sẽ dao động quanh mức cân bằng khoảng 3,9% trong năm 2025.

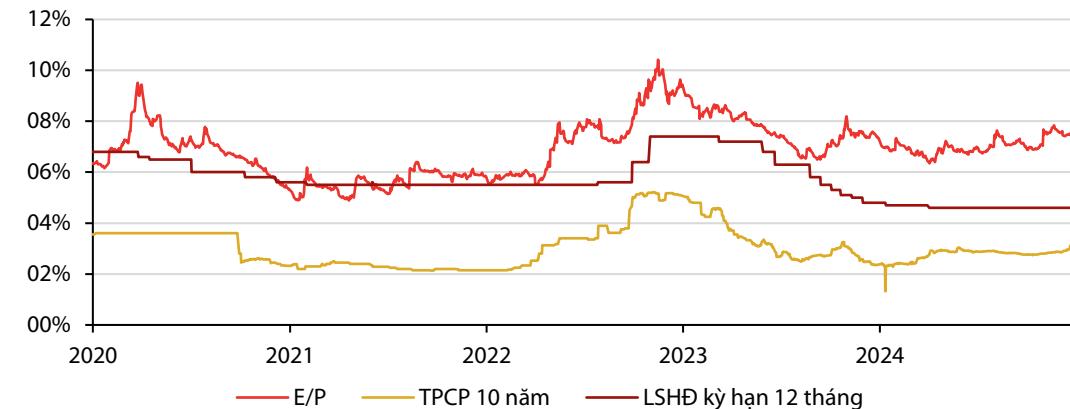
Dưới áp lực tỷ giá, nhu cầu tín dụng gia tăng trở lại và Chính phủ tiếp tục huy động vốn mạnh mẽ trong năm 2025, mặt bằng lãi suất có thể tăng thêm 50 – 100 điểm cơ bản. Điều này hàm ý rằng lợi suất trái phiếu chính phủ có thể biến động từ 30 – 50 điểm cơ bản. Trong kịch bản tích cực, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) có thể hỗ trợ tốt nền kinh tế, giúp mặt bằng lãi suất duy trì sự ổn định.

Chênh lệch lợi tức giữa thị trường chứng khoán và lãi suất TPCP 10 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tương quan suất sinh lời thị trường chứng khoán, lãi suất trái phiếu Chính phủ 10 năm, và lãi suất huy động 12 tháng của NHTM VCB



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Kịch bản lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư nội vào thị trường vốn niêm yết

| Lợi suất kỳ vọng của khối nội | Hiện tại | Vùng có thể mua | Kịch bản 2025 | | |
|-------------------------------|----------|-----------------|---------------|-------|----------|
| | | | Tiêu cực | Cơ sở | Tích cực |
| Lợi suất thị trường (E/P) | 7,5% | 7,0% | 7,4% | 7,2% | 6,9% |
| Lợi suất TPCP 10 năm | 3,1% | 3,1% | 3,5% | 3,3% | 3,0% |
| Chênh lệch (E/P-TPCP 10 năm) | 4,4% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| Hàm ý P/E | 13,3 | 14,3 | 13,5 | 13,9 | 14,5 |
| %Phân vị thứ | 36th | 51th | 39th | 45th | 55th |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

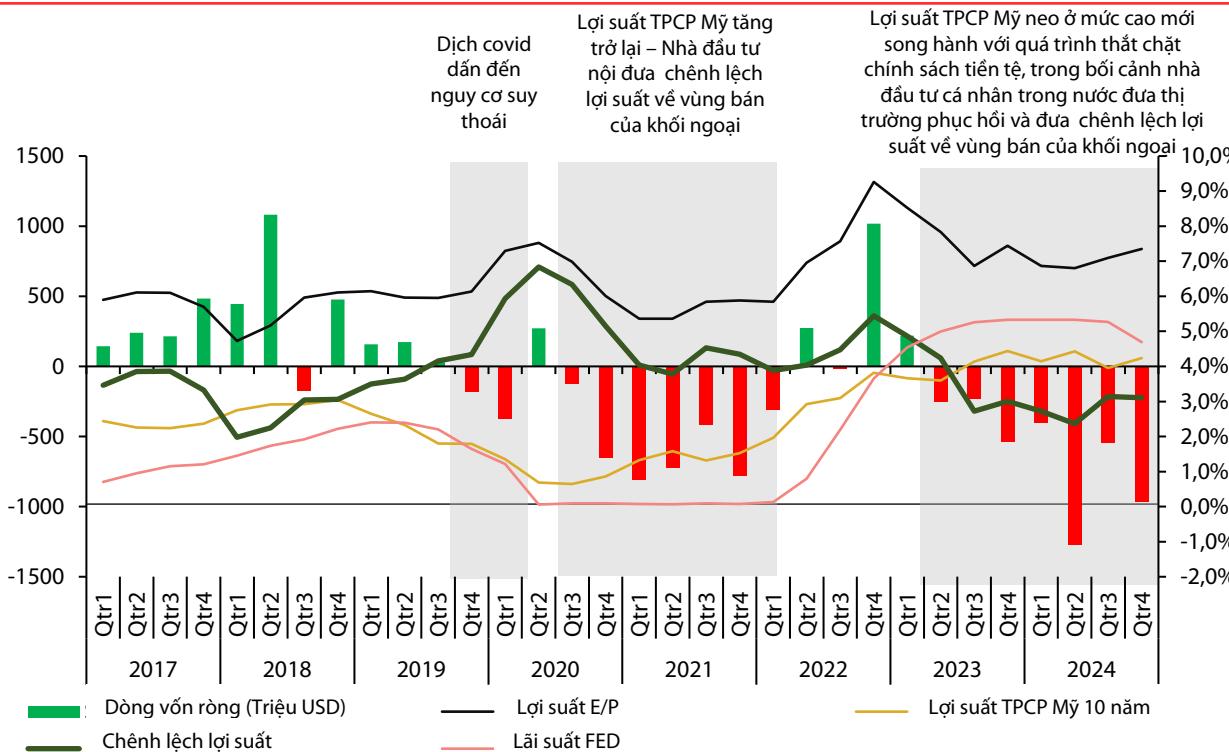
Biến động lợi suất thị trường kỳ vọng của nhà đầu tư ngoại được dự đoán nằm trong khoảng 7,5% - 8,5%.

Mức chênh lệch lợi tức trung bình trong dài hạn tiệm cận mức 3,9%, đây cũng là vùng chênh lệch ưa thích của khối ngoại khi kết hợp với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn tiếp theo.

Trong kịch bản cơ sở, lãi suất điều hành của FED dự kiến sẽ giảm 50 điểm cơ bản, phù hợp với kịch bản thuế quan có chọn lọc đã được trình bày trong phần triển vọng vĩ mô. Ngược lại, kịch bản tiêu cực với chính sách thuế quan phổ quát (+25 điểm cơ bản) có thể làm gia tăng áp lực, trong khi những thỏa thuận thương mại với các đối tác sẽ là kịch bản tích cực, mở ra khả năng cắt giảm 100 điểm cơ bản như dự báo trước đây của FED tại kỳ họp FOMC tháng 9.

Mặc dù lợi suất kỳ vọng cao hơn mức lợi suất thị trường hiện tại (7,5%), triển vọng tăng trưởng EPS năm 2025 đạt 18,9% cho thấy lợi suất thị trường có thể đạt mức 8,9%, tạo ra vùng mua hấp dẫn cho khối ngoại. Điều này càng rõ ràng hơn khi FED tiếp tục cắt giảm lãi suất và lợi nhuận tăng trưởng được xác nhận qua các mùa công bố kết quả kinh doanh.

Tương quan mặt bằng lãi suất đồng USD, lợi suất VN Index và biến động dòng vốn ngoại



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

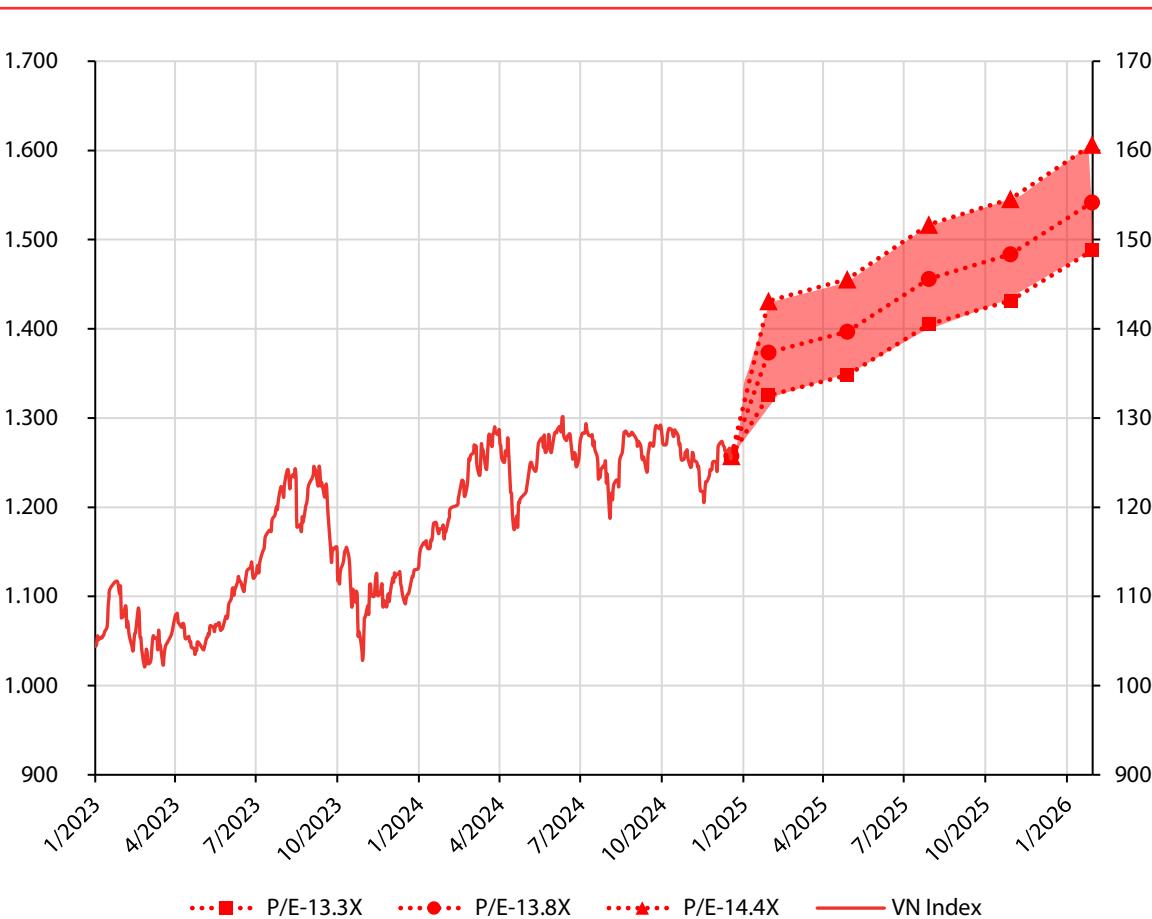
Kịch bản lợi suất kỳ vọng của nhà đầu tư ngoại lên thị trường Việt Nam

| Lợi suất kỳ vọng của khối ngoại | Hiện tại | Vùng có thể mua | Kịch bản 2025 | | |
|---------------------------------|----------|-----------------|---------------|-------|----------|
| | | | Tiêu cực | Cơ sở | Tích cực |
| Lợi suất thị trường (E/P) | 7,5% | 8,2% | 8,5% | 7,7% | 7,5% |
| Lợi suất TPCP Mỹ 10 năm | 4,3% | 4,3% | 4,6% | 3,8% | 3,5% |
| Chênh lệch (E/P-TPCP Mỹ 10 năm) | 3,0% | 3,9% | 3,9% | 3,9% | 3,9% |
| Lãi suất FED | 4,3% | 4,3% | 4,6% | 3,8% | 3,3% |
| Hàm ý P/E | 13,3 | 12,2 | 11,8 | 13,0 | 13,4 |
| %Phân vị thứ | 36th | 24th | 19th | 33th | 38th |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chúng tôi dự báo VN-Index có thể kết thúc năm 2025 ở mức **1.486 điểm** trong kịch bản cơ sở, tương ứng với mức tăng giá 18,2% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2024. Kết hợp với lợi suất cổ tức trung bình 12 tháng trong 3 năm gần nhất ở mức 1,7%, **tổng lợi nhuận kỳ vọng có thể đạt 19,9%**. Các giả định cơ bản trong dự báo của chúng tôi bao gồm: Nền kinh tế duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 6,8%, lạm phát ổn định ở mức 4% và tín dụng tăng trưởng 15%. Qua đó, VN-Index ghi nhận EPS 12 tháng tại quý 3/2025 vào khoảng **108 VNĐ** và Định giá P/E được nâng lên mức mục tiêu 13,8 lần.

Kịch bản hướng đi của VN Index trong năm 2025



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Kết quả suất sinh lời VN Index trong kịch bản cơ sở

| Kết quả định giá | Hiện tại | 12 tháng tới |
|-------------------------------------|-------------------|--------------|
| P/E | 13,3x | 13,8x |
| Lợi suất thị trường (E/P) | %Phân vị thứ 36th | 44th |
| 12M EPS | 7,5% | 7,2% |
| Target VN Index | 94 | 108 |
| Tăng trưởng 12M EPS | 14% | 14,4% |
| %Tăng giá 12 tháng tới | 1.258 | 1.486 |
| Mức cổ tức kỳ vọng năm giữ 12 Tháng | 18,2% | 18,2% |
| %Phân vị thứ 63th | 63th | 1,7% |
| Tổng lợi nhuận kỳ vọng | 1,258 | 19,9% |

Bảng phân tích độ nhạy chỉ số VN Index dựa trên biến động P/E và kịch bản tăng trưởng EPS 12 tháng so với quý 3/2024

| P/E | Kịch bản tăng trưởng LNST 4 Quý tới | | | | | | | | |
|------|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|--|
| | 1.486 | 9% | 11% | 12% | 14% | 16% | 18% | 20% | |
| 11.3 | 1,163 | 1,185 | 1,196 | 1,217 | 1,239 | 1,260 | 1,281 | | |
| 11.8 | 1,215 | 1,237 | 1,249 | 1,271 | 1,293 | 1,315 | 1,338 | | |
| 12.3 | 1,266 | 1,289 | 1,302 | 1,325 | 1,348 | 1,371 | 1,394 | | |
| 12.8 | 1,318 | 1,342 | 1,354 | 1,379 | 1,403 | 1,427 | 1,451 | | |
| 13.3 | 1,369 | 1,394 | 1,407 | 1,432 | 1,457 | 1,482 | 1,507 | | |
| 13.8 | 1,420 | 1,446 | 1,460 | 1,486 | 1,512 | 1,538 | 1,564 | | |
| 14.3 | 1,472 | 1,499 | 1,513 | 1,540 | 1,567 | 1,594 | 1,621 | | |
| 14.8 | 1,523 | 1,551 | 1,566 | 1,594 | 1,621 | 1,649 | 1,677 | | |
| 15.3 | 1,575 | 1,603 | 1,619 | 1,647 | 1,676 | 1,705 | 1,734 | | |
| 15.8 | 1,626 | 1,656 | 1,671 | 1,701 | 1,731 | 1,761 | 1,790 | | |
| 16.3 | 1,677 | 1,708 | 1,724 | 1,755 | 1,786 | 1,816 | 1,847 | | |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

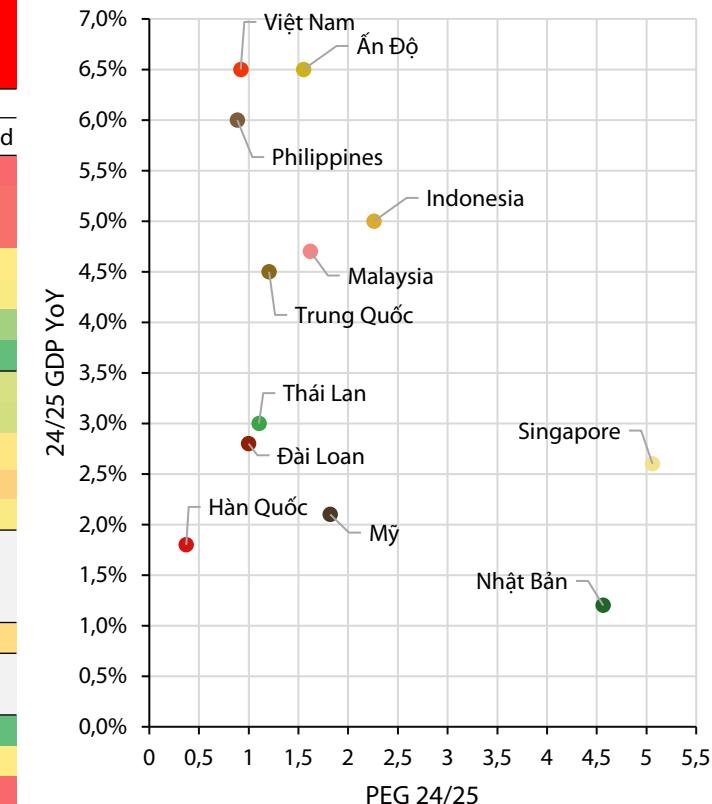
Thị trường Việt Nam vẫn duy trì sức hấp dẫn đối với dòng vốn toàn cầu, đặc biệt khi so sánh với các thị trường cận biên và mới nổi khác, dựa trên dữ liệu dự phóng của chúng tôi và dữ liệu đồng thuận từ các định chế tài chính quốc tế do Bloomberg tổng hợp.

Việt Nam tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng kinh tế cao, tương đồng với Ấn Độ và Philippines, trong khi nhiều thị trường khác đang đổi mới với tăng trưởng thấp hoặc dấu hiệu giảm tốc. Dựa trên chỉ số PEG (Price/Earnings to Growth) dự báo cho giai đoạn 2024/2025, VN-Index hiện chỉ xếp sau Hàn Quốc và Philippines, và có mức hấp dẫn vượt trội so với các thị trường còn lại.

Chúng tôi tin rằng dòng vốn ngoại vào thị trường Việt Nam sẽ có thêm chất xúc tác khi, nền lãi suất toàn cầu sẽ tiếp tục quá trình bình thường hóa trong 2025, và Việt Nam được nâng hạng thị trường.

| | HSX | SET | JAKARTA COMP | FTSE MALAY EMAS | PSE | FTSE STRAITS TIME | TWII | SHANGHAI COMP | NIKKEI 225 | KOSPI | NIFTY 50 | SP500 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|-------------|-------------------|-------------|---------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | Việt Nam | Thái Lan | Indonesia | Malaysia | Philippines | Singapore | Đài Loan | Trung Quốc | Nhật Bản | Hàn Quốc | Ấn Độ | Mỹ |
| Phân loại theo MSCI | Frontier | Emerging | Emerging | Emerging | Emerging | Developed | Emerging | Emerging | Developed | Emerging | Emerging | Developed |
| EPS Y-2 (2022) | 89 | 94 | 449 | 93 | 446 | 276 | 1360 | 228 | 1416 | 206 | 824 | 190 |
| 12M EPS -1 (2023Q3) | 83 | 82 | 387 | 110 | 485 | 300 | 849 | 214 | 1268 | 140 | 903 | 190 |
| EPS Y-1 (2023) | 85 | 82 | 390 | 110 | 485 | 300 | 849 | 213 | 1205 | 139 | 936 | 190 |
| 12M EPS (2024Q2) | 89 | 81 | 274 | 106 | 529 | 265 | 1034 | 205 | 1616 | 187 | 1047 | 200 |
| 12M EPS (2024Q3) | 94 | 75 | 302 | 110 | 540 | 272 | 1103 | 208 | 1882 | 201 | 1065 | 202 |
| EPS F2024 | 100 | 86 | 590 | 104 | 584 | 318 | 1233 | 248 | 1912 | 244 | 1070 | 242 |
| EPS F2025 | 112 | 97 | 620 | 114 | 650 | 325 | 1432 | 274 | 1994 | 298 | 1205 | 272 |
| 2023/22 tăng trưởng SVCK | -5% | -13% | -13% | 18% | 9% | 9% | -38% | -7% | -15% | -33% | 14% | 0% |
| 2024/23 tăng trưởng SVCK | 18% | 5% | 51% | -5% | 20% | 6% | 45% | 16% | 59% | 76% | 14% | 27% |
| + EPS Quý 3/2024 %YoY | 14% | -9% | -22% | 0% | 11% | -9% | 30% | -3% | 48% | 44% | 18% | 6% |
| + EPS Quý 3/2024 %QoQ | 6% | -8% | 10% | 3% | 2% | 2% | 7% | 1% | 16% | 8% | 2% | 1% |
| 2025/24 tăng trưởng SVCK | 12% | 13% | 5% | 9% | 11% | 2% | 16% | 10% | 4% | 22% | 13% | 12% |
| PE trailing | 13.3 | 18.3 | 23.1 | 14.5 | 11.9 | 13.7 | 20.4 | 16.2 | 20.6 | 11.9 | 22.1 | 29.3 |
| PE F12M | 12.6 | 16.2 | 12.0 | 15.4 | 11.2 | 11.9 | 18.8 | 13.7 | 20.4 | 10.0 | 22.2 | 24.9 |
| PE forward, Y+1, 2025 | 11.3 | 14.4 | 11.4 | 14.1 | 10.0 | 11.6 | 16.1 | 12.4 | 19.6 | 8.2 | 19.7 | 22.2 |
| PEG 24/25 | 0.92 | 1.10 | 2.26 | 1.62 | 0.89 | 5.06 | 1.00 | 1.20 | 4.56 | 0.37 | 1.55 | 1.82 |
| Lợi suất Index năm trước | 12% | -15% | 6% | -3% | -2% | -0% | 27% | -4% | 28% | 19% | 20% | 24% |
| Lợi suất Index kể từ đầu năm 2024 | 11% | -4% | -4% | 9% | -1% | 15% | 26% | 13% | 16% | -9% | 9% | 24% |
| %2023/22 GDP SVCK (thực tế) | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% | 5,1% |
| %2024/23 GDP SVCK (dự báo) | 6,7% | 2,7% | 5,0% | 5,2% | 5,8% | 3,6% | 4,3% | 4,8% | -0,2% | 2,2% | 7,8% | 2,7% |
| %2025/24 GDP SVCK (dự báo) | 6,5% | 3,0% | 5,0% | 4,7% | 6,0% | 2,6% | 2,8% | 4,5% | 1,2% | 1,8% | 6,5% | 2,1% |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp



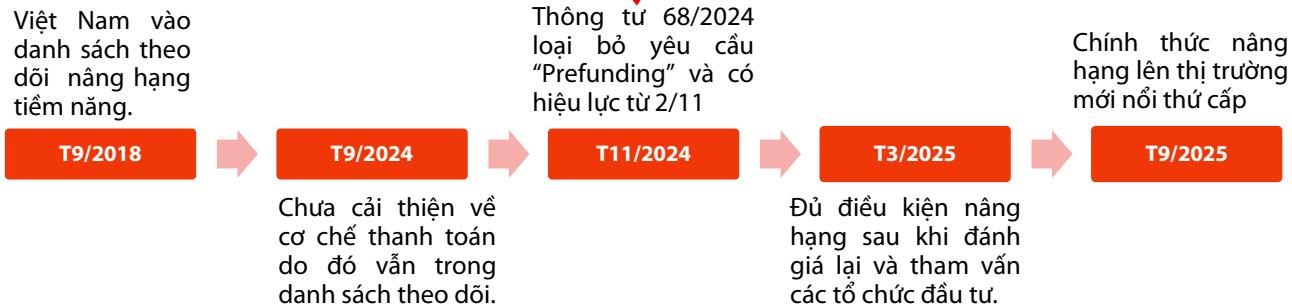
Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ chính thức được nâng hạng lên "thị trường mới nổi thứ cấp" theo đánh giá của tổ chức FTSE Russell vào năm 2025.

Khác với các kỳ đánh giá trước đây, FTSE Russell đã ghi nhận những nỗ lực cải cách thị trường của Chính phủ Việt Nam và Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN). Đặc biệt, Thông tư 68/2024, được ban hành vào ngày 18/9/2024 và có hiệu lực từ ngày 2/11/2024, đã giải quyết hai tiêu chí còn lại mà tổ chức này yêu cầu. Theo Thông tư, các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài sẽ được phép mua cổ phiếu mà không cần đầu tiên trước khi đặt lệnh (prefunding). Nhờ đó, FTSE Russell có thể xác nhận Việt Nam đủ điều kiện nâng hạng trong kỳ xem xét tháng 3/2025 và chính thức nâng hạng vào kỳ đánh giá tháng 9/2025.

Nếu được nâng hạng, tỷ trọng vốn hóa cổ phiếu Việt Nam trong rổ chỉ số FTSE Emerging Index dự kiến đạt 0,57% (tương đương 43/7.593 tỷ USD). Theo đó, dòng vốn phân bổ vào thị trường Việt Nam có thể ước tính đạt 916 triệu USD, tương đương với 2,2% tổng giá trị vốn hóa cổ phiếu khối ngoại nắm giữ hiện tại.

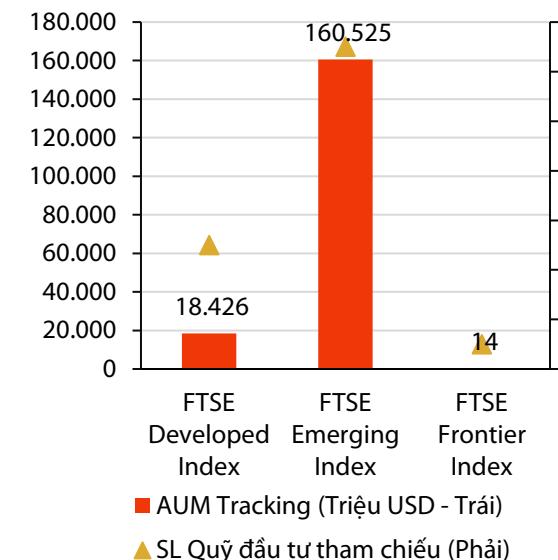
Mặc dù quy mô vốn của các quỹ tham chiếu FTSE Emerging Index khiêm tốn hơn so với các quỹ tham chiếu của MSCI, chúng tôi cho rằng việc nâng hạng này mang ý nghĩa biểu tượng lớn đối với chất lượng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Đồng thời, dòng vốn gần 1 tỷ USD này có thể tạo ra sự lan tỏa lớn, thúc đẩy thị trường chứng khoán phát triển và giúp định giá P/E đạt được kịch bản tích cực mà chúng tôi kỳ vọng (14,4 lần).

Lộ trình nâng dự kiến theo đánh giá của tổ chức FTSE Russell



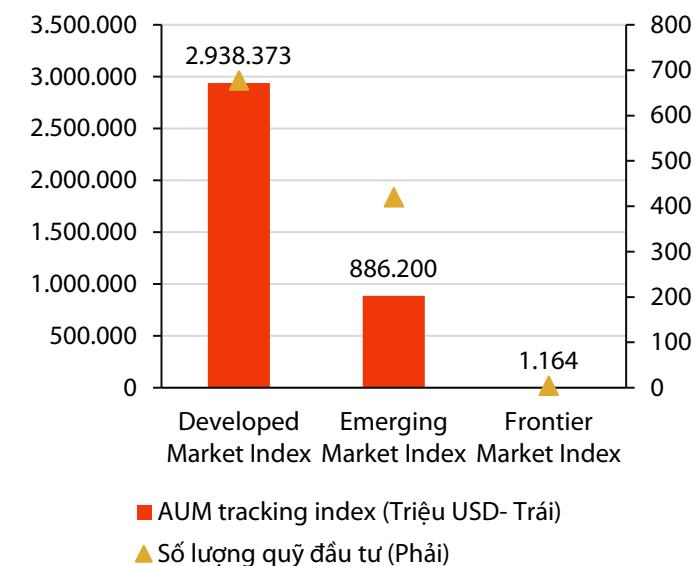
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thống kê số lượng và tổng tài sản quản lý của các quỹ đầu tư tham chiếu các chỉ số FTSE theo phân hạng thị trường



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thống kê số lượng và tổng tài sản quản lý của các quỹ đầu tư tham chiếu các chỉ số MSCI theo phân hạng thị trường



Mức độ mở về sở hữu nước ngoài và sự hiệu quả trong cơ chế vận hành thị trường dành cho nhà đầu tư ngoại đang được cải thiện rõ rệt.

Một số điểm nghẽn quan trọng được chúng tôi tổng hợp từ báo cáo đánh giá kỳ tháng 6/2024 bao gồm: (1) giới hạn sở hữu của NĐT nước ngoài, (2) chuẩn mực công bố thông tin của công ty đại chúng, (3) cơ chế vận hành giao dịch.

Mới đây, Quốc hội đã thông qua Luật Chứng khoán sửa đổi, tạo cơ sở pháp lý cho Bộ Tài chính ban hành dự thảo Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP. Những sửa đổi này tập trung giải quyết phần lớn các điểm nghẽn còn tồn tại trong các tiêu chí nâng hạng của MSCI, với các điểm chính như sau:

Mục 2.4: Quy định về mở cửa tiếp cận thị trường cho nhà đầu tư nước ngoài gồm:

- Bỏ quy định tại điều 139 cho phép ĐHCĐ, điều lệ công ty quyết định tỷ lệ sở hữu nước ngoài thấp hơn quy định pháp luật. Nhằm bảo vệ quyền lợi của cổ đông nước ngoài theo luật doanh nghiệp
- Làm rõ trách nhiệm thông báo tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa tại công ty cổ phần hóa.
- Quy định thời hạn hoàn thành thủ tục thông báo tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa trong vòng 6 tháng kể từ ngày Nghị định sửa đổi có hiệu lực, qua đó phản ánh chính xác tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa và định lượng rõ ràng tiêu chí số 1 và 2.
- Công nhận nhà đầu tư nước ngoài là nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, mở rộng phạm vi tiếp cận thị trường.

Mục 2.5 của dự thảo quy định về đăng ký, lưu ký, bù trừ và thanh toán giao dịch chứng khoán. Theo đó, Sửa đổi, bổ sung quy định tại Điều 150, Điều 302, Điều 305, Điều 310 để đảm bảo giao dịch chứng khoán theo cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP) do **Tổng Công ty lưu ký và bù trừ chứng khoán Việt Nam (VSDC)** hoặc **công ty con của VSDC** thực hiện. Điều này sẽ giải tỏa nút thắt còn lại để VSDC hoàn thiện cơ chế bù trừ trung tâm CCP tích hợp vào hệ thống giao dịch mới (KRX) và quyết nút thắt số 5.

Thông tư 68/2024 không chỉ bỏ cơ chế pre-funding (điểm nghẽn số 5) mà còn quy định việc công bố thông tin đồng thời bằng tiếng Anh từ các tổ chức niêm yết và cơ quan quản lý. Điều này giải quyết các vấn đề liên quan đến luồng thông tin và đảm bảo sự bình đẳng thông tin với nhà đầu tư nước ngoài.

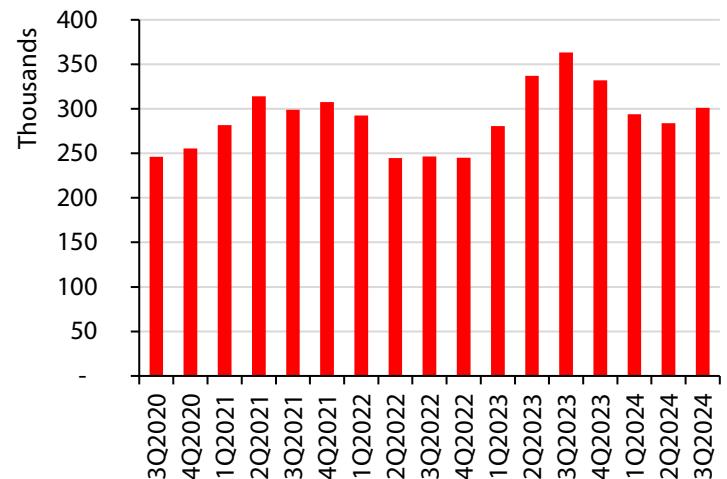
2025 là một năm để những chính sách này bắt đầu được triển khai. Do đó, chúng tôi không kỳ vọng MSCI sẽ nâng hạng thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, với những giải pháp rõ ràng và cụ thể đang được thực hiện, chúng tôi tin rằng việc nâng hạng thị trường chỉ còn là vấn đề thời gian.

Những rào cản trong việc nâng hạng thị trường cần cải thiện và các giải pháp đã được đưa ra

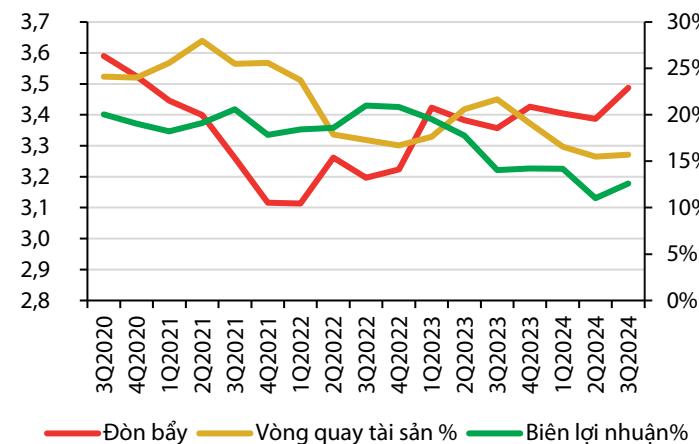
| STT | Tiêu chí | Định nghĩa về điều kiện | Giải pháp |
|-----|--|---|---|
| 1 | Giới hạn sở hữu nước ngoài | Công ty trong một số ngành nhất định có mức hạn chế sở hữu nước ngoài trong khoảng 0-51%, ảnh hưởng đến hơn 10% tổng vốn hóa thị trường | Luật chứng khoán sửa đổi 2024, Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP |
| 2 | "Room" khối ngoại | Hơn 1% chỉ số MSCI Vietnam IMI bị ảnh hưởng bởi hạn mức còn lại cho sở hữu nước ngoài thấp | |
| 3 | Quyền bình đẳng cho nhà đầu tư nước ngoài | Quyền lợi của nhà đầu tư nước ngoài bị hạn chế do mức độ hạn chế sở hữu nước ngoài nghiêm ngặt | |
| 4 | Luồng thông tin | Thông tin thị trường chứng khoán không phải lúc nào cũng được công bố bằng tiếng Anh, và chất lượng thông tin tài chính chưa được chuẩn hóa theo chuẩn quốc tế. | Thông tư 68/2024 yêu cầu công bố thông tin bằng tiếng Anh, Quyết định số 345/QĐ-BTC năm 2020 đưa ra lộ trình áp dụng chuẩn mực IFRS |
| 5 | Thanh toán bù trừ, cho vay chứng khoán, và bán khống | Việt Nam chưa có cơ sở thấu chi và ký quỹ trước giao dịch (pre-funding) | Luật chứng khoán sửa đổi 2024, Nghị định sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 155/2020/NĐ-CP |

Nguồn: MSCI, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Doanh thu của ngành tạo đáy trong quý IV/2022

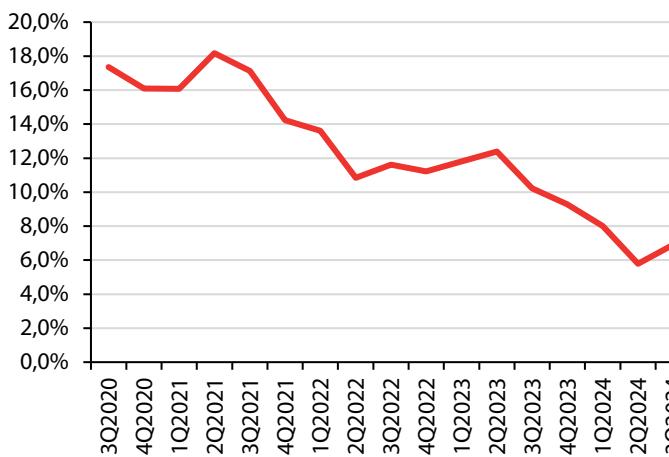


...ROE suy giảm đến từ sự suy giảm vòng quay tài sản và biên lợi nhuận trong khi đòn bẩy được đẩy mạnh để cải thiện hiệu suất

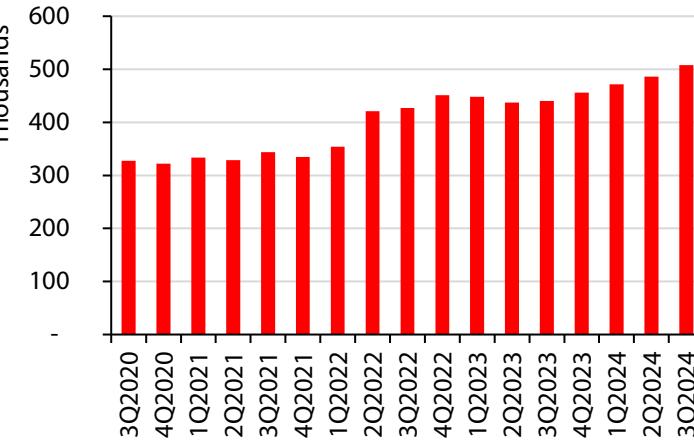


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

ROE suy giảm đáng kể



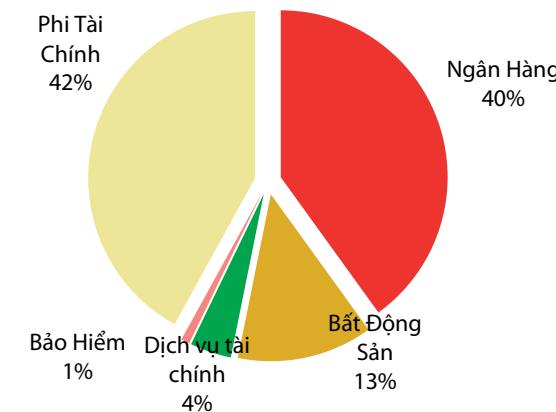
...vòng quay tài sản chưa tối ưu còn đến từ việc doanh nghiệp tăng mạnh hàng tồn kho



...đưa định giá P/B về vùng đáy lịch sử



...với trọng số vốn hóa lớn, việc tái định giá khi vòng quay tài sản cải thiện mạnh là rủi ro tăng giá đối với VN Index

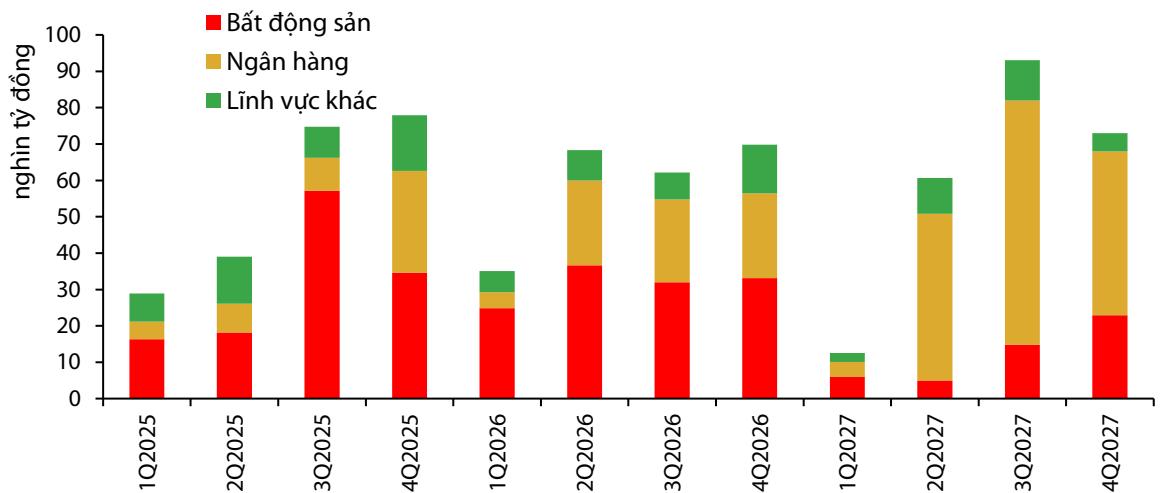


- “Dám cải cách” đã trở thành ngòi nổ cho sự chuyển dịch tăng trưởng kinh tế sang một giai đoạn mới với tham vọng đạt mức tăng trưởng cao hơn đáng kể. Mặc dù, khởi đầu có thể chưa đem lại nhiều kỳ vọng và lạc quan trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng đây là cơ hội để tìm kiếm các khoản đầu tư dài hạn vào thị trường vốn niêm yết trong giai đoạn tới.
- Cho năm 2025, tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục là động lực chính cho thị trường, bên cạnh yếu tố tái định giá được hỗ trợ bởi (1) chênh lệch lợi suất trong nước vẫn đủ hấp dẫn đối với nhà đầu tư nội dù cho mức tăng dự đoán của lãi suất trong nước 50-100 điểm cơ bản, và (2) triển vọng nền lãi suất toàn cầu tiếp tục cắt giảm trong năm 2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị tăng tỉ trọng vào cổ phiếu cho đến khi mức định giá về ngưỡng hợp lý.
- Chiến thuật phân bổ trong năm có thể xem xét bao gồm, (1) nhà đầu tư nên tập trung vào việc **luân chuyển giữa các nhóm ngành** bằng cách tăng tỷ trọng cổ phiếu thuộc các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ, đồng thời giảm tỷ trọng ở các nhóm cổ phiếu có tính phòng thủ cao. Ngoài ra, việc **sử dụng đòn bẩy tài chính** có thể được cân nhắc vào các giai đoạn thị trường biến động bởi những cơn gió ngược ngắn hạn để nâng cao hiệu suất đầu tư. Hơn nữa, nhà đầu tư cần thực hiện **tái cân bằng danh mục định kỳ** theo quý sau khi có báo cáo kết quả kinh doanh được đưa ra để phù hợp với định giá mới và tối ưu hóa lợi nhuận dựa trên xu hướng thị trường.
- Về chủ đề đầu tư có thể khai thác trong năm 2025, chúng tôi đề xuất danh mục đầu tư có sự kết hợp giữa cổ phiếu vốn hóa lớn và cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ để có thể tận dụng được cơ hội từ:
 - ❖ Nỗ lực cải cách môi trường chính sách của Chính phủ giúp tháo gỡ điểm nghẽn của một số nhóm ngành nghề và mở ra cơ hội nâng hạng cho TTCK Việt Nam.
 - ❖ Đầu tư công tăng tốc kết hợp với đầu tư tư nhân phục hồi.
 - ❖ Tiêu dùng cải thiện khi kinh tế thế giới và trong nước phục hồi và tăng trưởng.
- Đối với cổ phiếu danh mục cổ phiếu đề xuất, nhóm top cổ phiếu được chúng tôi lựa chọn cho năm 2025 bao gồm: **ACB** (GTM: 32.500 VNĐ, +31,0%), **CTG** (GTM: 41.950 VNĐ, +16,0%), **HPG** (GTM: 35.800 VNĐ, +34,1%), **KBC** (GTM: 40.600 VNĐ, +47,1%), **REE** (GTM: 84.300 VNĐ, +24,5%), **KDH** (GTM: 41.303 VNĐ, +15,2%), **VIB** (GTM: 22.300 VNĐ, +17,7%), **HSG** (GTM: 23.000 VNĐ, +22,7%), **SIP** (GTM: 97.000 VNĐ, +14,9%) và **PVT** (GTM: 34.600 VNĐ, +24,5%), và **HAH** (GTM: 58.000 VNĐ, +17,6%).

Tăng trưởng lợi nhuận là động lực cho thị trường. 2025 được kỳ vọng là năm thứ hai liên tiếp mà tăng trưởng EPS toàn thị trường duy trì ở mức cao hơn mức tăng trưởng bình quân 10 năm qua. Xu hướng này, cùng với gam màu đang dần sáng lên của vĩ mô, chúng tôi tin rằng hệ số P/E sẽ tiếp tục được tái định giá lên mức cao hơn so với định giá cuối năm 2024.

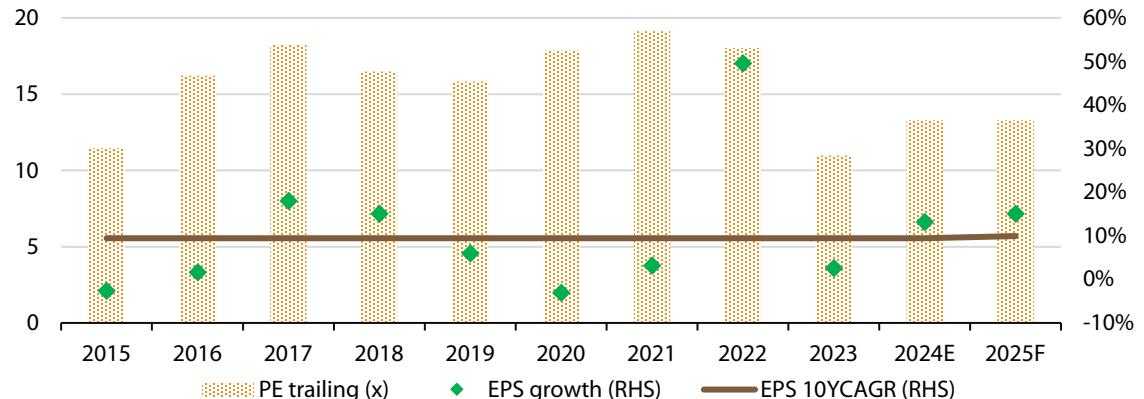
NĐT cá nhân trong nước đóng vai trò chủ đạo trong phần lớn thời gian. Nhưng **sự trở lại của NĐT nước ngoài sẽ là chất xúc tác mang lại những phiên tăng điểm mạnh mẽ cho chỉ số.** Chúng tôi kỳ vọng nửa cuối năm sẽ là giai đoạn thăng hoa của thị trường.

Lượng TPĐN của DN BDS đáo hạn vẫn cao trong năm 2025



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Hệ số P/E còn dư địa tái định giá theo đà tăng trưởng của EPS



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

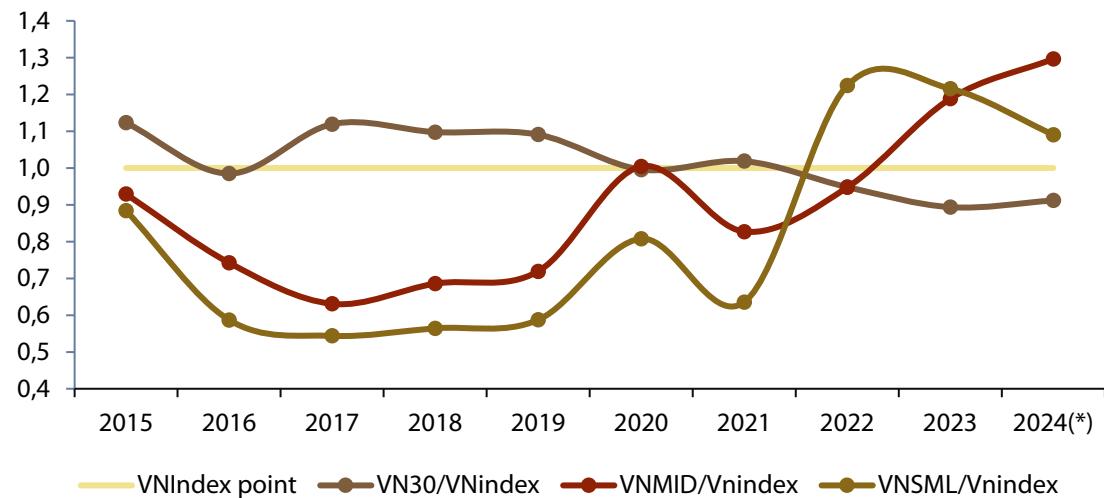
Ngoại trừ giai đoạn 2011 – 2012 là giai đoạn thị trường tài chính toàn cầu rơi vào khủng hoảng, tỷ lệ sở hữu NĐT nước ngoài hiện tại đã về mức thấp nhất trong nhiều năm. Chúng tôi cho rằng áp lực từ NĐT nước ngoài sẽ không còn lớn trong năm 2025.



Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

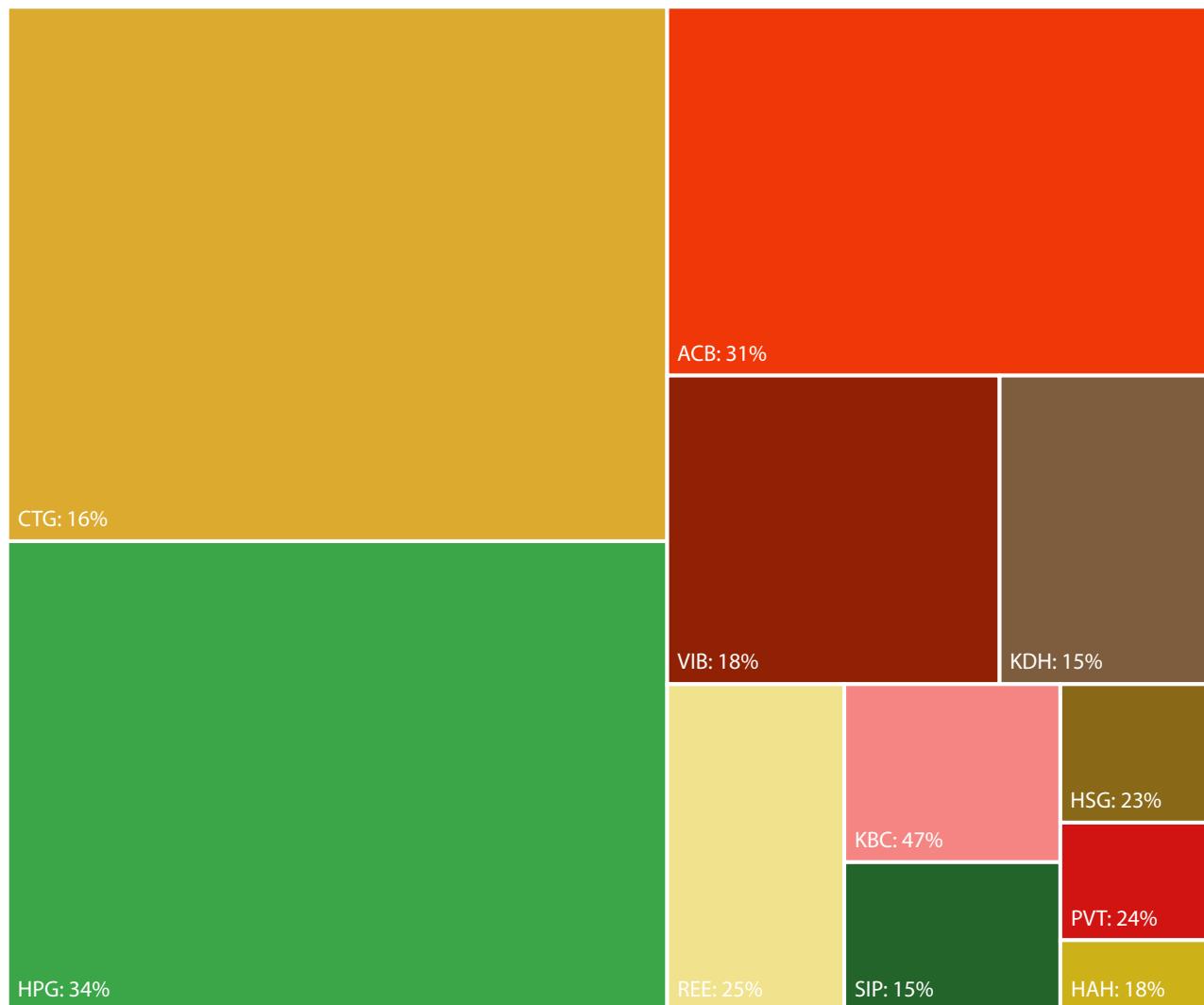
Định giá P/E của nhóm VN30 duy trì mức thấp so với định giá VNIndex năm thứ ba liên tiếp



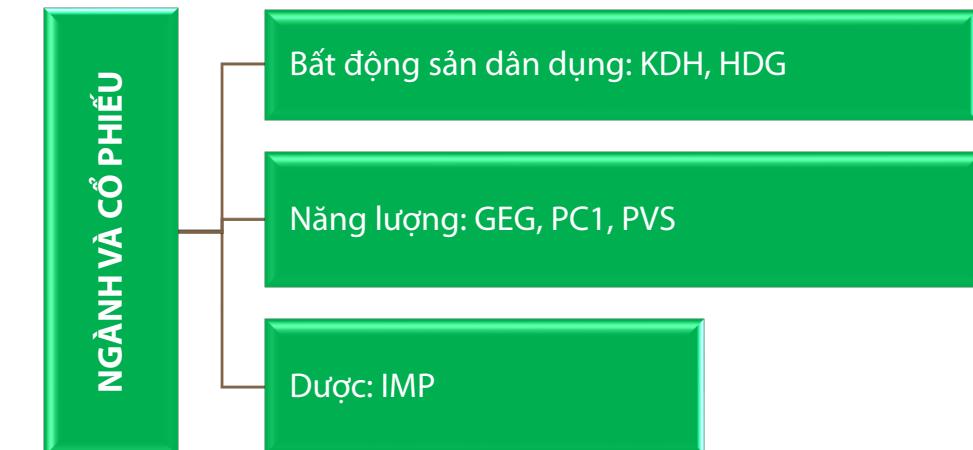
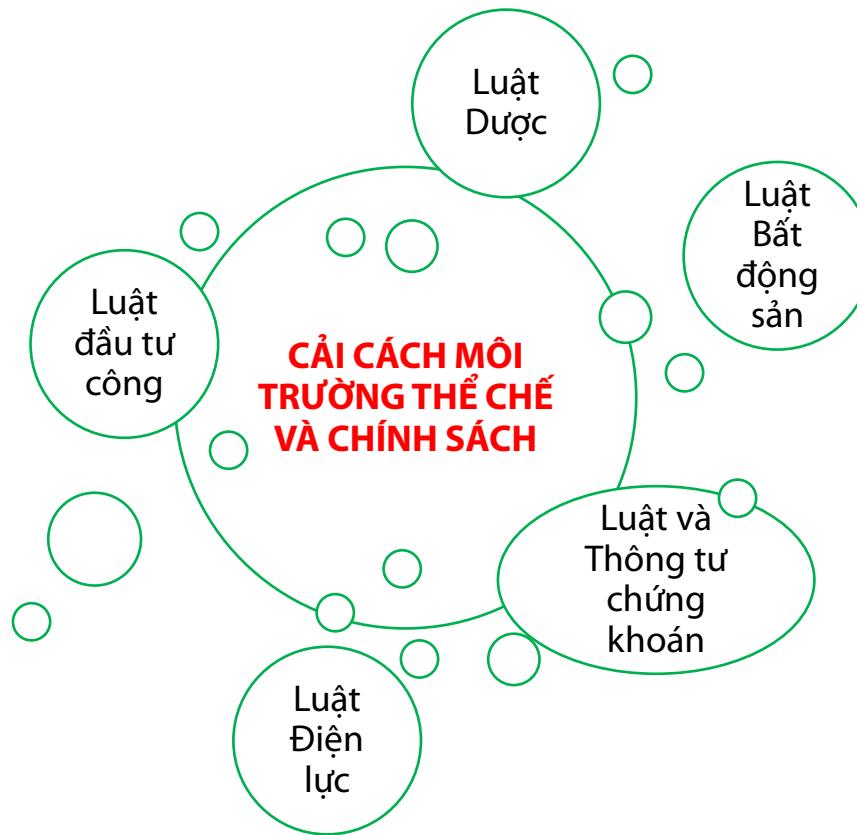
Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi đề xuất danh mục đầu tư có sự kết hợp giữa cổ phiếu vốn hóa lớn và cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ để có thể tận dụng được cơ hội từ: (1) Nỗ lực cải cách môi trường chính sách của Chính phủ, mở ra cơ hội nâng hạng cho TTCK Việt Nam, (2) Đầu tư công tăng tốc trong khi đầu tư tư nhân phục hồi, và (3) Tiêu dùng cải thiện khi kinh tế thế giới và trong nước phục hồi và tăng trưởng.

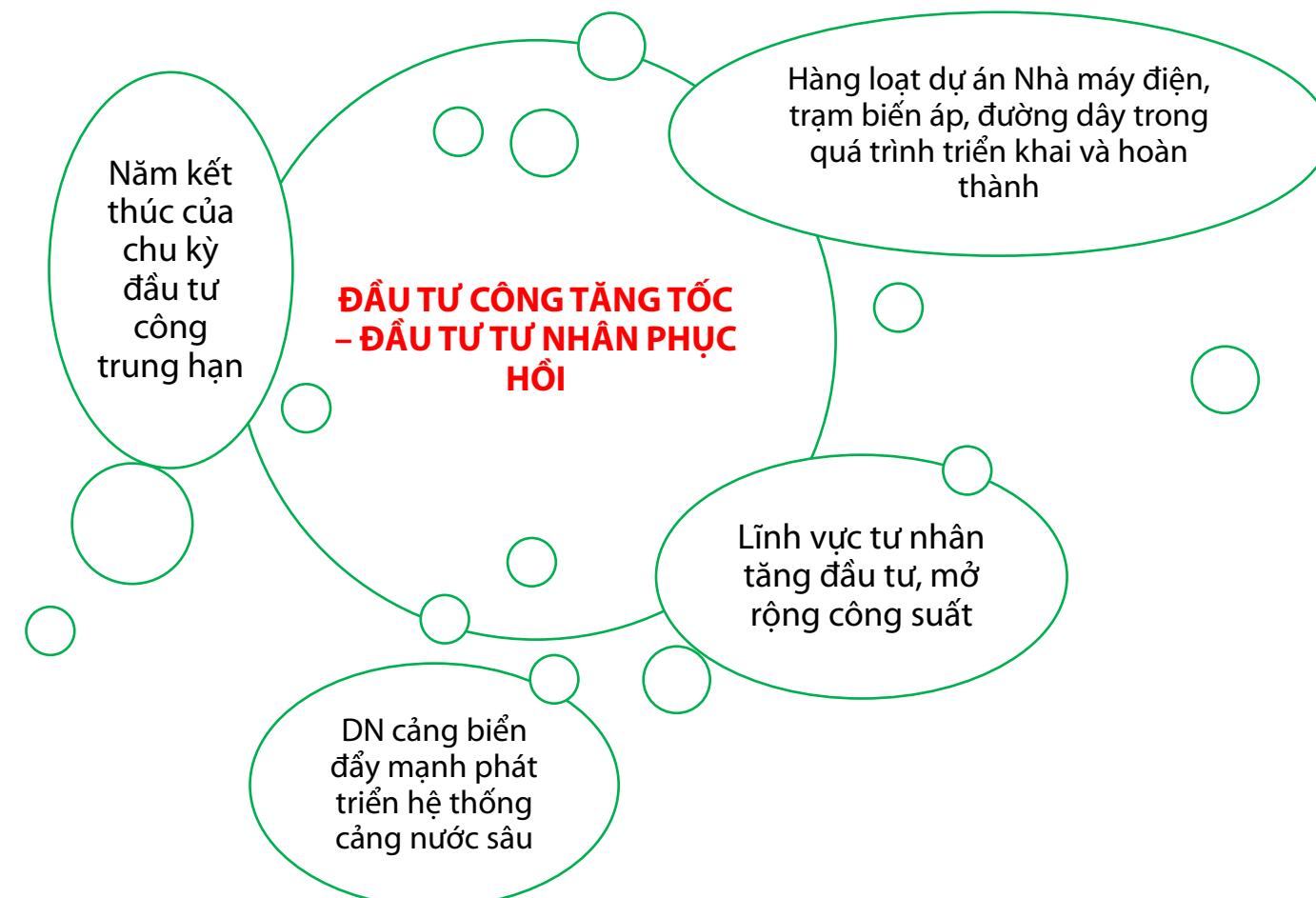
Danh mục cổ phiếu lựa chọn năm 2025 của Rồng Việt



Nguồn: CTCK Rồng Việt | Kích thước ô vuông: quy mô vốn hóa thị trường | %: mức sinh lời kỳ vọng 12 tháng tới



| Lĩnh vực | Vấn đề chính |
|--------------|--|
| Bất động sản | <ul style="list-style-type: none"> Luật Đất đai, Luật nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản Nghị quyết của Quốc hội về thí điểm làm dự án nhà ở thương mại qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất, thời hạn trong 5 năm. Cụ thể, nhà đầu tư được thực hiện dự án nhà ở thương mại với đất nông nghiệp, phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở và đất khác trong cùng thửa với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất. Bảng giá đất mới giúp rút ngắn thời gian đền bù và tính tiền sử dụng đất giúp nhiều dự án mới được triển khai và các dự án bị tạm dừng trước đó được tái khởi động. |
| Ngành điện | <p>Luật điện lực sửa đổi từng bước hiện thực hóa mục tiêu của Quy hoạch điện VIII:</p> <ul style="list-style-type: none"> Luật hóa cơ chế giá điện hai thành phần và hợp đồng tương lai DPPA Tạo hành lang pháp lý cho các dự án truyền tải điện, Ưu tiên phát triển năng lượng tái tạo, điện gió ngoài khơi và LNG, đưa tổng công suất NLTT lên mức 30,9 – 39,2% đến năm 2030 Bổ sung các giải pháp tạo nguồn vốn và huy động vốn đầu tư phát triển ngành điện tại Quy hoạch điện VIII nhằm khuyến khích tư nhân tham gia đầu tư các dự án điện. |
| Ngành dược | <ul style="list-style-type: none"> Luật dược sửa đổi bổ sung tạo khung pháp lý minh bạch, rõ ràng, cụ thể hơn, theo hướng 1) đảm bảo sức khỏe cho toàn dân, 2) quyền tiếp cận thuốc với giá hợp lý, 3) ưu tiên phát triển ngành công nghiệp dược trong nước, và 4) hỗ trợ các sản phẩm dược nội địa chất lượng cao. Tác động bao trùm là hỗ trợ hoạt động kinh doanh ngành dược. Cuộc đua "lên chuẩn" sẽ tiếp tục là định hướng chiến lược của nhiều doanh nghiệp trong ngành. Luật BHYT sửa đổi bổ sung có các tác động: 1) mở rộng quyền lợi của người tham gia BHYT và 2) tăng mức phân bổ cho hoạt động khám, chữa bệnh. Nhờ đó mở rộng độ phủ BHYT, gia tăng doanh thu dược phẩm kênh ETC |
| Thuế | <ul style="list-style-type: none"> Luật thuế giá trị gia tăng sửa đổi, luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các luật về thuế Luật thuế thu nhập doanh nghiệp, thuế tiêu thụ đặc biệt (sửa đổi) dự kiến sẽ được thông qua trong kỳ họp thứ 9 (T5/2025) |



Thép: Các doanh nghiệp đang và sẽ đầu tư mở rộng công suất

| Công ty Dự án | Quy mô/Công suất | Tổng mức đầu tư (tỷ đồng) | Thời gian triển khai |
|---------------|---|--------------------------------------|--|
| HPG | Khu Liên hợp Gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 | 5,6 triệu tấn thép cuộn cán nóng/năm | 85.000 Phân kỳ 1: Đầu 2025; Phân kỳ 2: Cuối 2025 |
| GDA | Nhà máy thép lá mạ Phú Mỹ | 1,2 triệu tấn/năm | 7.000 Giai đoạn 1: Quý 2-3/2026 |
| NKG | Nhà máy Tôn Nam Kim Phú Mỹ | 1,2 triệu tấn/năm | 4.500 Triển khai trong 2025-2026 |

Hạ tầng: Các dự án dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026

| Dự án | Tình trạng hiện tại |
|----------------------------------|---|
| Cao tốc Bắc – Nam (giai đoạn 02) | <ul style="list-style-type: none"> Các địa phương bàn giao 99% mặt bằng thi công Sản lượng thực hiện các dự án đạt 60,8% giá trị hợp đồng |
| Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu | <ul style="list-style-type: none"> Thành phần 1&2 (Qua Đồng Nai): Đang bàn giao mặt bằng Thành phần 3 (Qua Vũng Tàu): bàn giao hoàn toàn mặt bằng, khối lượng thi công đạt 51% giá trị công trình |
| Vành đai 03 – TP.HCM | <ul style="list-style-type: none"> Giá trị thi công tại TP.HCM, Long An, Bình Dương lần lượt đạt 16%, 45% và 13% tổng giá trị. |
| Sân bay Long Thành | <ul style="list-style-type: none"> 3/4 dự án thành phần đang phù hợp tiến độ, dự kiến bàn giao trong quý 4/2025. |

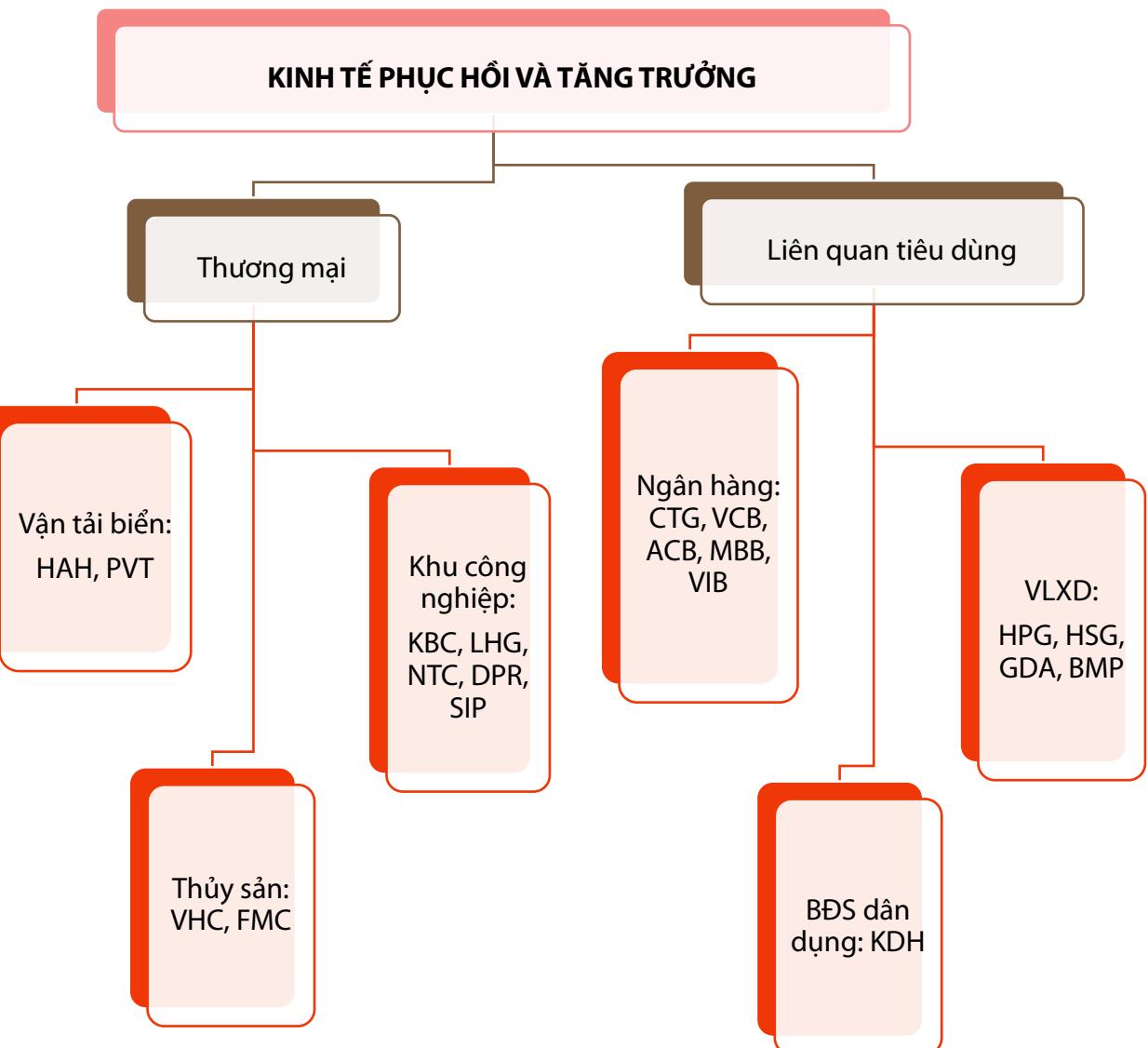
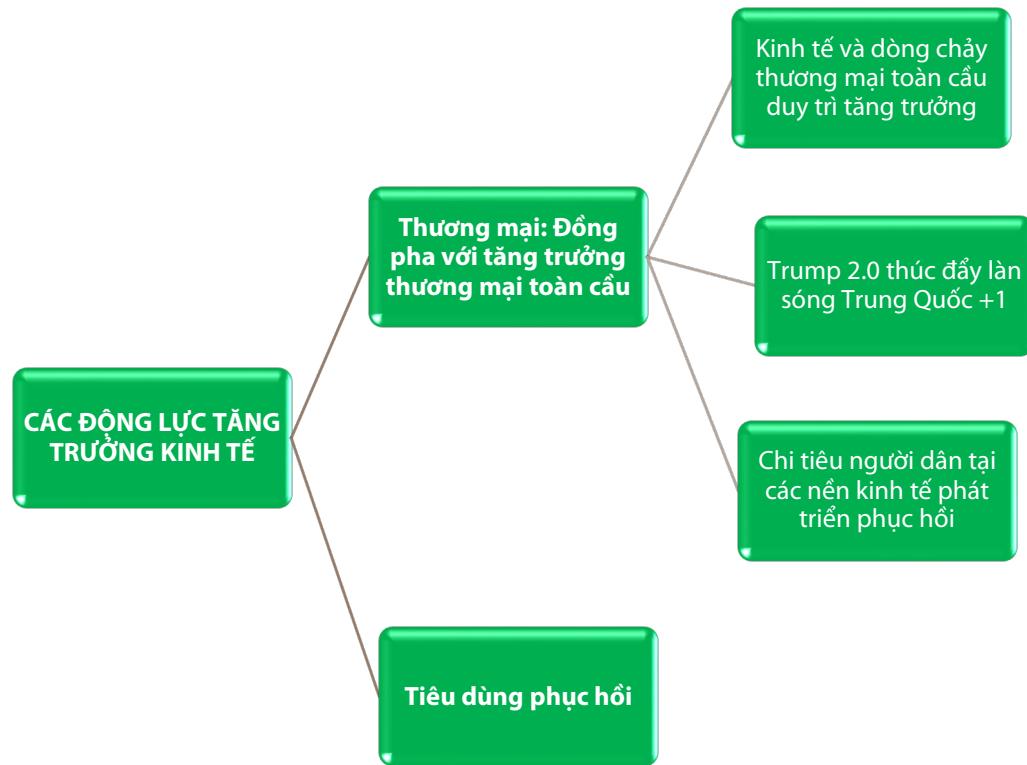
Nguồn: Website các công ty, CTCK Rồng Việt

Cảng biển: Các dự án cảng nước sâu sắp triển khai/đi vào hoạt động

| Cảng nước sâu | Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng) | Thời gian dự kiến hoàn thành | Công suất thiết kế (Triệu TEU) |
|----------------------|---------------------------|------------------------------|--------------------------------|
| Liên Chiểu - Đà Nẵng | 3.420 | Q4-FY25 | 2,5 |
| Lạch Huyện bến 3&4 | 6.946 | Q1 - FY25 | 1,1 |
| Lạch Huyện bến 5&6 | 8.950 | Q1 - FY25 | N/A |
| Gemalink GĐ 2A | 3.700 | Q2-FY26 | 0,6 |

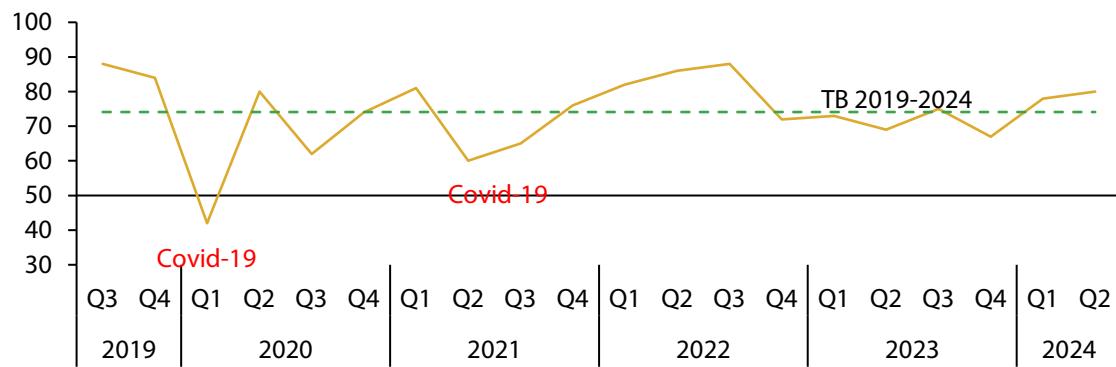
Vận tải biển: Các hãng vận tải đầu tư và trẻ hóa đội tàu

| Công ty | Kế hoạch đầu tư | Chi tiết |
|---|---------------------------------|---|
| Tổng Công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí (PVTrans) | Mở rộng đội tàu lên 82 phần | <ul style="list-style-type: none"> Giai đoạn 2024-2025: Đầu tư 819 triệu USD Năm 2024: Đầu tư 492 triệu USD cho 21 tàu mới, bao gồm 13 tàu chở dầu/hóa chất, 4 tàu chở LPG, 4 tàu hàng rời |
| Công ty Cổ phần Vận tải Biển Việt Nam (Vosco) | Đầu tư 10 tàu mới | <ul style="list-style-type: none"> Mua 1 tàu hàng rời Supramax (56.000-58.000 DWT) Đóng mới 4 tàu Ultramax (62.000-66.000 DWT) Đóng mới 4 tàu dầu sản phẩm cỡ MR (khoảng 50.000 DWT) |
| Công ty Cổ phần Vận tải Biển Global Pacific (PCT) | Đóng mới 4 tàu chở dầu/hóa chất | <ul style="list-style-type: none"> Trọng tải mỗi tàu khoảng 25.900 DWT Tổng vốn đầu tư hơn 192,6 triệu USD (khoảng 4.900 tỷ đồng) |



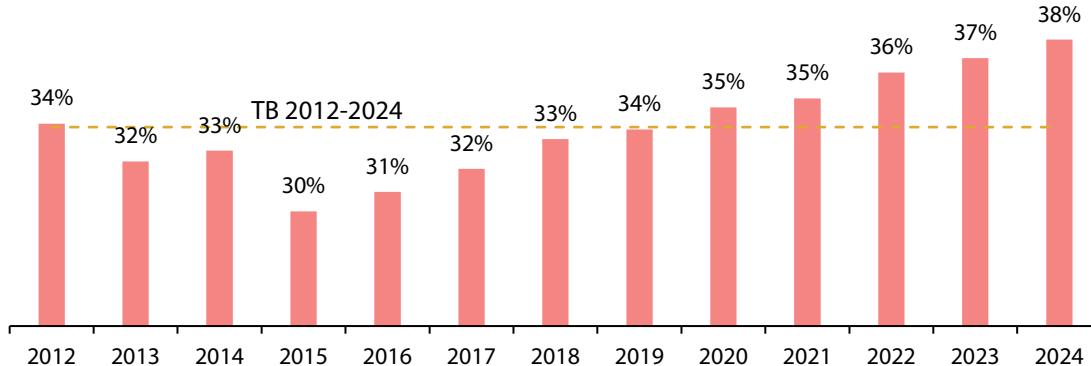
Lạm phát được kiểm soát và môi trường lãi suất thấp sẽ là yếu tố thúc đẩy cầu tiêu dùng trong năm 2025.

Mức độ lạc quan của người tiêu dùng về nền kinh tế trong tương lai



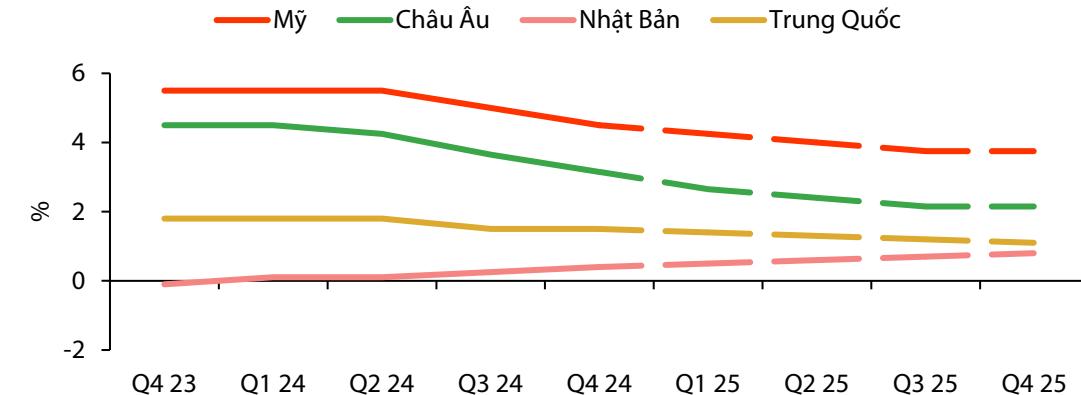
Nguồn: Kantar, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ tiết kiệm/GDP đang ở mức cao nhất trong giai đoạn 2012-24



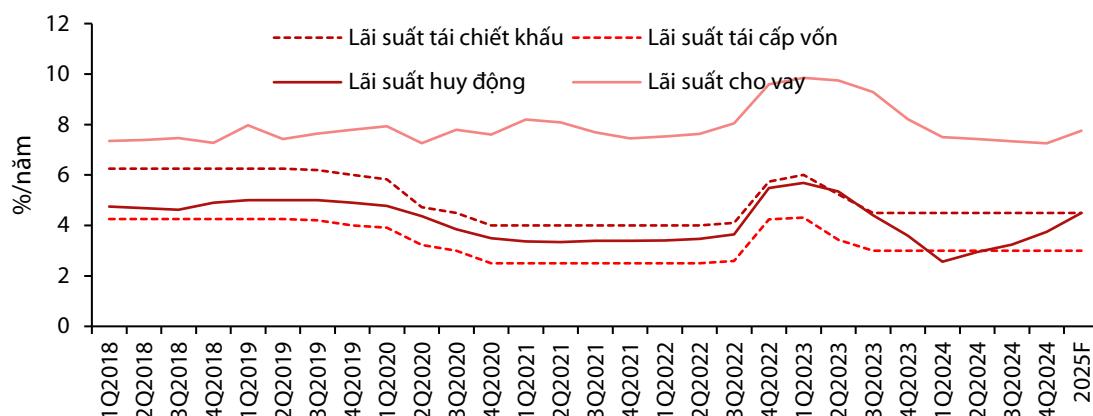
Nguồn: CEIC, CTCK Rồng Việt, 2024: ước tính của CTCK Rồng Việt

Xu hướng lãi suất của các NHTW toàn cầu



Nguồn: Bloomberg CTCK Rồng Việt

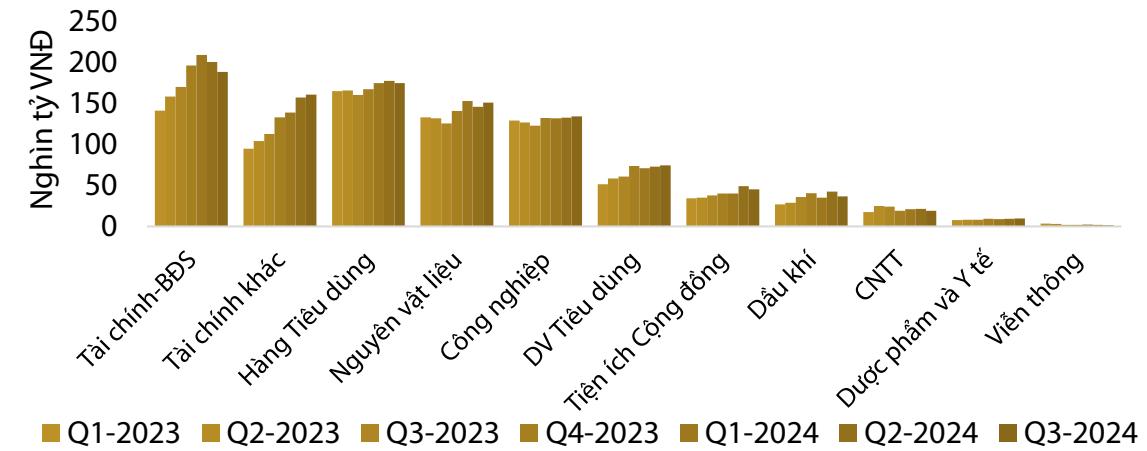
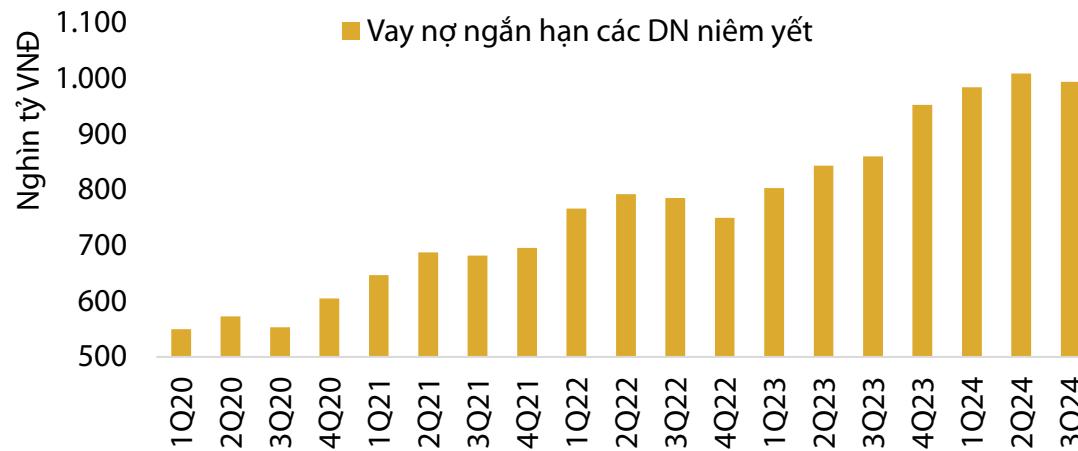
Các mức lãi suất giai đoạn 2018-2024 và dự báo năm 2025



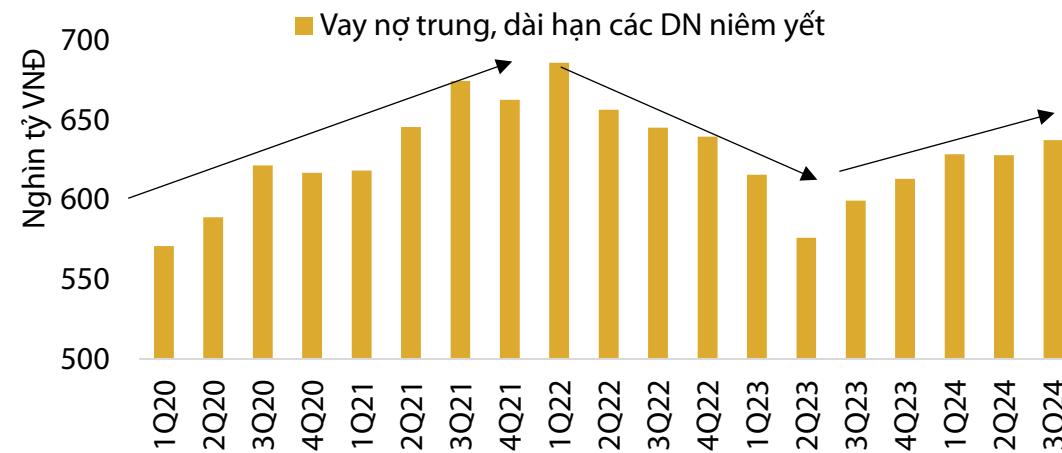
Nguồn: IMF, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

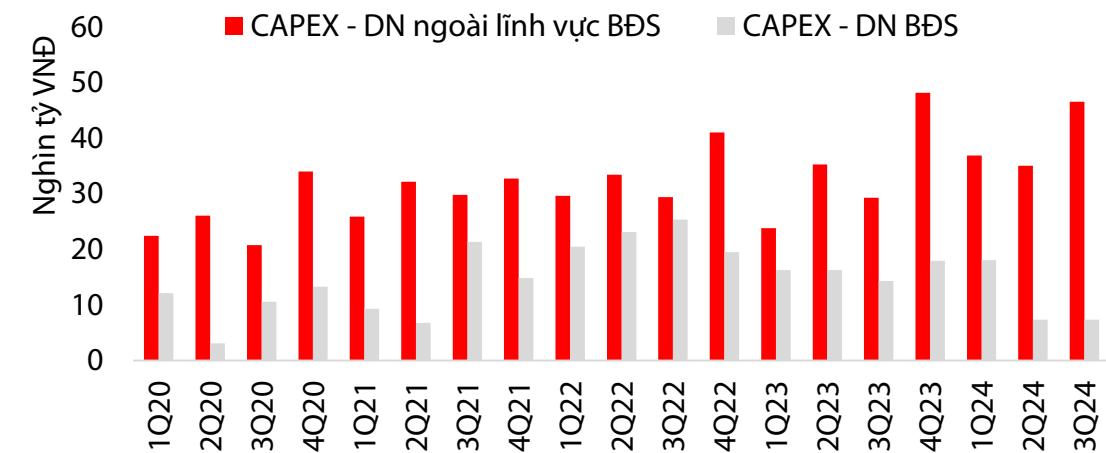
Nhu cầu vốn tín dụng ngắn hạn của các doanh nghiệp niêm yết vẫn tương đối khả quan, được hỗ trợ bởi nhu cầu tái cấu trúc nợ của DN BĐS và nhu cầu vốn lưu động của các DN sản xuất khác



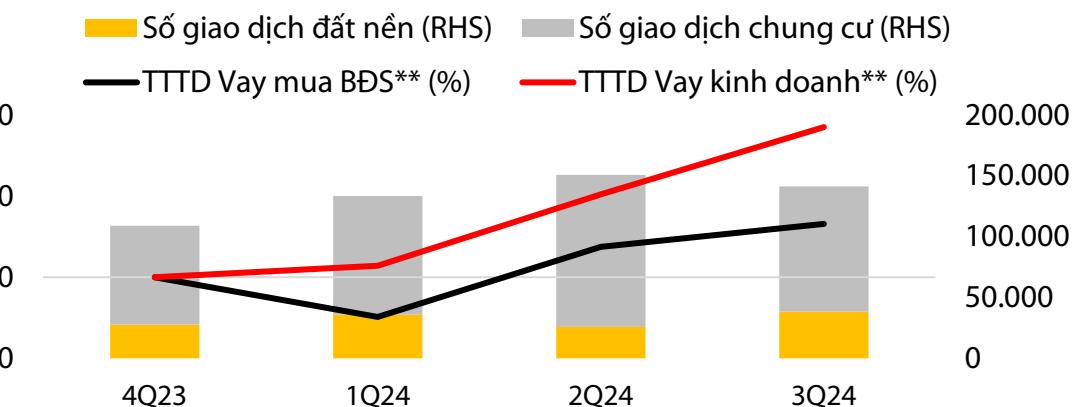
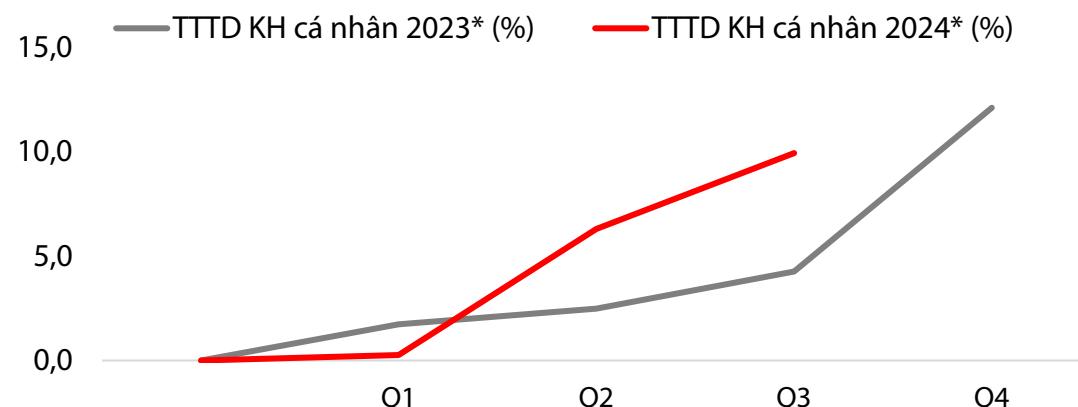
Nhu cầu vốn tín dụng trung, dài hạn dự báo tiếp tục xu hướng tăng nhờ lãi suất cho vay giảm, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp tiếp cận vốn đầu tư mở rộng sản xuất



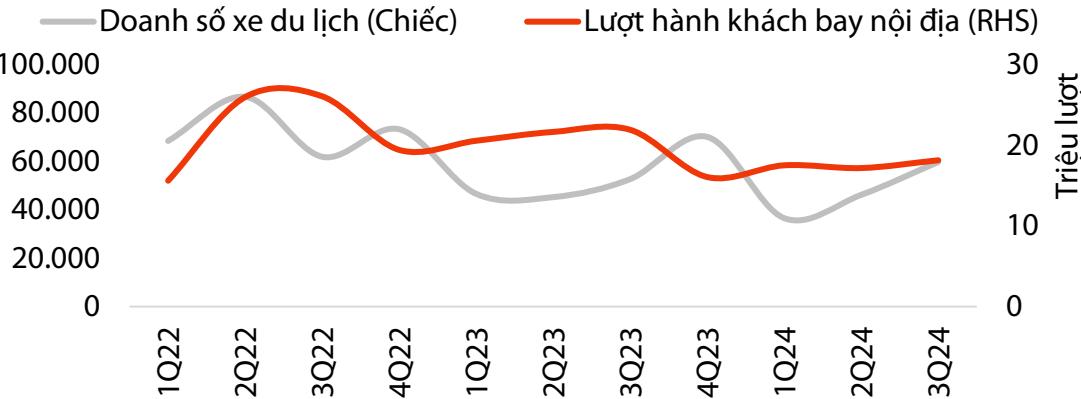
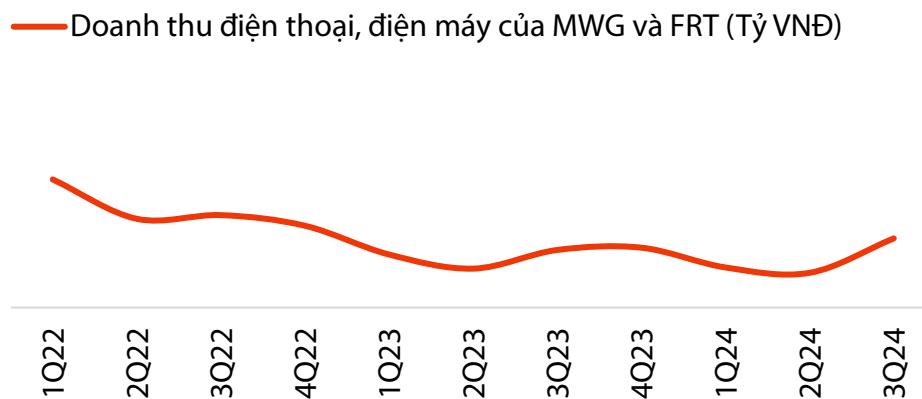
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM, CTCK Rồng Việt



Tín dụng KH cá nhân đã có sự cải thiện về tăng trưởng so với năm 2023 nhưng động lực vẫn đến từ cho vay kinh doanh, trong khi cho vay tiêu dùng và mua BĐS (có NIM cao hơn) lại chưa phục hồi quá rõ rệt

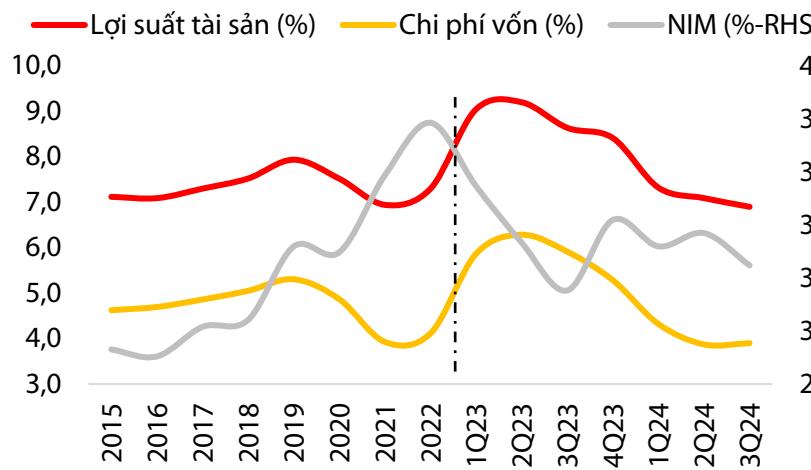


Chi tiêu không thiết yếu đã tạo đáy và đang cải thiện với tốc độ chậm, một phần nhờ các chính sách tài khóa (giảm VAT, giảm phí trước bạ ô tô,...), phản ánh tăng trưởng thu nhập khả dụng của người dân vẫn chưa thực sự khởi sắc

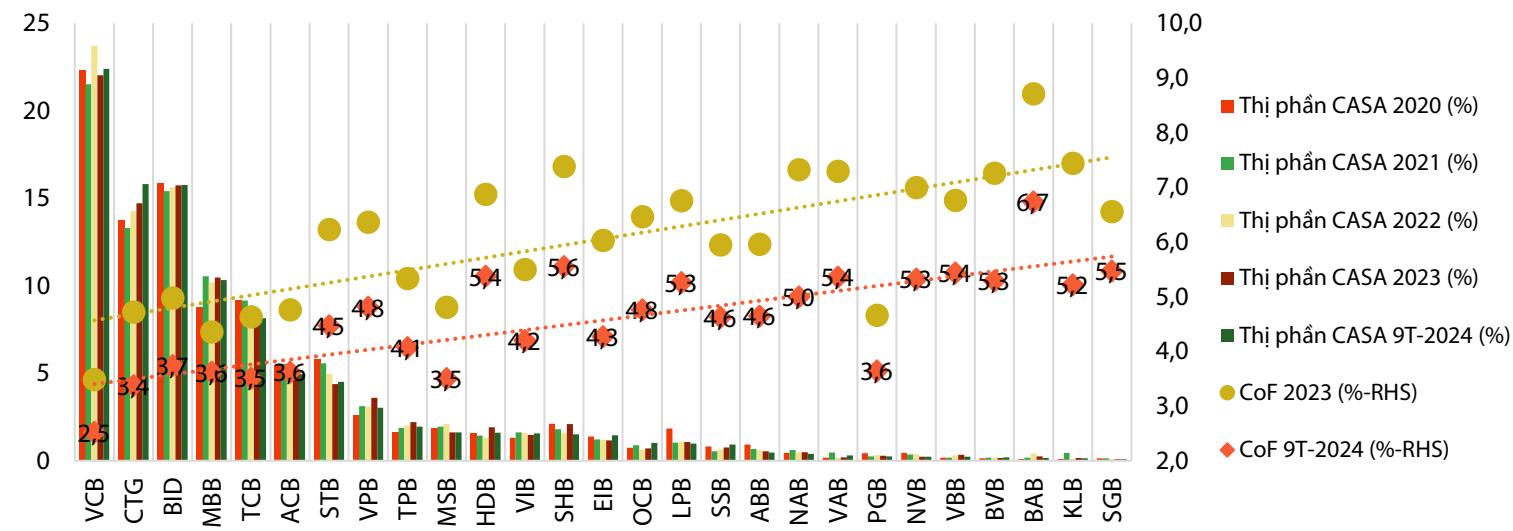


Nguồn: BCTC các ngân hàng, Bộ xây dựng, VAMA, ACV, MWG, FRT, CTCK Rồng Việt * BCTC 19 ngân hàng công bố cho vay KH cá nhân ** Gồm BID, CTG, VCB, TCB, HDB, VIB

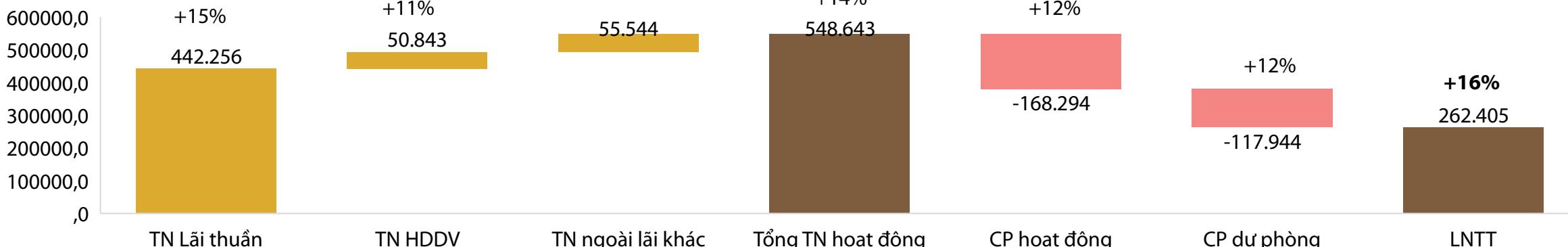
Chi phí vốn nhiều khả năng tăng nhanh hơn lợi suất tài sản trong 2025



Các ngân hàng quốc doanh gia tăng thêm thị phần CASA trong 9T-2024, dẫn đầu về chi phí vốn rẻ



Các cấu phần thu nhập và chi phí năm 2025 của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi* (%)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt * VCB, BID, CTG, MBB, TCB, ACB, VPB, HDB, VIB, OCB

Doanh nghiệp được lựa chọn cho năm 2025 của Rồng Việt

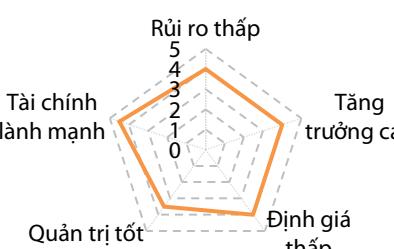
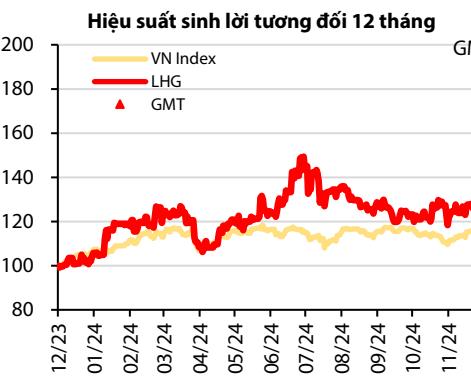
| Mã CP | VHTT (tỷ đồng) | GTKL BQ3T (tr.Đ) | P/E hiện tại (x) | P/E fwd 2025 (x) | P/B hiện tại (x) | ROE trượt 4Q (%) | GMT | Giá thị trường ngày 20/12 | Mức sinh lời kỳ vọng (%) | 2024E | | | 2025F | | | Tăng trưởng doanh thu | | Tăng trưởng LNST-CĐM | |
|-------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------|---------------------------|--------------------------|-----------|----------|--------|-----------|----------|--------|-----------------------|-------|----------------------|-------|
| | | | | | | | | | | Doanh thu | LNST-CĐM | EPS | Doanh thu | LNST-CĐM | EPS | 2024E | 2025F | 2024E | 2025F |
| LHG | 1.820 | 4.779 | 9,1 | 7,6 | 1,1 | 12,5 | 54.000 | 36.400 | 53,6 | 412 | 169 | 3.385 | 582 | 240 | 4.795 | 4,5 | 41,2 | 1,9 | 41,7 |
| KBC | 21.186 | 137.263 | 50,3 | 7,5 | 1,1 | 2,3 | 40.600 | 27.600 | 47,1 | 3.922 | 683 | 890 | 7.103 | 2.842 | 3.700 | -30,2 | 81,1 | -66,4 | 315,9 |
| GDA | 3.111 | 4.881 | 9,1 | 7,6 | 0,8 | 9,0 | 38.700 | 27.127 | 46,3 | 19.051 | 391 | 3.308 | 19.735 | 420 | 3.580 | 9,3 | 3,6 | 37,7 | 7,4 |
| ACB | 110.773 | 190.275 | 6,8 | 5,7 | 1,4 | 21,7 | 32.500 | 24.800 | 35,1 | 33.955 | 16.739 | 3.713 | 38.599 | 19.588 | 4.344 | 3,7 | 13,7 | 4,3 | 17,0 |
| HPG | 170.780 | 536.136 | 14,0 | 8,9 | 1,5 | 11,4 | 35.800 | 26.700 | 34,1 | 142.055 | 12.349 | 1.815 | 189.733 | 20.439 | 3.004 | 19,4 | 33,6 | 80,7 | 65,5 |
| DPR | 3.302 | 14.956 | 13,0 | 11,5 | 1,3 | 10,5 | 47.100 | 38.000 | 31,8 | 1.071 | 272 | 3.126 | 1.207 | 286 | 3.292 | 2,9 | 12,7 | 31,3 | 5,3 |
| NTC | 5.017 | 2.410 | 19,1 | 18,4 | 4,3 | 24,8 | 262.000 | 209.022 | 27,3 | 257 | 251 | 10.441 | 643 | 272 | 11.348 | 9,3 | 150,1 | -16,4 | 8,7 |
| REE | 31.888 | 40.401 | 17,5 | 13,3 | 1,8 | 10,3 | 84.300 | 67.700 | 26,0 | 8.130 | 1.812 | 3.809 | 9.269 | 2.428 | 5.104 | -5,1 | 14,0 | -17,2 | 34,0 |
| PVT | 9.897 | 48.743 | 8,9 | 7,6 | 1,3 | 15,3 | 34.600 | 27.800 | 25,5 | 12.001 | 1.223 | 3.297 | 13.511 | 1.350 | 3.641 | 25,6 | 12,6 | 25,8 | 10,4 |
| HSG | 11.643 | 147.118 | 22,7 | 14,8 | 1,1 | 4,6 | 23.000 | 18.750 | 25,3 | 39.270 | 510 | 828 | 43.331 | 838 | 1.265 | 24,1 | 10,3 | 1.599,1 | 64,4 |
| VIB | 56.454 | 206.152 | 7,8 | 6,5 | 1,4 | 18,6 | 22.300 | 18.950 | 23,0 | 20.556 | 7.146 | 2.376 | 24.534 | 8.705 | 2.895 | -7,2 | 19,4 | -16,5 | 21,8 |
| HAH | 5.982 | 116.795 | 13,8 | 9,7 | 2,0 | 15,5 | 58.000 | 49.300 | 17,6 | 3.759 | 544 | 3.635 | 4.176 | 749 | 5.067 | 43,9 | 11,1 | 41,3 | 37,7 |
| VCB | 516.991 | 128.977 | 14,9 | 13,4 | 2,7 | 19,4 | 108.100 | 92.500 | 16,9 | 70.295 | 35.550 | 5.867 | 79.121 | 41.921 | 6.919 | 3,8 | 12,6 | 7,6 | 17,9 |
| GEG | 4.121 | 3.974 | 36,2 | 12,1 | 1,1 | 3,1 | 13.400 | 11.500 | 16,5 | 2.351 | 179 | 441 | 2.402 | 288 | 947 | 8,7 | 2,2 | 30,4 | 60,8 |
| PC1 | 8.154 | 39.707 | 17,4 | 15,9 | 1,5 | 8,9 | 26.500 | 22.800 | 16,2 | 9.596 | 486 | 1.345 | 9.144 | 518 | 1.435 | 23,0 | -4,7 | 255,7 | 6,6 |
| SIP | 17.769 | 41.939 | 14,9 | 14,4 | 4,2 | 30,5 | 97.000 | 84.400 | 16,1 | 7.587 | 1.103 | 5.458 | 8.334 | 1.181 | 5.847 | 13,6 | 9,8 | 19,0 | 7,1 |
| CTG | 194.125 | 221.208 | 9,0 | 8,2 | 1,4 | 16,3 | 41.950 | 36.150 | 16,0 | 80.010 | 22.212 | 3.715 | 90.519 | 26.337 | 4.405 | 13,2 | 13,1 | 11,1 | 18,6 |
| GMD | 26.909 | 66.170 | 15,1 | 23,0 | 3,0 | 14,8 | 73.100 | 65.000 | 15,5 | 4.694 | 1.688 | 3.752 | 4.621 | 1.270 | 2.823 | 22,1 | -1,6 | -24,0 | -24,8 |
| KDH | 36.249 | 90.089 | 68,9 | 43,8 | 2,2 | 3,3 | 41.303 | 35.850 | 15,2 | 4.523 | 1.058 | 979 | 4.440 | 885 | 819 | 116,0 | -1,8 | 47,5 | -16,4 |
| VHC | 16.452 | 49.080 | 19,2 | 10,3 | 1,9 | 10,2 | 78.000 | 73.300 | 6,4 | 12.506 | 1.198 | 5.336 | 14.047 | 1.601 | 7.131 | 24,6 | 12,3 | 33,6 | 33,6 |
| HDG | 10.157 | 98.043 | 14,3 | 10,3 | 1,6 | 11,7 | 30.900 | 30.200 | 4,0 | 2.485 | 762 | 2.186 | 2.986 | 1.025 | 2.939 | -13,8 | 20,2 | 7,1 | 34,5 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MUA: 48%

GTT: 36.400

GMT: 54.000



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Ngành | Bất động sản |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 1.820 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 50 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 128 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 5 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 31 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 29,3 - 44 |

TÀI CHÍNH

| | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 395 | 412 | 582 |
| LNST (tỷ đồng) | 166 | 169 | 240 |
| ROA (%) | 5,5 | 5,4 | 7,2 |
| ROE (%) | 10,6 | 10,1 | 12,8 |
| EPS (đồng) | 3.323 | 3.385 | 4.795 |
| GTSS (đồng) | 31.885 | 35.227 | 39.948 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.900 | 1.900 | 1.900 |
| P/E (x) | 9,1 | 10,8 | 7,6 |
| P/B (x) | 1,0 | 1,0 | 0,9 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh cho thuê đất tại KCN Long Hậu 03 kỳ vọng hồi phục

- Hoạt động cho thuê đất với KCN Long Hậu 03 (LH03), giai đoạn 2023-2024, trễ lảng do 1/ Khó khăn trong việc GPMB (diện tích phần lớn thuộc về các hộ dân không đồng ý với phương án bồi thường) và 2/ Tính tiền sử dụng đất và để đủ diện tích liền thửa bàn giao cho khách hàng (hiện Công ty đã hoàn thành 7 đợt giao đất với tổng diện tích đạt 109ha). Chúng tôi kì vọng trong năm 2025, khi nút thắt về GPMB được tháo gỡ, doanh nghiệp sẽ: 1/ Hoàn thành GPMB với phần diện tích còn lại (thu hồi ~4ha diện tích đất), và 2/ Hoàn thành việc tính tiền sử dụng đất và giao đất đợt 8. Theo đó, Công ty có diện tích liền thửa tại KCN LH03 để bàn giao cho khách hàng.
- Trong kịch bản thận trọng, chúng tôi kỳ vọng phần diện tích 4ha (đã có khách thuê trong năm 2024) sẽ có thể ghi nhận doanh thu trong 2025, tương ứng doanh thu từ cho thuê đất KCN đạt 262 tỷ đồng (+173%YoY, với giá thuê trung bình ở USD250/m2/chu kỳ thuê).

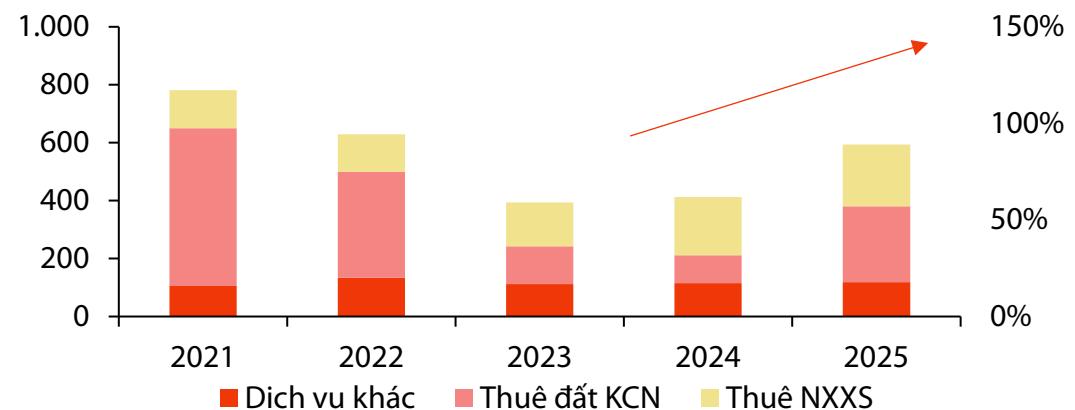
Dòng tiền ổn định từ cho thuê nhà xưởng xây sẵn (NXXS)

- Với lợi thế từ: 1/ Kinh nghiệm khai thác NXXS, với tổng diện tích khai thác trên 12ha, 2/ Quy mô NXXS trung bình ở 3.000m2, phù hợp với khách hàng mục tiêu (doanh nghiệp trong lĩnh vực chế biến thực phẩm), LHG duy trì được tỷ lệ đầy trên 90% tại các NXXS, tương đương dòng tiền trung bình mang về đạt 200 tỷ đồng/năm (tương đương tỷ suất cho thuê ở ~20%).
- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng công ty tiếp tục: 1/ Đầu tư xây dựng NX cao tầng tại KCN LH1 (diện tích thương phẩm 26.000m2), 2/ Mở rộng thêm 10.000m2 nhà khi xây sẵn ở KCN LH3; qua đó tổng diện tích NXXS của doanh nghiệp có thể đạt 16ha (+33%YoY), đem lại tiềm năng về tăng trưởng dòng tiền trong giai đoạn 2026 trở về sau.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: KCN An Định (200ha, chưa nằm trong mô hình định giá) được phê duyệt chủ trương đầu tư sớm hơn kỳ vọng

Doanh thu của LHG giai đoạn 2021-2025 (tỷ đồng) – Kì vọng KQKD hồi phục, từ đẩy mạnh kinh doanh KCN LH3



Tổng hợp diện tích giao đất của KCN LH3 từ giai đoạn 2019-2025

| Đợt | Thời gian | Diện tích (ha) |
|-------------|------------------|-----------------------|
| 1-5 | 2017-2020 | 95,7 |
| 6 | 2021 | 7,5 |
| 7 | 2024 | 5,7 |
| 8 | 2025 (dự phóng) | 5,9 |
| Tổng | | 114,8 |

Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Hiện trạng khu công nghiệp Long Hậu 03 (giai đoạn 01, 124ha), với phần diện tích đã có khách hàng quan tâm

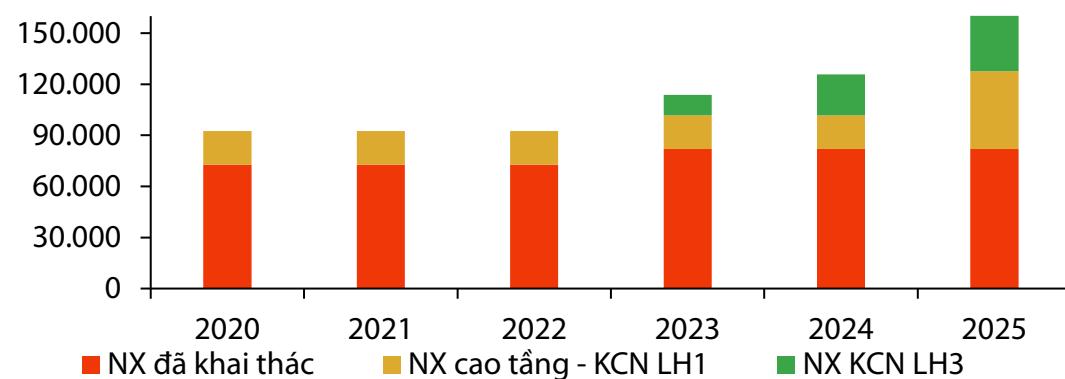


Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Các NXXS tại KCN LH03, với diện tích trung bình 3.000m2 và giá thuê USD 5/m2/tháng



Diện tích NXXS cho thuê giai đoạn 2020-2025 (m²)



Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá LHG

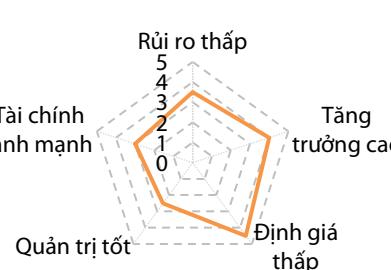
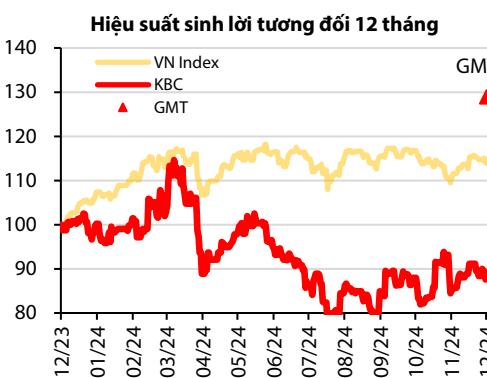
| Tài sản | % sở hữu | Phương pháp | Định giá (tỷ đồng) |
|---------------------------------|----------|-------------|--------------------|
| KCN LH03 | 100% | DCF | 876 |
| NXXS | 100% | DCF | 875 |
| Dịch vụ KCN | 100% | P/E (7.0x) | 254 |
| Tổng | | | 2.005 |
| (+) Tiền & tương đương tiền | | | 70 |
| (+) Đầu tư ngắn hạn | | | 885 |
| (+) Khoản đầu tư khác | | | 202 |
| (-) Nợ | | | (194) |
| (-) Nghĩa vụ khác | | | (280) |
| Giá trị TS ròng | | | 2.689 |
| Số lượng CP lưu hành (triệu CP) | | | 50,0 |
| Giá mục tiêu (đồng) | | | 54.000 |

Nguồn: LHG, CTCK Rồng Việt

MUA: 47%

GTT: 27.600

GMT: 40.600



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Ngành | Bất động sản |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 21.186 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 768 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 4.763 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 133 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 30 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 24,2 - 36,3 |

TÀI CHÍNH

| | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 5.618 | 3.922 | 7.103 |
| LNST-CĐM (tỷ đồng) | 2.031 | 683 | 2.842 |
| ROA (%) | 5,9 | 1,7 | 6,0 |
| ROE (%) | 11,9 | 3,7 | 14,0 |
| EPS (đồng) | 2.646 | 890 | 3.700 |
| GTSS (đồng) | 23.679 | 24.569 | 28.272 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 12,0 | 31,0 | 7,5 |
| P/B (x) | 1,3 | 1,1 | 1,0 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tháo gỡ những điểm nghẽn là tiền đề cho kỳ vọng hồi phục trong năm 2025

- KBC là một trong những công ty KCN niêm yết có quy mô lớn, với các dự án nằm tại các thi trường cấp I ở cả miền Bắc và miền Nam với tổng diện tích ~2.500ha, bao gồm: 1/ Miền Bắc có Nam Sơn Hợp Lĩnh (NSHL, 300ha) và Tràng Duệ 03 (TD03, 621ha, đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư); 2/ Miền Nam có Tân Phú Trung (TPT, 543ha), Tân Tập (654ha) và Lộc Giang (466ha).
- Trong năm 2024, KBC có kết quả kinh doanh kém tích cực do 1/ KCN NSHL chưa hoàn thành việc đền bù với các hộ dân, qua đó chưa đủ diện tích liên thửa để bàn giao cho nhà đầu tư, 2/ KCN Tràng Duệ 03 chưa hoàn thành phê duyệt Chủ trương đầu tư. Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng những khó khăn này sẽ được tháo gỡ trong 2025, qua đó KBC có thể đẩy mạnh việc phát triển và cho thuê tại các KCN, với tổng diện tích cho thuê có thể đạt 234ha (so với ~50ha trong năm 2024).

Kỳ vọng dòng tiền khả quan từ phát hành cổ phần riêng lẻ và chuyển nhượng dự án thành công sẽ mở khóa triển khai các dự án tiềm năng

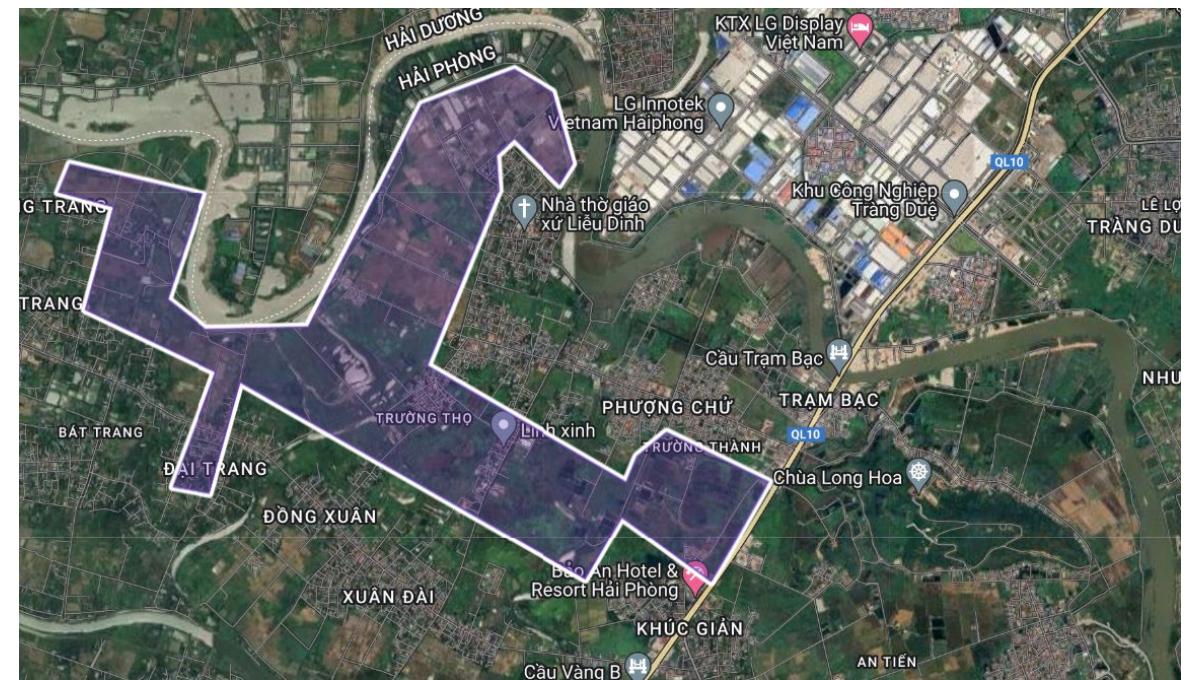
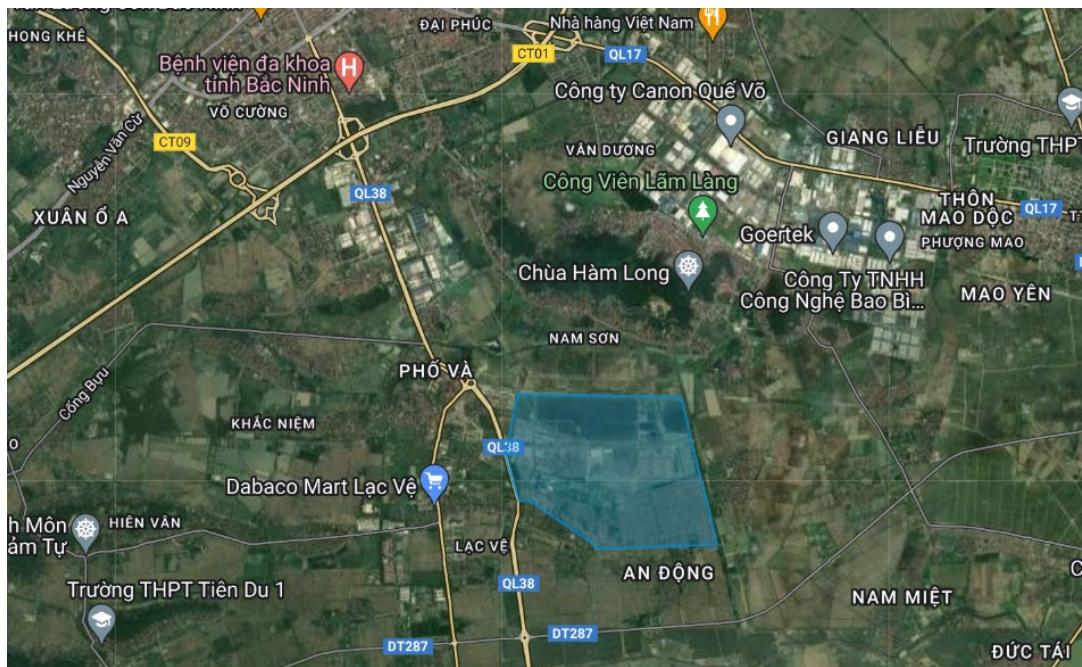
- Tổng nhu cầu vốn đầu tư giai đoạn 2025 – 26 của doanh nghiệp ước tính khoảng 17 ngàn tỷ đồng nếu muốn tập trung triển khai các dự án TD03, Tân Tập và Lộc Giang trong cùng giai đoạn. Do vậy, kế hoạch phát hành riêng lẻ (250 triệu cổ phiếu, tỷ lệ 32,6% số lượng cổ phiếu lưu hành) nếu thành công sẽ mang về số tiền ước tính ~6.000 tỷ đồng, giúp doanh nghiệp tăng năng lực thực thi các dự án.
- Ngoài ra, Khu đô thị Tràng Cát được kỳ vọng có thể hoàn thành quy hoạch 1/500 và tiền sử dụng đất trong năm 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu cùng dòng tiền đáng kể (trên 10 nghìn tỷ đồng) trong năm 2026.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ!

- Tiến độ pháp lý chậm hơn kỳ vọng, khiến việc ghi nhận doanh thu từ cho thuê đất KCN thấp hơn kỳ vọng

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2025 kỳ vọng đạt 234ha (+368%YoY), chủ yếu đến từ: 1/ 30ha (+17%YoY) tại KCN Nam Sơn Hợp Lĩnh, khi tiến độ GPMB được đẩy nhanh hơn trong năm 2025; 2/ 170ha từ KCN Tràng Duệ 03 (bao gồm 100ha đã kí MOU trong năm 2024) với kỳ vọng KCN này sẽ được phê duyệt Chủ trương đầu tư trong nửa đầu năm 2025.

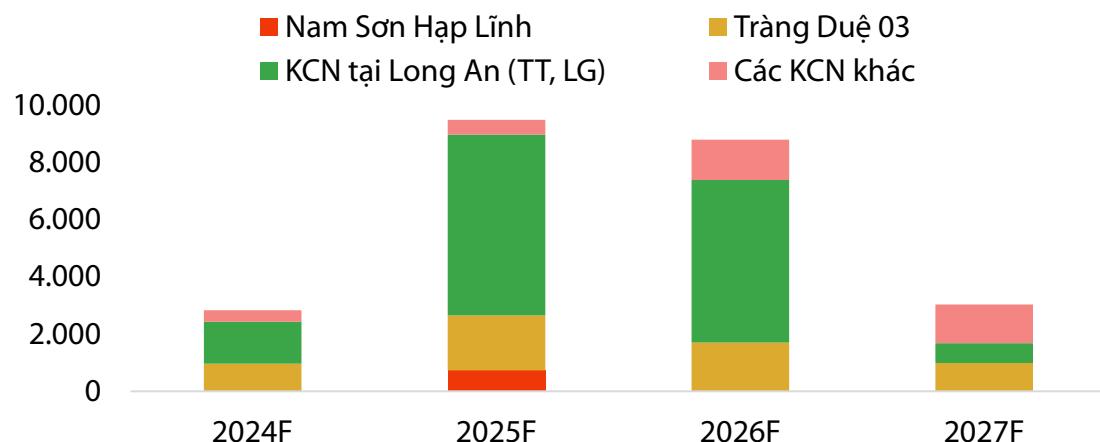
Hiện trạng các KCN tập trung kinh doanh trong năm 2025 của KBC – Nam Sơn Hợp Lĩnh và Tràng Duệ 03



Nguồn: Google map, CTCK Rồng Việt

- KBC có thể phát hành riêng lẻ thành công cho các nhà đầu tư chiến lược (số tiền thu được ~6.000 tỷ đồng) để hỗ trợ nhu cầu đầu tư trong dài hạn. Ngoài ra, Khu đô thị Tràng Cát được kỳ vọng có thể hoàn thành quy hoạch 1/500 và tiền sử dụng đất trong năm 2025, qua đó đủ điều kiện chuyển nhượng một phần dự án và ghi nhận doanh thu cùng dòng tiền đáng kể (trên 10 nghìn tỷ đồng) trong năm 2026.

Dự phóng chi đầu tư cho các KCN giai đoạn 2024-2027 (Tỷ đồng, hình trên) và kỳ vọng tiến độ GPMB các KCN (hình dưới)



Nguồn: KBC, CTCK Rồng Việt dự phóng

Tổng hợp định giá của KBC

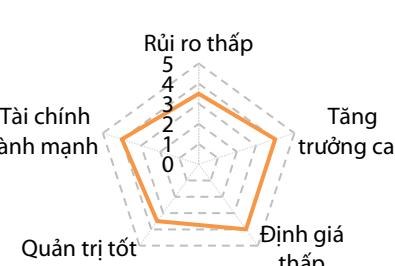
| Tài sản | % sở hữu | Phương pháp | Định giá (tỷ đồng) |
|--------------------------------------|-----------|-------------|--------------------|
| Nam Sơn Hợp Lĩnh | 100% | DCF | 2.632 |
| Tân Phú Trung | 73% | DCF | 1.685 |
| Tràng Duệ 3 | 89% | DCF | 4.918 |
| KCN tại Long An (Tân Tập, Lộc Giang) | 57% - 73% | DCF | 2.485 |
| Các KCN khác | | DCF | 3.215 |
| KDC Tràng Cát | 100% | P/B (1.3x) | 10.895 |
| Tài sản khác | | | 6.700 |
| Tổng | | | 32.497 |
| (+) Tiền & tương đương tiền | | | 7.655 |
| (+) Khoản đầu tư khác | | | 4.763 |
| (-) Nợ | | | (5.931) |
| (-) Nghĩa vụ khác | | | (7.828) |
| Giá trị TS ròng | | | 31.157 |
| Số lượng CP lưu hành (triệu CP) | | | 768 |
| Giá mục tiêu (đồng) | | | 40.600 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

MUA: 43%

GTT: 27.100

GMT: 38.700



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| Ngành | Tài nguyên Cơ bản |
|-----------------------------|-------------------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 17.435 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 3.108 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 115 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 247 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 5 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 30 |

TÀI CHÍNH

| | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 17.435 | 19.051 | 19.735 |
| LNST (tỷ đồng) | 284 | 391 | 420 |
| ROA (%) | 5,1 | 6,2 | 6,1 |
| ROE (%) | 8,0 | 10,4 | 10,5 |
| EPS (đồng) | 2.472 | 3.308 | 3.580 |
| GTSS (đồng) | 31.556 | 33.846 | 36.426 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000 | 1.000 | 1.000 |
| P/E (x) | 10,2 | 8,2 | 7,6 |
| P/B (x) | 0,8 | 0,8 | 0,7 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vị thế duy trì tại thị trường nội địa

- Đến từ chiến lược đầu tư thận trọng, chú trọng vào chất lượng sản phẩm, GDA dần tăng thị phần và duy trì ở top 03 công ty tôn mạ lớn nhất thị trường (cùng với HSG và NKG). Trong đó, thị phần nội địa duy trì liên tục ở vị trí thứ 02 trong giai đoạn 2016-2024 với thị phần trung bình ở mức 15%
- Trong năm 2025, mặc dù sản lượng xuất khẩu có thể bị ảnh hưởng bởi các biện pháp phòng vệ tại các thị trường trọng điểm (Hoa Kỳ,...), nhưng chúng tôi kỳ vọng GDA có thể chuyển một phần đơn hàng về thị trường nội địa và tăng tỷ trọng nội địa lên 47% (so với 42% trong năm 2024). Qua đó sản lượng và doanh thu của GDA năm 2025 lần lượt đạt 850 nghìn tấn (tương đương 2024, do hiệu suất hoạt động đạt 100%) và 19,7 nghìn tỷ đồng (+4%YoY). Với biên GPM kỳ vọng duy trì ở 8,2% (trong kịch bản giá HRC hồi phục về USD530/tấn, +3,5%YoY), LNST của doanh nghiệp trong 2025 có thể đạt 420 tỷ đồng (+8,2%YoY).
- Hiện GDA đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2025 lần lượt ở 8,2x/0,8x, mức định giá hấp dẫn so với vị thế doanh nghiệp – công ty tôn mạ chiếm thị phần thứ 02 tại thị trường nội địa.

Dự địa tăng trưởng dài hạn từ nhà máy mới

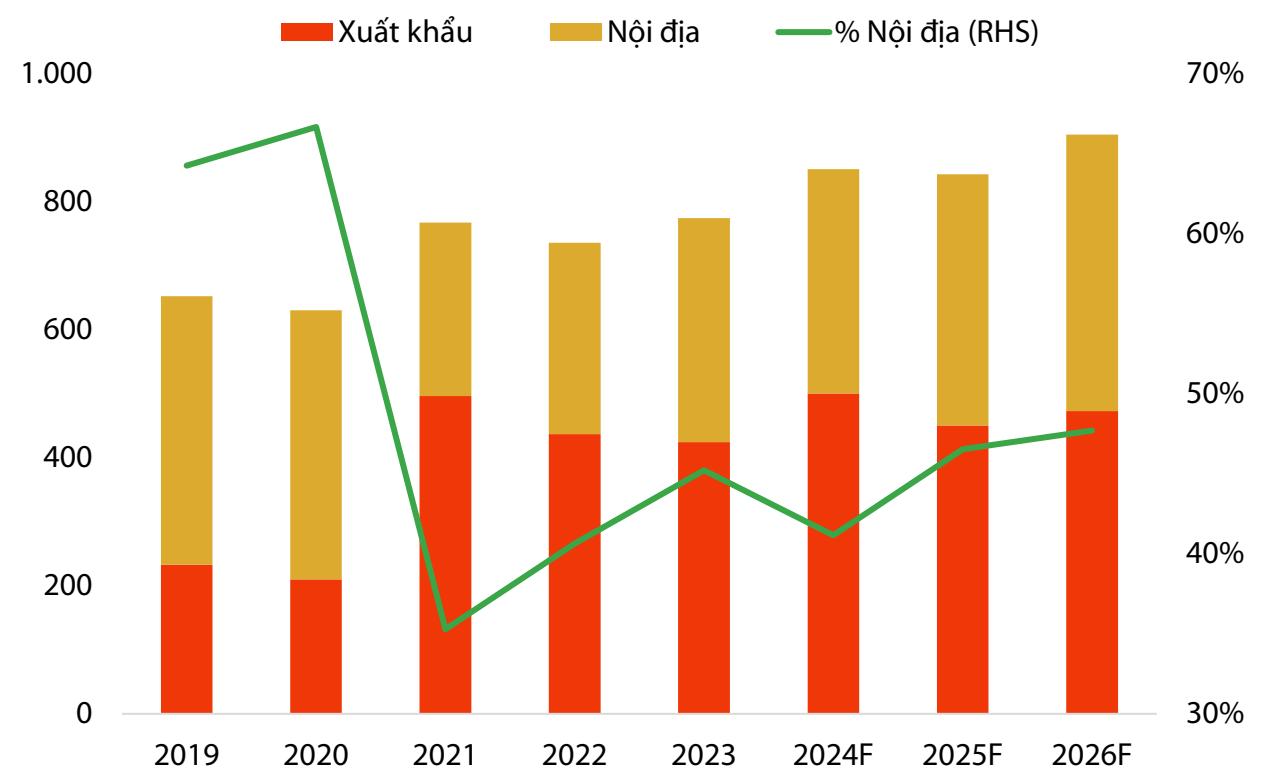
- Dự kiến từ nửa sau năm 2026, Công ty đưa vào hoạt động giai đoạn 01 của nhà máy thép dẹt mới (tổng công suất 1,1 triệu tấn/năm, trong đó giai đoạn 01 là 300 nghìn tấn/năm). Về dài hạn, ngoài tôn mạ xây dựng, Công ty có đủ năng lực để tham gia vào thị trường sản xuất thép cho thiết bị công nghiệp – tiềm năng tăng trưởng hai chữ số và chưa có công ty nội địa có thể tham gia vào.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giá nguyên liệu (HRC) lớn hơn kỳ vọng, ảnh hưởng tiêu cực tới KQKD của doanh nghiệp trong ngắn hạn.

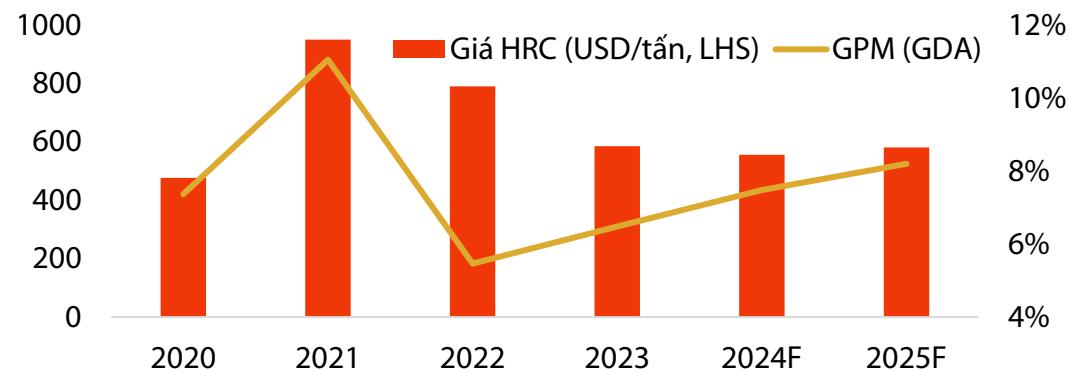
- Lợi nhuận của GDA giai đoạn 2024/2025 lần lượt đạt 391 tỷ đồng/423 tỷ đồng (+38%/+8%YoY), dư địa tăng trưởng ngắn hạn chưa có do nhà máy đã hoạt động hết công suất. Tuy nhiên nhà máy Phú Mỹ giai đoạn 01 (đưa vào vận hành từ nửa sau 2026) sẽ là tiềm năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.
- Hiện GDA đang giao dịch ở mức P/E và P/B 2025 lần lượt ở 8,2x/0,8x, mức định giá hấp dẫn so với vị thế doanh nghiệp – công ty tôn mạ chiếm thị phần thứ 02 tại thị trường nội địa.

Thị phần và sản lượng bán hàng (nghìn tấn) của GDA giai đoạn 2019-2026

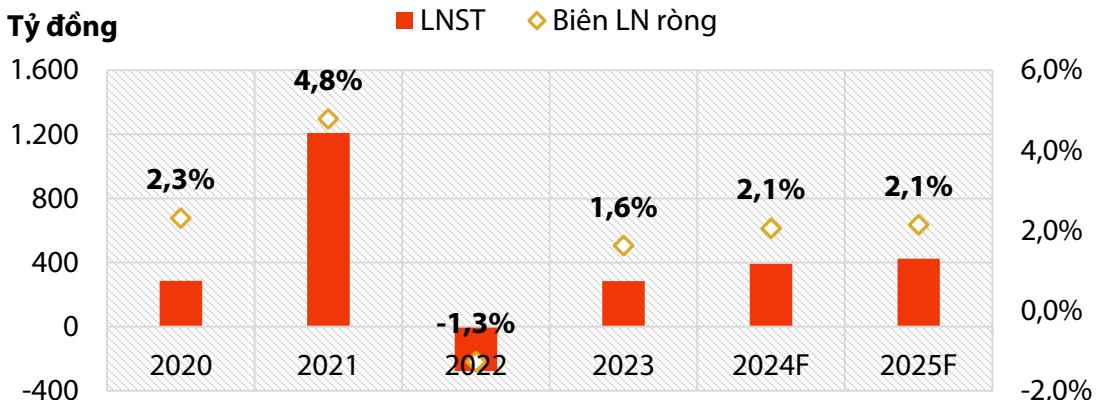


Nguồn: GDA, VSA, CTCK Rồng Việt

Biên LN gộp của GDA và giá HRC, giai đoạn 2020-2025



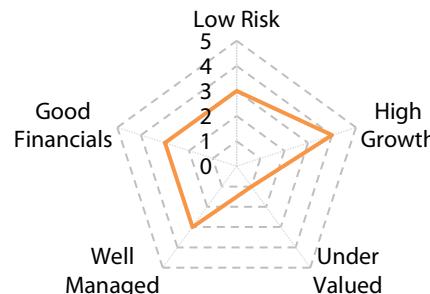
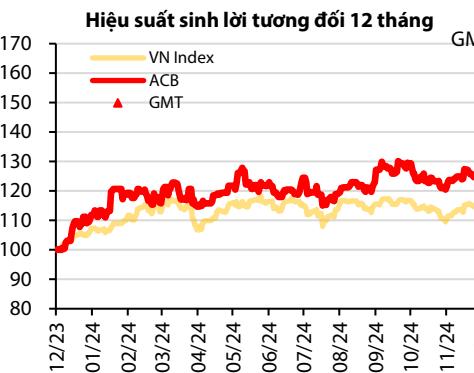
Lợi nhuận của GDA giai đoạn 2020-2025



MUA: 31%

GTT: 24.800

GMT: 32.500



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Ngành | Ngân hàng |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 110.773 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 4.467 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 7.020 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 178 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 0 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 20,17 - 26,5 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| TN hoạt động (tỷ đồng) | 32.747 | 33.955 | 38.599 |
| LNST-CĐM (tỷ đồng) | 16.045 | 16.739 | 19.588 |
| ROA (%) | 2,4 | 2,2 | 2,2 |
| ROE (%) | 24,8 | 21,7 | 21,5 |
| EPS (đồng) | 4.131 | 3.713 | 4.344 |
| GTSS (đồng) | 18.269 | 18.729 | 22.073 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000 | 1.000 | 1.000 |
| P/E (x) | 5,0 | 6,7 | 5,7 |
| P/B (x) | 1,1 | 1,3 | 1,1 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hiệu quả sử dụng vốn của ACB trong nhóm dẫn đầu của hệ thống ngân hàng nhờ khả năng sinh lời hấp dẫn, quản trị rủi ro tốt và chính sách chi trả cổ tức tiền mặt ổn định.

- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép của LNTT giai đoạn 2025F-28F là 22%, phần lớn do (1) tín dụng duy trì tăng trưởng kép 18% nhờ tập trung vào phân khúc khách hàng cá nhân và đa dạng hóa sang cho vay doanh nghiệp (khu công nghiệp và các lĩnh vực phụ trợ xuất khẩu như dệt may, da giày) và (2) tăng trưởng kép của CP dự phòng thấp hơn ở mức 10% khi do kỳ vọng nợ xấu giảm dần sau khi tạo đỉnh trong năm 2024.
- Chiến lược kinh doanh thận trọng đã giúp ACB ghi nhận tỷ lệ nợ xấu hình thành mới cải thiện sớm hơn so với ngành khi đã đạt đỉnh vào 1Q24 và đang trong xu hướng giảm. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ hình thành nợ xấu mới ổn định ở mức 0,1%-0,2% từ 2025, giảm từ mức 0,6% của năm 2024F, qua đó tỷ lệ NPL giảm dần về dưới 1% trong giai đoạn dự phóng 2025F-28F.
- ACB có thể duy trì chính sách cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 10% trong kỳ dự phóng, hiệu quả sử dụng vốn ROE của ngân hàng dự phóng duy trì trên 23%, thuộc top đầu ngành ngân hàng.

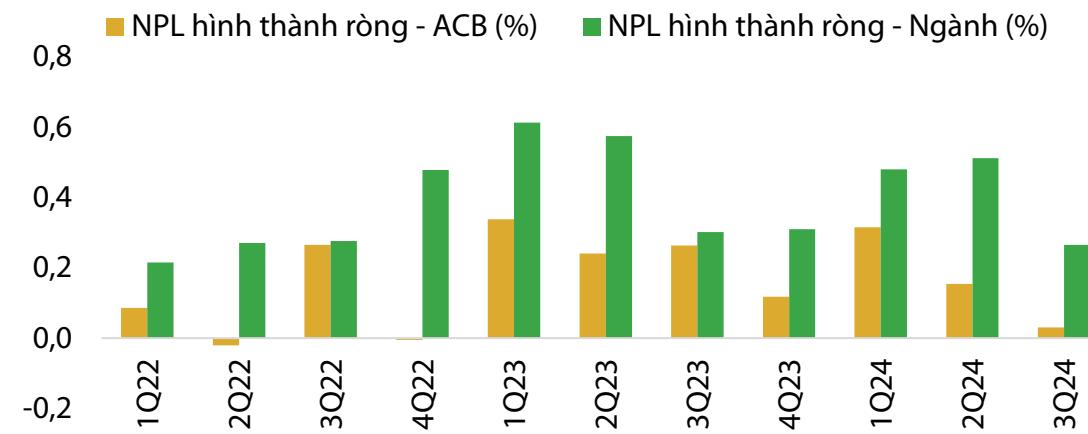
Chúng tôi ước tính LNTT tăng trưởng 5%/18% trong 2024F/25F.

- LNTT 2024F ước đạt 21,1 nghìn tỷ đồng (+5% YoY), do lãi từ mua bán chứng khoán đầu tư giảm 85% từ nền cao của 2023 và NIM thu hẹp 10 bps xuống 3,75% do tăng huy động từ phát hành giấy tờ có giá (GTCG) và cạnh tranh gay gắt cũng như đa dạng hóa danh mục cho vay sang nhóm KH doanh nghiệp.
- LNTT 2025F dự báo đạt 24,8 nghìn tỷ đồng, tăng 18% YoY, chủ yếu (1) nhờ tăng trưởng tín dụng (+16%), (2) NIM cải thiện nhẹ 5 bps lên 3,8% (một phần nhờ chi phí vốn ổn định sau khi tăng cường huy động GTCG trong 2024) và (3) CP dự phòng đi ngang.

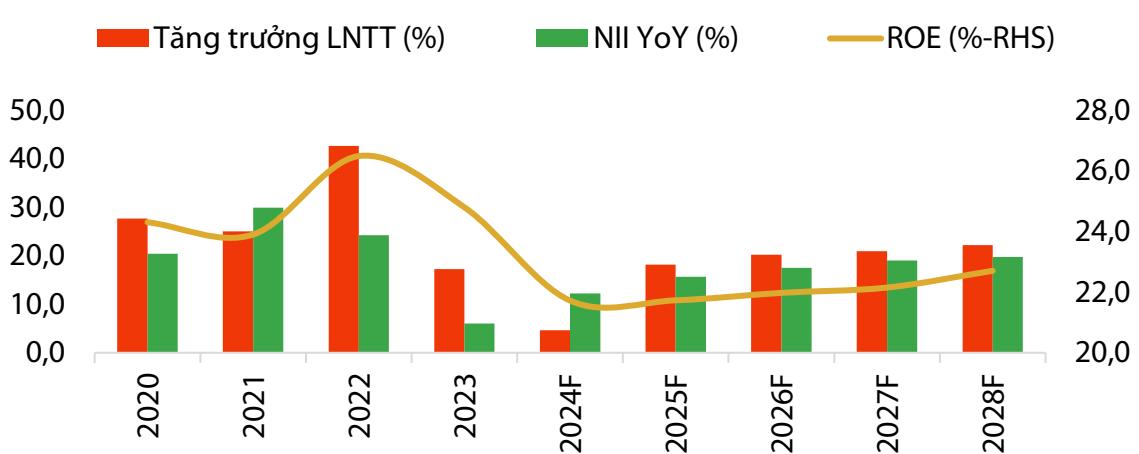
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Lợi suất tài sản vẫn còn chịu sức ép lớn từ cạnh tranh, dẫn đến NIM thấp hơn so với kỳ vọng.

ACB có sự cải thiện ở tiêu chí tỷ lệ nợ xấu hình thành ròng sớm hơn so với toàn ngành

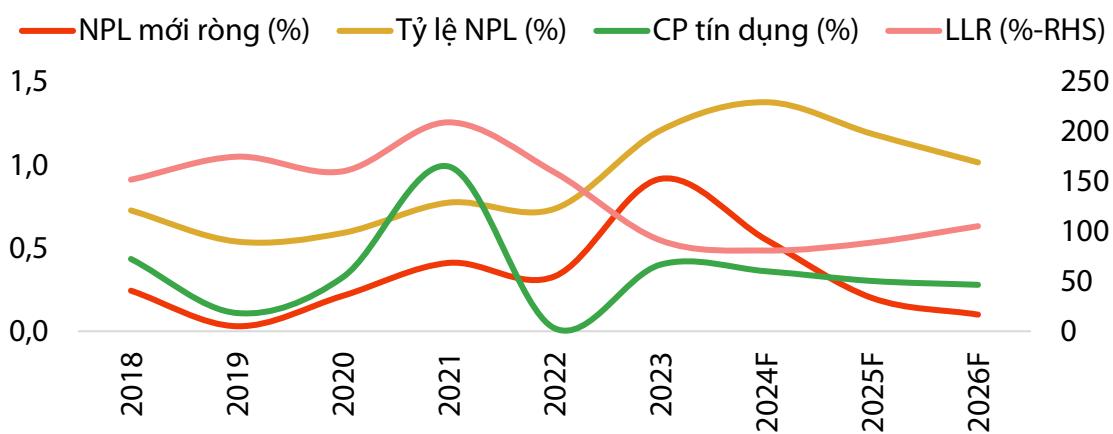


Thu nhập lãi thuần đóng góp phần lớn vào tăng trưởng LNTT; tỷ lệ ROE dự báo phục hồi về mức trên 23%

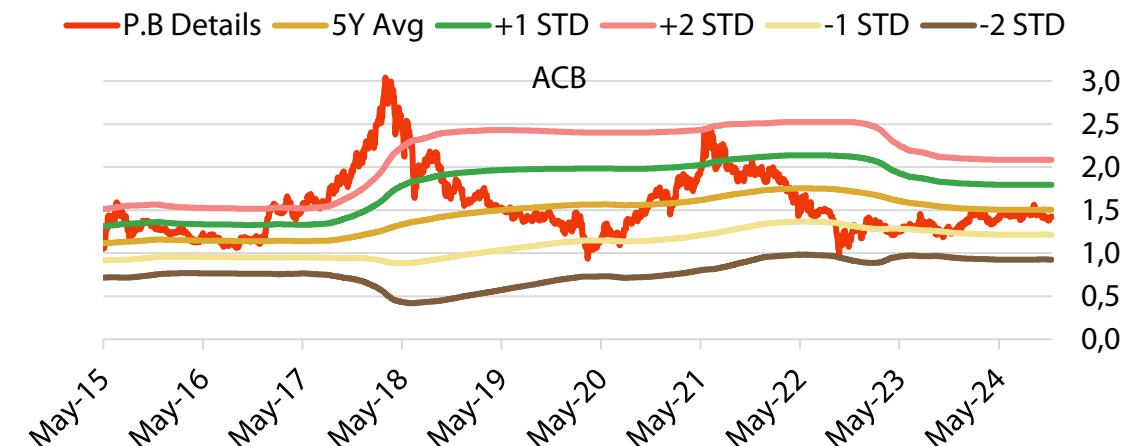


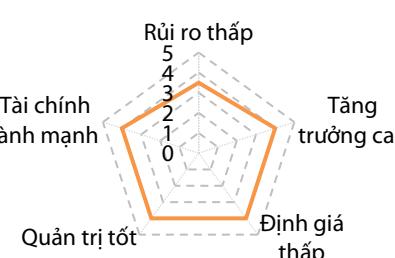
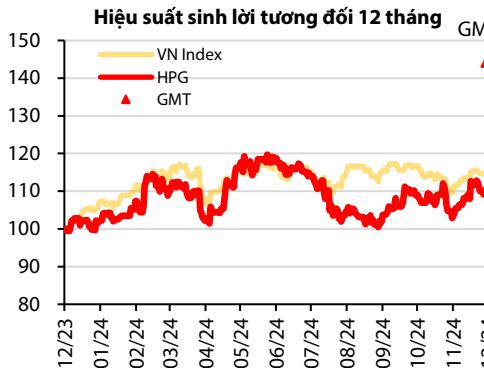
Nguồn: ACB, BC các ngân hàng, CTCK Rồng Việt

CP tín dụng 2025F-26F có thể cao hơn tỷ lệ nợ xấu hình thành mới để cung cấp bộ đệm dự phòng nợ xấu trên mức 100%



Chúng tôi kỳ vọng định giá P/B của ACB có thể tăng lên mức 1,6x, cao hơn bình quân 5 năm là 1,5x



MUA: 34%
GTT: 26.700
GMT: 35.800


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| Ngành | Tài nguyên Cơ bản |
|-----------------------------|-------------------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 118.953 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 170.780 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 6.396 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 12.349 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 19.482 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 523 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 27 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 24,59 - 29,95 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|---------|---------|---------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 118.953 | 142.055 | 189.733 |
| LNST-CĐM (tỷ đồng) | 6.835 | 12.349 | 20.439 |
| ROA (%) | 3,8 | 6,1 | 9,1 |
| ROE (%) | 6,8 | 11,1 | 16,0 |
| EPS (đồng) | 1.175 | 1.815 | 3.004 |
| GTSS (đồng) | 17.674 | 17.426 | 19.975 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 21,6 | 14,7 | 8,9 |
| P/B (x) | 1,4 | 1,5 | 1,3 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đưa DQ02 vào khai thác, kết hợp với các biện pháp phòng vệ thương mại, giúp HPG đáp ứng nhu cầu nội địa với HRC

- Nhu cầu HRC tại Việt Nam (nguyên liệu đầu vào cho sản xuất tôn mạ, ống thép và thép công nghiệp) đạt ~12,5 triệu tấn trong năm 2024 và kỳ vọng duy trì tăng trưởng tương lai (khi nhu cầu xây dựng và phục hồi); trong đó 70% nguồn cung là từ thép nhập khẩu (đặc biệt là từ Trung Quốc, với lợi thế về giá bán thấp hơn ~5-10% so với các doanh nghiệp Việt Nam). Với kỳ vọng về thuế bán phá giá (tạm thời) sẽ được áp cho sản phẩm thép HRC nhập khẩu từ Trung Quốc trong quý 1/2025 (với mức áp thuế trên 5%) sẽ giúp các nhà sản xuất trong nước đủ cạnh tranh với thép nhập khẩu.
- Dung Quất 02 (giai đoạn 1, với công suất 2,8 triệu tấn HRC/năm) dự kiến vận hành thương mại trong quý 1/2025; và với lợi thế về giá thành (HPG đang duy trì biên GPM trên 10% trong khi giá bán cạnh tranh với HRC từ Trung Quốc) và các biện pháp phòng vệ thương mại, sẽ giúp công ty lấy được thị phần các thép nhập khẩu. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 1 sẽ hoạt động với 70% công suất, tương ứng với sản lượng HRC trong năm 2025 của HPG có thể đạt 4,9 triệu tấn (+69%YoY), trong đó sản lượng nội địa đạt 3,4 triệu tấn (đáp ứng ~26% tổng nhu cầu).

Sản lượng và biên lợi nhuận phục hồi, giúp HPG ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực trong năm 2025

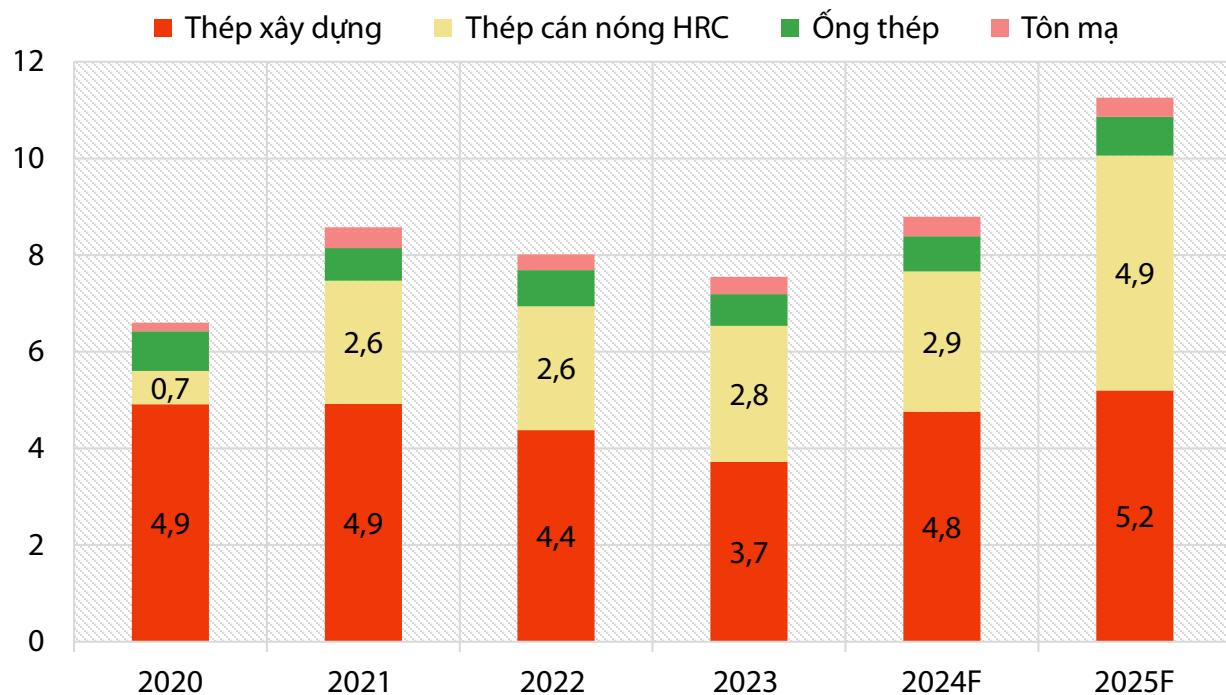
- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của HPG 190 nghìn tỷ (+34% YoY), đến từ: 1/ Nhu cầu nội địa hỗ trợ cho sản lượng thép xây dựng, 2/sản lượng HRC tăng trưởng nhờ đưa DQ02 (giai đoạn 1). Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp 2025 có thể đạt 16% khi: 1/ nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất tối ưu hơn DQ10 (lượng than cốc tiêu thụ giảm 15%), 2/ Giá thành phẩm (đặc biệt là HRC) sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025 (áp lực từ thị trường Trung Quốc kỳ vọng hạ nhiệt). Lợi nhuận sau thuế của HPG 2025 có thể đạt 20 nghìn tỷ đồng (+66%YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Biến động giá thành phẩm (thép thanh, HRC) lớn hơn kỳ vọng
- Áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại chậm hơn kỳ vọng

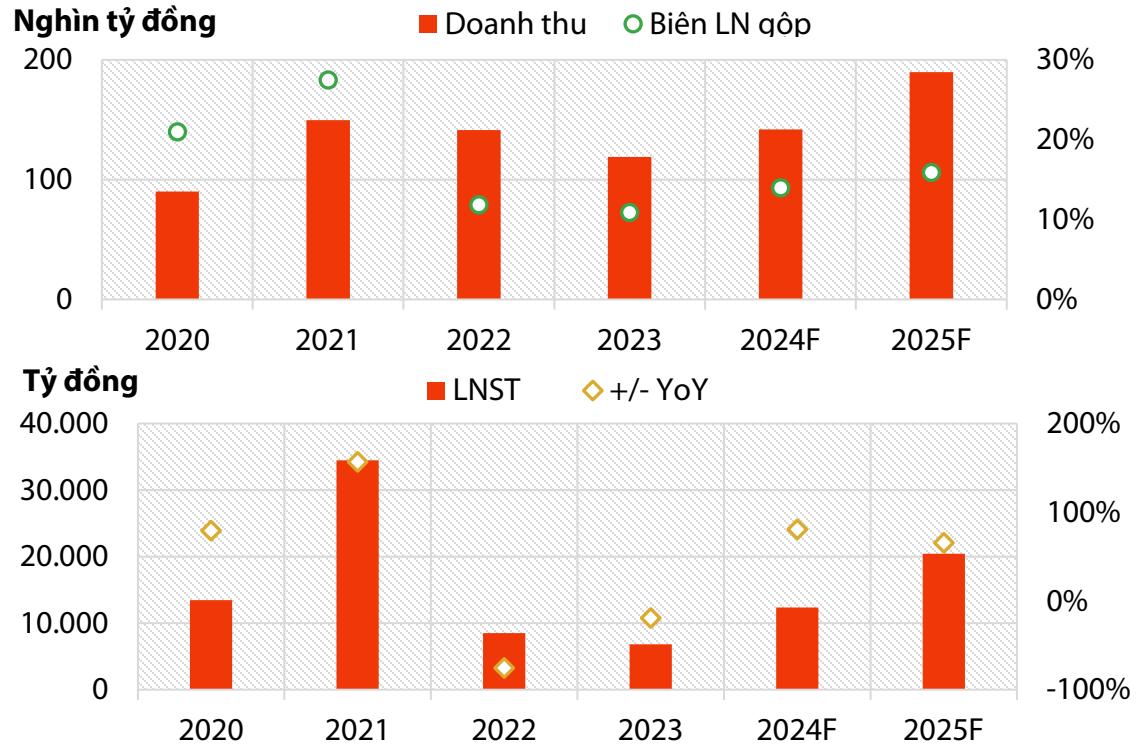
- Doanh thu của HPG giai đoạn 2024/2025 lần lượt đạt 142 nghìn tỷ/190 nghìn tỷ (+20%YoY, +34% YoY), đến từ: 1/ Nhu cầu nội địa hỗ trợ cho sản lượng thép xây dựng, 2/ DQ02 (giai đoạn 1) đưa vào hoạt động sẽ nâng công suất sản xuất HRC lên 5,8 triệu tấn/năm, trở thành mặt hàng chủ lực của HPG trong giai đoạn 2025 về sau, 3/ Nhu cầu của sản phẩm HRC tương đối cao, đặc biệt ở thị trường nội địa (các nhà sản xuất Việt Nam hiện mới đáp ứng được 30% nhu cầu, và chính phủ có xu hướng hỗ trợ các doanh nghiệp sản xuất trong nước).
- Với kỳ vọng: 1/ nhà máy DQ02 có chi phí sản xuất tối ưu hơn DQ10 (lượng than cốc tiêu thụ giảm 15%), 2/ Giá thành phẩm (đặc biệt là HRC) sẽ hồi phục rõ ràng hơn từ giai đoạn 2025, phù hợp với kỳ vọng về chu kỳ tăng giá của các sản phẩm thép, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong 2025 có thể hồi phục về mức 16% (so với mức 14% trong năm 2024).

Sản lượng bán hàng của HPG giai đoạn 2020-2025



Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

Doanh thu và lợi nhuận của HPG giai đoạn 2020-2025

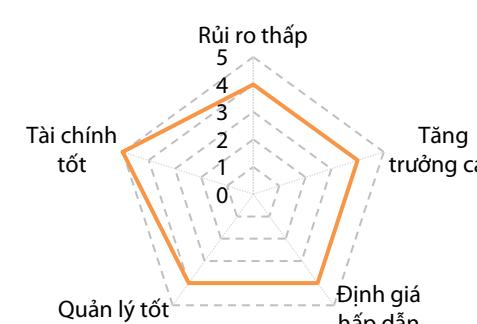
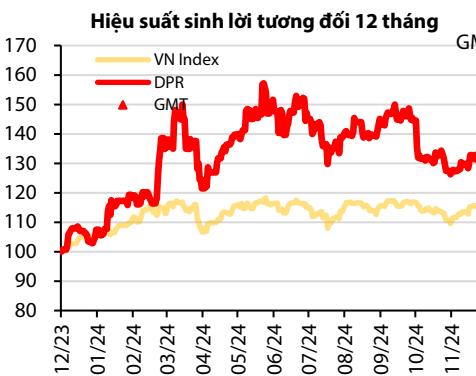


Nguồn: HPG, CTCK Rồng Việt

MUA: 24%

GTT: 38.000

GMT: 47.100



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|-------------|
| Ngành | |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 3.302 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 87 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 353 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 14 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 45 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 29,5 - 47,4 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 1.041 | 1.071 | 1.207 |
| LNST (tỷ đồng) | 207 | 272 | 286 |
| ROA (%) | 5,1 | 6,1 | 5,9 |
| ROE (%) | 8,9 | 11,1 | 10,7 |
| EPS (đồng) | 2.382 | 3.126 | 3.292 |
| GTSS (đồng) | 27.048 | 29.501 | 31.806 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.500 | 1.500 | 1.500 |
| P/E (x) | 13,3 | 12,2 | 11,5 |
| P/B (x) | 1,2 | 1,3 | 1,2 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng cao su – giá bán kỳ vọng neo trong khoảng 47 – 50 triệu đồng/tấn đến ít nhất Q2/2025

- Chúng tôi duy trì quan điểm giá cao su sẽ tiếp tục neo cho đến ít nhất 1H25 dựa trên các yếu tố: 1/ Nguồn cung cao su tại các nước Đông Nam Á được dự báo vẫn còn thiếu hụt, 2/ Hải Nam (vùng sản xuất cao su chính của Trung Quốc) chịu thiệt hại với diện tích khoảng 2,1% diện tích cao su của Trung Quốc, 3/ Những vùng trồng mới dự kiến sẽ bắt đầu vào kỳ thu hoạch vào 2027 - 2028.
- Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác của DPR trong năm 2025 đạt 13.800 tấn (+12% YoY) với 11.400 tấn tự khai thác và thu mua 2.400 tấn, doanh thu từ mảng cao su năm 2025 ước đạt 988 tỷ đồng (+14%YoY) với giả định giá bán bình quân 47 triệu đồng/tấn.

Các mảng kinh doanh khác – kỳ vọng chậm lại

- Về mảng thanh lý cây sẽ không có nhiều sự đột biến khi DPR duy trì diện tích thanh lý ~ 350-400 ha/ năm, với giá thanh lý giao động từ 250 – 300 triệu đồng/ha.
- Với mảng phát triển KCN, chúng tôi giãn tiến độ đối với 2 KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng do kỳ vọng chủ trương đầu tư được chấp thuận trong năm 2025 và 2026. Trong khi đó, dự án Tiến Hưng 1 (64ha) có thể thực hiện đấu giá lại và mang về cho công ty 56 tỷ đồng tiền đền bù (đơn giá ước tính 0,98 tỷ/ha).

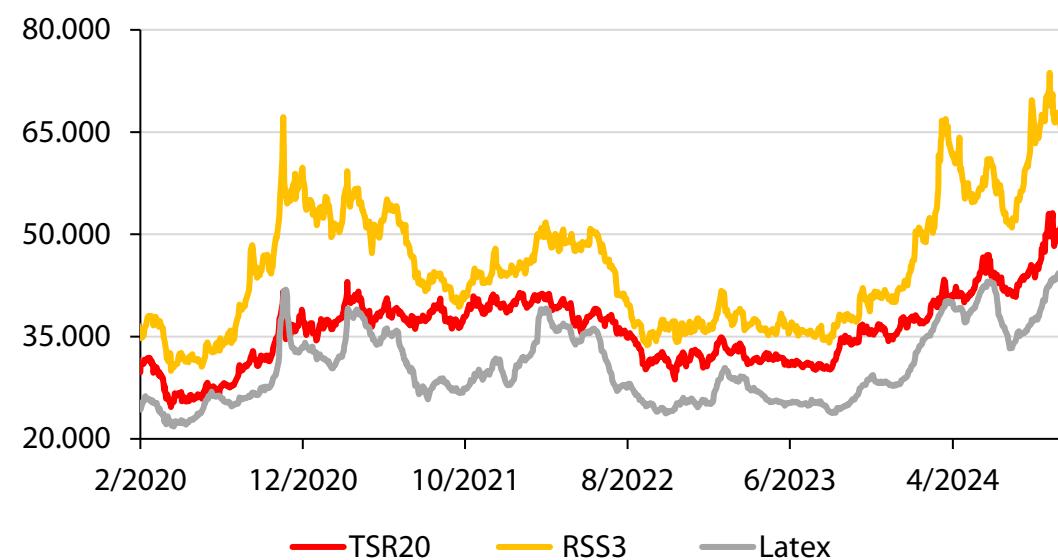
Kết quả kinh doanh 2025 – kỳ vọng tăng trưởng nhờ vào xu hướng neo giữ của giá cao su

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của DPR trong năm 2025 lần lượt đạt 1.208 tỷ đồng (+12,4%YoY) và 295 tỷ đồng (+8%YoY) dựa trên cơ sở (1) giá cao su tiếp tục neo giữ khi nguồn cung dự báo vẫn còn thiếu hụt; (2) Mảng thanh lý cây mang lại lợi nhuận ổn định; (3) DPR có thể nhận thanh toán tiền đền bù dự án Tiến Hưng 1.

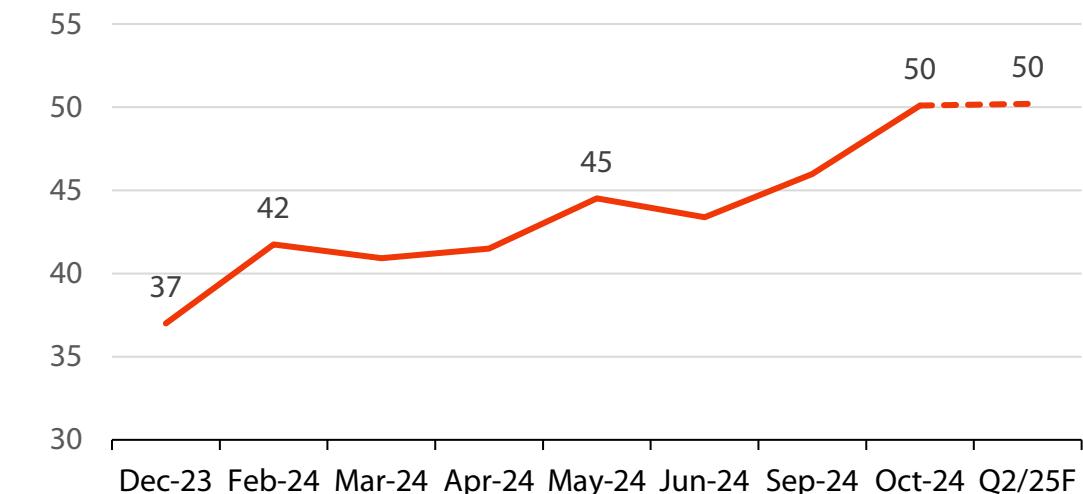
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro giảm giá: Giá cao su giảm so với kỳ vọng neo giữ, ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh. Rủi ro tăng giá: Các KCN tiềm năng được phê duyệt chủ trương đầu tư sớm hơn kỳ vọng.

Diễn biến giá cao su thế giới giai đoạn 2020 – 2024 ('000 đồng/tấn)



Giá bán mủ cao su của DPR từ 12/2023 – Q2/25F ('000 đồng/tấn)

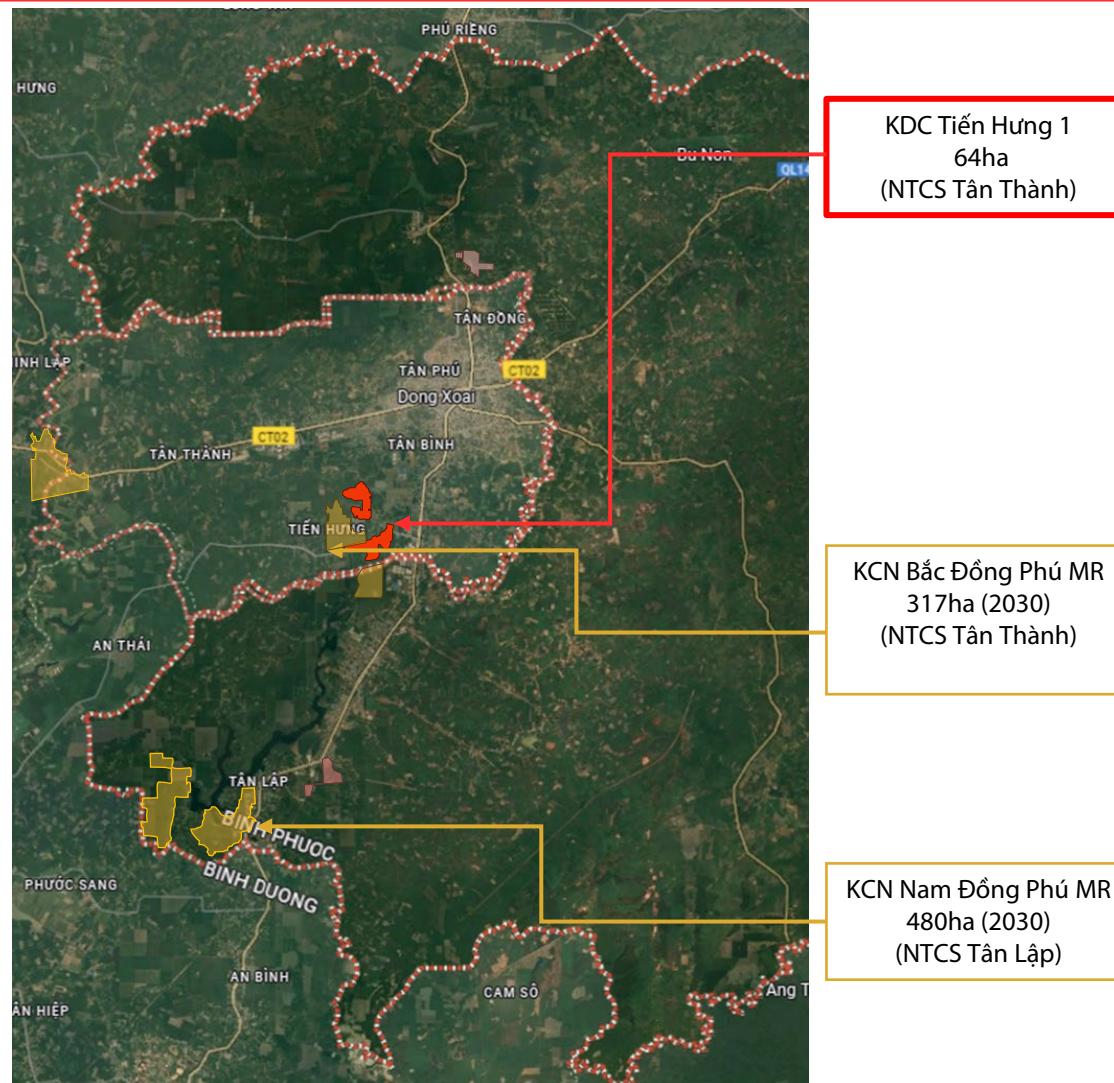


Giả định về tiến độ các dự án khu công nghiệp và nhận đền bù của DPR từ 2025F – 2028F

| Dự án | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tiến độ dự án tự triển khai | | | | |
| KCN Bắc Đồng Phú MR | | | | |
| KCN Nam Đồng Phú MR | | | | |
| Tiến độ nhận đền bù GPMB | | | | |
| KDC Tiến Hưng 1 | | | | |
| KCN Bắc Đồng Phú MR | | | | |
| KCN Nam Đồng Phú MR | | | | |

Nguồn: Bloomberg, DPR, CTCK Rồng Việt

Vị trí các dự án triển khai trong giai đoạn 2025-2026 của DPR

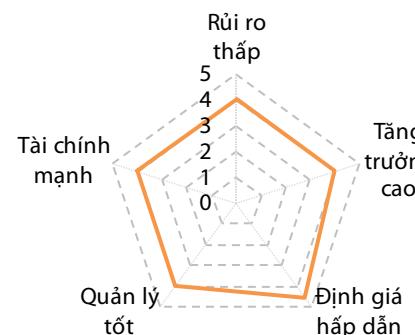
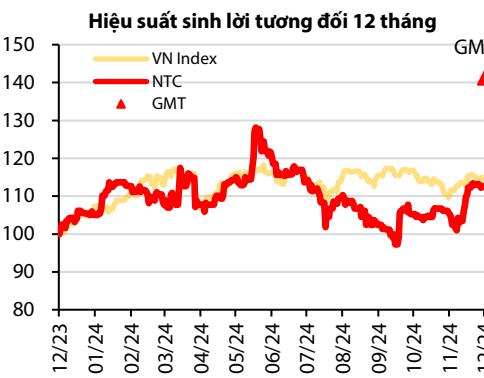


- Về dự án Tiến Hưng 1, chúng tôi kỳ vọng sẽ được thực hiện đấu thầu lại và chọn được nhà đầu tư trong năm 2025. Kỳ vọng mang về cho công ty 56 tỷ đồng tiền đền bù (đơn giá ước tính 0,98 tỷ/ha).
- Chúng tôi thận trọng hơn về thời gian ước tính thực hiện đối với 2 KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng khi hiện tại chưa có tín hiệu mới về pháp lý và giao đất từ tỉnh Bình Phước. Chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Bắc Đồng Phú sẽ bắt đầu nhận đền bù GPMB và triển khai từ 2026.
- Theo sau đó, chúng tôi kỳ vọng rằng dự án KCN Nam Đồng Phú mở rộng sẽ được bắt đầu triển khai từ 2027, khi các chỉ tiêu đất khu công nghiệp đến 2030 cho các dự án mới trong danh mục được giải phóng.

Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu dựa trên các kịch bản

| WACC | Số năm các dự án bị lùi so với dự định | | | | |
|-------|--|--------|--------|--------|--------|
| | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 |
| 11,7% | 49.200 | 48.000 | 46.800 | 45.800 | 44.900 |
| 12,2% | 48.100 | 46.800 | 45.600 | 44.500 | 43.600 |
| 12,7% | 47.100 | 45.700 | 44.500 | 43.400 | 42.500 |
| 13,2% | 46.100 | 44.700 | 43.500 | 42.400 | 41.400 |
| 13,7% | 45.200 | 43.800 | 42.500 | 41.400 | 40.400 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

MUA: 25%
GTT: 209.200
GMT: 262.000


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|---------------------|
| Ngành | Bất động sản |
| Vốn hóa (Tỷ đồng) | Doanh thu (tỷ đồng) |
| SLCPDLH (triệu CP) | LNST (tỷ đồng) |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | ROA (%) |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 24 ROE (%) |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 12 EPS (VND) |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 2 GTSS (VND) |

| TÀI CHÍNH | 2023A | 2024F | 2025F |
|---------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 235 | 257 | 643 |
| LNST (tỷ đồng) | 300 | 251 | 272 |
| ROA (%) | 7,1 | 5,1 | 4,2 |
| 24 ROE (%) | 35,8 | 23,1 | 20,2 |
| 12 EPS (VND) | 12.485 | 10.441 | 11.348 |
| 2 GTSS (VND) | 40.022 | 50.463 | 61.811 |
| Cổ tức tiền mặt | 8.000 | 6.000 | 6.000 |
| 0 P/E (x) | 15,5 | 20,0 | 18,4 |
| 167 - 242 P/B (x) | 4,8 | 4,1 | 3,4 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án NTU 3 – Kỳ vọng bàn giao 90ha trong 2025

- Trong tháng 06/2024, điểm nghẽn lớn nhất về tính tiền sử dụng đất đã được giải quyết. Theo đó, với tổng diện tích xác định giá đất là 344ha, thời hạn sử dụng 70 năm tính đến ngày 13/09/2068, đơn giá đất được sử dụng là 2,4 triệu đồng/m². Chúng tôi kỳ vọng tiến độ đóng tiền sử dụng đất sẽ diễn ra trong Q1/2025.
- Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NTC có thể hoàn tất việc đóng tiền sử dụng và bàn giao 90ha đất đã ký MOUs (năm 2023, giá thuê 140 USD/m²) cho khách hàng và tiếp tục đẩy mạnh bán hàng phần diện tích còn lại.

Danh mục đầu tư duy trì mức cổ tức tiền mặt cao và đều đặn

- Trong 9T2024, các khoản đầu tư vào công ty liên kết đã đem lại dòng cổ tức ~60 tỷ đồng (-35% yoy), qua đó mang lại mức lợi suất cổ tức/tổng mức đầu tư đạt ~13%.

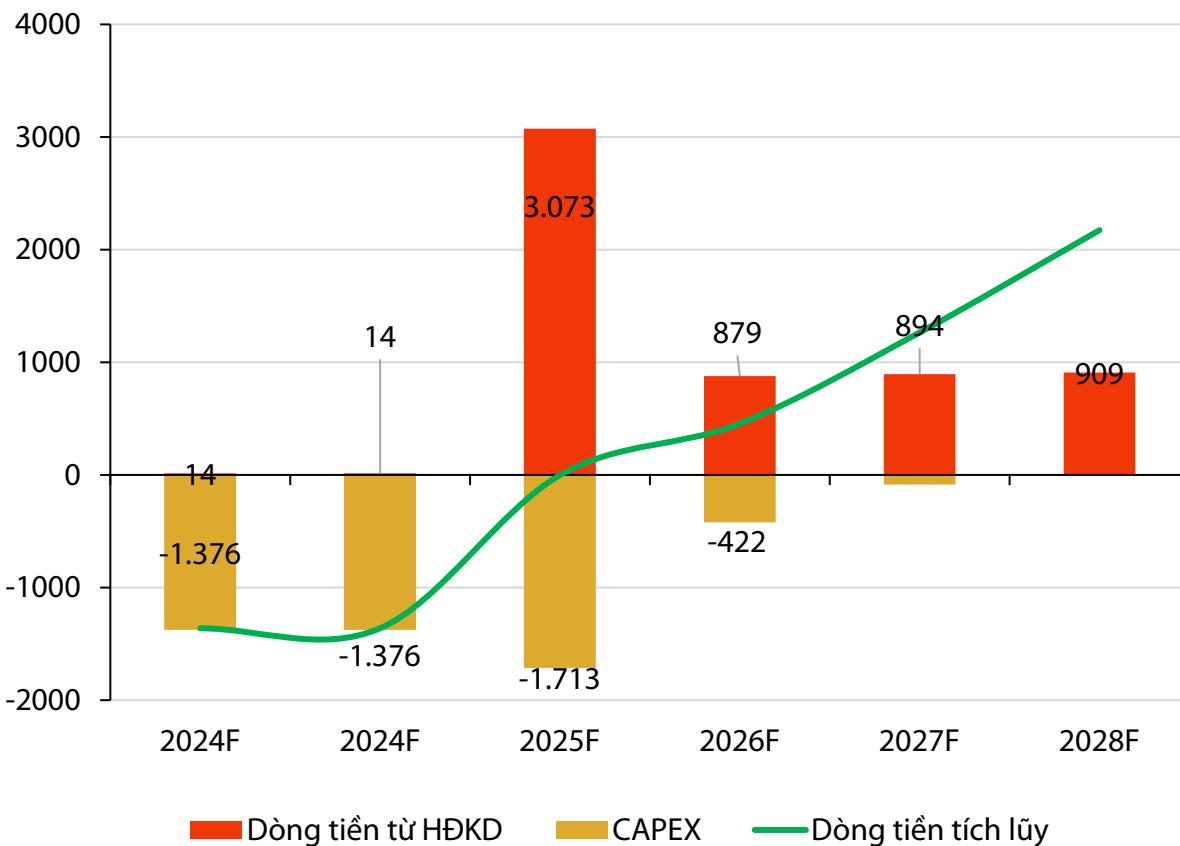
Kết quả kinh doanh năm 2025 ước tính tăng trưởng mạnh chủ yếu đến từ dự án NTU3

- Dựa trên tiến độ bán hàng NTU3 kể trên, chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng khu công nghiệp trong năm 2025 sẽ đạt 643 tỷ đồng (85% ghi nhận phân bổ, 15% ghi nhận doanh thu 1 lần), nhờ bàn giao 90ha đất khu công nghiệp với mức giá trong kịch bản cơ sở \$140/m². Theo đó, tổng doanh thu của NTC trong năm 2025 ước đạt 643 tỷ đồng (+150% YoY), và LNST đạt 272 tỷ VND (+9% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Rủi ro tăng giá: Khả năng tìm kiếm khách hàng mới và cho thuê nhanh hơn dự phỏng.

Dòng tiền dự án NTU3 – với giả định giá thuê tăng 2%/năm và giá thuê hiện tại là 140 USD/m²



Nguồn: NTC, CTCK Rồng Việt

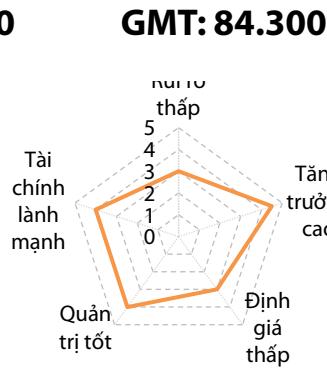
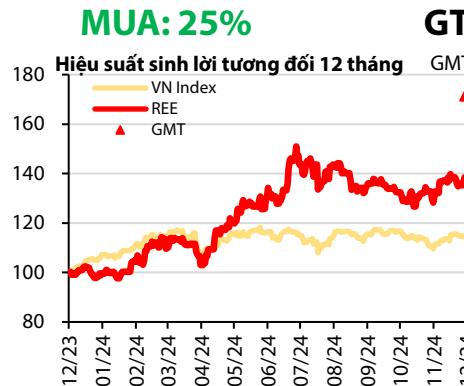
Phân tích độ nhạy giá cổ phiếu NTC dựa trên các kịch bản về giá cho thuê và chi phí sử dụng vốn (Ke)

| Ke | Giá thuê năm đầu (USD/m ²) | | | | | |
|-------|--|---------|---------|---------|---------|--|
| | 140,0 | 145,0 | 150,0 | 155,0 | 160,0 | |
| 12,0% | 271.000 | 279.000 | 288.000 | 296.000 | 305.000 | |
| 13,0% | 266.000 | 274.000 | 283.000 | 291.000 | 300.000 | |
| 14,0% | 262.000 | 270.000 | 278.000 | 286.000 | 295.000 | |
| 15,0% | 258.000 | 266.000 | 274.000 | 282.000 | 290.000 | |
| 16,0% | 254.000 | 262.000 | 269.000 | 277.000 | 285.000 | |

Tổng hợp giá trị tài sản các dự án của NTC

| | Phương pháp | % Sở hữu | Định giá (tỷ đồng) |
|--------------|-------------|----------|--------------------|
| KCN | | | 2.711 |
| NTC3 | FCFE | 100% | 2.828 |
| Dự án khác | BV | 100% | 10 |
| Total | | | 2.720 |

Nguồn: NTC, CTCK Rồng Việt



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành

Vốn hóa (triệu \$)

SLCPDLH (triệu CP)

KLBQ 3 tháng (nghìn CP)

GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)

SH NĐTNN còn lại (%)

BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)

| TÀI CHÍNH | | 2023A | 2024F | 2025F |
|--------------|------------------------|--------|--------|--------|
| Điện | Doanh thu (tỷ đồng) | 8.570 | 8.130 | 9.269 |
| 31.888 | LNST (tỷ đồng) | 2.188 | 1.812 | 2.428 |
| 471 | ROA (%) | 6,3 | 4,9 | 6,2 |
| 617 | ROE (%) | 12,6 | 9,6 | 11,7 |
| 40 | EPS (đồng) | 5.353 | 3.809 | 5.104 |
| 0 | GTSS (đồng) | 42.375 | 40.066 | 44.018 |
| 47,74 - 75,7 | Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.000 | 1.000 | 1.000 |
| | P/E (x) | 9,2 | 17,8 | 13,3 |
| | P/B (x) | 1,2 | 1,7 | 1,5 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

KQKD năm 2025 tăng trưởng nhờ động lực chính từ (1) mảng điện và (2) mảng BĐS và cho thuê văn phòng.

Mảng điện: Sản lượng hồi phục do chu kỳ thủy điện quay lại, tăng trưởng công suất với các nhà máy mới

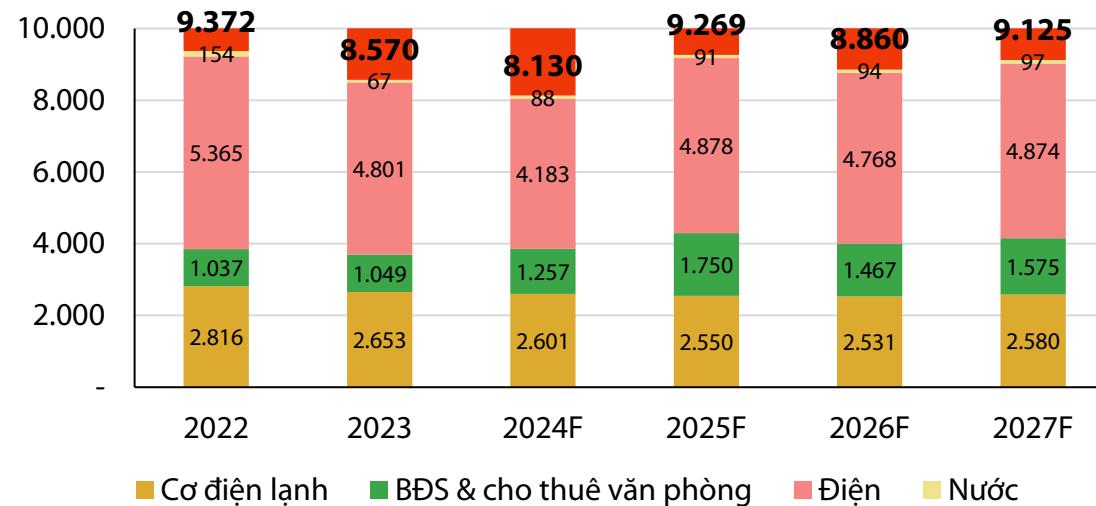
- Dự phóng doanh thu mảng điện 4.878 tỷ VNĐ (+17% YoY), lợi nhuận gộp 2.603 tỷ VNĐ (+33% YoY).
- Chúng tôi giả định mảng điện ghi nhận sản lượng hợp nhất 3,5 tỷ kWh (+11% YoY), trong đó mảng thủy điện đóng góp 2,9 tỷ kWh (+13% YoY) nhờ chu kỳ La Nina quay lại.
- Ngoài ra, REE vẫn sẽ tiếp tục tăng công suất mảng thủy điện với các dự án NMD Trà Khúc 2 (30MW), Thác Bà 2 (19MW) và điện gió Duyên Hải 2 (48MW), dự kiến đi vào vận hành năm 2026 và giúp REE tăng thêm 8% tổng công suất (đã điều chỉnh cho tỷ lệ sở hữu và không bao gồm công suất nhiệt điện than).

Mảng BĐS & cho thuê văn phòng: Đóng góp nhiều hơn từ văn phòng Etown 6 trong năm 2025 và ghi nhận bàn giao dự án BĐS The Light Square Thái Bình.

- Dự phóng doanh thu mảng đạt 1.750 tỷ VNĐ (+39% YoY), lợi nhuận gộp 1.055 tỷ VN (+15% YoY).
- Mảng cho thuê văn phòng ước tính ghi nhận doanh thu 1.256 tỷ VNĐ (+15% YoY) và lợi nhuận gộp 855 tỷ VNĐ (+9% YoY).
- Chúng tôi giả định dự án văn phòng Etown 6 (diện tích thương phẩm 36.780m²; tương ứng 25% diện tích sàn cho thuê hiện tại) sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 38% trong năm 2025, và lấp đầy hoàn toàn từ năm 2027.
- Mảng BĐS sẽ ghi nhận doanh thu 465 tỷ VNĐ (+200% YoY) và lợi nhuận gộp 193 tỷ VNĐ (+200% YoY) từ việc bàn giao 30 căn biệt thự dự án The Light Square giai đoạn 1.

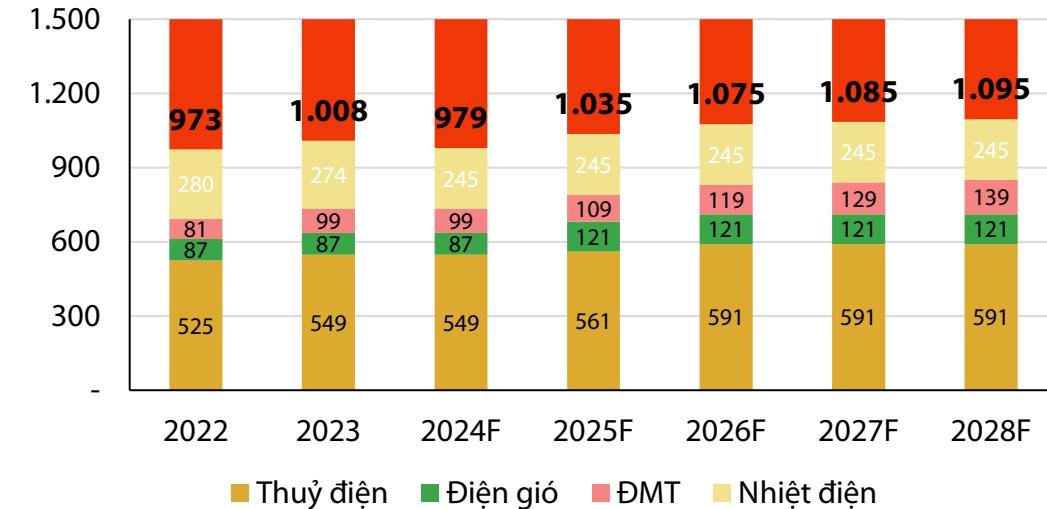
ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ KHÁC

- Cổ đông nước ngoài Jardine C&C (sở hữu 41%) tiếp tục tăng tỷ lệ sở hữu tại REE.
- Tăng tỷ lệ sở hữu tại các công ty liên kết CHP, TMP, SBH.
- Cổ phần hóa và IPO các công ty con (Công ty TNHH Năng Lượng REE, REE Land).

Dự phóng doanh thu REE (tỷ VNĐ)

■ Cơ điện lạnh ■ BĐS & cho thuê văn phòng ■ Điện ■ Nước

Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

Dự phóng công suất phát điện của REE (MW)

■ Thuỷ điện ■ Điện gió ■ ĐMT ■ Nhiệt điện

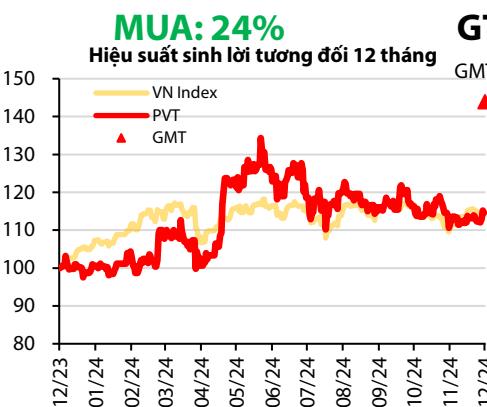
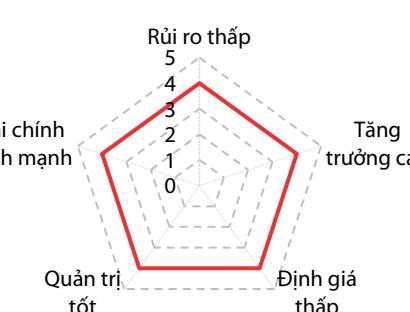
Nguồn: REE, CTCK Rồng Việt

KQKD 2025 tích cực với động lực chính từ (1) mảng điện và (2) mảng BĐS và cho thuê văn phòng.

- Với mảng điện, chúng tôi dự phóng doanh thu 4.878 tỷ VNĐ (+17% YoY), lợi nhuận gộp 2.603 tỷ VNĐ (+33% YoY) nhờ sản lượng hợp nhất 3,5 tỷ kWh (+11% YoY), chủ yếu nhờ mảng thủy điện đóng góp 2,9 tỷ kWh (+13% YoY).
- Ngoài ra, chúng tôi thận trọng dự phóng công suất phát điện của REE tăng chậm 105MW trong giai đoạn 2024-2027F, với đóng góp từ các dự án Thác Bà 2 (19MW), Trà Khúc 2 (30MW), Duyên Hải 2 (48MW).
- Mảng BĐS dự kiến ghi nhận doanh thu 495 tỷ đồng (+200% YoY) và lợi nhuận gộp 139 tỷ đồng (+200% YoY) nhờ bàn giao 30 căn dự án The Light Square Thái Bình trong năm 2025, so với 10 căn trong năm 2024.
- Mảng cho thuê văn phòng tăng trưởng ghi nhận doanh thu 1.256 tỷ VNĐ (+15 YoY) và lợi nhuận gộp 855 tỷ VNĐ (+10% YoY) nhờ tỷ lệ lấp đầy cao hơn của dự án văn phòng Etown 6.

Tổng hợp thông tin định giá REE

| Định giá | Giá trị tài sản (tỷ VNĐ) | Phương pháp định giá | Hệ số EV/EBITDA | Công suất (MW) | Giá trị thị trường tương ứng (tỷ VNĐ/MW) |
|--|-----------------------------|----------------------|-----------------|----------------|---|
| 1. M&E | 1.350 | EV/EBITDA | 5.0 | | |
| 2. Cho thuê văn phòng | 10.866 | EV/EBITDA | 10.0 | | |
| 3. BĐS | 440 | NAV | | | |
| 4. Thủy điện | 12.015 | EV/EBITDA | 11.3 | 345 | 34.8 |
| VSH | 8.705 | | 11.0 | 187 | 46.5 |
| TBC | 1.952 | | 12.0 | 94 | 20.8 |
| Khác | 1.358 | | 12.0 | 64 | 21.1 |
| 5. Điện gió | 5.750 | EV/EBITDA | 8.0 | 121 | 47.7 |
| 6. Điện mặt trời | 2.074 | EV/EBITDA | 10.0 | 139 | 14.9 |
| 7. Điện bán lẻ | 1.558 | EV/EBITDA | 10.0 | | |
| 8. Đầu tư liên kết vào công ty điện | 6.775 | MV | | 491 | 13.8 |
| 9. Đầu tư liên kết vào công ty nước | 2.646 | BV | | | |
| Giá trị tổng tài sản | 43.475 | | | | |
| Trừ: dự phóng nợ vay | (3.779) | | | | |
| Giá trị cổ phần | 39.696 | | | | |
| SLCP (triệu) | 471 | | | | |
| Giá trị hợp lý/cp (VNĐ) | 84.300 | | | | |

**GTT: 27.800****GMT: 34.600****THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

| | |
|-----------------------------|----------------------|
| Ngành | Dầu khí |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | Doanh thu (tỷ đồng) |
| SLCPDLH (triệu CP) | LNST - CDM (tỷ đồng) |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | ROA (%) |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | ROE (%) |
| SH NĐTNN còn lại (%) | EPS (đồng) |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | GTSS (đồng) |

| | |
|--------------|--------|
| 9.897 | 9.556 |
| 356 | 12.001 |
| 1.839 | 13.511 |
| 51 | 972 |
| 37 | 1.223 |
| 23,36 - 32,7 | 1.350 |

TÀI CHÍNH

| | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 9.556 | 12.001 | 13.511 |
| LNST - CDM (tỷ đồng) | 972 | 1.223 | 1.350 |
| ROA (%) | 5,6 | 6,0 | 6,3 |
| ROE (%) | 14,3 | 15,5 | 15,0 |
| EPS (đồng) | 2.829 | 3.297 | 3.641 |
| GTSS (đồng) | 21.044 | 22.154 | 25.295 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 800 | 300 | 500 |
| P/E (x) | 8,5 | 8,4 | 7,6 |
| P/B (x) | 1,1 | 1,3 | 1,1 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**Tăng cường và trẻ hoá đội tàu giúp mở rộng thị trường hoạt động**

- Năm 2024, PVT đã đầu tư thêm 8 tàu, gồm các loại tàu chở dầu sản phẩm, hóa chất, LPG và hàng rời, nâng đội tàu lên 58 chiếc (49 tàu sở hữu trực tiếp và 9 tàu thuê theo hình thức bareboat), tương ứng tỷ trọng đội tàu tăng 23% YoY lên 1,6 triệu DWT.
- Với chiến lược mở rộng hoạt động và lợi thế về chi phí quản lý vận hành thấp hơn 10-15% so với các công ty nước ngoài, PVT đã có thể mở rộng ra các thị trường yêu cầu như châu Âu và Bắc Mỹ, thay vì chỉ tập trung vào khu vực châu Á và Trung Đông. Hiện tại, hơn 85% đội tàu của PVT đang hoạt động trên các tuyến vận tải quốc tế.

Thanh lý tàu cao tuổi mang lại dòng tiền bổ sung tái đầu tư tàu mới

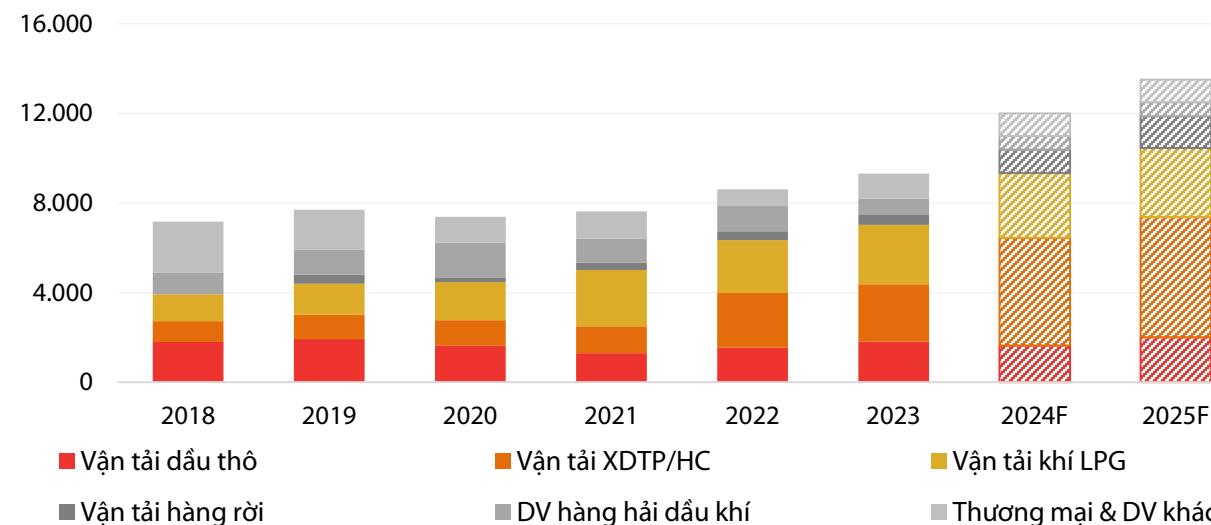
- PVT chủ yếu đầu tư các tàu vận tải đã qua sử dụng có độ tuổi bình quân từ 8 -15 tuổi và thanh lý tàu đã hoạt động lâu có độ tuổi từ 20-35 tuổi.
- PVT đang có 2 tàu vận tải khí LPG trên 30 tuổi, và 1 tàu vận tải hóa chất trên 20 tuổi. Nhóm tàu này sẽ khó tham gia vận tải trong khu vực nội địa lẫn quốc tế nên nhiều khả năng Công ty sẽ sớm thanh lý để tái đầu tư đội tàu trẻ hơn trong các năm tới.

Vận tải dầu thô và hàng rời dẫn dắt tăng trưởng năm 2025

- Giá cước vận tải dầu sản phẩm dự kiến sẽ diễn biến không thuận lợi trong năm 2025 khiến doanh thu từ vận tải dầu sản phẩm giảm nhẹ.
- Đối với mảng vận tải dầu thô và hóa chất, kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng khả quan nhờ vào (1) Khối lượng vận chuyển dầu thô & XDTP của BSR ước tính gia tăng hơn 20% sau bảo dưỡng, (2) Đóng góp từ sự gia tăng 23% trọng tải đội tàu chở dầu trong năm 2024, và (3) Giá cước vận tải dầu thô vẫn duy trì ở mức cao.
- Ước tính doanh thu các mảng kinh doanh sẽ tăng trưởng: vận tải dầu sản phẩm/hóa chất (+11,5% YoY), vận tải khí LPG (+6,9% YoY), hàng rời (+34,6% YoY) và vận tải dầu (+22,4% YoY).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

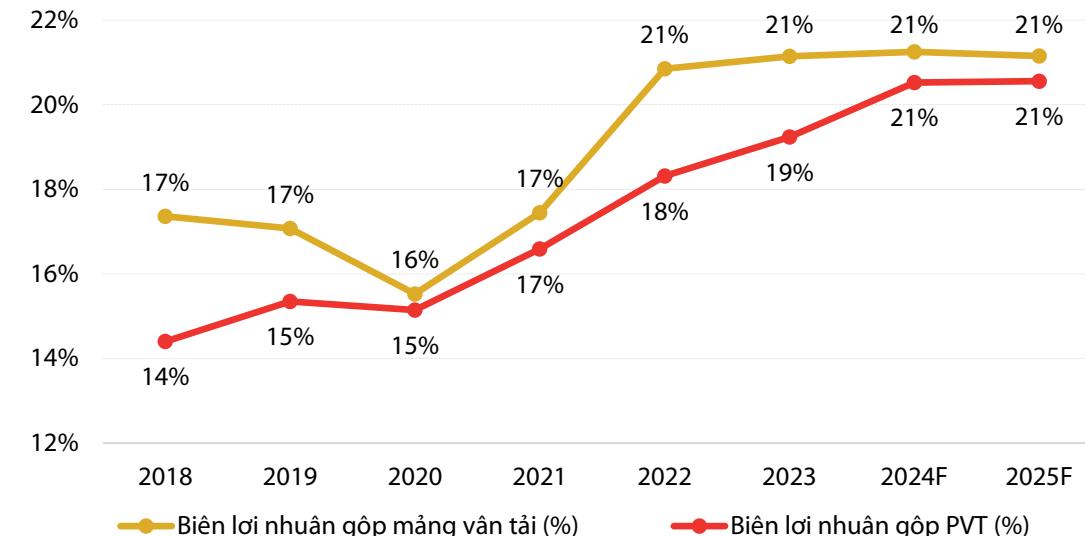
- Giá cước vận tải biển có thể hạ nhiệt nhanh hơn dự báo do nguồn cung tàu gia tăng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận
- Căng thẳng địa chính trị thuyên giảm có thể làm quang đường vận tải dầu khí ngắn lại.

Doanh thu các phân khúc của PVT giai đoạn 2018-2025 (Tỷ đồng)


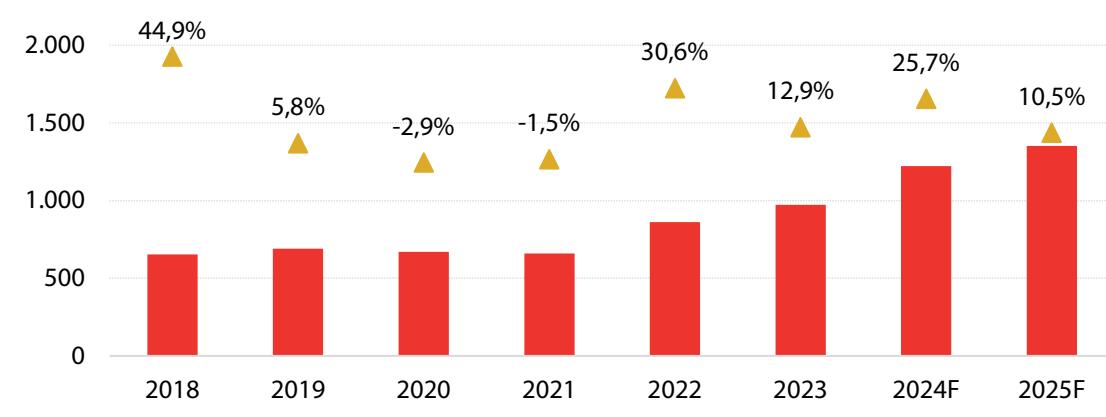
Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

Tuổi bình quân của đội tàu PVT (tuổi)


Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

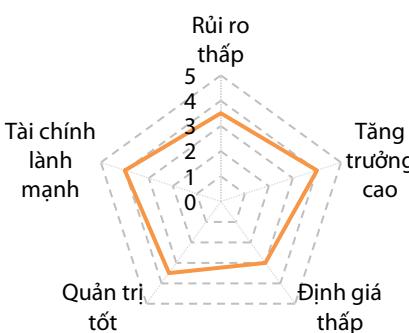
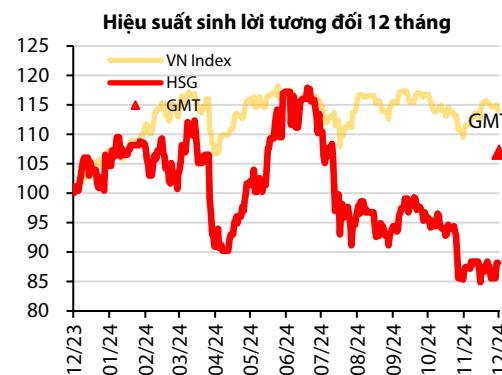
Biên lợi nhuận của PVT giai đoạn 2018-2025 (%)


Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận của PVT giai đoạn 2018-2025 (Tỷ đồng)


Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Kiến tạo tương lai thịnh vượng

MUA: 23%**GTT: 18.750****GMT: 23.000****THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

| | |
|-------------------------------|-------------------|
| Ngành | Tài nguyên Cơ bản |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 11.643 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 621 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 6.951 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 140 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 39 |
| BQ giá 52 tuần('000 VND) | 17,55 - 26,1 |

TÀI CHÍNH

| | 2023 | 2024A | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 31.651 | 39.270 | 43.331 |
| LNST (tỷ đồng) | 30 | 510 | 838 |
| ROA (%) | 0,1 | 2,6 | 4,0 |
| ROE (%) | 0,2 | 4,7 | 7,6 |
| EPS (đồng) | 47 | 828 | 1.265 |
| GTSS (đồng) | 17.345 | 17.606 | 18.372 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | 500 | 500 |
| P/E (x) | 485,1 | 22,7 | 14,8 |
| P/B (x) | 1,3 | 1,1 | 1,0 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**Triển vọng hồi phục từ thị trường nội địa, với lợi thế dẫn đầu thị trường**

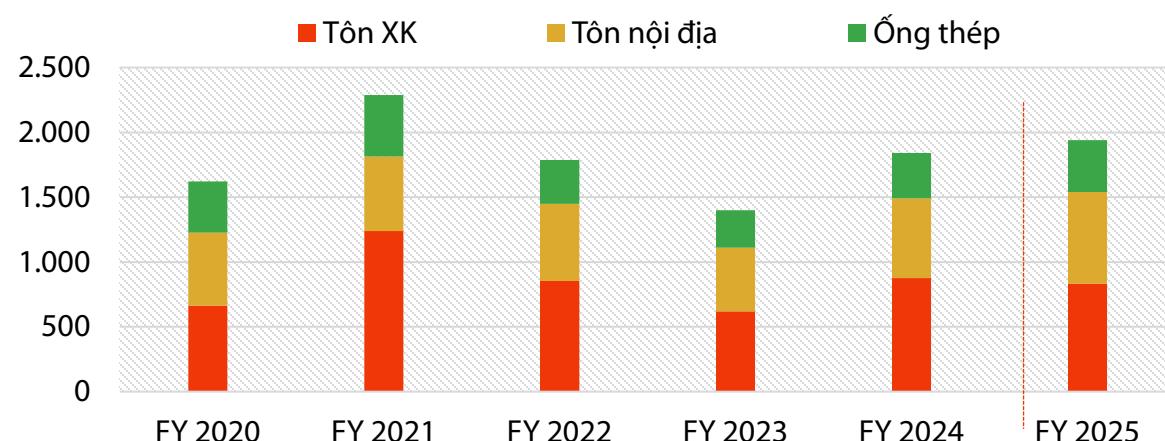
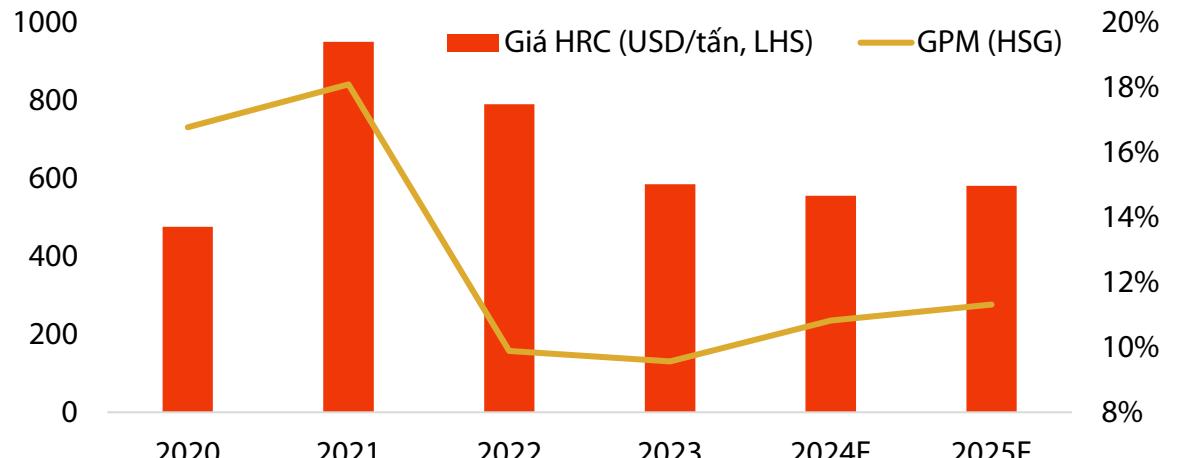
- Trong niên độ tài chính (NĐTC) 2025 sản lượng tôn mạ kì vọng đạt 1,5 triệu tấn (+3%YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ nội địa tăng 15%YoY, hỗ trợ bởi: 1/ Thị trường BĐS đã có dấu hiệu hồi phục và các dự án BĐS tiếp tục đẩy mạnh mở bán trong năm 2025, đi kèm với quá trình xây dựng và tăng nhu cầu nguyên vật liệu; 2/ hệ thống cửa hàng phủ khắp cả nước (gồm ~400 cửa hàng truyền thống và ~110 cửa hàng HoasenHome) giúp công ty lấy được thị phần tại thị trường nội địa, đặc biệt tại thị trường miền Bắc.

Biên lợi nhuận được cải thiện trong năm 2025, duy trì chi phí cho hệ thống Hoasen Home

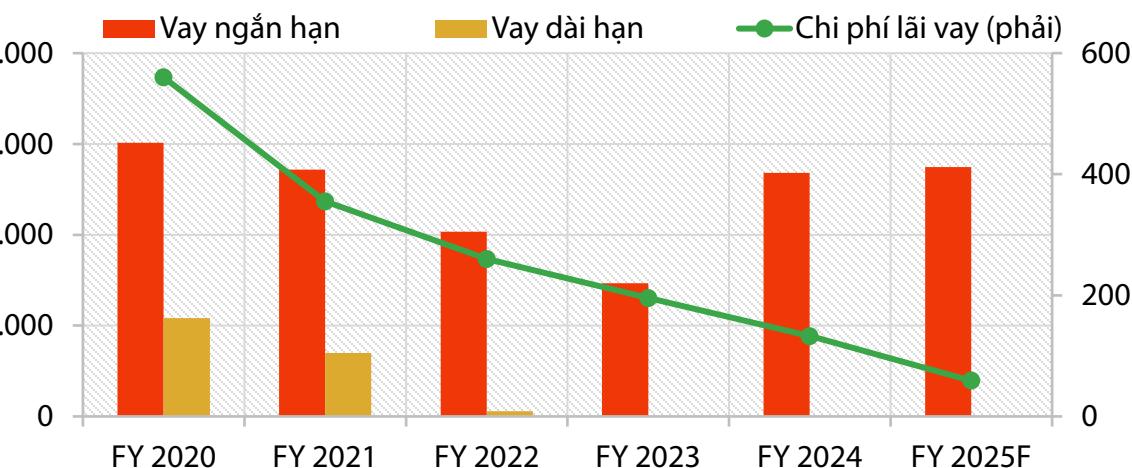
- Với kịch bản giá HRC phục hồi về mức USD 530/tấn (+3,5%YoY), chúng tôi kỳ vọng HSG có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức 11,6% trong NĐTC 2025 (so với mức 10,8% trong NĐTC 2024). HSG tiếp tục duy trì biên lợi nhuận vượt trội so với các doanh nghiệp tôn mạ khác, nhưng sẽ cần duy trì chi phí SG&A tương đối cao trong NĐTC 2025 (4,1 nghìn tỷ đồng, +8%YoY, với tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu đạt 9,5%) để mở rộng hệ thống Hoasen Home trong năm 2025.
- Lợi nhuận ròng cho năm 2025 dự phóng đạt 838 tỷ đồng (+64%YoY, do công ty ghi nhận lỗ trong quý 4 của NĐTC 2024). Cổ phiếu đang giao dịch với P/E và P/B dự phóng giai đoạn 2025 lần lượt là 15x/1,0x, mức hấp dẫn so với triển vọng và vị thế doanh nghiệp trong ngành.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

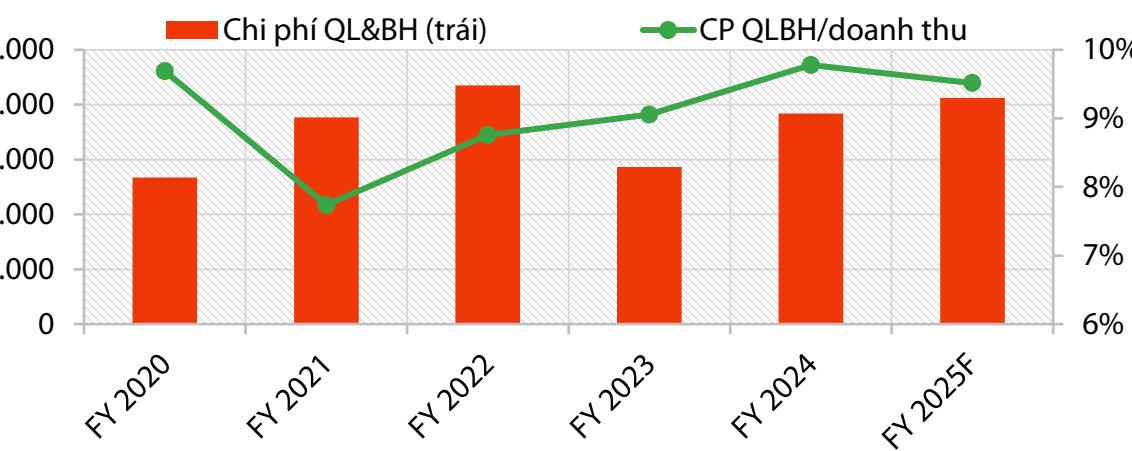
- Biến động giá nguyên vật liệu cao hơn dự kiến; nhu cầu thép mạ thấp hơn dự kiến.

Sản lượng bán hàng kì vọng phục hồi (nghìn tấn)**Biên LN gộp của HSG và giá HRC, giai đoạn 2020-2025**

Nguồn: VSA, HSG, CTCK Rồng Việt

Công ty sử dụng nợ vay ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động (tỷ đồng)

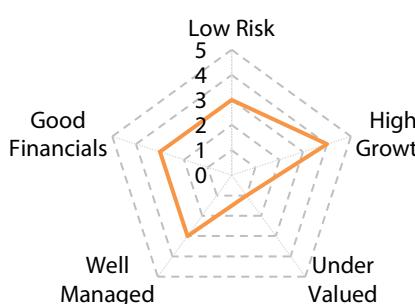
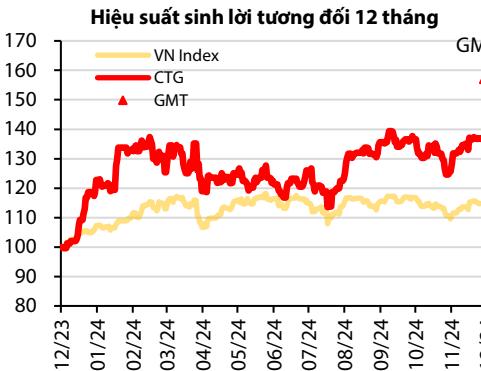
Duy trì hệ thống cửa hàng Hoasen Home giúp công ty có biên LN vượt trội, nhưng ghi nhận chi phí QL&BH cao (tỷ đồng)

**Kiến tạo tương lai thịnh vượng**Mục lục ; DS cổ phiếu 2025 -100

TÍCH LŨY: 16%

GTT: 36.150

GMT: 41.950



TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| TN hoạt động (tỷ đồng) | 70.659 | 80.010 | 90.519 |
| LNST-CĐM (tỷ đồng) | 19.992 | 22.212 | 26.337 |
| ROA (%) | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| ROE (%) | 17,0 | 16,4 | 16,8 |
| EPS (đồng) | 3.723 | 3.715 | 4.405 |
| GTSS (đồng) | 23.596 | 26.995 | 31.400 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 7,3 | 9,7 | 8,2 |
| P/B (x) | 1,1 | 1,3 | 1,2 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận cao và ổn định (CAGR của LNTT 2025F-28F: 21%) nhờ việc thực thi chiến lược tài chính thận trọng một cách hiệu quả.

- Sau khi CTG có Tổng giám đốc mới (2020), ngân hàng đã triển khai các biện pháp mạnh mẽ trong việc trích lập dự phòng rủi ro tín dụng với chi phí tín dụng bình quân là 1,9% từ 2021-2024, gấp ba lần chi phí tín dụng của nhiệm kỳ TGĐ trước, nhằm bảo vệ ngân hàng khỏi các rủi ro tiềm ẩn từ các khoản nợ chưa được quản trị rủi ro chặt chẽ trong quá khứ.
- Các ngân hàng quốc doanh thường có chu kỳ "làm sạch" bảng cân đối kế toán một cách sâu rộng (chi phí tín dụng TB mỗi năm từ 1,7%-2,0%) kéo dài trong khoảng 5 năm. Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng bình quân của CTG từ 2025F-28F có thể giảm về mức 1,4% nhờ mặt bằng tỷ lệ nợ xấu giảm, giúp tạo động lực tích cực cho triển vọng tăng trưởng thu nhập.

Xứng đáng với mặt bằng định giá cao hơn nhờ hiệu quả hoạt động cùng chất lượng tài sản trong xu hướng cải thiện, và ưu thế về thị phần, thương hiệu.

- Chúng tôi dự phóng CTG (1) tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản với tỷ lệ nợ xấu giảm dần về 1,1% và có thể tăng cường bộ đệm dự phòng lên trên 200%, và (2) hiệu quả hoạt động với ROE tăng cường lên mức 18% vào cuối kỳ dự phóng (2028F) nhờ kiểm soát tốt chất lượng tài sản và tận dụng cơ hội từ môi trường vĩ mô thuận lợi hơn với ưu thế về thị phần. Đây sẽ là các yếu tố quyết định tới việc CTG có mặt bằng định giá cao hơn mức bình quân 5 năm là 1,4x vào thời điểm hiện tại.

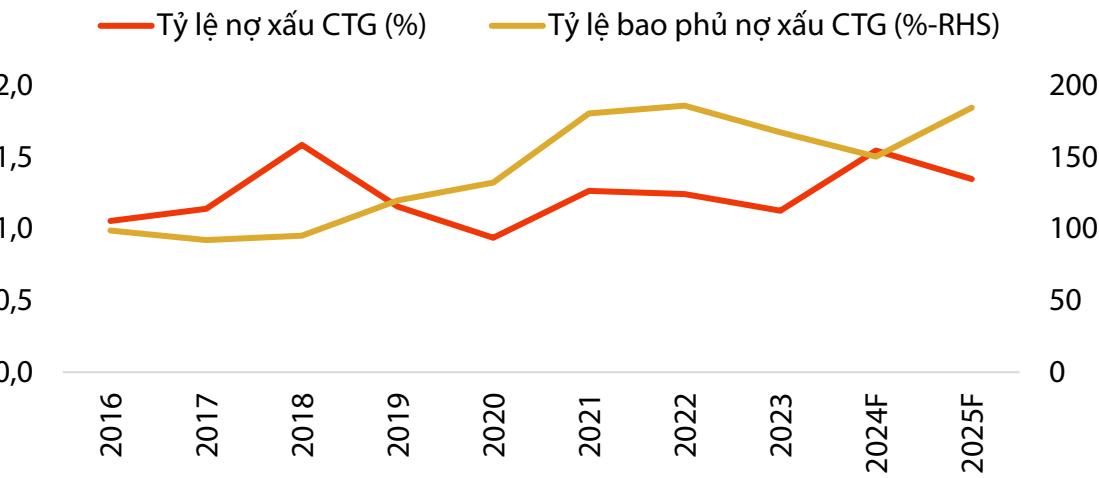
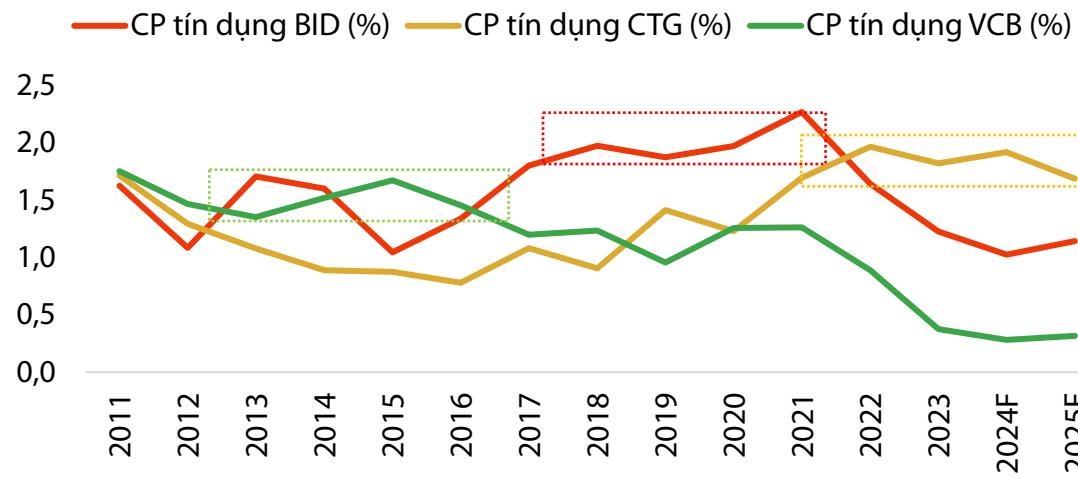
Tăng trưởng LNTT dự phóng giảm tốc xuống 9% trong 2024F do ban lãnh đạo quyết định trích lập dự phòng lớn hơn kế hoạch, trước khi tăng trưởng 18% trong 2025F.

- Chúng tôi đánh giá cao việc CTG tăng cường trích lập trong năm 2024 trong bối cảnh nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi bão số 3, khi điều này nâng cao khả năng giảm biên chi phí tín dụng kể từ 2025.

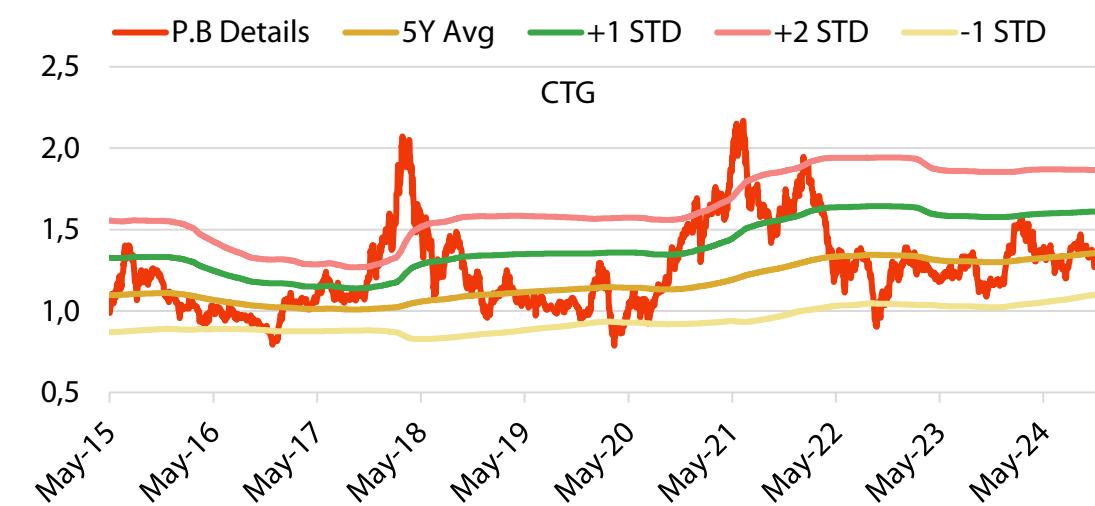
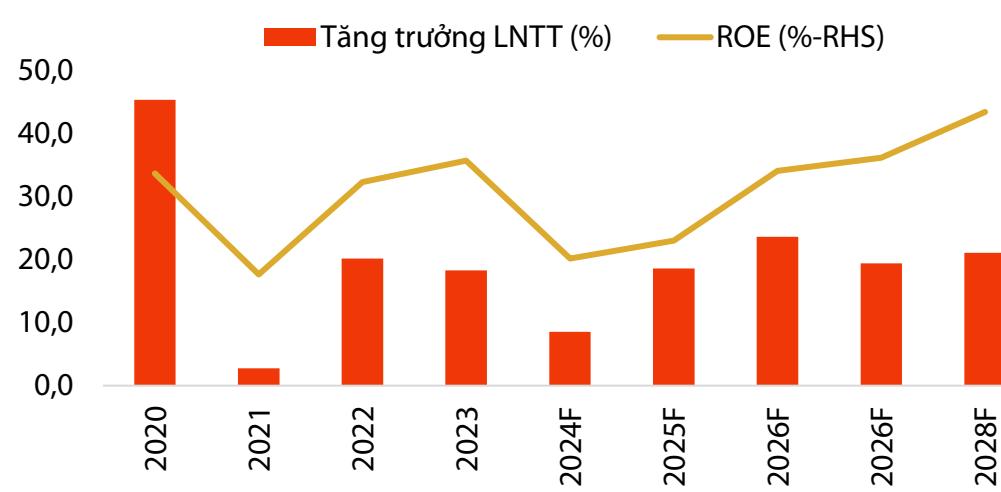
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ!

- Chu kỳ lành mạnh hóa có thể kéo dài hơn dự kiến, khiến các kỳ vọng về tăng trưởng thu nhập và tái định giá cần nhiều thời gian hơn để hiện thực hóa.

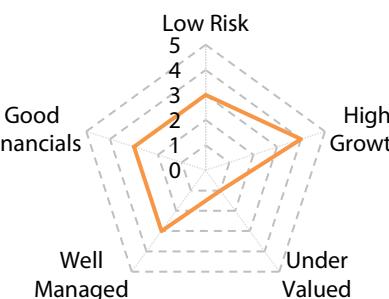
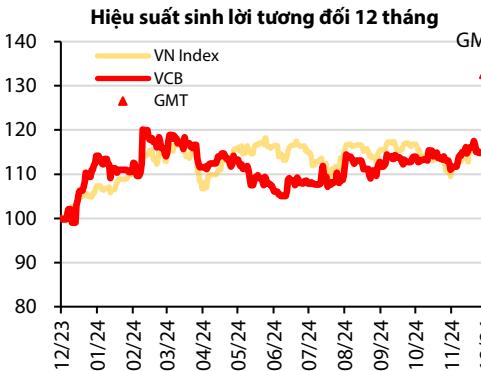
Chu kỳ lành mạnh hóa bảng cân đối của CTG có thể kết thúc sau năm 2025, và cải thiện đáng kể chất lượng tài sản



Mặt bằng định giá nhiều khả năng được cải thiện đi cùng với xu hướng của chất lượng tài sản, hiệu quả hoạt động



Nguồn: CTG, VCB, BID, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 17%
GTT: 92.500
GMT: 108.100


THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Ngành | Ngân hàng |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 516.991 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 5.589 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 1.400 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 130 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 7 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 80,3 - 100,5 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| TN hoạt động (tỷ đồng) | 67.723 | 70.295 | 79.121 |
| LNST-CĐM (tỷ đồng) | 33.033 | 35.550 | 41.921 |
| ROA (%) | 1,8 | 1,8 | 2,0 |
| ROE (%) | 21,7 | 19,6 | 19,2 |
| EPS (đồng) | 5.910 | 5.867 | 6.919 |
| GTSS (đồng) | 30.139 | 35.529 | 42.447 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 13,6 | 15,8 | 13,4 |
| P/B (x) | 2,7 | 2,6 | 2,2 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng tăng trưởng thu nhập lãi thuần khả quan nhờ dư địa cao trong việc mở rộng NIM và tăng trưởng tín dụng.

- Với nền tảng vững chắc của chất lượng tài sản hàng đầu hệ thống và chi phí vốn thấp, nhờ dẫn dầu thị phần về CASA cộng với nguồn vốn giá rẻ từ huy động tiền gửi Kho bạc Nhà nước, NIM của VCB có ít khả năng bị ảnh hưởng mạnh bởi các biến động trên thị trường tiền tệ trong bối cảnh nền kinh tế tăng trưởng thuận lợi hơn trong 1-2 năm tới. Chúng tôi kỳ vọng NIM của VCB có thể mở rộng 5 bps/10 bps trong 2025F/26F.
- VCB có thể tận dụng sự hỗ trợ về mặt chính sách sau khi nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng Xây dựng CB để gia tăng thị phần tín dụng với hạn mức tín dụng cao hơn từ SBV, bên cạnh các lợi ích khác như mở rộng mạng lưới chi nhánh, đặc biệt là ở những khu vực mà VCB chưa có sự hiện diện mạnh mẽ.

Cải thiện sức mạnh về vốn nhờ khả năng được duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và tiềm năng từ thương vụ phát hành riêng lẻ.

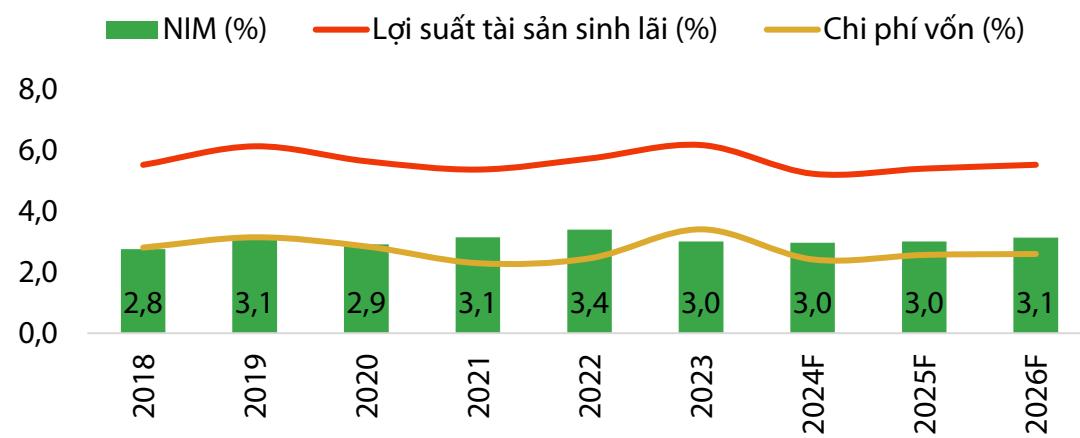
- VCB sẽ cần phải chuẩn bị nguồn lực về vốn để đảm bảo quá trình tái cấu trúc ngân hàng CB hiệu quả. Do đó, VCB có thể được Quốc hội hỗ trợ về mặt chính sách chi trả cổ tức bằng cổ phiếu và tăng cường sức mạnh về vốn của ngân hàng này khi tính đến Q3-24, lợi nhuận chưa phân phối của VCB đạt 109 nghìn tỷ đồng, chiếm 54% vốn chủ sở hữu của ngân hàng.

Tăng trưởng LNTT 2025F cải thiện mạnh mẽ lên 20% khi NIM phục hồi từ nền thấp của năm 2024 (NIM 2024F/25F: 2,95%/3,01%), vốn bị ảnh hưởng bởi các gói vay ưu đãi lãi suất hỗ trợ các khách hàng bị thiệt hại bởi cơn bão số 3.

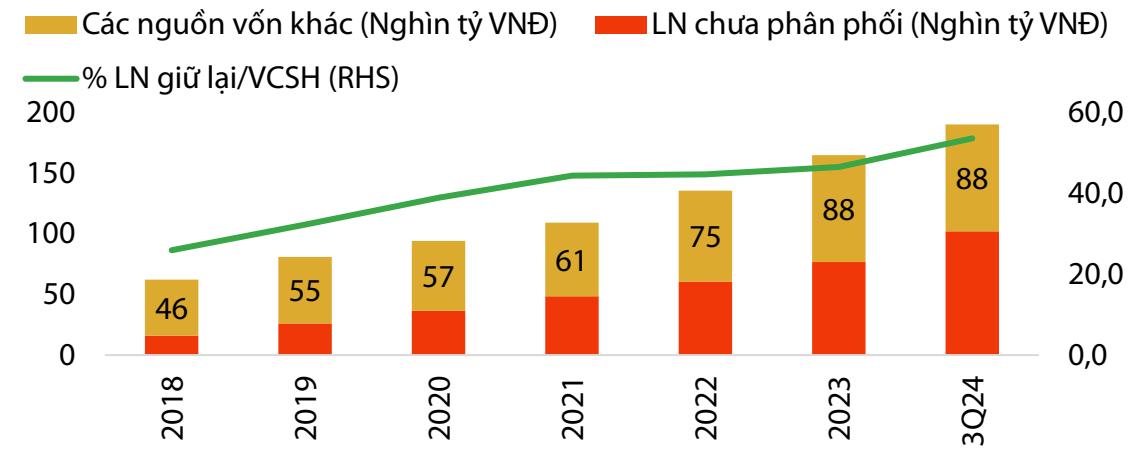
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- VCB có thể phát sinh chi phí hoạt động cao hơn kỳ vọng do hỗ trợ Ngân hàng CB hoặc các gói tín dụng ưu đãi lãi suất tiếp tục có ảnh hưởng lên NIM.

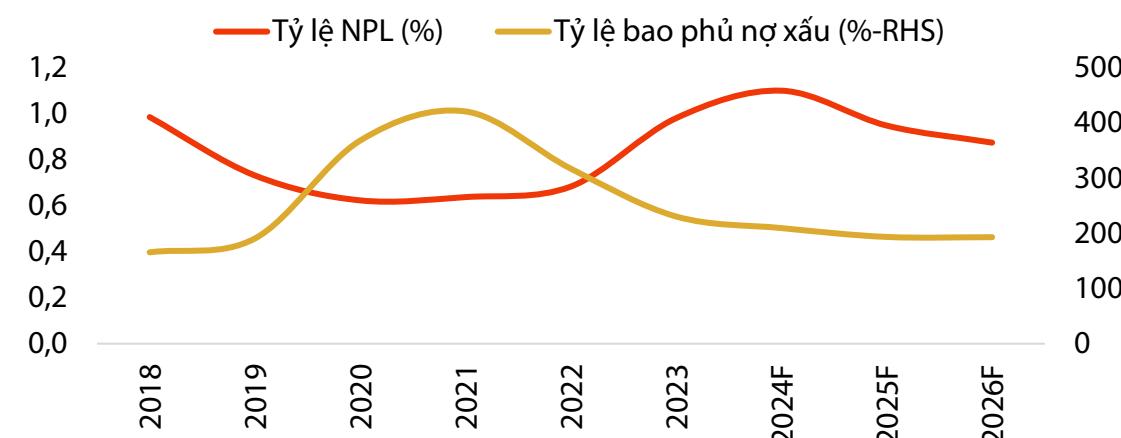
Lợi thế chi phí vốn thấp và chất lượng tài sản vững vàng (hạn chế thoái lãi phải thu) giúp NIM 2025F/26F có nhiều dư địa để phục hồi từ mức thấp của năm 2024, vốn bị ảnh hưởng bởi nợ xấu tăng nhanh và triển khai các gói tín dụng với lãi suất ưu đãi hỗ trợ SXKD sau bão số 3



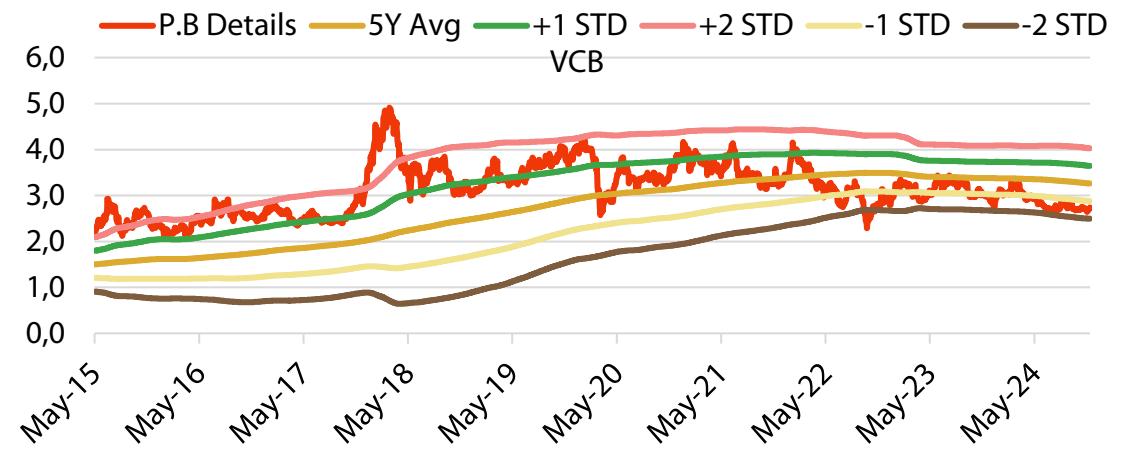
Việc được giữ lại lợi nhuận thay vì phải chi trả cổ tức tiền mặt có ý nghĩa quan trọng đối với sức mạnh về vốn của VCB

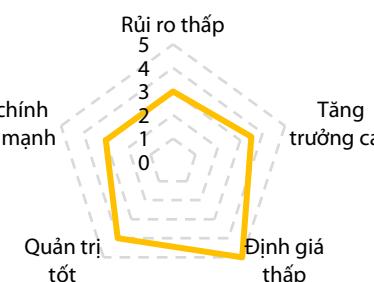
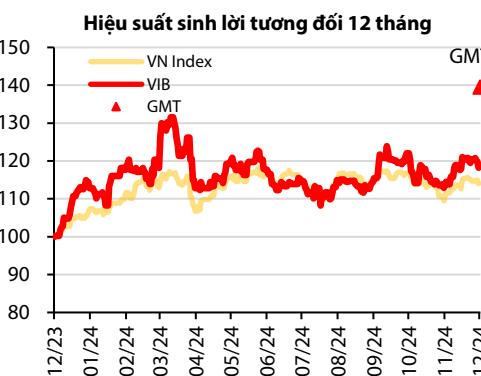


Nguồn: VCB, Bloomberg, CTCK Rồng Việt



Định giá P/B của VCB đang dao động trong vùng thấp của định giá 10 năm (2,0x-2,5x), hàm ý rủi ro giảm giá rất hạn chế



TÍCH LŨY: 18%**GTT: 18.950****GMT: 22.300****THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

| | |
|-----------------------------|---------------|
| Ngành | Ngân hàng |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 56.454 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 2.979 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 10.857 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 206 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 0 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 16,32 - 21,37 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024E | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Tổng TNHĐ (tỷ đồng) | 22.160 | 20.556 | 24.534 |
| LNST (tỷ đồng) | 8.562 | 7.146 | 8.705 |
| ROA (%) | 2,3 | 1,6 | 1,7 |
| ROE (%) | 24,3 | 17,9 | 19,7 |
| EPS (đồng) | 3.380 | 2.376 | 2.895 |
| GTSS (đồng) | 14.955 | 14.090 | 15.735 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 1.250 | 1.250 | 1.000 |
| P/E (x) | 5,0 | 8,0 | 6,5 |
| P/B (x) | 1,1 | 1,3 | 1,2 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Kỳ vọng lợi nhuận tạo đáy trong năm 2024 và trở lại quỹ đạo tăng trưởng cao trong dài hạn nhờ khả năng chuyển hóa tiềm năng của thị trường tín dụng bán lẻ thông qua lợi thế cạnh tranh về sự linh hoạt và thận trọng trong chính sách tín dụng

- LNTT 2024F dự phỏng giảm 17% YoY, chủ yếu chịu ảnh hưởng của việc sản phẩm cốt lõi - cho vay mua BDS – suy yếu (13% YoY) kết hợp với NIM bị co hẹp đáng kể (-100 bps) do tỷ trọng tín dụng KH cá nhân giảm và cạnh tranh về lãi suất cho vay gay gắt, và chi phí tín dụng tăng nhanh. Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tình hình kinh tế có những chuyển biến tích cực hơn và hóa giải những cơn gió ngược của năm 2024 với dư nợ cho vay mua BDS tăng tốc cùng chất lượng tài sản lành mạnh. LNTT 2025F dự phỏng, theo đó, tăng trưởng 22% YoY.
- Chúng tôi tin rằng VIB, với lợi thế cạnh tranh vốn có về khả năng xử lý khoản vay trong thời gian ngắn và sự linh hoạt trong việc xây dựng sản phẩm bán lẻ hấp dẫn, có thể tận dụng tiềm năng này của ngành. Chúng tôi dự phỏng LNTT giai đoạn 2025F-28F với mức tăng trưởng kép 24,5%.

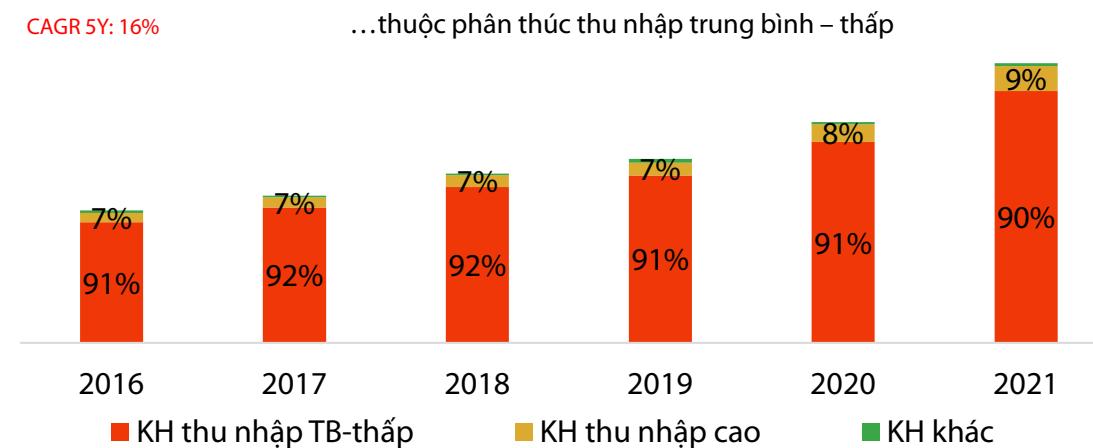
Bên cạnh triển vọng tăng trưởng LNTT hấp dẫn, chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt ổn định sẽ giúp VIB duy trì tỷ lệ ROE nằm trong nhóm các ngân hàng dẫn đầu hệ thống. Chúng tôi kỳ vọng VIB duy trì chính sách tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt 10% trong kỳ dự báo, qua đó đưa ROE phục hồi từ 18% trong 2024 lên mức 24% vào năm 2028F.

Việc VIB tìm kiếm NĐT chiến lược nước ngoài mới, sau khi cổ đông chiến lược CBA thoái vốn, sẽ là chất xúc tác cho định giá. Trong 2 thương vụ bán 15% vốn cho NĐT chiến lược nước ngoài gần nhất tại OCB (2020) và VPB (2023), định giá P/B của thương vụ dao động 2,3-2,5 lần với ROE (năm liền trước năm giao dịch) từ 21%-25%. Do đó, VIB có thể sẽ được tái định giá ở mức cao hơn, do phản ánh tiềm năng của thương vụ bán vốn cho NĐT chiến lược mới.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Diễn biến của thị trường BDS phục hồi kém hơn so với kỳ vọng ảnh hưởng tới khả năng tăng trưởng tín dụng, cải thiện NIM và thu hồi nợ xấu của VIB.

90% khách hàng của VIB

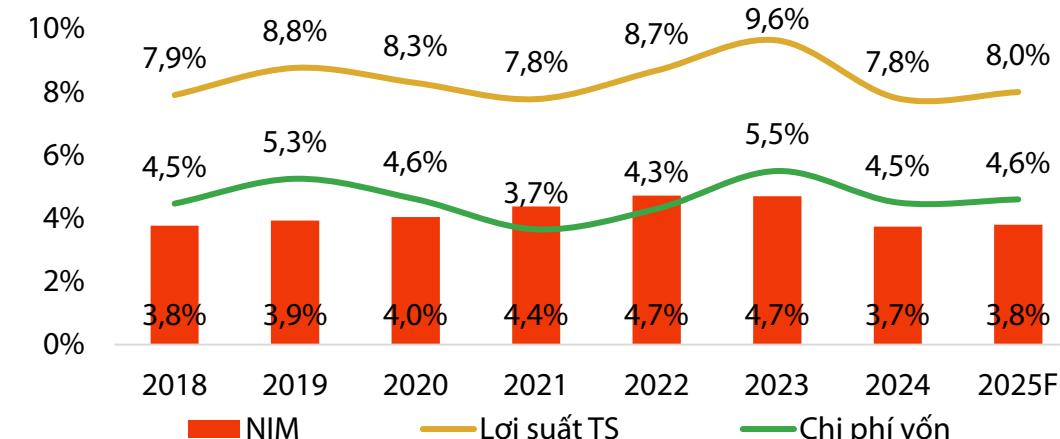


Dư nợ nhóm 2 có xu hướng giảm trong 3 quý gần nhất, giúp giảm áp lực hình thành nợ xấu trong các quý tới

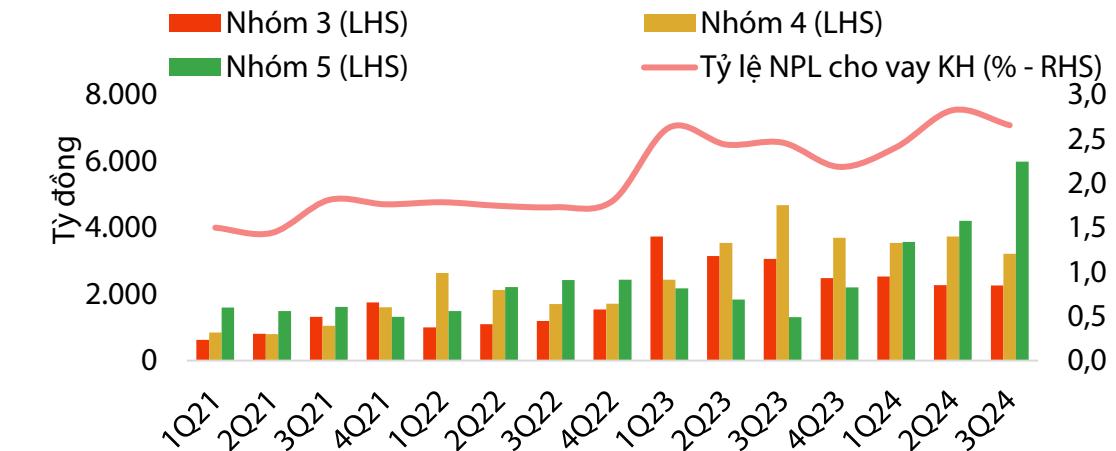


Nguồn: VIB, Bộ Xây dựng, CTCK Rồng Việt

NIM 2025 đi ngang do lãi suất hai đầu cùng điều chỉnh nhẹ



Nợ xấu đang tăng chủ yếu ở nhóm 5, trong khi nợ nhóm 3 và 4 giảm, hàm ý chi phí trích lập dự phòng có thể sớm hạ nhiệt



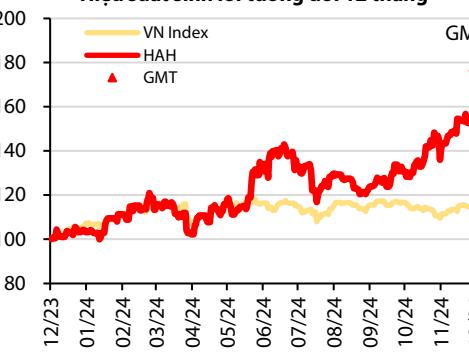
Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Mục lục ; DS cổ phiếu 2025 -106

TÍCH LŨY: 18%

GTT: 49.300

Hiệu suất sinh lời tương đối 12 tháng



GMT: 58.000

GMT

▲

Danh sách đội tàu của HAH

| STT | Tên tàu | Cung tải | Tỷ lệ BCC | Hình thức hoạt động | Giá thuê định hạn (USD/ngày) | Lịch cho thuê định hạn |
|-----|------------|-------------|--------------|------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| 1 | HAIAN PARK | 787 | 100% | Tự vận hành | | |
| 2 | HAIAN TIME | 1.032 | 100% | Tự vận hành | | |
| 3 | HAIAN BELL | 1.200 | 81% | Tự vận hành | | |
| 4 | HAIAN LINK | 1.060 | 100% | Tự vận hành | | |
| 5 | HAIAN MIND | 1.794 | 67% | Cho thuê định hạn | 24.000 | 10/2024 – 09/2025 |
| 6 | HAIAN VIEW | 1.577 | 70% | Cho thuê định hạn | 13.400 | 05/2024 – 04/2025 |
| 7 | HAIAN WEST | 1.740 | 90% | Cho thuê định hạn | 18.000 | 01/2024 – 01/2025 |
| 8 | HAIAN EAST | 1.702 | 90% | Cho thuê định hạn | 18.000 | 01/2024 – 01/2025 |
| 9 | HAIAN CITY | 1.577 | 65% | Tự vận hành | | |
| 10 | HAIAN ROSE | 1.708 | 84% | Tự vận hành | | |
| 11 | ANBIEN BAY | 1.700 | 44% | Cho thuê định hạn | 40.000 | 07/2022 – 11/2024 |
| 12 | HAIAN ALFA | 1.700 | 97% | Tự vận hành | | |
| 13 | HAIAN BETA | 1.700 | 100% | Tự vận hành | | |
| 14 | HAIAN OPUS | 1.700 | 81% | Cho thuê định hạn | 24.000 | 08/2024 – 08/2026 |
| 15 | ANBIEN SKY | 1.700 | 0% | Cho thuê định hạn | 15.950 | 05/2024 – 01/2025 |
| 16 | HAIAN GAMA | 3.500 | 100% | Cho thuê định hạn | 30.000 | 11/2024 – 06/2025 |

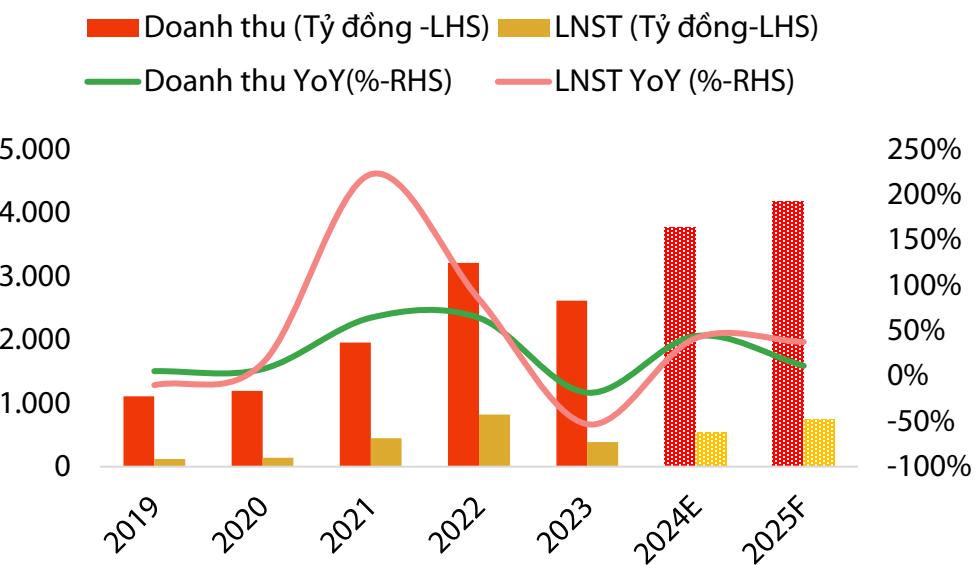
Nguồn: HAH, CTCK Rồng Việt

Mức định giá của công ty cùng ngành hàng hải

| Chỉ tiêu | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | Trung bình ngành |
|------------------|-------|--------|-------|------|------|------|------------------|
| Tỷ trọng | 15% | 15% | 15% | 15% | 20% | 20% | |
| EV/EBITDA | | | | | | | |
| Trung bình | 15,1x | 14,0x | 8,0x | 8,2x | 4,6x | 4,7x | 8,7x |
| Trung vị | 11,8x | 10,2x | 7,9x | 3,0x | 0,8x | 4,2x | 5,9x |
| P/E | | | | | | | |
| Trung bình | 66,4x | 150,1x | 24,5x | 3,4x | 1,4x | 5,8x | 38,1x |
| Trung vị | 40,8x | 37,1x | 9,7x | 3,1x | 1,4x | 6,7x | 15,2x |
| P/B | | | | | | | |
| Trung bình | 0,9x | 1,0x | 1,5x | 1,6x | 0,8x | 0,7x | 1,0x |
| Trung vị | 0,8x | 1,0x | 1,5x | 1,5x | 0,8x | 0,6x | 1,0x |

Nguồn: HAH, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

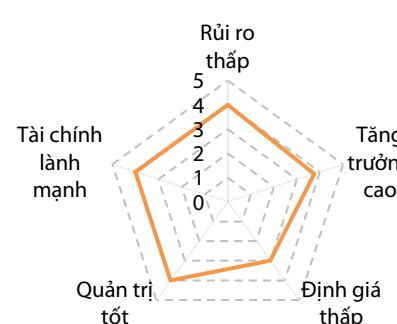
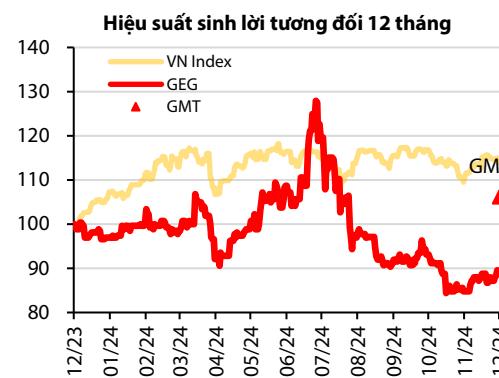
Doanh thu và LNST dự phóng của HAH



TÍCH LŨY: 17%

GTT: 11.500

GMT: 13.400



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|---------------------------|---------------|
| Ngành | Điện |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 4.121 |
| SLCPĐLH (triệu CP)* | 358 |
| KLCP 3 tháng (nghìn CP) | 365 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 4 |
| SH NDTNN còn lại (%) | 5 |
| BQ giá 52 tuần ('000 VND) | 10,45 - 16,38 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 2.163 | 2.351 | 2.402 |
| LNST (tỷ đồng) | 137 | 179 | 288 |
| ROA (%) | 0,8 | 1,1 | 1,8 |
| ROE (%) | 3,9 | 5,9 | 6,6 |
| EPS (đồng) | 214 | 441 | 947 |
| GTSS (đồng) | 11.266 | 11.976 | 12.287 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 57,2 | 26,1 | 12,1 |
| P/B (x) | 1,1 | 1,0 | 0,9 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cho cả năm 2025, chúng tôi dự đoán doanh thu và LNST của GEG lần lượt đạt 2.402 tỷ VNĐ (+2% YoY) và 288 tỷ VNĐ (+14% YoY) nhờ (1) mảng thủy điện phục hồi và (2) chi phí lãi vay giảm.

Thủy điện phục hồi hỗ trợ tăng trưởng doanh thu

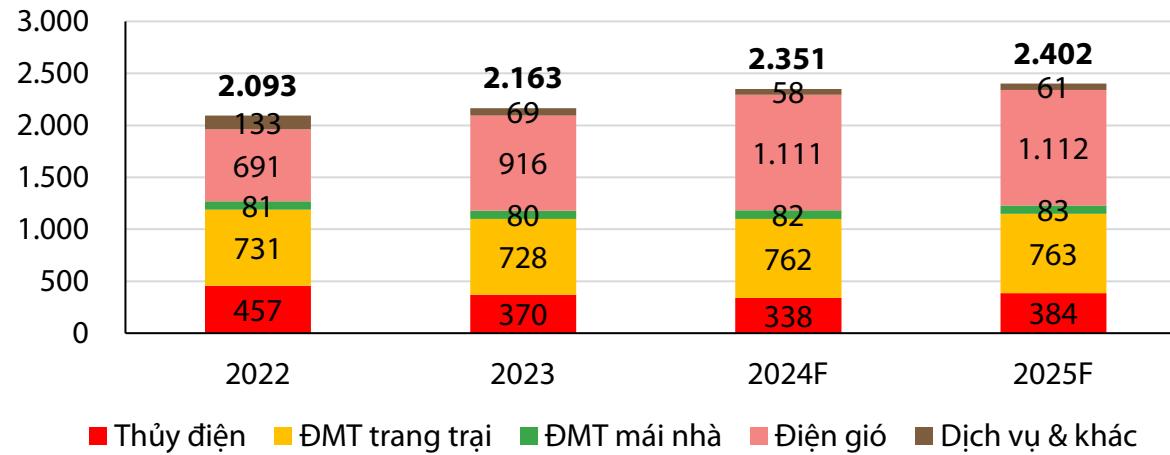
- Cho cả năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ thủy điện dự kiến sẽ đóng góp 384 tỷ VNĐ vào cơ cấu doanh thu của GEG nhờ chu kỳ La Nina quay lại.
- Chúng tôi ước tính doanh thu các nguồn điện khác của GEG duy trì mức ổn định. Cụ thể doanh thu từ ĐMT trung trại 763 tỷ VNĐ, ĐMT mái nhà 83 tỷ VNĐ, điện gió 1.112 tỷ VNĐ.

Chi phí lãi vay giảm nhờ tái cấu trúc các khoản vay nợ dài hạn và dư nợ giảm dần

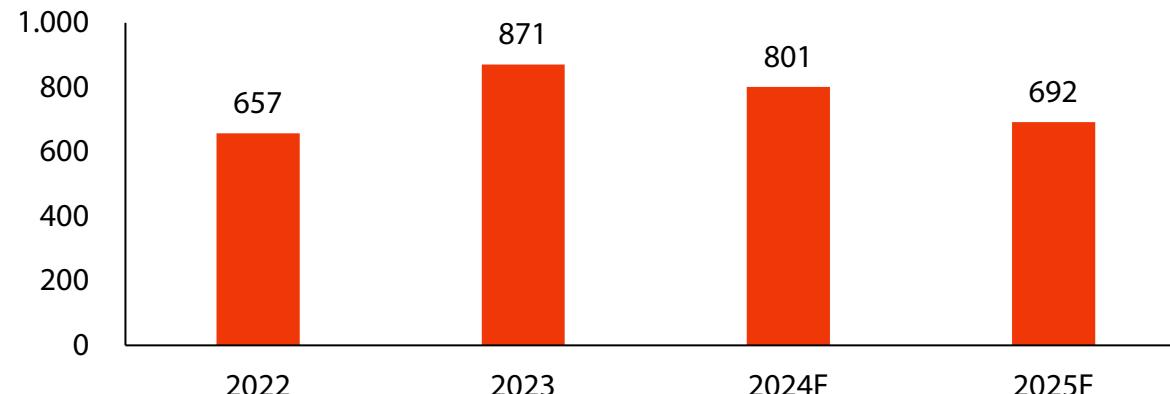
- Trong Q3/2024, GEG đã hoàn tất tái cấu trúc 500 tỷ VNĐ nợ vay cũ, và có kế hoạch tiếp tục tái cấu trúc 500 tỷ VNĐ còn lại trong Q4/2024 – Q1/2025. Chúng tôi ước tính việc tái cơ cấu giúp GEG giảm chi phí lãi vay khoảng 5% YoY.
- Chúng tôi ước tính chi phí lãi vay năm 2025 đạt 692 tỷ VNĐ (-14% YoY).

ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ

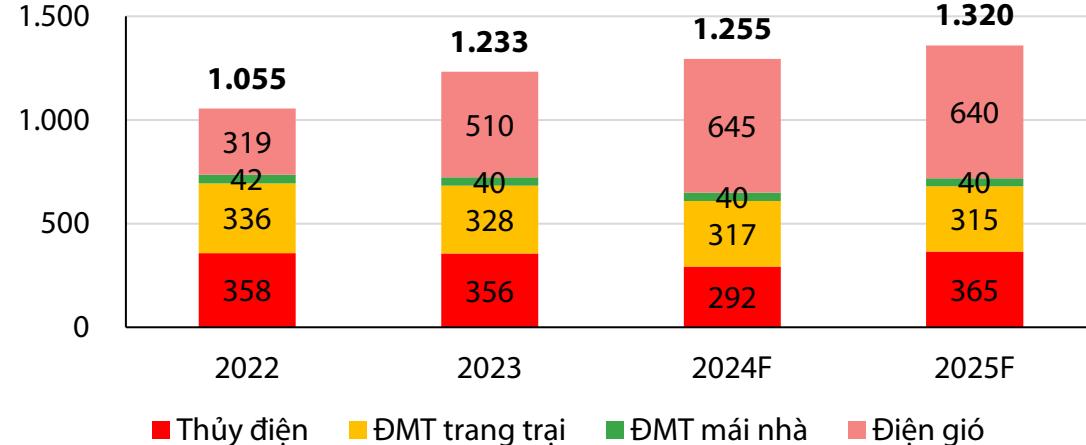
- Hiện tại dự án điện gió Tân Phú Đông 1 đang được thanh toán với mức giá 50% giá trần 908 VNĐ/kWh (mức giá tạm, tương ứng 50% giá của khung giá cho dự án điện gió gần bờ theo Quyết định số 21). Trong năm 2025, GEG có thể ghi nhận thu nhập bất thường khi hoàn tất đàm phán giá điện chuyển tiếp cho dự án TPĐ1, với giá trị 200 tỷ đồng vào LNST theo ước tính của chúng tôi.
- Tuy nhiên chúng tôi không đưa vào dự phóng và định giá, do rủi ro tiến độ đàm phán giá điện chuyển tiếp với EPTC có thể bị trì trệ.

Chi tiết dự phóng doanh thu GEG (tỷ VNĐ)

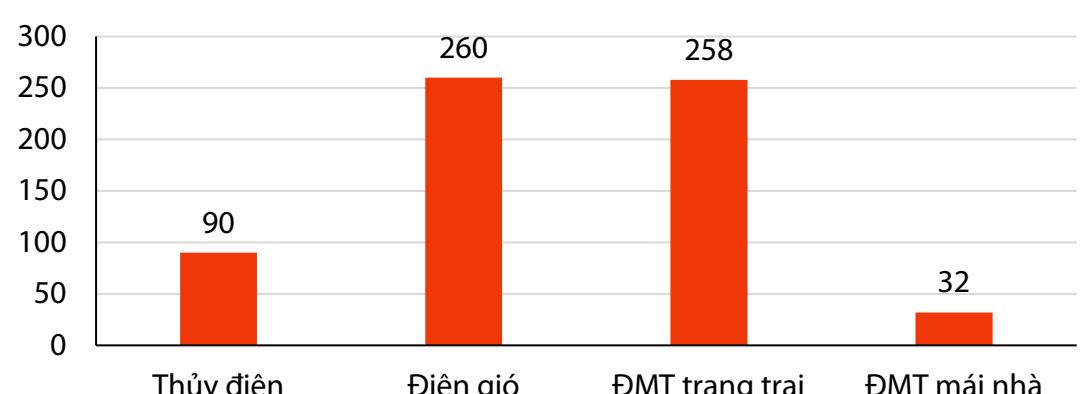
Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Chi phí lãi vay giảm dần (tỷ VNĐ)

Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

Sản lượng điện GEG (triệu kWh)

Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

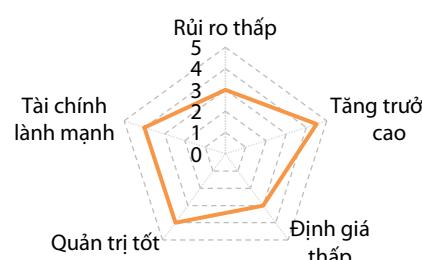
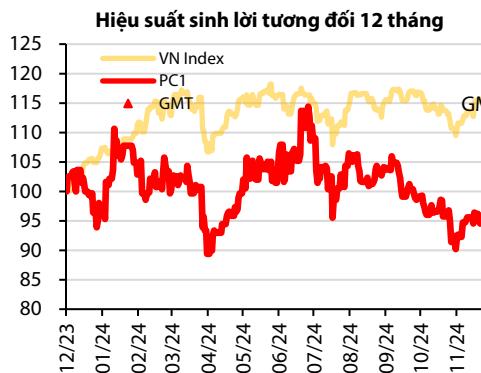
Công suất nguồn điện GEG (MW)

Nguồn: GEG, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 16%

GTT: 22.800

GMT: 26.500



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | | | | | |
|-----------------------------|----------------|------------------------|--------|--------|--------|
| Ngành | Xây dựng, điện | Doanh thu (tỷ đồng) | 7.803 | 9.596 | 9.144 |
| Vốn hóa (triệu \$) | 8.154 | LNST (tỷ đồng) | 137 | 486 | 518 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 358 | ROA (%) | 1,8 | 5,1 | 5,5 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 1.569 | ROE (%) | 2,7 | 8,2 | 8,0 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 37 | EPS (đồng) | 217 | 1.345 | 1.435 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 37 | GTSS (đồng) | 16.668 | 16.605 | 18.040 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 21,3 - 27,78 | Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| | | P/E (x) | 115,4 | 17,0 | 15,9 |
| | | P/B (x) | 1,5 | 1,4 | 1,3 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng quan 2025, chúng tôi dự phóng KQKD đi ngang svck với doanh thu 9.144 tỷ VNĐ (-5% YoY) và LNST 505 tỷ VNĐ (+4% YoY). Chúng tôi nhận thấy các yếu tố dẫn dắt tăng trưởng đang tích cực trở lại đối với các mảng kinh doanh của PC1 dù KQKD 2025 chưa tăng trưởng mạnh so với 2024

- Doanh thu giảm do mảng Niken (đóng góp 11% tổng doanh thu) ghi nhận sản lượng giảm 17% YoY và giá bán thấp hơn do việc Indonesia tăng cường xuất khẩu Niken.
- Tuy vậy, LNST 2025 vẫn sẽ tăng nhẹ nhờ chi phí tài chính được cải thiện với dư nợ giảm dần.

Việc tư nhân hóa đường dây 220kV và tăng tốc phê duyệt các DA NLTT là động lực tốt cho mảng xây lắp của PC1 trong giai đoạn 2026 – 2030

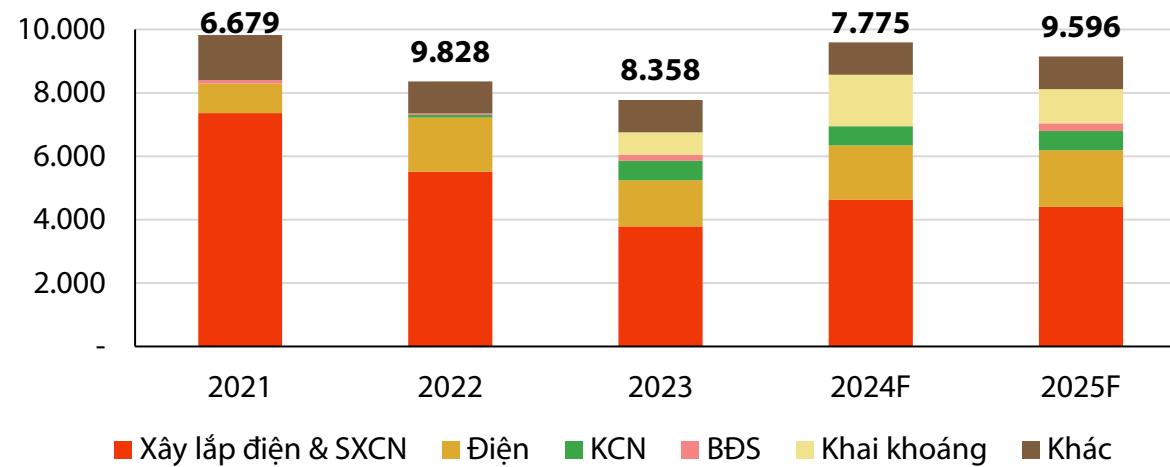
- Tác động của mảng xây lắp sẽ chưa phản ánh ngay trong ngắn hạn 2025 do chính sách sẽ mất một khoản thời gian trước khi được thực thi. Tuy nhiên PC1 đã chủ động ký kết các hợp đồng EPC với các DN nước ngoài trong cuối năm 2024, với gói thầu EPC dự án nhà máy điện gió Camarines Sur giá trị 1.200 tỷ đồng ở Phillipines.
- Các hợp đồng với tư nhân thường có biên lợi nhuận cao hơn từ so với các hợp đồng với EVN (biên lợi nhuận gộp 9-10% so với 7-8%).

Dự án BĐS Tháp Vàng Gia Lâm đem lại dòng tiền tốt trong năm 2025

- PC1 đã đấu giá thành công dự án Tháp Vàng Gia Lâm trong Q3/2024. Chúng tôi ước tính dự án đem lại tổng doanh thu 1.464 tỷ đồng và LNST 61 tỷ đồng trong giai đoạn 2025 – 2027F.
- Dự án KCN Nomura Hải Phòng Giai đoạn 2 sẽ được phê duyệt chủ trương đầu tư trong H1 2025 & bắt đầu đem lại dòng tiền và lợi nhuận vào năm 2026.

RỦI RO

- KQKD có thể thấp hơn kỳ vọng do giá bán Niken có thể thấp hơn ước tính của chúng tôi.
- Tỷ giá trượt hơn 5% YoY.

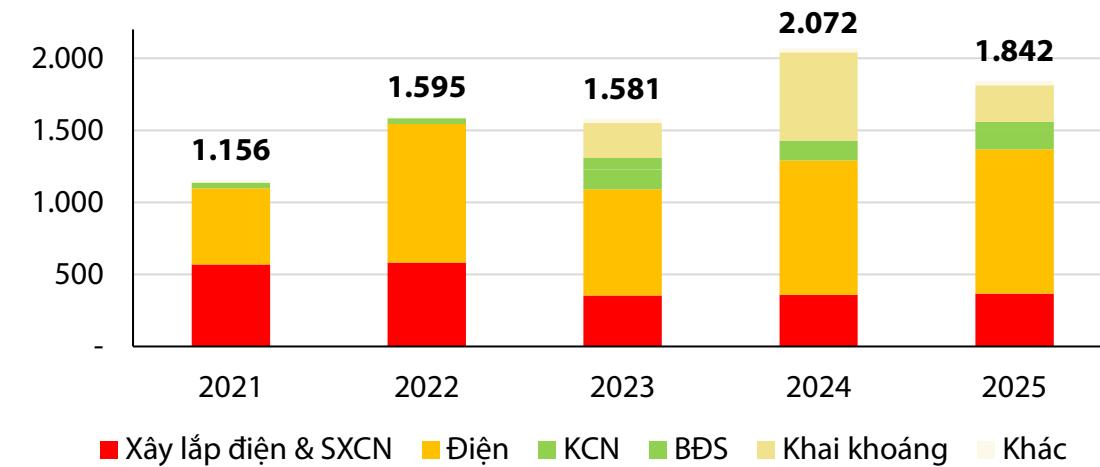
Chi tiết dự phóng doanh thu PC1 (tỷ VNĐ)

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

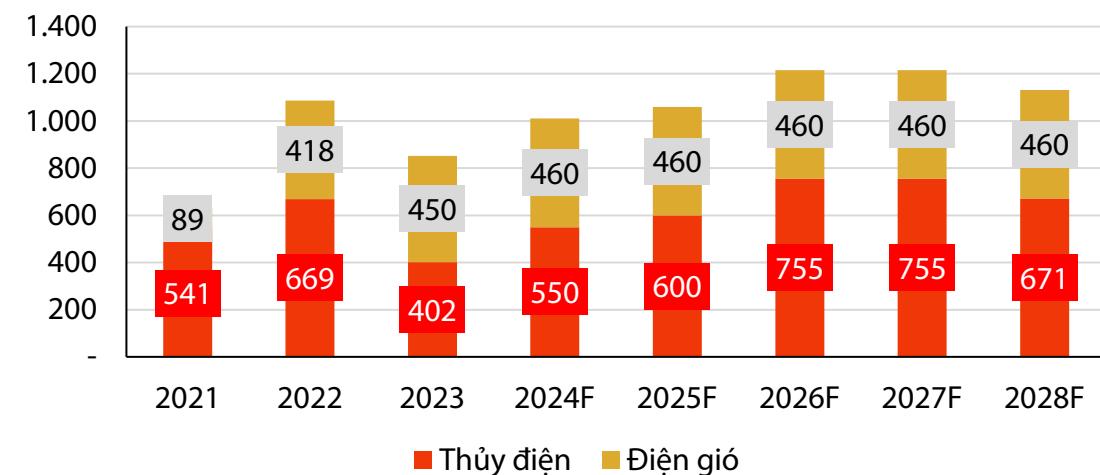
Các dự án PC1 đã tham gia đấu thầu thành công trong Q4/2024

| Gói thầu | Khu vực | Chủ đầu tư | Hình thức | Giá trị (tỷ VNĐ) | Thời gian hoàn thiện |
|--|-----------|---------------------------------------|-----------------|------------------|----------------------|
| EPC – Cung cấp thiết bị và thi công xây dựng đoạn cáp ngầm biển 110 kV | Côn Đảo | Tổng công ty truyền tải điện quốc gia | Liên danh chính | 2.000 | 2025 |
| Xây lắp trạm | Bạc Liêu | Tổng công ty truyền tải điện quốc gia | Liên danh chính | 183 | 2025 |
| Xây lắp trạm biến áp 220kV Sầm Sơn | Thanh Hóa | Tổng công ty truyền tải điện quốc gia | Liên danh phụ | 159 | 2025 |

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Dự phóng lợi nhuận gộp các mảng của PC1 (tỷ VNĐ)

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

Sản lượng thủy điện cải thiện trong năm 2026 (triệu kWh)

Nguồn: PC1, CTCK Rồng Việt

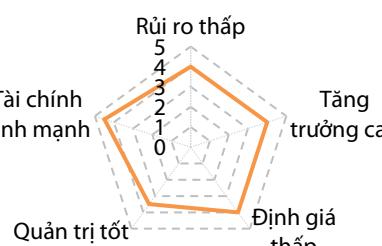
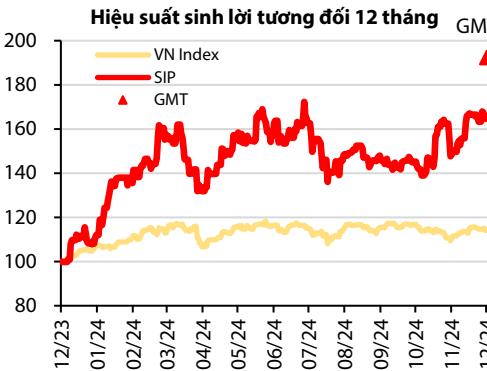
Tổng hợp thông tin định giá PC1

| Định giá | Giá trị cổ phần (tỷ VNĐ) | Phương pháp định giá |
|---|-------------------------------------|-----------------------------|
| 1. Thủy điện | 2.723 | DCF |
| 2. Điện gió | 2.454 | DCF |
| 3. Xây lắp & SXCN | 1.142 | DCF |
| 4. KCN Nomura 2 | 368 | NAV |
| 5. BĐS (Tháp Vàng – Gia Lâm) | 278 | NAV |
| 6. Khoáng sản | 854 | DCF |
| 7. Đầu tư công ty liên kết Western Pacific | 1.605 | |
| Giá trị cổ phần | 9.425 | |
| SLCP (triệu) | 358 | |
| Giá trị hợp lý/cp (VNĐ) | 26.500 | |

TÍCH LŨY: 15%

GTT: 84.400

GMT: 97.000



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Ngành | Bất động sản |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 17.769 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 211 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 547 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 44 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 44 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 50,26 - 87,9 |

TÀI CHÍNH

| | 2023 | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 6.677 | 7.587 | 8.334 |
| LNST – CĐM (tỷ đồng) | 927 | 1.103 | 1.181 |
| ROA (%) | 5,0 | 5,0 | 6,0 |
| ROE (%) | 29,0 | 25,0 | 20,0 |
| EPS (đồng) | 4.574 | 5.458 | 5.847 |
| GTSS (đồng) | 18.480 | 29.558 | 35.405 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.000 | 1.000 | 1.000 |
| P/E (x) | 12,1 | 15,5 | 14,4 |
| P/B (x) | 3,0 | 2,9 | 2,4 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tổng diện tích cho thuê KCN ký mới ước tăng 30% lên 100 ha với đóng góp chủ yếu từ KCN Phước Đông

- Chúng tôi kỳ vọng diện tích cho thuê mới ở KCN Phước Đông sẽ đạt 70ha (+17%YoY) nhờ 1/ Giá cho thuê cạnh tranh (giá thuê trung bình ở USD80/m2/chu kỳ, thấp hơn 50% so với thị trường cấp I), 2/ Vị trí tiềm năng (gần cao tốc Mộc Bài – TP.HCM, kết nối giữa thị trường Campuchia và Việt Nam), và 3/ Dịch vụ cung cấp điện và xử lý nước sạch – phù hợp với doanh nghiệp sản xuất và gia công. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng Công ty có thể hoàn thành GPMB tại KCN Phước Đông trong năm 2025, đảm bảo đủ diện tích đất liền thửa để bàn giao cho khách hàng.
- Tại các thị trường cấp I, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ triển khai kinh doanh tại (1) KCN Lê Minh Xuân 03 với việc đầu tư trung tâm hóa chất mới của TP.HCM và (2) KCN Lộc An Bình Sơn có thể hưởng lợi từ việc di dời các nhà máy từ KCN Biên Hòa 1.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh duy trì tăng trưởng

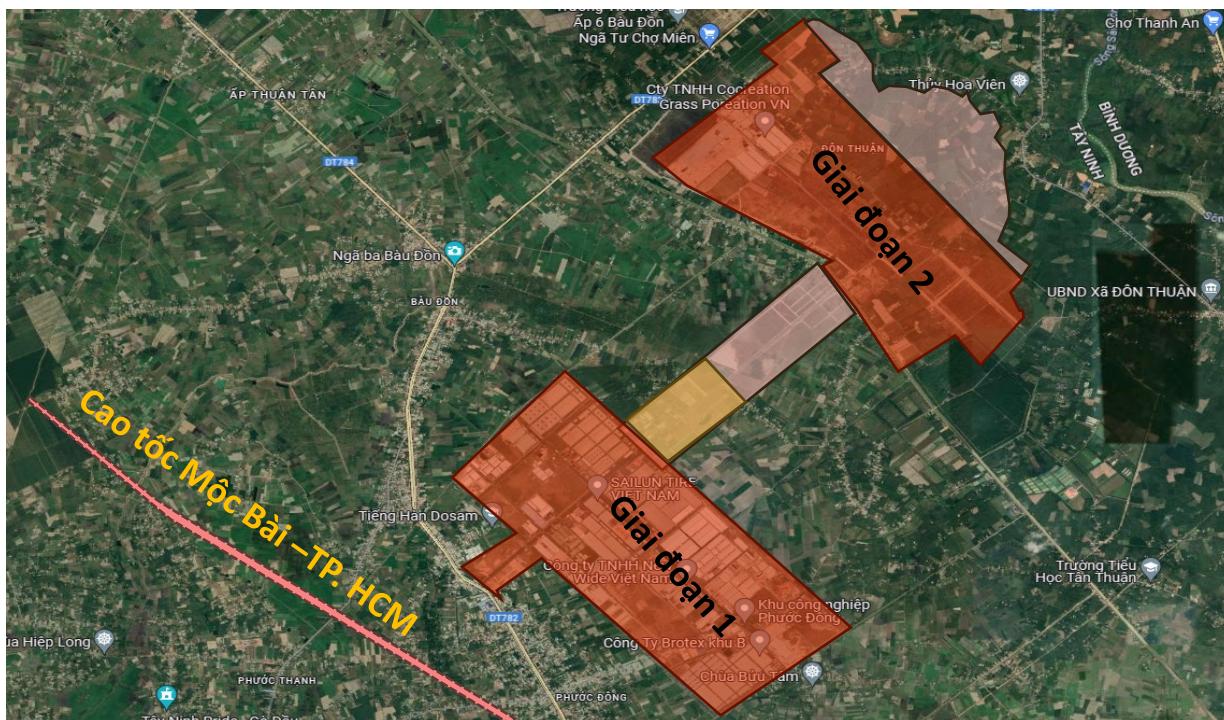
- Tổng doanh thu ước đạt 8.334 tỷ đồng (+10%YoY), nhờ các động lực từ: 1/ 7.080 tỷ đồng (+10%YoY) từ cung cấp dịch vụ điện, nước tại các KCN, khi tỷ lệ lắp đầy tại các KCN tăng lên và giá bán lẻ điện dự kiến tăng 3% trong năm 2025; 2/ 482 tỷ đồng (+34%YoY) khi doanh nghiệp bắt đầu ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng đã ký trong năm 2024 tại KCN Phước Đông và KCN Lộc An Bình Sơn. Lợi nhuận gộp trong năm dự kiến đạt 1.219 tỷ đồng (+16%YoY).
- LNST-CĐM ước đạt 1.181 tỷ đồng (+7%YoY, do trong 2024 công ty ghi nhận thêm doanh thu tài chính từ thoái vốn tại GVR và TRC). Loại trừ khoản thoái vốn bất thường năm 2024, LN từ HĐKD thường xuyên ước tăng trưởng 17%. EPS năm 2025 đạt 5.050 đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ bán hàng chậm hơn kỳ vọng; tiến độ GPMB của KCN Phước Đông chậm hơn dự kiến.

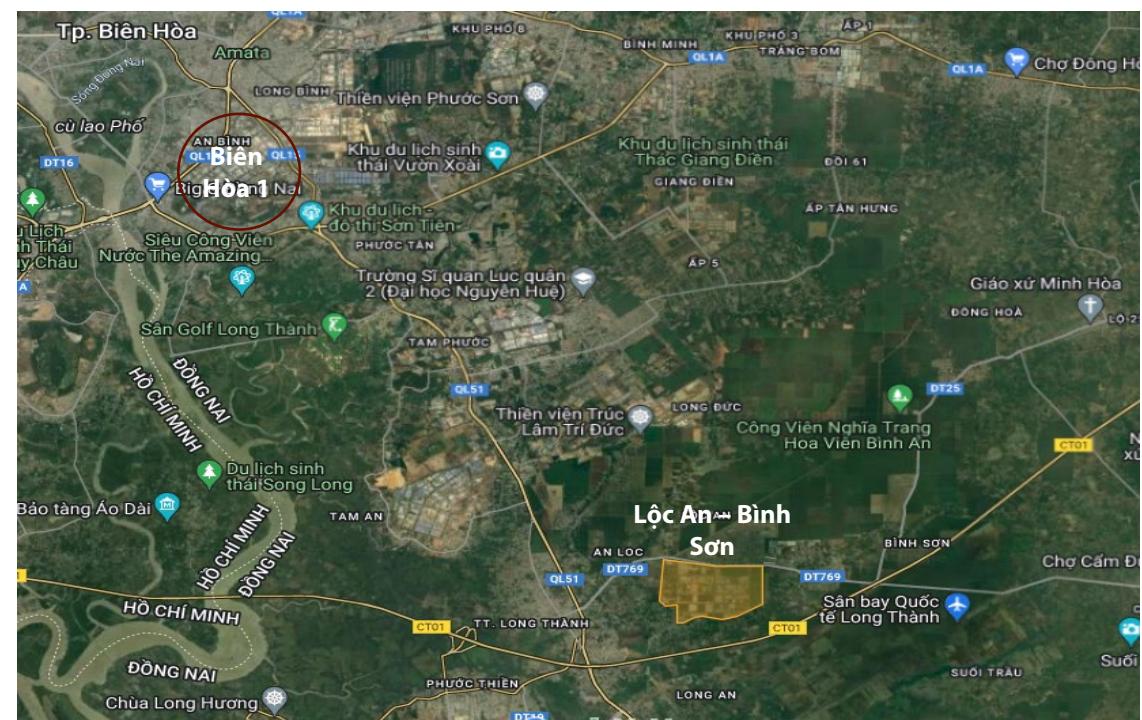
- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2025 kỳ vọng đạt 100ha (+30%YoY), đến từ: 1/ 70ha (+17%YoY) tại KCN Phước Đông; 2/ 16ha từ KCN Lộc An Bình Sơn (tương đương năm 2024) và thêm 10ha từ KCN Lê Minh Xuân 03 (trung tâm hóa chất mới của TP.HCM).

Đẩy mạnh bán hàng tại KCN Phước Đông giai đoạn 2 trong năm 2025



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

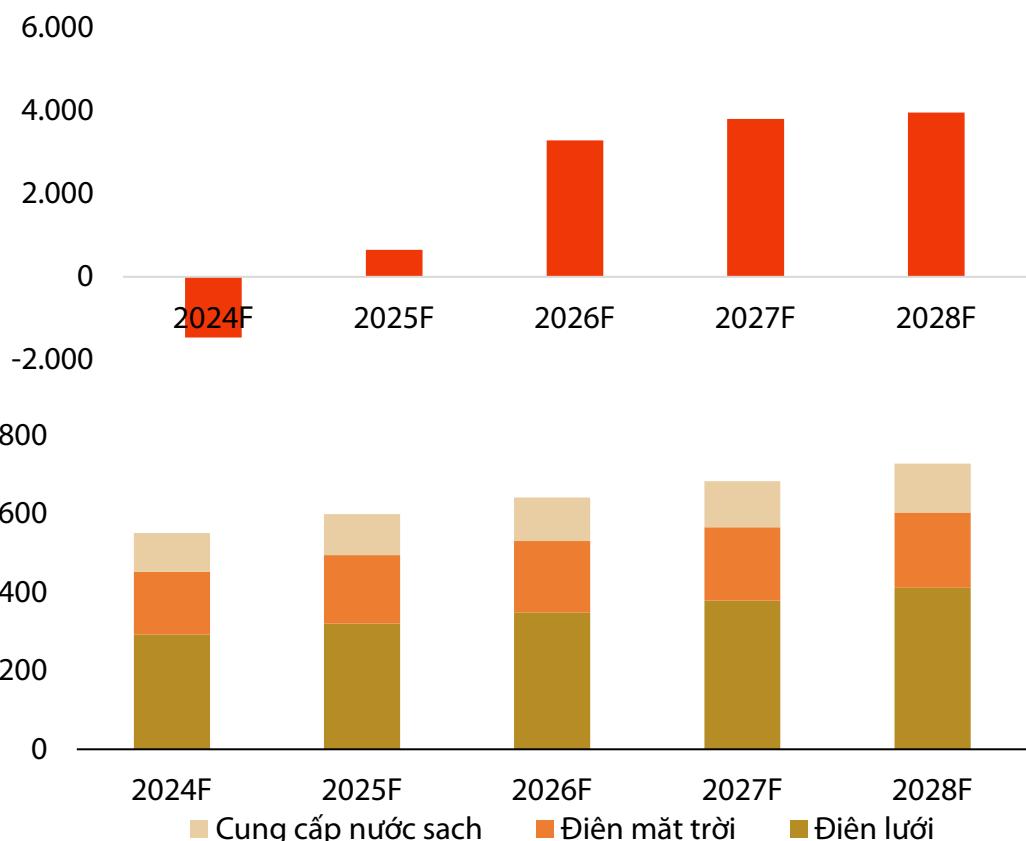
Lợi thế vị trí của KCN Lộc An Bình Sơn (Đồng Nai) – với xu hướng di chuyển các nhà máy tại KCN Biên Hòa 1 xuống các KCN phía nam



Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

- Tổng diện tích cho thuê đất KCN ký mới trong năm 2025 kỳ vọng đạt 100ha (+30%YoY), đến từ: 1/ 70ha (+17%YoY) tại KCN Phước Đông; 2/ 16ha từ KCN Lộc An Bình Sơn (tương đương năm 2024) và thêm 10ha từ KCN Lê Minh Xuân 03 (trung tâm hóa chất mới của TP.HCM).

Dự phóng dòng tiền FCFE từ cho thuê đất KCN (trên) và cung cấp dịch vụ điện nước (dưới) trong giai đoạn 2024-2028 (tỷ)

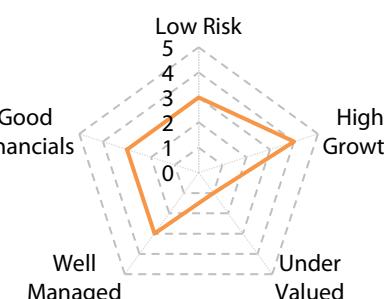
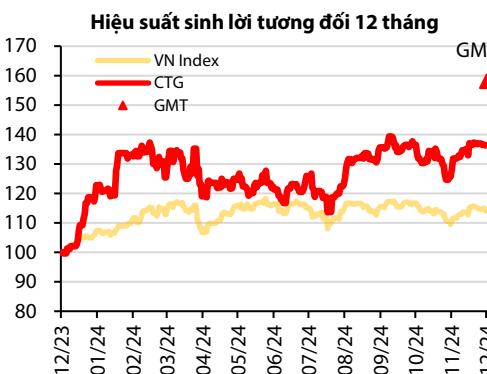


Nguồn: SIP, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá của SIP

| Tài sản | % sở hữu | Phương pháp | Định giá (tỷ) |
|---------------------------------|----------|-------------|---------------|
| KCN | 63%-100% | DCF | 10.707 |
| Dịch vụ KCN (điện, nước,...) | 100% | P/CF (7.0x) | 5.468 |
| Tài sản khác | 100% | | 147 |
| Tổng | | | 16.322 |
| (+) Tiền & tương đương tiền | | | 4.704 |
| (+) Đầu tư ngắn hạn | | | 2.072 |
| (+) Khoản đầu tư khác | | | 1.411 |
| (-) Nợ | | | (3.674) |
| (-) Lợi ích CĐ thiểu số | | | (484) |
| Giá trị TS ròng | | | 20.352 |
| Số lượng CP lưu hành (triệu CP) | | | 211 |
| Giá mục tiêu (đồng) | | | 97.000 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 16%**GTT: 36.150****GMT: 41.950****THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

| Ngành | Ngân hàng | TÀI CHÍNH | 2023A | 2024F | 2025F |
|-----------------------------|---------------|------------------------|--------|--------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 194.125 | TN hoạt động (tỷ đồng) | 70.659 | 80.010 | 90.519 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 5.370 | LNST-CĐM (tỷ đồng) | 19.992 | 22.212 | 26.337 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 6.358 | ROA (%) | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 227 | ROE (%) | 17,0 | 16,4 | 16,8 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 3 | EPS (đồng) | 3.723 | 3.715 | 4.405 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 26,75 - 38,75 | GTSS (đồng) | 23.596 | 26.995 | 31.400 |
| | | Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | - | - |
| | | P/E (x) | 7,3 | 9,7 | 8,2 |
| | | P/B (x) | 1,1 | 1,3 | 1,2 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận cao và ổn định (CAGR của LNTT 2025F-28F: 21%) nhờ việc thực thi chiến lược tài chính thận trọng một cách hiệu quả.

- Sau khi CTG có Tổng giám đốc mới (2020), ngân hàng đã triển khai các biện pháp mạnh mẽ trong việc trích lập dự phòng rủi ro tín dụng với chi phí tín dụng bình quân là 1,9% từ 2021-2024, gấp ba lần chi phí tín dụng của nhiệm kỳ TGĐ trước, nhằm bảo vệ ngân hàng khỏi các rủi ro tiềm ẩn từ các khoản nợ chưa được quản trị rủi ro chặt chẽ trong quá khứ.
- Các ngân hàng quốc doanh thường có chu kỳ "làm sạch" bảng cân đối kế toán một cách sâu rộng (chi phí tín dụng TB mỗi năm từ 1,7%-2,0%) kéo dài trong khoảng 5 năm. Do đó, chúng tôi dự phóng chi phí tín dụng bình quân của CTG từ 2025F-28F có thể giảm về mức 1,4% nhờ mặt bằng tỷ lệ nợ xấu giảm, giúp tạo động lực tích cực cho triển vọng tăng trưởng thu nhập.

Xứng đáng với mặt bằng định giá cao hơn nhờ hiệu quả hoạt động cùng chất lượng tài sản trong xu hướng cải thiện, và ưu thế về thị phần, thương hiệu.

- Chúng tôi dự phóng CTG (1) tiếp tục cải thiện chất lượng tài sản với tỷ lệ nợ xấu giảm dần về 1,1% và có thể tăng cường bộ đệm dự phòng lên trên 200%, và (2) hiệu quả hoạt động với ROE tăng cường lên mức 18% vào cuối kỳ dự phóng (2028F) nhờ kiểm soát tốt chất lượng tài sản và tận dụng cơ hội từ môi trường vĩ mô thuận lợi hơn với ưu thế về thị phần. Đây sẽ là các yếu tố quyết định tới việc CTG có mặt bằng định giá cao hơn mức bình quân 5 năm là 1,4x vào thời điểm hiện tại.

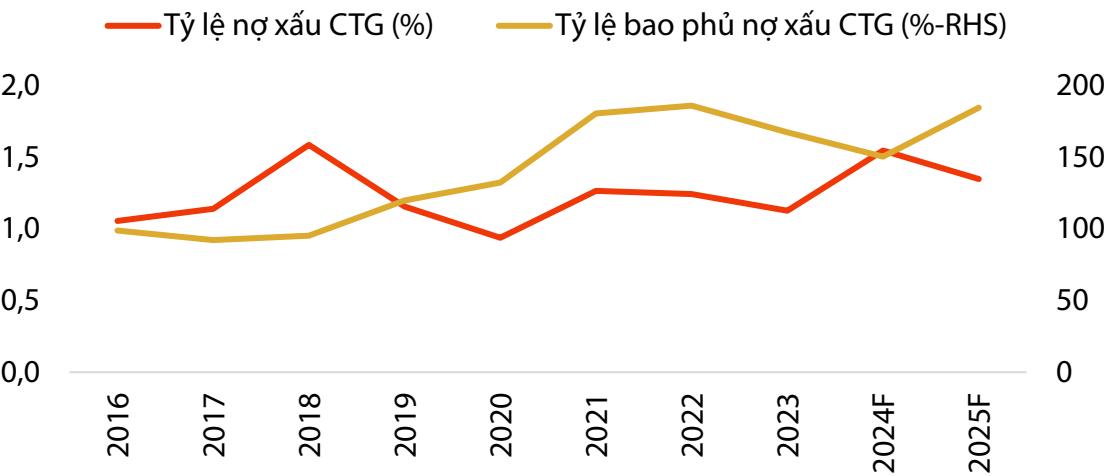
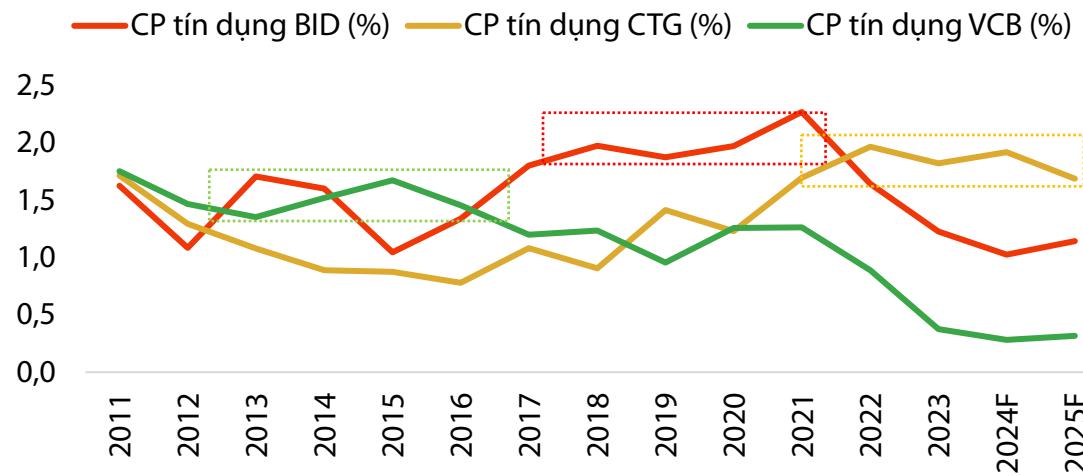
Tăng trưởng LNTT dự phóng giảm tốc xuống 9% trong 2024F do ban lãnh đạo quyết định trích lập dự phòng lớn hơn kế hoạch, trước khi tăng trưởng 18% trong 2025F.

- Chúng tôi đánh giá cao việc CTG tăng cường trích lập trong năm 2024 trong bối cảnh nền kinh tế bị ảnh hưởng bởi bão số 3, khi điều này nâng cao khả năng giảm biên chi phí tín dụng kể từ 2025.

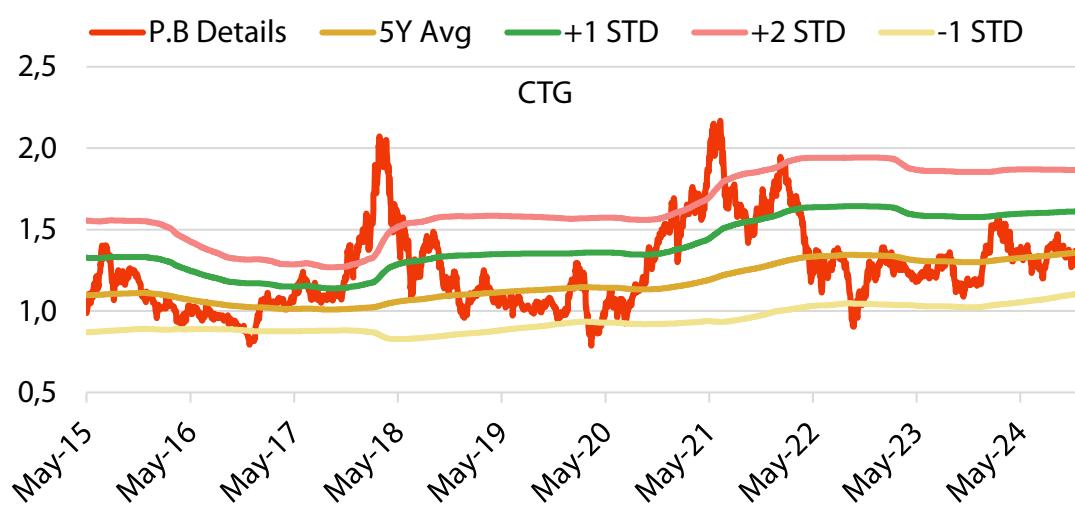
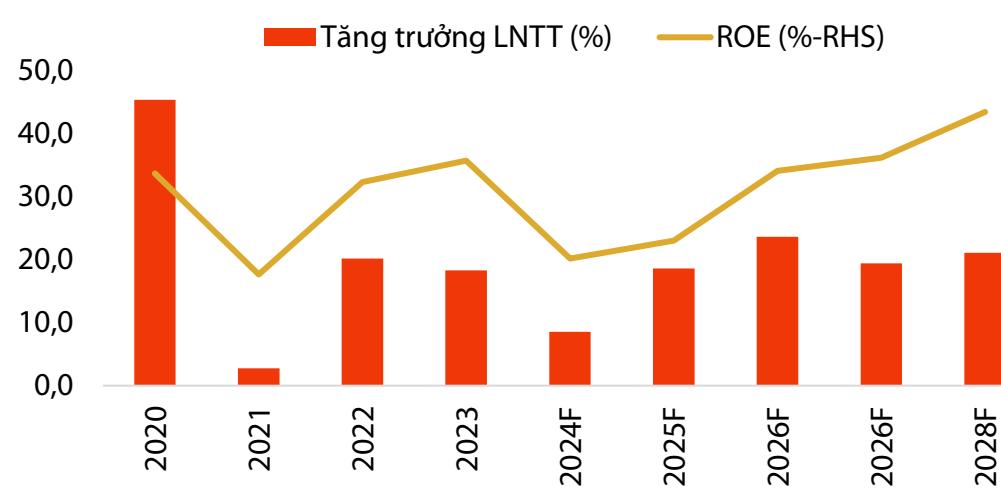
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Chu kỳ lanh man hóa có thể kéo dài hơn dự kiến, khiến các kỳ vọng về tăng trưởng thu nhập và tái định giá cần nhiều thời gian hơn để hiện thực hóa.

Chu kỳ lành mạnh hóa bảng cân đối của CTG có thể kết thúc sau năm 2025, và cải thiện đáng kể chất lượng tài sản



Mặt bằng định giá nhiều khả năng được cải thiện đi cùng với xu hướng của chất lượng tài sản, hiệu quả hoạt động

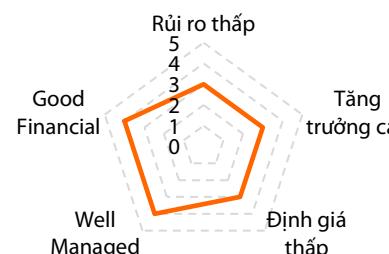
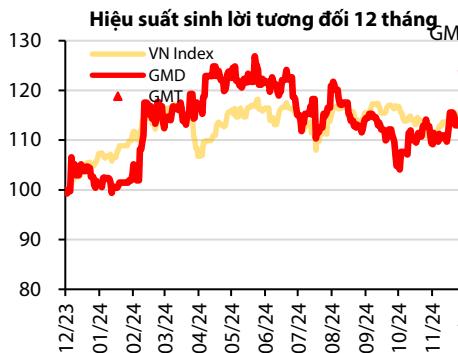


Nguồn: CTG, VCB, BID, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TÍCH LŨY: 12%

GTT: 65.000

GMT: 73.100



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| Ngành | |
|-----------------------------|--|
| Vốn hóa (triệu \$) | |
| SLCPDLH (triệu CP) | |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | |
| SH NĐTNN còn lại (%) | |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | |

| Hàng & Dịch vụ Công nghiệp | |
|----------------------------|---------------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 26.909 |
| LNST (tỷ đồng) | 414 |
| ROA (%) | 1.027 |
| ROE (%) | 66 |
| EPS (đồng) | 0 |
| GTSS (đồng) | 57,32 - 74,78 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | |
| P/E (x) | |
| P/B (x) | |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 3.846 | 4.694 | 4.621 |
| LNST (tỷ đồng) | 2.222 | 1.688 | 1.270 |
| ROA (%) | 16,7 | 10,6 | 7,7 |
| ROE (%) | 32,3 | 16,2 | 12,1 |
| EPS (đồng) | 7.333 | 3.752 | 2.823 |
| GTSS (đồng) | 27.975 | 30.485 | 31.553 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | 1.200 | - |
| P/E (x) | 8,2 | 17,3 | 23,0 |
| P/B (x) | 2,1 | 2,1 | 2,1 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Khu vực phía Bắc gặp thử thách khi cảng Lạch Huyện bến 3&4 đi vào hoạt động nhưng cụm phía Nam tích cực sẽ làm chậm đà giảm doanh thu trong năm 2025

- Cảng Nam Đình Vũ:** Sản lượng xếp dỡ được dự báo giảm 8% YoY trong năm 2025 khi mất hai tuyến dịch vụ của MSC. Do hàng tàu này sẽ chuyển sang khai thác tại cảng Lạch Huyện bến 3&4 khi đã ký kết hợp tác chiến lược với cảng Hải Phòng.
- Cảng PIP và Bình Dương:** Là điểm nối tiếp giữa KCN phía Nam và Vũng Tàu. Nhu cầu xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Châu Âu được dự báo dần cải thiện trong nửa cuối năm 2025 sẽ hỗ trợ tăng trưởng cho cảng PIP và Bình Dương.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết là trụ cột vững chắc, đóng góp tới 60% vào LNST-CĐM cho GMD

- Gemalink:** Dự phỏng sản lượng tăng trưởng 4% YoY trong năm 2025, thấp hơn so với mức tăng trưởng toàn ngành, bởi mức này đã vượt công suất thiết kế 25%. Đồng thời, thay đổi liên minh hàng tàu không tác động đáng kể đến thị phần Gemalink do kỳ vọng MSC sẽ thay thế được vị trí của Hapag-Lloyd trong tuyến Á – Âu.
- SCS:** hoạt động hiệu quả trong mảng dịch vụ hàng hóa hàng không, duy trì biên lợi nhuận rộng rãi, trên 60%. SCS được dự phỏng sẽ đóng góp 20% về LNST-CĐM cho GMD trong năm 2025.

Biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do chi phí khấu hao tăng lên từ việc đưa cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 3 vào khai thác và đầu tư mở rộng đội tàu

- Tổng chi phí khấu hao tăng thêm 200 tỷ đồng trong năm 2025 do GMD đầu tư ba tàu mới có cung tải 1.800 TEU với tổng giá trị 2.200 tỷ đồng và cảng Nam Đình Vũ có tổng mức đầu tư 2.800 tỷ dự kiến đưa vào khai thác trong Q3-FY25.
- Biên lợi nhuận gộp giảm 6 pps YoY do chưa thể đạt điểm hòa vốn ngay khi hoạt động trong bối cảnh bị mất thị phần tại khu vực Hải Phòng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Thay đổi liên minh hàng tàu và cảng Lạch Huyện 3 – 6 có thể làm giảm sản lượng thông quan nhiều hơn dự báo.
- Dự án GML giai đoạn 2A tiếp tục bị lùi lại.

Dự phóng KQKD năm 2024 - 2025

| Đơn vị: Tỷ đồng | 2024 | +/- YoY | 2025 | +/- YoY |
|---|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Sản lượng ('000 TEU) | 4.406 | 44% | 4.433 | 1% |
| Nam Đình Vũ | 1.305 | 18% | 1.195 | -8% |
| Bình Dương và PIP | 1.317 | 41% | 1.383 | 5% |
| Gemalink | 1.785 | 76% | 1.856 | 4% |
| Doanh thu thuần | 4.694 | 22% | 4.621 | -2% |
| Xếp dỡ | 4.016 | 36% | 3.943 | -2% |
| Logistics | 678 | -25% | 678 | 0% |
| Giá vốn | 2.613 | 26% | 2.870 | 10% |
| Lợi nhuận gộp | 2.080 | 17% | 1.751 | -16% |
| Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết | 712 | 162% | 739 | 4% |
| Chi phí bán hàng và quản lý | 813 | 23% | 801 | -1% |
| Doanh thu tài chính | 395 | -80% | 52 | -87% |
| Chi phí tài chính | 123 | -27% | 109 | -11% |
| LNTT | 2.251 | -28% | 1.631 | -28% |
| LNST cổ đông công ty mẹ | 1.688 | -24% | 1.270 | -25% |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Chi phí đầu tư rất lớn của GMD trong năm 2025

| Tên dự án | Tổng mức đầu tư (Tỷ đồng) | Thời gian dự kiến bắt đầu | Thời gian dự kiến hoàn thành | Công suất thiết kế (TEU/năm) |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|------------------------------|------------------------------|
| Ba tàu cung tải 1.800 TEU | 2.200 | Q1-FY25 | Q1-FY25 | N/A |
| NĐV GD 3 | 2.800 | 10/2024 | Q3-FY25 | 600.000 |
| GML 2A | 3.825 | Q2-FY25 | Q2-FY26 | 600.000 |
| Tổng | | 8.825 | | 1.200.000 |

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp định giá

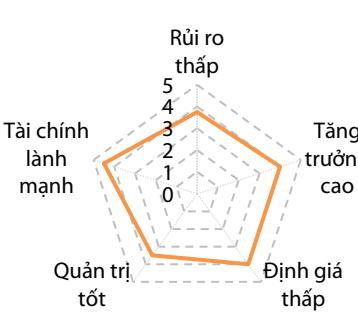
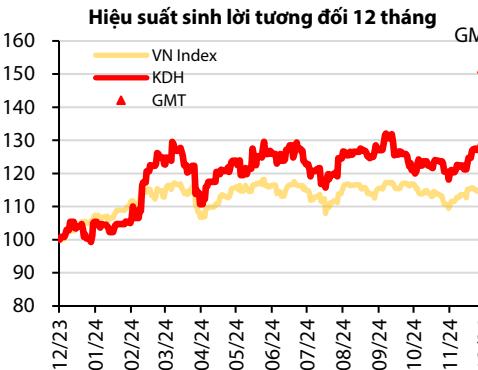
| Thành phần | Phương pháp | Giá trị VCSh | Tỷ lệ sở hữu | Đóng góp cho GMD |
|-------------------------------------|---------------------------------------|---------------|--------------|------------------|
| Cảng và Logistics | FCFF (WACC: 12%, Exit EV/EBITDA: 10x) | 11.089 | | 11.089 |
| Logistics & Shipping JVs | | 31.618 | | 18.064 |
| SCSC | P/E (@15x) | 8.377 | 36.6% | 3.066 |
| CJ GMD Logistics | P/E (@10x) | 564 | 49.1% | 277 |
| CJ GMD Shipping | Giá trị sổ sách | 339 | 51.0% | 173 |
| Gemalink | FCFF (WACC: 10%, Exit EV/EBITDA: 15x) | 22.338 | 65.1% | 14.549 |
| Tài sản khác | | 1.789 | | 1.118 |
| Các khoản đầu tư khác | Giá trị sổ sách | 447 | 100% | 447 |
| Cao su (*) | Giá trị sổ sách | 1.342 | 100% | 671 |
| Tổng | | | | 30.271 |
| Số lượng CPLH | | | | 414 |
| Giá mục tiêu | | | | 73.100 |

Nguồn: GMD, CTCK Rồng Việt, (*) chiết khấu 50% giá trị do đầu tư không hiệu quả

TÍCH LŨY: 15%

GTT: 35.850

GMT: 41.303



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-----------------------------|---------------|
| Ngành | Bất động sản |
| Vốn hóa (triệu \$) | 36.249 |
| SLCPDLH (triệu CP) | 1.011 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 2.561 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 87 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 13 |
| BQ giá 52 tuần (nghìn đồng) | 26,55 - 36,36 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|---------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 2.093 | 4.523 | 4.440 |
| LNST (tỷ đồng) | 717 | 1.058 | 885 |
| ROA (%) | 3,4 | 4,0 | 5,3 |
| ROE (%) | 6,2 | 6,8 | 8,3 |
| EPS (đồng) | 831 | 979 | 819 |
| GTSS (đồng) | 19.427 | 19.668 | 21.243 |
| EPS (đồng) | - | - | - |
| P/E (x) | 34,4 | 36,6 | 43,8 |
| P/B (x) | 1,5 | 1,8 | 1,7 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh – Cụm dự án phường Bình Trưng Đông sẵn sàng mở bán và ghi nhận doanh thu trong 2025

- Tính đến T12/2024, dự án gần như đã hoàn thành ~85% tiến độ xây dựng, hiện đang hoàn thiện hạ tầng và xin giấy phép bán hàng để có thể mở bán vào Q1/2025. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể bán được 70% tổng dự án (~140 căn) trong năm 2025, với giá trị bán hàng ước đạt 6.320 tỷ đồng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi ước tính tỷ lệ bàn giao đạt ít nhất 40%, mang về 3.611 tỷ đồng doanh thu cho KDH trong năm 2025.
- Ngoài ra, doanh thu trong năm cũng được đóng góp bởi ~10% số sản phẩm còn lại từ dự án The Privia (dự kiến hoàn thành bàn giao trong quý 1/2025). Qua đó, doanh thu của KDH trong năm 2025 ước tính đạt 4.440 tỷ đồng (tương đương so với năm 2024).

Kết quả kinh doanh 2025 – giữ đà ổn định

- Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của KDH trong năm 2025 sẽ tiếp tục giữ đà ổn định khi công ty bàn giao cụm dự án phường Bình Trưng Đông; biên lợi nhuận gộp cải thiện ở mức 61% do phần lớn bàn giao sản phẩm thấp tầng.

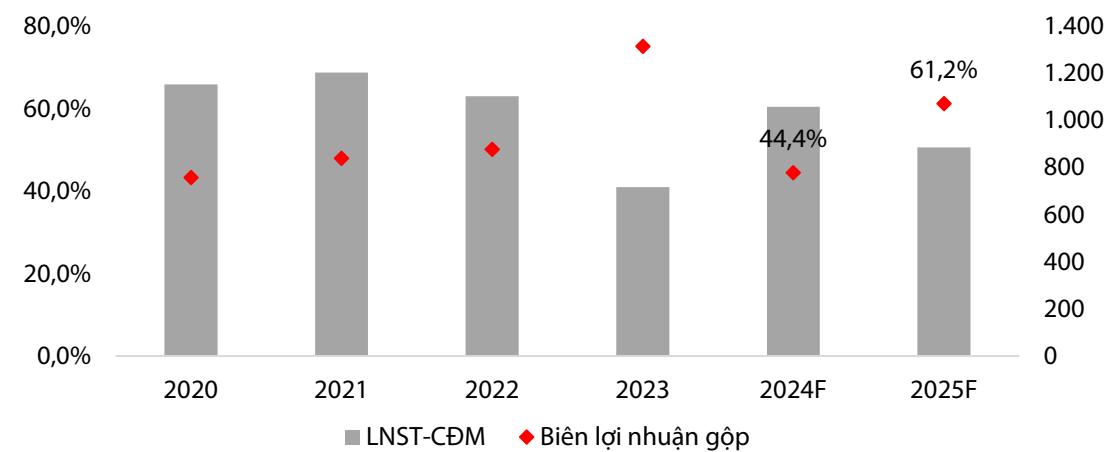
Dự án Bình Hưng 11A – Hứa hẹn mang lại dòng tiền cho năm 2026

- Chúng tôi kỳ vọng dự án Solina giai đoạn 1 (13ha) sẽ có giấy phép xây dựng và tiến hành khởi công phân khu thấp tầng vào nửa cuối năm 2025. Với ước tính 484 sản phẩm thấp tầng, tổng giá trị bán hàng của toàn dự án có thể đạt 12.584 tỷ đồng, đem lại dòng tiền tương đối lớn cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2026 trở về sau. Ngoài ra, giai đoạn 2 (3ha) kỳ vọng có thể hoàn tất thủ tục đền bù, xin giao đất và đóng tiền sử dụng đất vào 2026.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ bàn giao dự án nhanh hơn ước tính.
- Tiến độ hoàn thiện pháp lý và mức độ hấp thụ sản phẩm thấp hơn kỳ vọng, ảnh hưởng đến dòng tiền tương lai của doanh nghiệp.

Lợi nhuận và biên lợi nhuận của KDH giai đoạn 2020 - 2025



Cụm dự án phường Bình Trưng Đông – dự kiến mở bán và ghi nhận doanh thu trong năm 2025



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

Quỹ đất của KDH dự kiến phát triển trong giai đoạn 2025-2026



Dự án Solina GĐ1 đã hoàn thành tiền sử dụng đất, dự kiến khai vào năm 2025



Nguồn: KDH, CTCK Rồng Việt

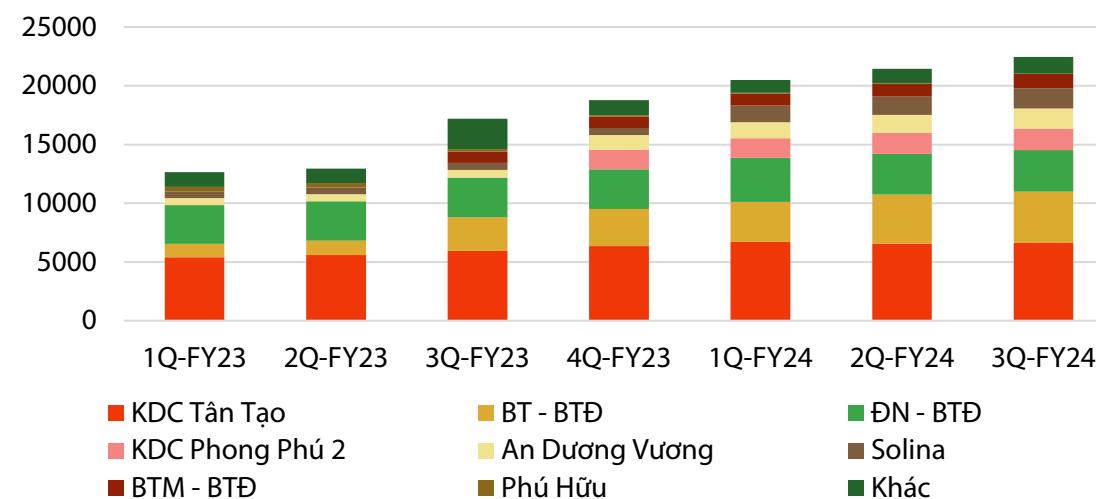
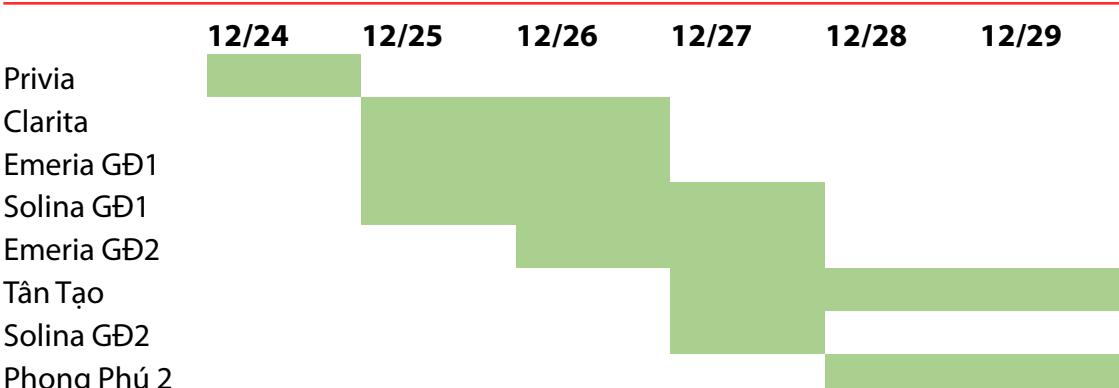
Kiến tạo tương lai thịnh vượng

Mục lục ; DS cổ phiếu 2025 -122

Tổng hợp định giá KDH

| Dự án | % sở hữu | Phương pháp | NPV (tỷ đồng) |
|--|----------|-------------|---------------|
| Classia | 100% | DCF | 124 |
| Privia | 100% | DCF | 786 |
| Bình Trưng Mới - Bình Trưng Đông | 51% | DCF | 1.800 |
| Đoàn Nguyên - Bình Trưng Đông | 51% | DCF | 1.896 |
| Solina (GĐ1) | 100% | DCF | 4.845 |
| Solina (GĐ2) | 100% | DCF | 571 |
| Phong Phú 2 | 100% | DCF | 6.673 |
| Tan Tao mega township | 100% | DCF | 17.451 |
| Le Minh Xuan IP expansion | 51% | DCF | 3.694 |
| Bình Trưng - Bình Trưng Đông | 100% | DCF | 8.658 |
| Khác | 100% | BV | 1.416 |
| Tổng | | | 47.914 |
| (+) Tiền và tương đương tiền | | | 3.295 |
| (+) Đầu tư tài chính | | | 0 |
| (+) Khác | | | (2.070) |
| (-) Nợ | | | (7.808) |
| Giá trị tài sản ròng | | | 41.331 |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP) | | | 1.001 |
| Giá mục tiêu (đồng/CP) | | | 41.300 |

Giá trị hàng tồn kho của KDH trong giai đoạn 2020 – 2023 (tỷ đồng) – cụm dự án Bình Trưng (Foresta) được mở rộng


Ước tính kế hoạch bán hàng của KDH giai đoạn 23-29


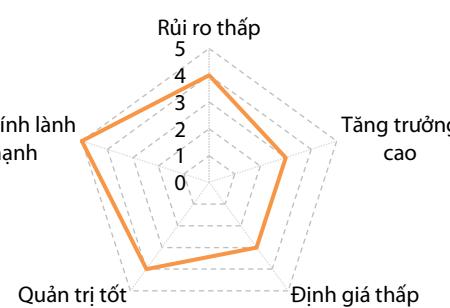
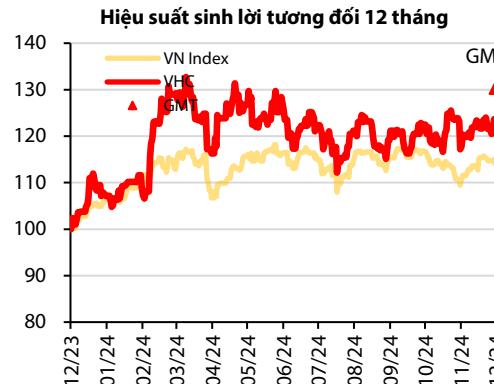
Nguồn: CTCK Rồng Việt dự phóng

Ghi chú: BT-BTĐ (Bình Trưng – Bình Trưng Đông); ĐN – BTĐ (Đoàn Nguyên – Bình Trưng Đông); BTM – BTĐ (Bình Trưng Mới – Bình Trưng Đông)

TÍCH LŨY: 6%

GTT: 73.300

GMT: 78.000



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-------------------------------|----------------------|
| Ngành | Thực phẩm và đồ uống |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 16.452 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 224 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 697 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 51 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 72 |
| BQ giá 52 tuần ('000 VND) | 61,33 - 82,2 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 10.039 | 12.506 | 14.047 |
| LNST-CĐM (tỷ đồng) | 897 | 1.198 | 1.601 |
| ROA (%) | 7,7 | 8,8 | 10,9 |
| ROE (%) | 10,7 | 12,2 | 14,5 |
| EPS (đồng) | 4.880 | 5.336 | 7.131 |
| GTSS (đồng) | 45.801 | 43.836 | 49.279 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | 2.000 | 2.000 | 2.000 |
| P/E (x) | 12,7 | 13,7 | 10,3 |
| P/B (x) | 1,4 | 1,7 | 1,5 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Doanh thu tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ mảng cá tra và C&G

Doanh thu mảng cá tra tăng 11,8% YoY chủ yếu đến từ chiếm thị phần sản lượng cá rô phi tại Mỹ và duy trì giá bán tăng nhẹ 2,7% YoY. Giá bán cá tra hiện thấp hơn các loại cá khác tiếp tục tạo ra lợi thế cạnh tranh tại Mỹ.

Doanh thu mảng C&G kỳ vọng tăng 17,9% YoY nhờ sản lượng tăng 15% YoY (tương đương tỷ lệ lấp đầy 65% công suất của 5.000 tấn) trong khi giá bán tăng nhẹ 2% YoY. Sản lượng tăng nhờ:

- VHC dự kiến hoạt động hết công suất 5.000 tấn năm 2025 và mở rộng tiếp công suất từ 5.000 tấn lên 7.000 tấn trong giai đoạn 2025-2027 khi chưa sử dụng hết nguồn da cá nhà.
- Mức sản lượng xuất khẩu này còn thấp, tương đương 0,1% tổng nhập khẩu C&G của thế giới

Biên gộp cải thiện dần theo năm

- Biên gộp năm 2025 cải thiện 300bps YoY chủ yếu nhờ giá cá nguyên liệu giảm 3% YoY do giá đậu tương giảm 4% YoY trong khi giá bán tăng nhẹ 2,7% YoY.
- Giai đoạn 2026-2028, mảng C&G và Mảng Sa Giang với biên gộp cao hơn cá tra sẽ là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng biên gộp cho giai đoạn này khi tỷ trọng 2 mảng này trong doanh thu tăng dần.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Mức thuế nhập khẩu tại Mỹ sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- Biên gộp giảm do sản lượng xuất khẩu cao hơn khiến việc mua cá nguyên liệu bên ngoài nhiều.

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F | 2027F | 2028F |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Kim ngạch xuất khẩu (triệu USD) | 208 | 264 | 369 | 242 | 266 | 296 | 317 | 335 | 348 |
| YoY | | 27% | 40% | -34% | 10% | 11% | 7% | 6% | 4% |
| Sản lượng xuất khẩu (nghìn tấn) | 73 | 85 | 89 | 74 | 93 | 101 | 106 | 110 | 112 |
| YoY | | 17% | 5% | -16% | 25% | 8% | 5% | 4% | 2% |
| Giá bán cá tra (USD/kg) | 2.9 | 3.1 | 4.1 | 3.3 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.1 |
| YoY | | 8% | 33% | -21% | -13% | 3% | 2% | 2% | 2% |

Nguồn: VHC, Agromonitor, CTCK Rồng Việt

- Sản lượng xuất khẩu tăng nhờ chiếm thị phần cá rô phi và cá biển.
- Tỷ lệ hàng tồn kho/doanh thu F&B tại Mỹ duy trì ở mức trung bình.
- Giá bán tăng nhẹ năm sau và ổn định theo mức lạm phát 2%/năm kể từ năm 2026.

Bảng chỉ số tài chính của VHC

| Cuối năm-T12 | FY2021 | FY2022 | FY2023 | FY2024F | FY2025F | FY2026F |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 9.060 | 13.464 | 10.076 | 12.506 | 14.047 | 15.212 |
| Cá tra | 6.054 | 8.633 | 5.776 | 6.521 | 7.293 | 7.853 |
| <i>Collagen</i> | 642 | 885 | 724 | 959 | 1.131 | 1.275 |
| <i>Sa Giang</i> | 384 | 444 | 455 | 802 | 891 | 967 |
| <i>Khác</i> | 1.981 | 3.502 | 3.121 | 4.224 | 4.732 | 5.117 |
| Tăng trưởng YoY (%) | | | | | | |
| Doanh thu | 28,66% | 46,13% | -24,17% | 24,65% | 12,32% | 8,30% |
| LNST CĐM | 52,78% | 79,64% | -53,50% | 30,42% | 33,64% | 16,95% |

Khả năng sinh lời (%)

| | | | | | | |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <i>Biên LN gộp</i> | 19,39% | 22,49% | 14,88% | 15,18% | 18,14% | 19,34% |
| <i>Biên LN ròng</i> | 12,14% | 14,93% | 9,15% | 9,58% | 11,40% | 12,31% |
| <i>ROE</i> | 18,68% | 25,67% | 10,69% | 12,17% | 14,47% | 14,93% |

Cấu trúc tài chính (%)

| | | | | | | |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <i>Tổng vay/VCSH</i> | 32,66% | 33,57% | 28,06% | 26,23% | 22,76% | 18,27% |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

Nguồn: VHC, CTCK Rồng Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và SoTP trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của VHC ở mức 78.000 đ/cp.

Giá mục tiêu

| Phương pháp | Tỷ lệ | |
|--------------------------------|-------|---------------|
| FCFF | 50% | 85.412 |
| SoTP | 50% | 70.661 |
| Giá mục tiêu (làm tròn) | | 78.000 |
| P/E mục tiêu (2025) | | 10,9 |
| Upside | | +8% |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF

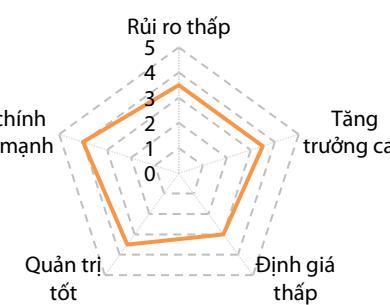
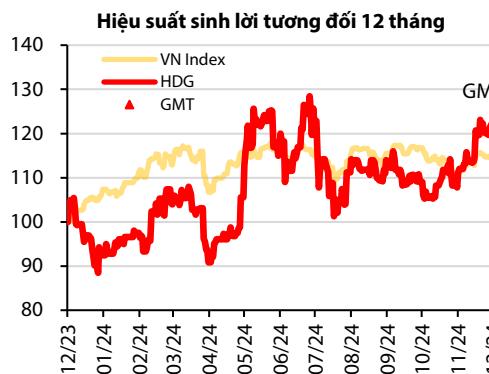
| | Exit EV/EBITDA | | | | | |
|-------------|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| | | 5,3 | 6,3 | 7,3 | 8,3 | 9,3 |
| WACC | 9% | 77.314 | 87.030 | 96.746 | 106.462 | 116.178 |
| | 11% | 72.765 | 81.798 | 90.830 | 99.863 | 108.896 |
| | 13% | 68.595 | 77.004 | 85.412 | 93.820 | 102.229 |
| | 15% | 64.767 | 72.604 | 80.441 | 88.278 | 96.115 |
| | 17% | 61.247 | 68.561 | 75.874 | 83.187 | 90.500 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

TRUNG LẬP: 2%

GTT: 30.200

GMT: 30.900



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

| | |
|-------------------------------|--------------|
| Ngành | Bất động sản |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 10.157 |
| SLCP đang lưu hành (triệu CP) | 336 |
| KLBQ 3 tháng (nghìn CP) | 3.459 |
| GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng) | 100 |
| SH NĐTNN còn lại (%) | 30 |
| BQ giá 52 tuần ('000 VND) | 22,32 - 33 |

TÀI CHÍNH

| | 2023A | 2024F | 2025F |
|------------------------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 2.882 | 2.485 | 2.986 |
| LNST-CĐ mẹ (tỷ đồng) | 712 | 762 | 1.025 |
| ROA (%) | 4,8 | 6,2 | 7,6 |
| ROE (%) | 11,6 | 12,0 | 14,4 |
| EPS (đồng) | 2.327 | 2.186 | 2.939 |
| GTSS (đồng) | 19.635 | 19.036 | 21.524 |
| Cổ tức tiền mặt (đồng) | - | 500 | 500 |
| P/E (x) | 10,8 | 13,8 | 10,3 |
| P/B (x) | 1,3 | 1,6 | 1,4 |

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng kinh doanh trong năm 2025 – kết quả tích cực từ các hoạt động kinh doanh chính

- Năng lượng: theo dự báo của ENSO, pha La Nina dự kiến sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2025, trước khi chuyển sang pha Trung tính/El Nino. Do đó, chúng tôi kì vọng rằng sản lượng các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực trong năm 2025, với sản lượng thủy điện dự kiến đạt 1,28 tỷ Kwh (+10%YoY); qua đó tổng sản lượng các nhà máy điện của HDG có thể đạt 1,56 tỷ Kwh (+8%YoY).
- BDS dân dụng: Với triển vọng hồi phục của thị trường BDS tại các thành phố cấp I, chúng tôi cho rằng giai đoạn 03 của dự án Charm Villa (~110 căn thấp tầng) có thể mở bán trong năm 2025 với mức hấp thụ tương đối tốt (~40% tổng số sản phẩm và giá trị bán hàng dự kiến 900 tỷ đồng). Doanh thu và lợi nhuận gộp từ BDS dự kiến lần lượt đạt 545 tỷ đồng (+200%YoY, khi công ty có thể bàn giao sản phẩm ngay trong 2025) và 381 tỷ đồng (+200%YoY).
- Tổng hợp lại, doanh thu và lợi nhuận gộp trong năm 2025 của HDG dự kiến lần lượt đạt 2.986 tỷ đồng (+20%YoY) và 2.072 tỷ đồng (+20%YoY). Cùng với việc công ty cơ cấu các khoản vay giúp chi phí lãi vay giảm nhẹ và đạt 450 tỷ đồng (-5%YoY), LNST – công ty mẹ của doanh nghiệp có thể đạt 1.045 tỷ đồng (+34%YoY).

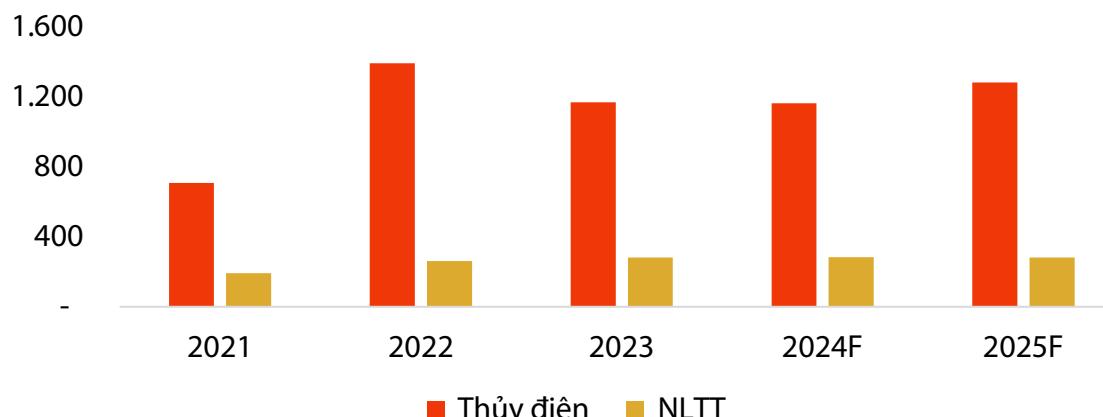
Chuyển động chính sách – Khởi động lại các dự án tiềm năng

- Với việc thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua quyền sử dụng đất với đất khác được thông qua trong năm 2024, chúng tôi tin rằng dự án Green Lane (quận 8, TP.HCM) sẽ nằm trong danh sách được thực hiện thí điểm (với việc dự án vẫn đang nằm trong QĐ 4151/QĐ-UBND/2021 về kế hoạch phát triển nhà ở TP. HCM giai đoạn 2021-2025), qua đó dự án có thể cấp giấy phép xây dựng và tiến hành đầu tư trong giai đoạn 2026 trở về sau. Với các dự án Năng lượng tái tạo, chúng tôi cho rằng cần theo dõi thêm cơ chế đấu thầu và đàm phán giá điện (Nghị định 115/2024/NĐ-CP) trước khi đưa vào mô hình định giá.

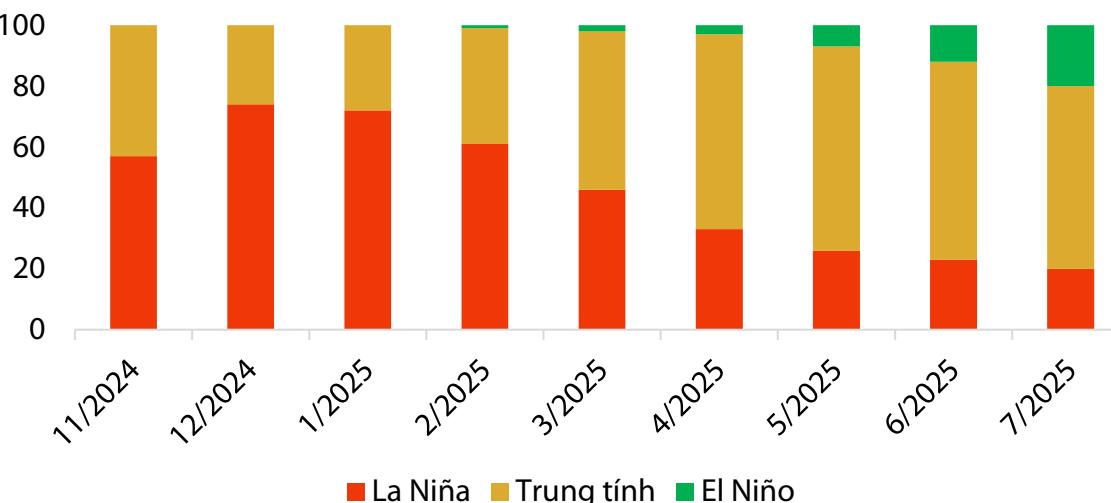
RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Sự chậm trễ trong việc hoàn thiện pháp lý của các dự án có thể có tác động tiêu cực đến dòng tiền trong tương lai của công ty.
- Pha El Nino tới sớm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến sản lượng điện của doanh nghiệp.

Sản lượng điện khai thác của HDG giai đoạn 2021-2025



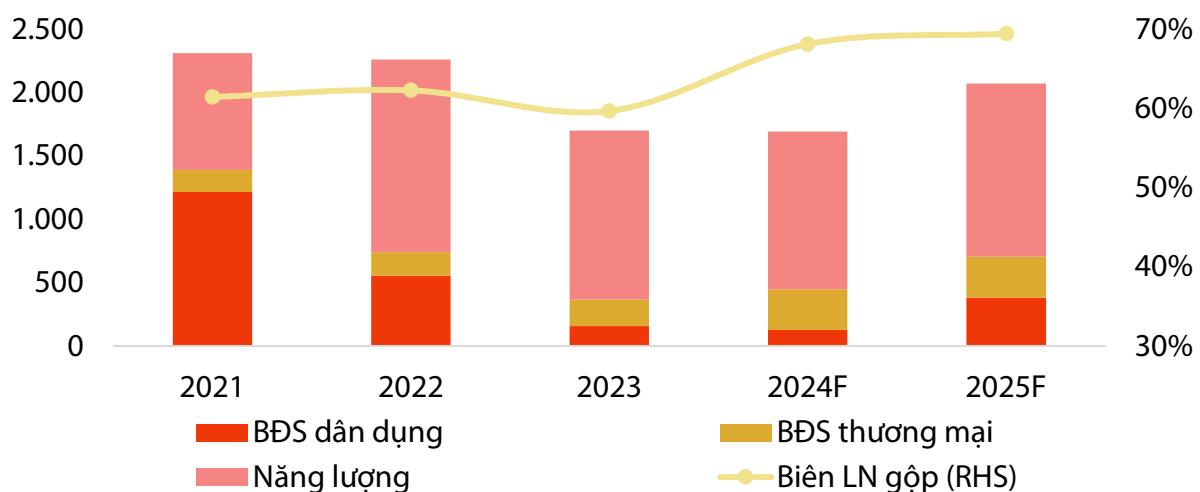
Dự phỏng của ENSO (%) – Pha La Niña dự kiến kéo dài đến 1H2025



Tiến độ các dự án BĐS của công ty

| Dự án | Diện tích (ha) | Sản phẩm | Vị trí | Hiện trạng |
|--------------|----------------|--------------------------------|--------------------|--|
| Charm Villas | 30 | Biệt thự/nhà liên kế/Shophouse | Hoài Đức, HN | Hoàn thành việc xây dựng cho cả dự án. Giai đoạn 3 dự kiến mở bán trong đầu năm 2025 |
| Green Lane | 2,3 | Chung cư | Quận 8, TP.HCM | Đang làm thủ tục lấy giấy phép XD, kỳ vọng có thể mở bán trong 2026 |
| Minh Long | 2,7 | Nhà liên kế/Chung cư | TP Thủ Đức, TP.HCM | Đang làm thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất sang đất ở |

Lợi nhuận gộp của HDG giai đoạn 2021-2025 (tỷ đồng)

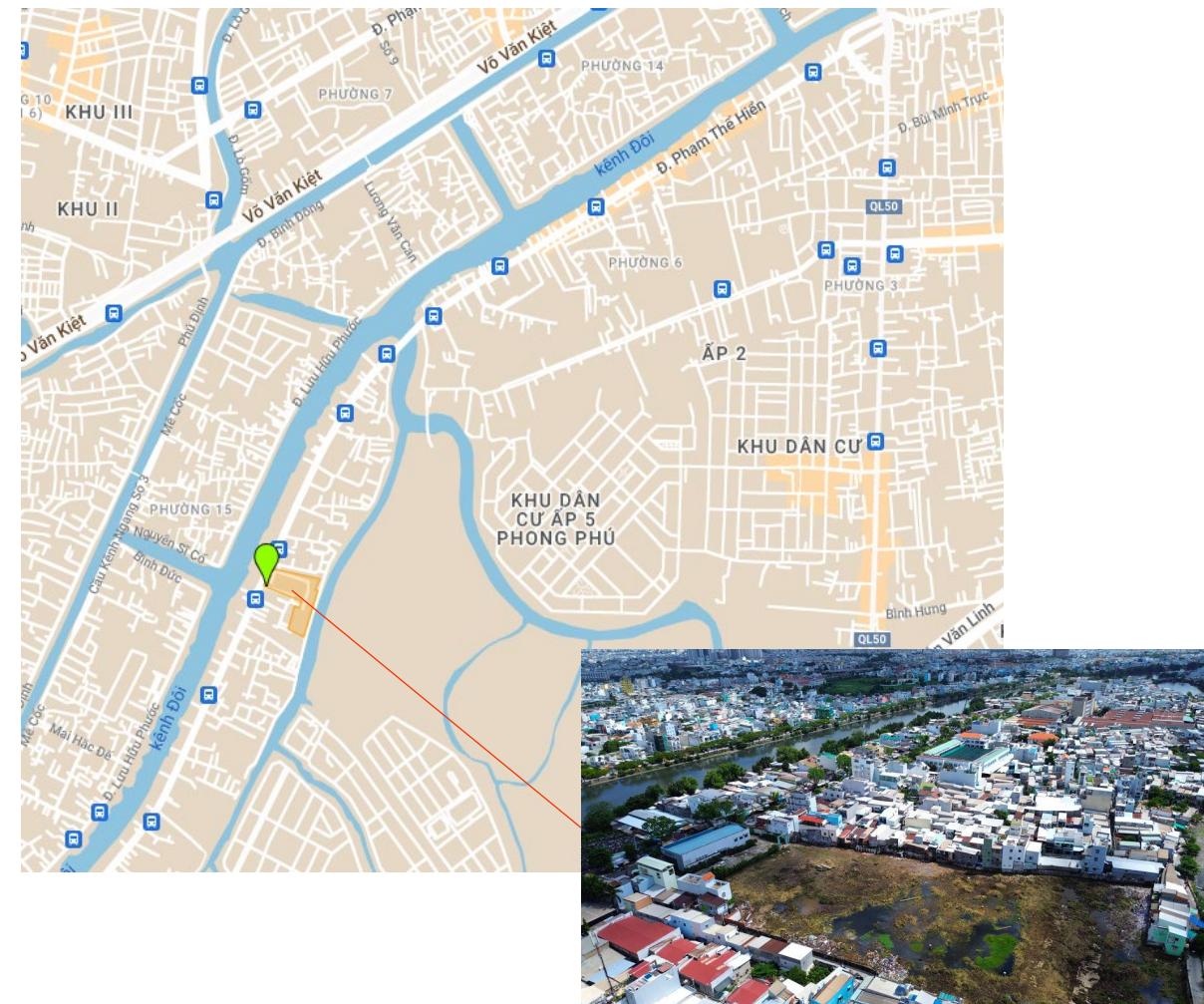


Nguồn: ENSO, HDG, CTCK Rồng Việt.

Kết quả định giá cổ phiếu HDG

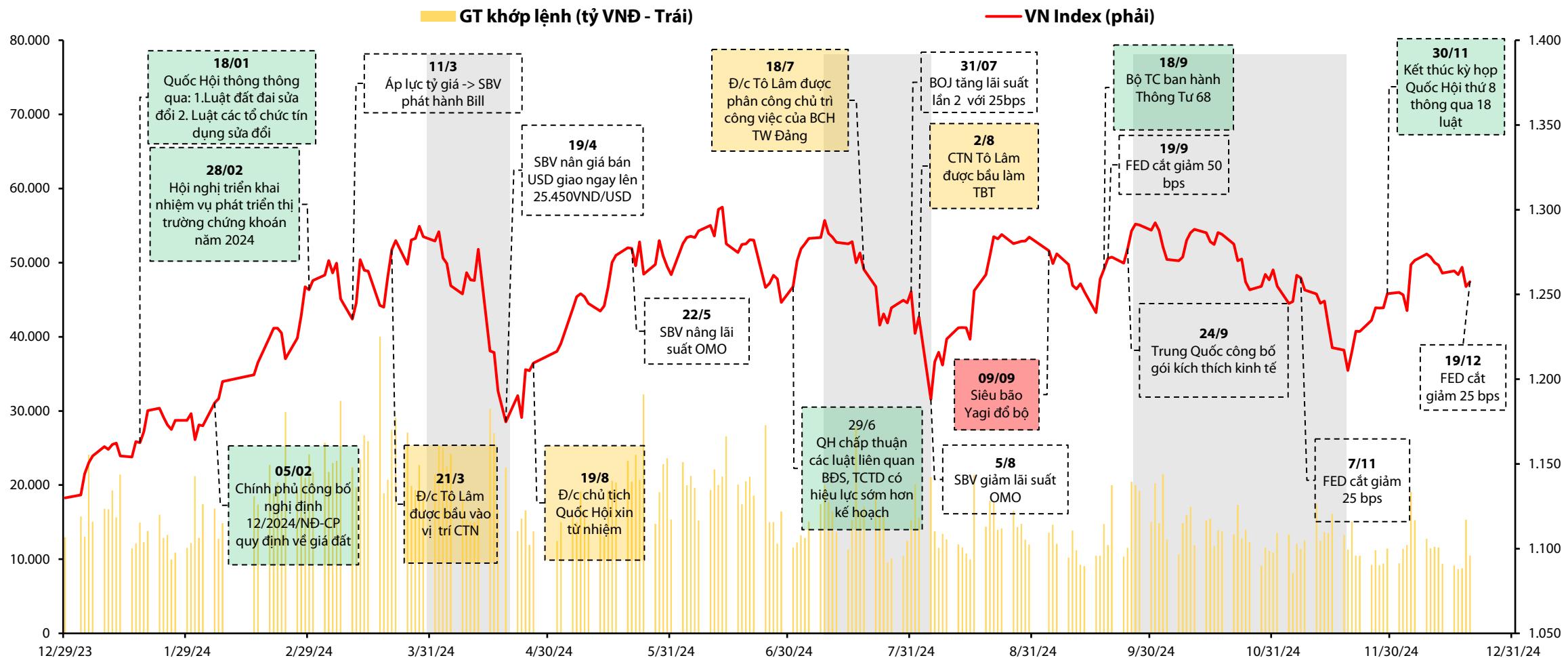
| Dự án | Phương pháp | NPV (tỷ đồng) |
|--|-------------|---------------|
| Charm Villa | DCF | 1,045 |
| Green Lane | DCF | 1,391 |
| Dự án BDS khác | BV | 982 |
| Các tòa nhà cho thuê (IBIS, Airport,...) | DCF | 2,073 |
| Các nhà máy điện hiện hữu | DCF | 5,017 |
| Tổng | | 10,509 |
| (+) Tiền & Tương đương tiền | | 130 |
| (+) Đầu tư tài chính | | 713 |
| (+) Khác | | 0 |
| (-) Nợ | | - 964 |
| Giá trị tài sản ròng | | 10,388 |
| Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp) | | 306 |
| Giá mục tiêu | | 30.900 |

Nguồn: HDG, GGmap, CTCK Rồng Việt

Vị trí và hiện trạng dự án Green Lane (quận 8, Tp.HCM)

PHỤ LỤC BÁO CÁO

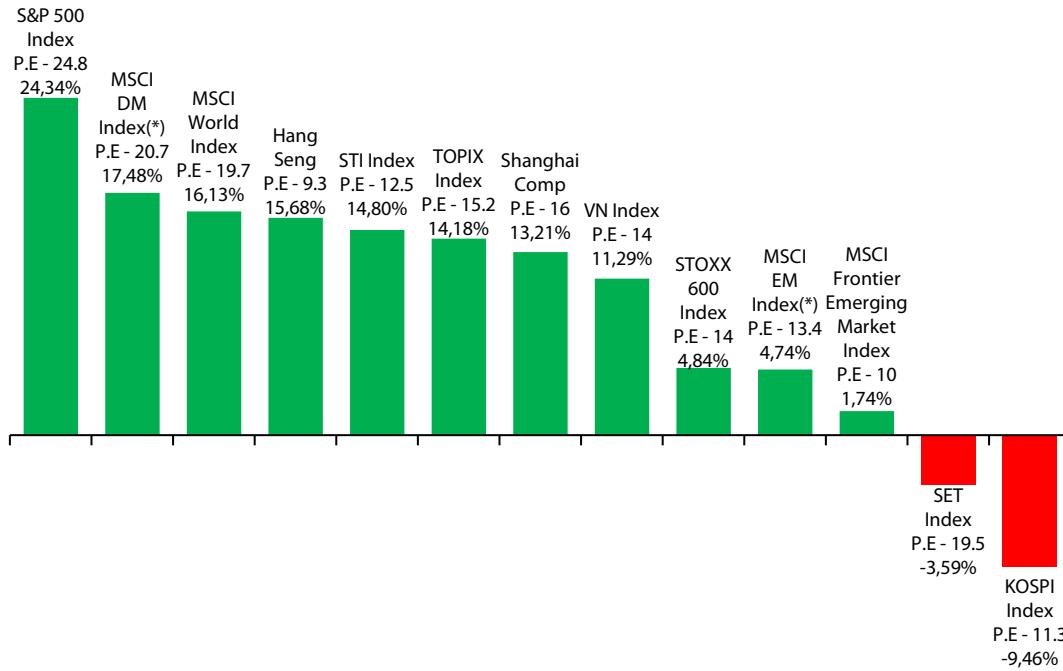
VN Index và các sự kiện nổi bật trong năm 2024



Nguồn: Bloomberg , CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các sự kiện liên quan đến môi trường chính sách Các sự kiện liên quan đến thay đổi nhân sự TW Các sự kiện liên quan đến thị trường tiền tệ Thiên tai

VN Index ghi nhận mức tăng 11,29% kể từ đầu năm, xếp ở phân vị 51% trong phân phối lợi suất năm giữ 12 tháng và vượt trội hơn so với nhóm cổ phiếu MSCI Cận biên



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

(*)DM: Thị trường phát triển

EM: Thị trường đang phát triển

Thanh khoản khoản thị trường mặc dù suy giảm về cuối năm tuy nhiên, vẫn ghi nhận mức tăng 22% so với cùng kỳ.

| | VN Index | Upcom | HNX Index |
|-------------|----------|-------|-----------|
| 2024 | 16,457 | 748 | 1,321 |
| 2023 | 13,478 | 588 | 1,540 |
| 2022 | 15,366 | 937 | 1,771 |
| 2021 | 20,027 | 1,502 | 2,910 |
| 2020 | 5,208 | 310 | 597 |
| 2019 | 2,925 | 203 | 321 |
| 2018 | 4,253 | 268 | 717 |
| 2017 | 3,446 | 147 | 574 |
| 2016 | 1,993 | 58 | 448 |
| 2015 | 1,668 | 33 | 457 |
| 2014 | 1,888 | 17 | 824 |
| 2013 | 875 | 1 | 304 |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

Hiệu suất đầu tư của các nhóm ngành kể từ đầu năm 2024**Đóng góp của các nhóm ngành vào mức tăng của thị trường chung trong năm 2024**

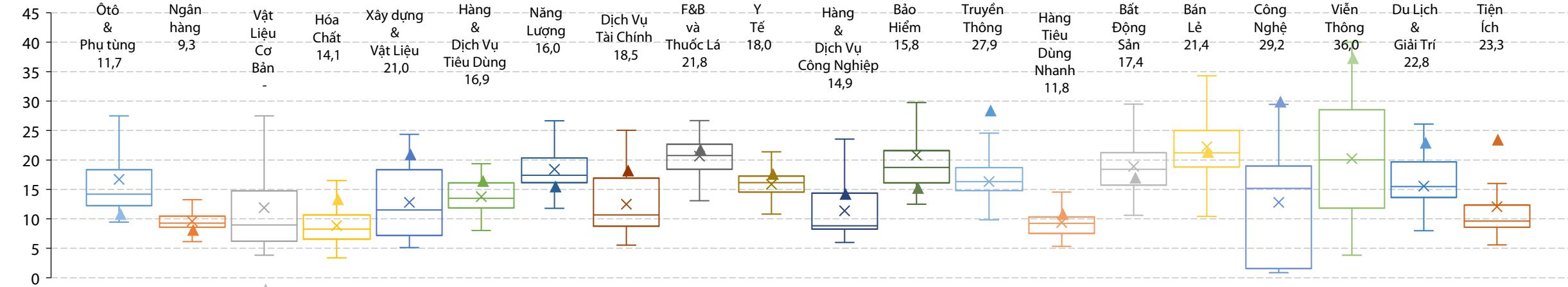
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Nhóm cổ phiếu được phân loại theo ngành cấp 2 chuẩn ICB.

Nhóm ngân hàng hút tiền trở lại, bên cạnh những cái tên nổi bật trong năm gồm, công nghệ, bán lẻ, tiêu dùng, du lịch, truyền thông

| Tỷ đồng/phíên | Thanh khoản trung bình phiên | | | | | | | | | | | |
|----------------------------|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Ngân hàng | 54 | 86 | 183 | 102 | 341 | 1,015 | 443 | 1,633 | 5,285 | 2,727 | 2,419 | 3,558 |
| Bất Động Sản | 161 | 365 | 225 | 521 | 553 | 802 | 481 | 958 | 4,142 | 3,116 | 3,005 | 2,899 |
| Dịch Vụ Tài Chính | 30 | 157 | 137 | 81 | 150 | 236 | 75 | 224 | 1,987 | 1,413 | 2,035 | 2,166 |
| Hàng & Dịch Vụ Công Nghiệp | 91 | 189 | 120 | 229 | 289 | 413 | 255 | 690 | 2,369 | 1,741 | 1,460 | 1,723 |
| F&B và Thuốc Lá | 97 | 211 | 212 | 374 | 370 | 504 | 299 | 656 | 1,655 | 1,408 | 1,104 | 1,556 |
| Xây dựng & Vật Liệu | 89 | 152 | 186 | 195 | 287 | 183 | 132 | 285 | 897 | 1,121 | 1,068 | 894 |
| Bán Lẻ | 1 | 10 | 11 | 29 | 203 | 175 | 160 | 231 | 467 | 493 | 459 | 839 |
| Công Nghệ | 12 | 51 | 42 | 41 | 72 | 85 | 79 | 121 | 281 | 250 | 225 | 730 |
| Hóa Chất | 22 | 41 | 31 | 28 | 68 | 41 | 22 | 124 | 476 | 783 | 441 | 631 |
| Vật Liệu Cơ Bản | 38 | 44 | 25 | 116 | 147 | 89 | 44 | 176 | 804 | 548 | 505 | 443 |
| Năng Lượng | 54 | 91 | 62 | 68 | 146 | 180 | 128 | 167 | 440 | 369 | 217 | 281 |
| Hàng & Dịch Vụ Tiêu Dùng | 13 | 40 | 51 | 66 | 69 | 88 | 84 | 116 | 265 | 254 | 162 | 272 |
| Tiện Ích | 48 | 43 | 53 | 43 | 30 | 28 | 82 | 120 | 332 | 333 | 161 | 181 |
| Du Lịch & Giải Trí | 1 | 3 | 1 | 21 | 86 | 131 | 116 | 84 | 140 | 125 | 93 | 152 |
| Y Tế | 10 | 19 | 56 | 39 | 63 | 33 | 21 | 32 | 195 | 77 | 38 | 48 |
| Bảo Hiểm | 21 | 21 | 24 | 24 | 23 | 22 | 20 | 48 | 114 | 116 | 39 | 42 |
| Ôtô & Phụ tùng | 48 | 34 | 10 | 30 | 17 | 13 | 9 | 17 | 65 | 23 | 9 | 38 |
| Truyền Thông | | | | | | 4 | 6 | 2 | 10 | 11 | 4 | 18 |
| Viễn Thông | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 9 | 5 | 1 | 2 |
| Hàng Tiêu Dùng Nhanh | 1 | 0 | 1 | 4 | 2 | 1 | 1 | 5 | 4 | 1 | 0 | 2 |
| VN Index | 875 | 1,888 | 1,668 | 1,993 | 3,446 | 4,253 | 2,925 | 5,208 | 20,027 | 15,366 | 13,478 | 16,457 |

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

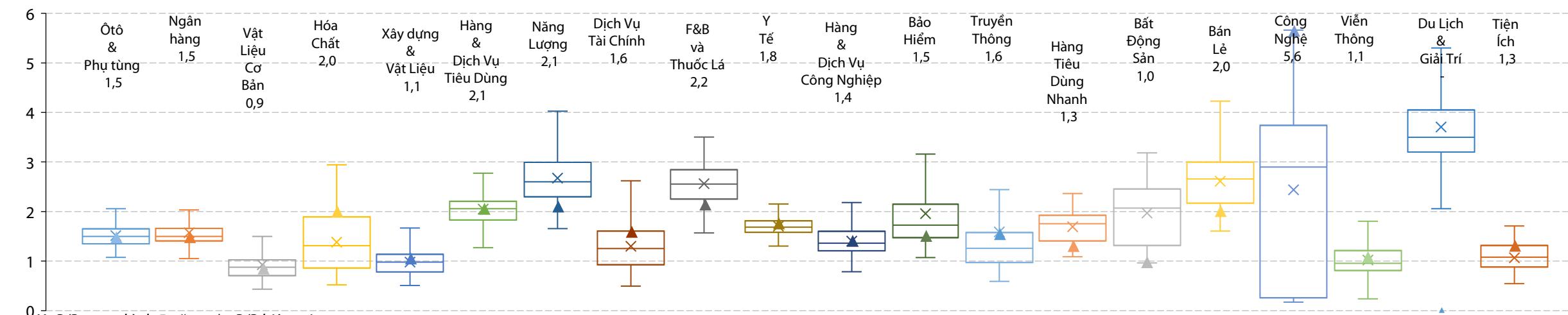
P/E theo ngành (2019-2024)



X: P/E trung bình 5 năm, ▲: P/E hiện tại

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

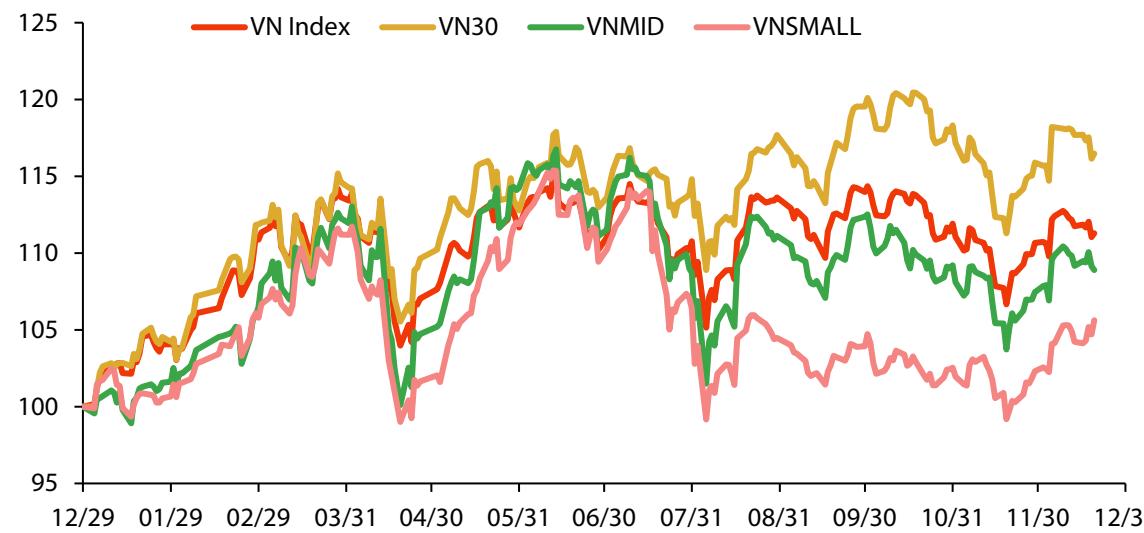
P/B theo ngành (2019-2024)



X: P/B trung bình 5 năm, ▲: P/B hiện tại

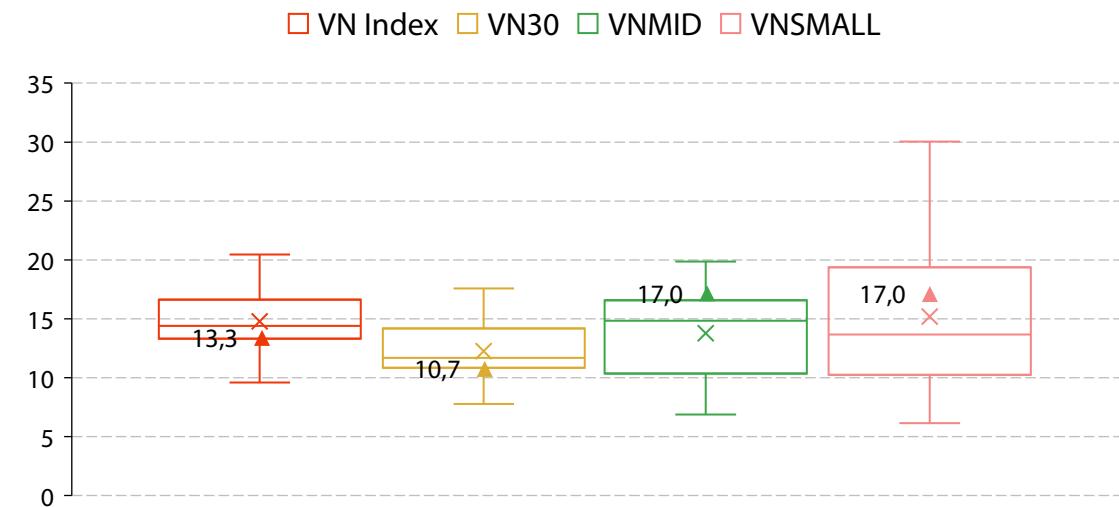
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

Chỉ số VN30 dẫn dắt đà tăng của thị trường



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

P/E theo nhóm vốn hóa (2019-2024)



X: P/E trung bình 5 năm, ▲: P/E hiện tại

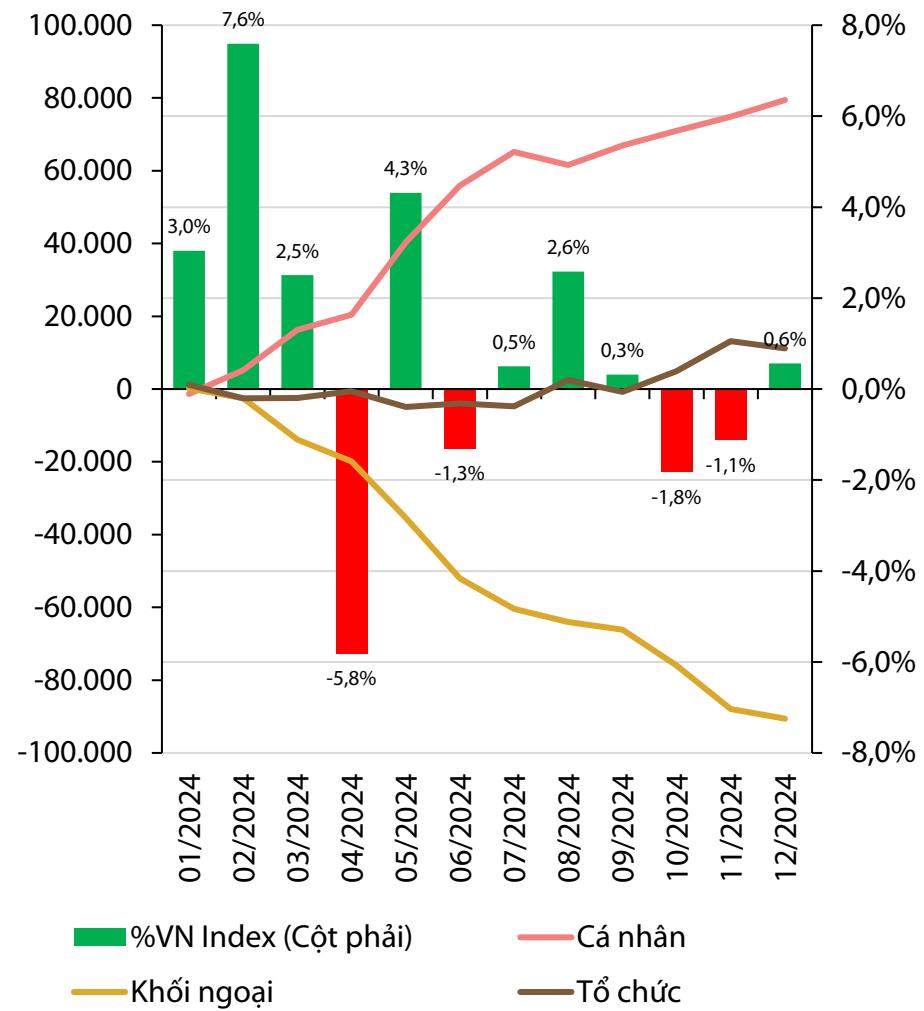
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

Thanh khoản thị trường theo nhóm vốn – dòng tiền quay trở lại với nhóm vốn hóa lớn trong năm 2024, nhóm vừa và nhỏ cải thiện nhẹ

| Tỷ đồng/phíên | Thanh khoản trung bình phiên | | | | | | | | | | | |
|-----------------|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| VN30 | 474 | 990 | 861 | 1,026 | 1,555 | 2,441 | 1,718 | 2,762 | 9,358 | 5,650 | 4,993 | 7,214 |
| VNMID | | | | 466 | 906 | 923 | 711 | 1,451 | 6,004 | 6,435 | 6,400 | 6,980 |
| VNSMALL | | | | 336 | 322 | 282 | 276 | 610 | 2,783 | 2,413 | 1,576 | 1,715 |
| VN Index | 875 | 1,888 | 1,668 | 1,993 | 3,446 | 4,253 | 2,925 | 5,208 | 20,027 | 15,366 | 13,478 | 16,457 |

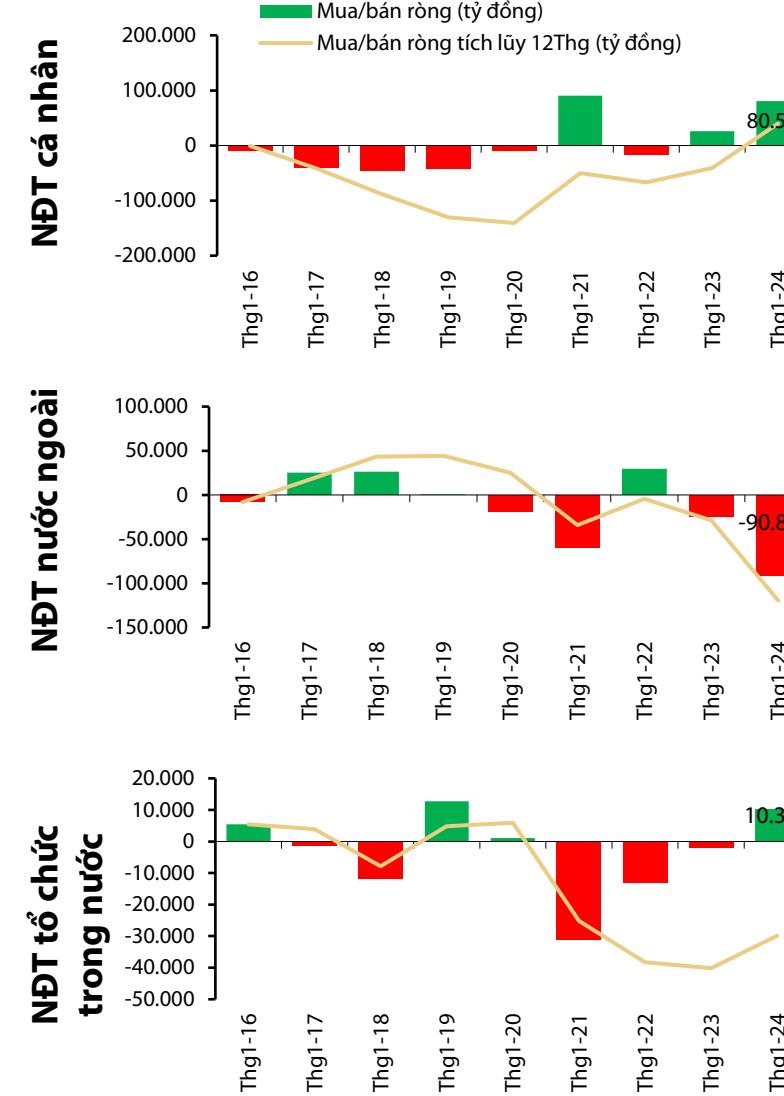
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

Nhà đầu tư cá nhân cân lực bán từ khối ngoại

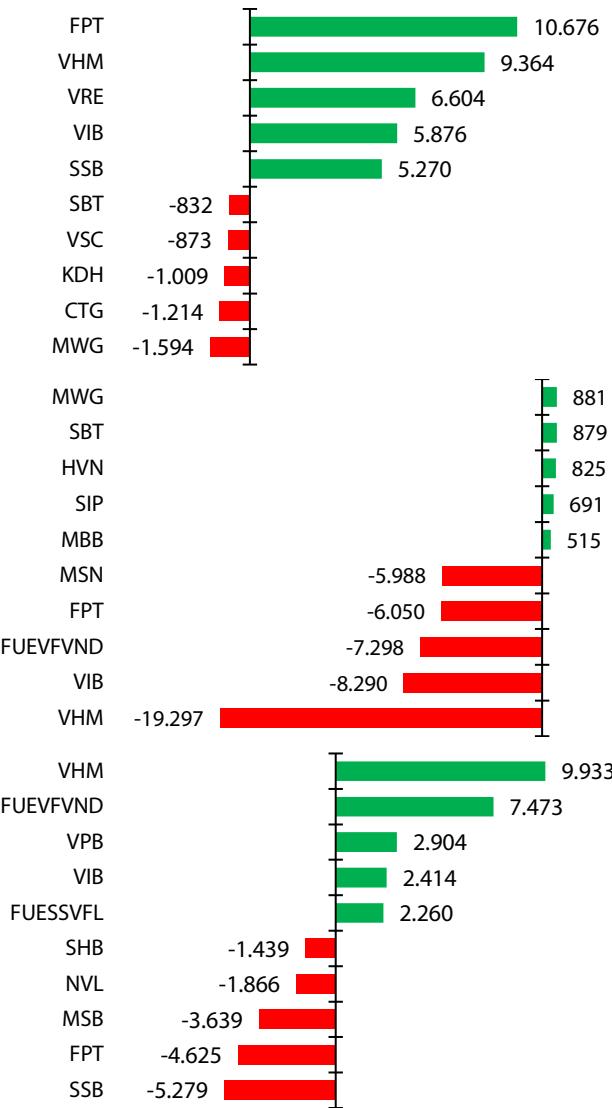


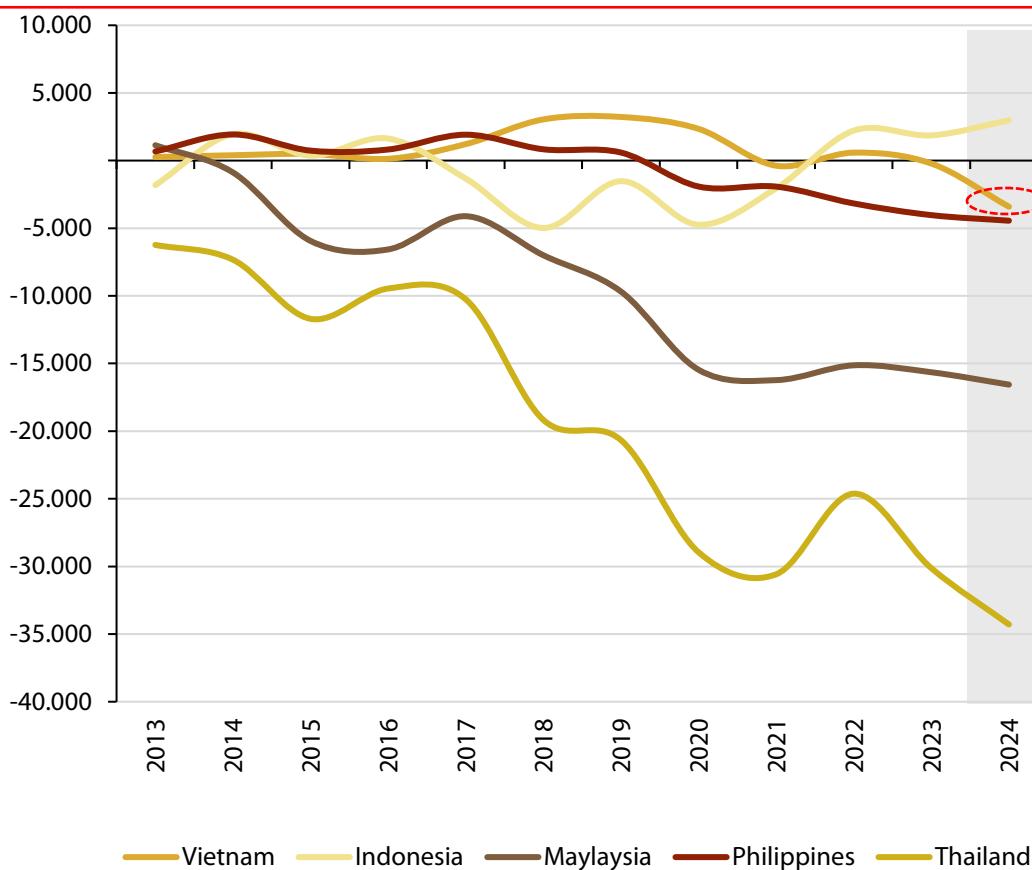
Nguồn: Fiin, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

Lũy kế giá trị mua/bán ròng (16-24)



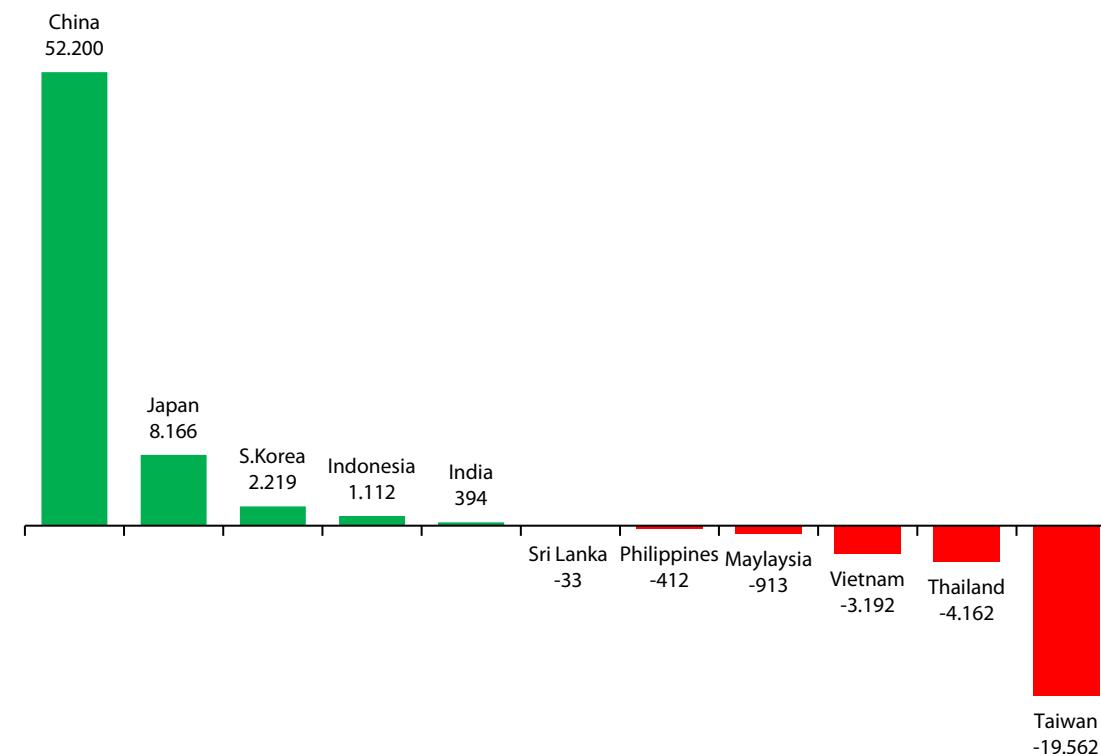
Top cổ phiếu GD (Tỷ đồng)



Lũy kế dòng vốn ròng (triệu USD) của khối ngoại (2013-2024) -

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

Dòng vốn ròng ròng (triệu USD) trong năm 2024 của khối ngoại tại khu vực châu Á – Indonesia là hiện tượng cá biệt của khu vực ASEAN trong năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Dữ liệu ngày 20/12/2024.

| Mã | Sàn | VHTT (Tỷ VND) | Giá mục tiêu (đồng) | Giá @ 20/12/2024 (đồng) | Lợi nhuận kỳ vọng (%) | Khuyến nghị | 2024E | | 2025F | | PE TTM (x) | PE 2024F (x) | PB hiện tại (x) | Tỷ suất cổ tức (%) | +/ - Giá 1 năm (%) | GTGDBQ 3 tháng (Tỷ VND) | Sở hữu Nước ngoài còn lại (%) |
|-----|-------|---------------|---------------------|-------------------------|-----------------------|-------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|-----------------|--------------------|--------------------|-------------------------|-------------------------------|
| | | | | | | | +/- DT (%) | +/- LNST (%) | +/- DT (%) | +/- LNST (%) | | | | | | | |
| LHG | HOSE | 1.820 | 54.000 | 36.400 | 48% | Mua | 4,5 | 1,9 | 41,2 | 41,7 | 9,2 | 7,6 | 1,1 | 5,2 | 24,2 | 4,5 | 31,0 |
| KBC | HOSE | 21.186 | 40.600 | 27.600 | 47% | Mua | -30,2 | -66,4 | 81,1 | 315,9 | 47,4 | 7,5 | 1,1 | 0,0 | -12,4 | 135,8 | 30,1 |
| GDA | UPCOM | 3.108 | 38.700 | 27.100 | 43% | Mua | 9,3 | 37,7 | 3,6 | 7,4 | 11,0 | 7,4 | 0,9 | 3,7 | 14,8 | 4,8 | 30,2 |
| PVD | HOSE | 13.286 | 33.200 | 23.900 | 39% | Mua | 31,9 | 22,4 | 1,6 | -4,9 | 22,6 | 19,5 | 0,8 | 0,0 | -14,6 | 84,5 | 38,6 |
| HPG | HOSE | 170.780 | 35.800 | 26.700 | 34% | Mua | 19,4 | 80,7 | 33,6 | 65,5 | 14,3 | 8,4 | 1,5 | 0,0 | 8,0 | 528,5 | 27,3 |
| BID | HOSE | 264.785 | 50.500 | 38.388 | 32% | Mua | 2,4 | 10,0 | 16,4 | 15,0 | 11,3 | 9,7 | 2,0 | 0,0 | 12,5 | 97,6 | 10,8 |
| ACB | HOSE | 110.773 | 32.500 | 24.800 | 31% | Mua | 3,7 | 4,3 | 13,7 | 17,0 | 6,8 | 5,7 | 1,4 | 4,0 | 22,9 | 174,2 | 0,0 |
| VSC | HOSE | 4.531 | 19.800 | 15.800 | 25% | Mua | 24,6 | 64,9 | 7,3 | 11,5 | 18,7 | 19,5 | 1,1 | 0,0 | -14,0 | 47,1 | 46,7 |
| NTC | UPCOM | 5.021 | 262.000 | 209.200 | 25% | Mua | 9,3 | -16,4 | 150,1 | 8,7 | 16,8 | 18,4 | 5,2 | 1,9 | 12,7 | 2,4 | 0,0 |
| REE | HOSE | 31.888 | 84.300 | 67.700 | 25% | Mua | -5,1 | -17,2 | 14,0 | 34,0 | 17,7 | 13,1 | 1,8 | 1,5 | 38,3 | 40,7 | 0,0 |
| PVT | HOSE | 9.897 | 34.600 | 27.800 | 24% | Mua | 25,6 | 25,8 | 12,6 | 10,4 | 11,4 | 7,3 | 1,3 | 1,1 | 15,6 | 49,8 | 36,5 |
| DPR | HOSE | 3.302 | 47.100 | 38.000 | 24% | Mua | 2,9 | 31,3 | 12,7 | 5,3 | 13,3 | 11,5 | 1,3 | 7,9 | 29,7 | 14,3 | 45,0 |
| PVS | HNX | 16.346 | 42.300 | 34.200 | 24% | Mua | 17,3 | 7,9 | 68,2 | 36,3 | 15,2 | 10,8 | 1,2 | 2,0 | -10,9 | 88,4 | 29,4 |
| HSG | HOSE | 11.643 | 23.000 | 18.750 | 23% | Mua | 24,1 | 1.599,1 | 10,3 | 64,4 | 23,4 | 13,9 | 1,1 | 2,7 | -12,8 | 137,8 | 39,5 |
| POW | HOSE | 28.571 | 14.400 | 12.200 | 18% | Tích lũy | 3,5 | 16,2 | 43,2 | -29,2 | 18,6 | 33,5 | 0,9 | 0,0 | 8,0 | 68,9 | 45,2 |
| VPB | HOSE | 149.951 | 22.300 | 18.900 | 18% | Tích lũy | 18,1 | 46,2 | 12,2 | 17,1 | 11,4 | 8,7 | 1,1 | 5,3 | 3,6 | 386,3 | 4,9 |
| VIB | HOSE | 56.454 | 22.300 | 18.950 | 18% | Tích lũy | -7,2 | -16,5 | 19,4 | 21,8 | 7,9 | 6,5 | 1,4 | 5,3 | 18,6 | 199,5 | 0,0 |
| HAH | HOSE | 5.982 | 58.000 | 49.300 | 18% | Tích lũy | 43,9 | 41,3 | 11,1 | 37,7 | 15,2 | 8,0 | 2,0 | 0,0 | 52,4 | 117,9 | 16,5 |
| VCB | HOSE | 516.991 | 108.100 | 92.500 | 17% | Tích lũy | 3,8 | 7,6 | 12,6 | 17,9 | 15,9 | 12,3 | 2,7 | 0,0 | 14,1 | 129,3 | 6,9 |
| GEG | HOSE | 4.121 | 13.400 | 11.500 | 17% | Tích lũy | 8,7 | 30,4 | 2,2 | 60,8 | 84,5 | 14,3 | 1,1 | 0,0 | -8,9 | 3,9 | 5,3 |
| PC1 | HOSE | 8.154 | 26.500 | 22.800 | 16% | Tích lũy | 23,0 | 255,7 | -4,7 | 6,6 | 19,2 | 15,7 | 1,5 | 0,0 | -5,7 | 36,3 | 36,9 |
| CTG | HOSE | 194.125 | 41.950 | 36.150 | 16% | Tích lũy | 13,2 | 11,1 | 13,1 | 18,6 | 9,0 | 7,4 | 1,4 | 0,0 | 36,2 | 204,3 | 3,1 |
| MBB | HOSE | 127.352 | 27.800 | 24.000 | 16% | Tích lũy | 13,9 | 7,2 | 17,1 | 7,1 | 5,9 | 5,4 | 1,2 | 2,1 | 32,2 | 234,1 | 0,0 |
| KDH | HOSE | 36.249 | 41.303 | 35.850 | 15% | Tích lũy | 116,0 | 47,5 | -1,8 | -16,4 | 69,1 | 41,0 | 2,1 | 0,0 | 32,3 | 86,1 | 13,3 |
| SIP | HOSE | 17.769 | 97.000 | 84.400 | 15% | Tích lũy | 13,6 | 19,0 | 9,8 | 7,1 | 18,2 | 15,0 | 4,2 | 1,2 | 67,3 | 43,1 | 45,0 |
| HDB | HOSE | 81.784 | 26.800 | 23.400 | 15% | Tích lũy | 24,1 | 33,2 | 9,0 | 13,2 | 6,3 | 5,4 | 1,6 | 4,3 | 49,4 | 219,5 | 2,6 |
| NKG | HOSE | 6.602 | 16.700 | 14.750 | 13% | Tích lũy | 6,0 | 368,1 | 4,3 | 2,3 | 11,0 | 11,7 | 0,9 | 0,0 | -21,1 | 83,6 | 25,0 |
| GMD | HOSE | 26.909 | 73.100 | 65.000 | 12% | Tích lũy | 22,1 | -24,0 | -1,6 | -24,8 | 25,4 | 21,2 | 2,6 | 3,1 | 11,4 | 68,6 | 0,3 |
| TCB | HOSE | 168.143 | 26.500 | 23.800 | 11% | Tích lũy | 20,0 | 17,1 | 11,2 | 14,2 | 7,4 | 7,0 | 1,2 | 4,2 | 56,8 | 303,4 | 0,0 |
| SCS | HOSE | 7.562 | 88.700 | 79.700 | 11% | Tích lũy | 41,9 | 40,1 | 6,6 | -6,3 | 11,6 | 11,6 | 5,2 | 8,8 | 19,8 | 21,5 | 9,2 |
| NT2 | HOSE | 5.743 | 22.100 | 19.950 | 11% | Tích lũy | -9,4 | -88,2 | 1,4 | 112,5 | 26,1 | 42,6 | 1,4 | 7,5 | -15,6 | 4,3 | 35,5 |

| Mã | Sàn | VHTT (Tỷ đồng) | Giá mục tiêu (đồng) | Giá @ 20/12/2024 (đồng) | Lợi nhuận kỳ vọng (%) | Khuyến nghị | 2024E | | 2025F | | PE TTM (x) | PE 2024F (x) | PB hiện tại (x) | Tỷ suất cổ tức (%) | +/- Giá 1 năm (%) | GTGDBQ 3 tháng (Tỷ VND) | Sở hữu Nước ngoài còn lại (%) |
|-----|-------|----------------|---------------------|-------------------------|-----------------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|-----------------|--------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------------|
| | | | | | | | +/- DT (%) | +/- LNST (%) | +/- DT (%) | +/- LNST (%) | | | | | | | |
| OCB | HOSE | 26.384 | 11.500 | 10.700 | 7% | Tích lũy | -5,1 | -39,5 | 17,8 | 34,1 | 17,0 | 7,8 | 0,9 | 0,0 | -2,7 | 50,0 | 2,8 |
| IDC | HNX | 18.513 | 60.100 | 56.100 | 7% | Tích lũy | 27,4 | 57,4 | -3,3 | 9,1 | 8,4 | 7,7 | 3,5 | 7,1 | 10,4 | 57,4 | 26,4 |
| FMC | HOSE | 3.067 | 50.000 | 46.900 | 7% | Tích lũy | 39,8 | 1,5 | 11,5 | 33,2 | 11,1 | 8,2 | 1,5 | 4,3 | 4,0 | 2,0 | 19,1 |
| VHC | HOSE | 16.452 | 78.000 | 73.300 | 6% | Tích lũy | 24,6 | 33,6 | 12,3 | 33,6 | 17,8 | 10,3 | 1,9 | 0,0 | 22,7 | 51,0 | 71,5 |
| DPM | HOSE | 13.736 | 37.000 | 35.100 | 5% | Tích lũy | 0,8 | 43,6 | -1,4 | 61,6 | 21,1 | 11,1 | 1,2 | 5,7 | 7,3 | 91,9 | 40,1 |
| MWG | HOSE | 88.592 | 63.700 | 60.600 | 5% | Tích lũy | 13,4 | 2.165,2 | 10,3 | 13,6 | 25,2 | 20,5 | 3,3 | 0,8 | 42,9 | 459,9 | 2,9 |
| NLG | HOSE | 13.987 | 37.999 | 36.350 | 5% | Trung lập | 69,7 | -64,2 | 41,0 | 92,0 | 443,5 | 42,1 | 1,5 | 0,0 | -0,4 | 52,2 | 3,6 |
| MSN | HOSE | 101.116 | 73.000 | 70.300 | 4% | Trung lập | 6,6 | 408,0 | -1,5 | 40,6 | 86,2 | 33,8 | 3,4 | 0,0 | 10,0 | 391,9 | 23,9 |
| VNM | HOSE | 135.847 | 66.900 | 65.000 | 3% | Trung lập | 3,5 | 9,9 | 5,4 | 1,8 | 15,7 | 13,7 | 4,3 | 5,4 | -4,6 | 161,0 | 48,5 |
| BFC | HOSE | 2.190 | 39.400 | 38.300 | 3% | Trung lập | 1,5 | 146,7 | 0,0 | -4,6 | 7,6 | 6,3 | 1,8 | 3,9 | 62,3 | 22,7 | 48,1 |
| QNS | UPCOM | 18.677 | 52.100 | 50.800 | 3% | Trung lập | 4,6 | 2,7 | 1,4 | -3,0 | 7,1 | 8,6 | 1,8 | 7,9 | 12,1 | 16,6 | 35,4 |
| MSH | HOSE | 3.968 | 54.200 | 52.900 | 2% | Trung lập | 14,1 | 52,5 | 5,5 | -20,9 | 11,7 | 13,5 | 2,1 | 3,8 | 44,9 | 10,1 | 44,3 |
| HDG | HOSE | 10.157 | 30.900 | 30.200 | 2% | Trung lập | -13,8 | 7,1 | 20,2 | 34,5 | 15,8 | 9,9 | 1,6 | 1,7 | 19,7 | 94,8 | 30,0 |
| TNG | HNX | 3.224 | 26.700 | 26.300 | 2% | Trung lập | 7,8 | 39,9 | 4,7 | 6,4 | 11,4 | 9,9 | 1,7 | 3,0 | 42,7 | 48,7 | 31,9 |
| PPC | HOSE | 3.639 | 11.500 | 11.350 | 1% | Trung lập | 17,5 | -23,2 | -0,8 | 4,6 | 10,6 | 10,5 | 0,8 | 18,9 | -24,1 | 2,8 | 40,0 |
| FPT | HOSE | 219.925 | 151.000 | 149.500 | 1% | Trung lập | 17,4 | 21,8 | 21,0 | 24,8 | 29,2 | 22,4 | 7,4 | 1,3 | 81,5 | 547,3 | 3,3 |
| PNJ | HOSE | 32.777 | 96.008 | 97.000 | -1% | Trung lập | 14,3 | 3,4 | -13,4 | 9,0 | 16,0 | 14,7 | 3,1 | 2,1 | 20,8 | 73,5 | 0,0 |
| BMP | HOSE | 10.233 | 118.500 | 125.000 | -5% | Giảm | -1,7 | 0,1 | 5,1 | 3,6 | 10,1 | 9,5 | 3,5 | 9,2 | 35,3 | 30,0 | 16,2 |
| DRC | HOSE | 3.498 | 27.900 | 29.450 | -5% | Giảm | 9,5 | 2,4 | 14,3 | 13,1 | 13,1 | 12,3 | 1,8 | 5,1 | 21,7 | 16,7 | 39,9 |
| HAX | HOSE | 1.853 | 16.100 | 17.250 | -7% | Giảm | 34,9 | 313,4 | 9,2 | 2,8 | 16,9 | 12,6 | 1,6 | 4,1 | 39,2 | 12,1 | 30,3 |
| ACV | UPCOM | 269.724 | 113.400 | 123.900 | -8% | Giảm | -0,2 | 9,8 | 9,4 | 8,7 | 37,3 | 26,4 | 5,4 | 0,0 | 98,9 | 28,1 | 45,4 |
| IMP | HOSE | 7.439 | 43.700 | 48.300 | -10% | Giảm | 13,6 | 11,0 | 13,5 | 16,1 | 30,0 | 19,3 | 3,5 | 2,2 | 85,8 | 7,3 | 25,7 |
| FRT | HOSE | 25.069 | 163.727 | 184.000 | -11% | Giảm | 26,9 | -212,2 | 24,9 | 86,0 | 237,4 | 34,8 | 13,9 | 0,0 | 81,3 | 78,5 | 12,6 |
| STK | HOSE | 2.377 | 21.600 | 24.600 | -12% | Giảm | -15,5 | -82,6 | 19,8 | 305,9 | 40,1 | 38,5 | 1,4 | 0,0 | -4,7 | 0,8 | 83,5 |
| ELC | HOSE | 2.328 | 24.300 | 27.950 | -13% | Giảm | 4,2 | -1,9 | -3,4 | -8,7 | 44,3 | 33,7 | 2,4 | 0,0 | 47,5 | 15,7 | 45,7 |
| TCM | HOSE | 4.894 | 41.000 | 48.050 | -15% | Giảm | 15,3 | 113,0 | 5,1 | 3,6 | 23,6 | 16,8 | 2,2 | 1,0 | 28,3 | 90,3 | 0,4 |
| DBD | HOSE | 5.595 | 51.000 | 59.800 | -15% | Giảm | 5,9 | 9,9 | 9,9 | 10,5 | 22,4 | 17,1 | 3,4 | 0,0 | 37,2 | 22,6 | 0,0 |
| DGW | HOSE | 9.063 | 23.800 | 41.350 | -42% | Bán | 19,5 | 19,8 | 8,4 | 13,9 | 22,3 | 18,8 | 3,2 | 2,4 | 4,4 | 51,4 | 28,2 |
| HND | UPCOM | 6.500 | Under review | 13.000 | Under review | Under review | -0,6 | 32,8 | 2,8 | 11,2 | 14,7 | 10,5 | 1,1 | 11,9 | -7,8 | 0,1 | 49,0 |
| PHR | HOSE | 7.290 | Under review | 53.800 | Under review | Under review | 29,7 | 5,1 | -8,6 | 61,9 | 18,9 | 6,9 | 1,9 | 1,9 | 12,9 | 9,5 | 31,0 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

| STT | Ngành | Cổ phiếu trong ngành | Tăng trưởng LNST FY24 | Tăng trưởng LNST FY25 | Trung vị P/E F | Trung vị P/B F | Trung vị ROE 2025 | Nhận định về các yếu tố tác động lên KQKD 2025 |
|-----|-------------------|--|-----------------------|-----------------------|----------------|----------------|-------------------|---|
| 1 | Tài nguyên Cơ bản | GDA, HPG, HSG, DPR, STK, BMP, NKG, PHR | 58% | 57% | 10,5 | 1,2 | 10,6 | <ul style="list-style-type: none"> Sợi: phục hồi từ mức nền thấp Thép: Lợi nhuận tăng trưởng chủ yếu đến từ HPG, với LN 2025 dự kiến đạt 20 nghìn tỷ đồng (+66% YoY) Nhuộm: Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn (5%) chủ yếu từ kỳ vọng sản lượng nội địa hồi phục Cao su: Xu hướng neo giữ của giá cao su trong bối cảnh nguồn cung dự kiến vẫn còn thiếu hụt |
| 2 | Bất động sản | LHG, KBC, NTC, KDH, SIP, IDC, NLG, HDG | -4% | 43% | 12,5 | 1,6 | 14,2 | <ul style="list-style-type: none"> BDS dân cư: Nguồn cung sơ cấp kỳ vọng phục hồi (tiếp tục đà phục hồi đối với thị trường HN và tích cực hơn đối với TT HCM). Lượng giao dịch kỳ vọng tích cực trong bối cảnh mặt bằng lãi suất vẫn ở mức thấp và các chính sách của Luật đang nâng cao chất lượng chủ đầu tư, bảo vệ người mua nhà. Giá bán kỳ vọng tăng trưởng 5-7%. BDS Công nghiệp: Với việc thoái gỡ điểm nghẽn (phê duyệt chủ trương đầu tư, GPMB và đóng tiền sử dụng đất,...) các KCN sẽ ghi nhận doanh thu tích cực từ cho thuê đất KCN Xuất khẩu phần mềm: tiếp tục tăng trưởng đều đặn, với mức tăng trưởng trung bình từ 10-15% mỗi năm dựa trên nhu cầu đầu tư chuyển đổi số của các doanh nghiệp trên thế giới. Dịch vụ này chủ yếu được proxy qua doanh thu XKPM của FPT, có giá trị kỳ mới tăng trưởng 17% YoY, với động lực chủ yếu từ các khách hàng Nhật Bản. Giao thông thông minh: Nhà nước triển khai thu phí khoảng 12 đoạn, tuyển cao tốc do Nhà nước đầu tư từ T5/2025 sẽ làm tăng nhu cầu đầu tư hệ thống giao thông thông minh, bao gồm các hệ thống giám sát, điều hành, kiểm soát tải trọng, thu phí không dừng. Viễn thông: 2025 FPT sẽ bắt đầu bổ sung các dịch vụ liên quan đến các máy chủ AI từ Nvidia vào trong hệ thống các trung tâm dữ liệu của mình, bổ sung thêm khoảng 80-100 triệu USD vào doanh thu với biên EBITDA dự kiến rất cao khoảng 50%. Lĩnh vực này được dự báo có mức tăng trưởng kép cao trên 30% từ này tới 2030. |
| 3 | Công nghệ | FPT, ELC | 22% | 24% | 28,0 | 3,8 | 15,7 | <ul style="list-style-type: none"> Đối với hoạt động giàn khoan: bên cạnh lợi nhuận được đảm bảo ổn định bởi các hợp đồng đã ký kết đến hết năm 2025, động lực tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp nhóm ngành này sẽ đến từ 2 yếu tố là 1) đầu tư giàn mới thành công, và 2) khả năng mở rộng mảng Dịch vụ Kỹ thuật giếng khoan. Đối với doanh nghiệp xây lắp/kỹ thuật dầu khí: lợi nhuận của doanh nghiệp ước tính tăng trưởng mạnh nhờ lượng backlog cơ khí & xây dựng (M&C) lớn, đến từ các dự án dầu khí trọng tâm như Lô B, Sư Tử Trắng, Lạc Đà Vàng. Ngoài ra, các dự án điện gió ngoài khơi được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn của các doanh nghiệp này. |
| 4 | Dầu khí | PVD, PVS | 13% | 20% | 15,2 | 1,0 | 7,3 | <ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng tín dụng thuận lợi và thực chất hơn nhờ (1) chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ từ Chính phủ và NHNN, (2) mặt bằng lãi suất thấp kích thích nhu cầu tín dụng của doanh nghiệp, tín dụng bán lẻ chờ tín hiệu khả quan hơn từ nhu cầu chi tiêu không thiết yếu. NIM dự kiến chịu sức ép từ hai phía khi lãi suất huy động có thể tăng từ 30-50bps, trong khi cạnh tranh về lãi suất cho vay vẫn còn tiếp diễn. TT02 hết hạn có thể khiến nợ xấu nội bảng gia tăng nhưng mức độ tăng dự báo là sẽ hạn chế và trong tầm kiểm soát do các ngân hàng này đều đã trích lập đầy đủ phần dự phòng bổ sung. |
| 5 | Ngân hàng | BID, VPB, VIB, MBB, CTG, ACB, TCB, VCB, HDB, OCB | 11% | 18% | 7,2 | 1,1 | 18,7 | |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

| STT | Ngành | Cổ phiếu trong ngành | Tăng trưởng LNST FY24 | Tăng trưởng LNST FY25 | Trung vị P/E F | Trung vị P/B F | Trung vị ROE 2025 | Nhận định về các yếu tố tác động lên KQKD 2025 |
|-----|------------------|------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------|----------------|-------------------|--|
| 6 | Bán lẻ | MWG, PNJ, HAX, FRT, DGW | 211% | 16% | 18,8 | 2,2 | 15,3 | <ul style="list-style-type: none"> Sau một năm hồi phục mạnh 3 chữ số từ nền đáy 2023, ngành bán lẻ bước vào năm 2025 sẽ tiếp đà phục hồi nhờ những yếu tố vĩ mô (ngành bất động sản, đầu tư – sản xuất – xuất khẩu, tác động chính sách tiền tệ), hỗ trợ bức tranh tổng thể ngành bán lẻ sáng dần qua từng quý. Bên cạnh đó, những xu hướng mới trong ngành như chuyển đổi thói quen tiêu dùng từ truyền thống sang hiện đại, tập trung vào sản phẩm giá phải chăng, đáp ứng tốt nhu cầu (value-for-money), tiếp tục tác động làm phân hóa tăng trưởng trong từng doanh nghiệp năm 2025: hướng tích cực (MWG với Bách hóa xanh, FRT với Long Châu, HAX với xe MG), hướng tiêu cực (DGW, MWG với Thế giới di động, Điện máy xanh, FRT với FPT Shop, HAX với Mercedes-Benz). Trong bối cảnh 2025 nêu trên, các doanh nghiệp bán lẻ cũng phân hóa trong chiến lược kinh doanh, nhưng tựu chung, đều hướng tới mục tiêu đảm bảo lợi nhuận tuyệt đối dù mô hình kinh doanh đang trong thời kỳ bão hòa hay tăng trưởng. Ngành phân bón tăng trưởng chủ yếu nhờ cải thiện biên gộp khi doanh thu ổn định. Biên gộp cải thiện nhờ giá khí dầu vào giảm nhanh hơn giá bán và hưởng lợi 1 phần thuế VAT (trừ doanh nghiệp kinh doanh NPK). Doanh thu ổn định nhờ sản lượng tiêu thụ cải thiện nhẹ hỗ trợ cho đà giảm giá bán. Sản lượng cải thiện nhờ thời tiết thuận lợi ở thị trường nội địa và giá bán cạnh tranh tại thị trường quốc tế nhờ luật thuế VAT thông qua tạo động lực giảm giá. Kỳ vọng sản lượng xuất khẩu quay trở lại thời kỳ 2021-2022 nhờ đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Hàn Quốc. |
| 7 | Hóa chất | DPM, BFC | 82% | 14% | 8,7 | 1,3 | 16,6 | |
| 8 | Ô tô và phụ tùng | DRC | 2% | 13% | 12,3 | 1,6 | 13,4 | <ul style="list-style-type: none"> Nỗ lực tối đa công suất nhà máy lốp vận tải TBR hướng đến xuất khẩu (đặc biệt thị trường Mỹ, hưởng lợi từ lốp TBR Thái Lan bị đánh thuế CPBG từ năm 2025) trong bối cảnh mây mờ nội địa chưa tan trước cạnh tranh lớn từ lốp giá rẻ Trung Quốc. |
| 9 | Tiện ích | GEG, POW, NT2, REE, HND, PPC | -11% | 13% | 13,7 | 1,0 | 7,6 | <ul style="list-style-type: none"> Tăng trưởng doanh thu tới từ các công ty thủy điện nhờ 1. chu kỳ thời tiết tốt, dẫn tới tỷ lệ huy động cao (dự báo tỷ lệ 32% cho năm 2025F) và 2. giá FMP bình quân dự báo tăng 3% YoY với kỳ vọng EVN sẽ nâng khung giá phát điện thị trường cho các công ty thủy điện nhờ việc tăng giá bán lẻ điện 5% YoY trong năm 2025F. Trong khi đó, các công ty điện khí (ngoại trừ POW với điện khí LNG) triển vọng doanh thu không tích cực, do nguồn cung khí khu vực Đông Nam Bộ ngày càng giảm (trước đây ước tính là 2,61 tỷ sm3/ngày, hiện nay dự kiến còn 2,06 tỷ sm3/ngày). |
| 10 | Y tế | IMP, DBD | 4% | 12% | 18,2 | 2,8 | 16,4 | <ul style="list-style-type: none"> Ngoài yếu tố tăng trưởng chung của ngành (được hỗ trợ bởi dân số ngày càng già hóa, thu nhập tăng trưởng và nhận thức về sức khỏe tăng sau dịch Covid-19), tốc độ tăng trưởng của hai DN trong danh sách nghiên cứu có được chủ yếu nhờ vào công suất của các dây chuyền sản xuất mới DBD: thuốc ung thư dạng viên, IMP: nhà máy IMP4 hoạt động với công suất cao cho cả năm 2025). |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

| STT | Ngành | Cổ phiếu trong ngành | Tăng trưởng LNST FY24 | Tăng trưởng LNST FY25 | Trung vị P/E F | Trung vị P/B F | Trung vị ROE 2025 | Nhận định về các yếu tố tác động lên KQKD 2025 |
|-----|----------------------------|------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------|----------------|-------------------|--|
| 11 | F&B | VNM, MSN, FMC, QNS, VHC | 23% | 9% | 10,3 | 1,9 | 14,5 | <ul style="list-style-type: none"> Thực phẩm & đồ uống: đã bước vào pha bão hòa với tăng trưởng một chữ số cộng hưởng với thị phần ở mức giới hạn (quá lớn để mở rộng), khiến các ông lớn trong ngành vẫn nhận mức tăng trưởng thấp (1 chữ số) về doanh thu cho năm 2025. Về xu hướng biên lợi nhuận, chúng tôi nhìn thấy các ông lớn trong ngành mạnh tay trong chi chiết khấu, quảng cáo nhằm giữ thị phần "cao" của mình đi kèm triển vọng giá hàng hóa không hỗ trợ cho KQKD (bột sữa nguyên liệu - đầu vào VNM, đường - đầu ra QNS). Do đó, biên lợi nhuận dự kiến khó mở rộng trong năm 2025. Thủy sản: Ngành cá kỳ vọng tăng trưởng nhờ chiếm thị phần cá rô phi và biên gộp cải thiện nhờ giá đậu tương đầu vào giảm và giá bán hồi phục trên mức nền thấp. Ngành tôm: duy trì đà tăng dựa trên chiếm thị phần Thái Lan ở mảng tôm GTGT nhờ giá cạnh tranh và thị phần Indonesia nhờ tôm chất lượng cao và được hoàn thuế Chống bán phá giá (CPBG) vào Q3/2025. Nhu cầu đầu tư ngành điện quay trở lại hỗ trợ backlog PC1. Tuy nhiên lợi nhuận 2025 ổn định do KQKD tốt của mảng điện và BDS một phần bị ảnh hưởng bởi KQKD mảng khai thác khoáng sản. Mảng xây lắp điện có thể ký kết nhiều hợp đồng trong năm 2025, và sẽ phản ánh vào KQKD năm 2026, do (1) Luật Điện Lực mới sẽ thúc đẩy tiến độ đầu tư nguồn điện và việc tư nhân hóa các đường dây truyền tải từ 220 kv trở xuống kể từ năm 2025, theo nhận định của chúng tôi trong lần cập nhật trước đó, và (2) việc hợp tác liên kết với Western Pacific đem lại nhiều giá trị khác, bao gồm các hợp đồng xây dựng hạ tầng KCN cho Western Pacific. |
| 12 | Xây dựng và Vật liệu | PC1 | 247% | 7% | 15,7 | 1,3 | 8,0 | <ul style="list-style-type: none"> Cảng: Sản lượng toàn ngành duy trì tăng trưởng hai chữ số bởi nhu cầu cao của XNK, nhưng các DN cảng sông tại Hải Phòng sẽ tăng trưởng chậm/âm do bị sụt giảm về thị phần khi cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động. Vận tải biển: các doanh nghiệp mở rộng đội tàu và giá cước cho thuê ở mức cao giúp tăng trưởng về doanh thu và mở rộng biên lợi nhuận. Dịch vụ hàng không: Sản lượng hành khách và hàng hóa được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng dương, qua đó thúc đẩy doanh thu của doanh nghiệp hàng không. Vận tải dầu: Doanh nghiệp mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước vận tải dầu vẫn khả quan là động lực chính giúp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Doanh thu duy trì tăng trưởng dương một chữ số nhờ (1) Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H2025 khi chính sách tiền tệ nới lỏng của các NHTW dần thẩm thấu vào nền kinh tế (2) xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc của các hãng thời trang từ Mỹ, Châu Âu.Tuy nhiên, tổng lợi nhuận của các DN trong danh sách theo dõi của chúng tôi được dự báo tăng trưởng âm vì lợi nhuận từ MSH giảm (1) Lãi tỷ giá không được chúng tôi dự báo (2) biên gộp giảm do chi phí tăng lên từ nhà máy Xuân Trường 2 |
| 13 | Hàng & Dịch vụ Công nghiệp | VSC, SCS, HAH, PVT, GMD, ACV | 8% | 4% | 15,5 | 1,8 | 14,8 | <ul style="list-style-type: none"> Cảng: Sản lượng toàn ngành duy trì tăng trưởng hai chữ số bởi nhu cầu cao của XNK, nhưng các DN cảng sông tại Hải Phòng sẽ tăng trưởng chậm/âm do bị sụt giảm về thị phần khi cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động. Vận tải biển: các doanh nghiệp mở rộng đội tàu và giá cước cho thuê ở mức cao giúp tăng trưởng về doanh thu và mở rộng biên lợi nhuận. Dịch vụ hàng không: Sản lượng hành khách và hàng hóa được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng dương, qua đó thúc đẩy doanh thu của doanh nghiệp hàng không. Vận tải dầu: Doanh nghiệp mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước vận tải dầu vẫn khả quan là động lực chính giúp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Doanh thu duy trì tăng trưởng dương một chữ số nhờ (1) Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H2025 khi chính sách tiền tệ nới lỏng của các NHTW dần thẩm thấu vào nền kinh tế (2) xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc của các hãng thời trang từ Mỹ, Châu Âu.Tuy nhiên, tổng lợi nhuận của các DN trong danh sách theo dõi của chúng tôi được dự báo tăng trưởng âm vì lợi nhuận từ MSH giảm (1) Lãi tỷ giá không được chúng tôi dự báo (2) biên gộp giảm do chi phí tăng lên từ nhà máy Xuân Trường 2 |
| 14 | Hàng & dịch vụ tiêu dùng | TNG, MSH, TCM | 61% | -5% | 13,5 | 2,0 | 14,1 | <ul style="list-style-type: none"> Cảng: Sản lượng toàn ngành duy trì tăng trưởng hai chữ số bởi nhu cầu cao của XNK, nhưng các DN cảng sông tại Hải Phòng sẽ tăng trưởng chậm/âm do bị sụt giảm về thị phần khi cảng Lạch Huyện đi vào hoạt động. Vận tải biển: các doanh nghiệp mở rộng đội tàu và giá cước cho thuê ở mức cao giúp tăng trưởng về doanh thu và mở rộng biên lợi nhuận. Dịch vụ hàng không: Sản lượng hành khách và hàng hóa được dự báo sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng dương, qua đó thúc đẩy doanh thu của doanh nghiệp hàng không. Vận tải dầu: Doanh nghiệp mở rộng đội tàu trong bối cảnh giá cước vận tải dầu vẫn khả quan là động lực chính giúp tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Doanh thu duy trì tăng trưởng dương một chữ số nhờ (1) Kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc sẽ hồi phục mạnh mẽ hơn trong 2H2025 khi chính sách tiền tệ nới lỏng của các NHTW dần thẩm thấu vào nền kinh tế (2) xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc của các hãng thời trang từ Mỹ, Châu Âu.Tuy nhiên, tổng lợi nhuận của các DN trong danh sách theo dõi của chúng tôi được dự báo tăng trưởng âm vì lợi nhuận từ MSH giảm (1) Lãi tỷ giá không được chúng tôi dự báo (2) biên gộp giảm do chi phí tăng lên từ nhà máy Xuân Trường 2 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn



Kiến tạo tương lai thịnh vượng