

Báo cáo Chiến lược Đầu tư năm 2025

Ba chủ đề đầu tư cho năm 2025

Báo cáo chiến lược - Tháng 12/2024

Mục lục

	Trang
Triển vọng Vĩ mô	3
Triển vọng Thị trường	36
Ngành & cổ phiếu	58
Ngân hàng	59
Tài chính khác	106
Tiêu dùng	150
Bất động sản Khu công nghiệp	205
Bất động sản Nhà ở	232
Giao thông Vận tải & Logistics	262
Sản xuất Công nghiệp	289
Vật liệu Xây dựng	311
Dầu khí	355
Điện & Nước	377
Khuyến cáo	413
Liên hệ	414

Triển vọng Vĩ mô

VĨ MÔ VIỆT NAM

Tháng 12/2024

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp
luong.hoang@vietcap.com.vn
+8424 6262 6999 ext.368

Đào Minh Quang
Chuyên viên
quang.dao@vietcap.com.vn
+8424 6262 6999 ext.368

Triển vọng vĩ mô (1)

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 là 6,9% và nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 từ mức 6,8% lên 7,2%.

Các yếu tố chính hỗ trợ tăng trưởng kinh tế năm 2025 bao gồm:

- 1) **Chi NSNN cho đầu tư và phát triển dự kiến tăng mạnh** (+16,7% so với kế hoạch năm 2024 và +30% so với mục tiêu năm 2025 trước đó - xem thêm [Báo cáo Cập nhật Vĩ mô](#) của chúng tôi phát hành ngày 23/10/2024).
- 2) **Thị trường bất động sản và xây dựng tiếp tục phục hồi:** Chúng tôi kỳ vọng lượng giao dịch bất động sản sẽ tăng trưởng mạnh trong quý 4/2024 và năm 2025, nhờ nhu cầu nhà ở thực bền vững, sự trở lại của nhà đầu tư vào phân khúc đất nền, nguồn cung sơ cấp tăng và niềm tin của người mua nhà được cải thiện (xem thêm [Báo cáo Ngành Bất động sản Nhà ở](#) của chúng tôi phát hành ngày 25/10/2024).
- 3) **Tiêu dùng trong nước cải thiện:** Tăng trưởng trong lĩnh vực sản xuất và du lịch quốc tế sẽ thúc đẩy thu nhập hộ gia đình, từ đó cải thiện niềm tin và chi tiêu của người tiêu dùng.
- 4) **NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng trong năm 2025:** Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để hỗ trợ nền kinh tế trong năm 2025, và có thể sẽ tăng trần lãi suất tiền gửi (kỳ hạn đến 6 tháng) thêm 25 điểm cơ bản vào cuối năm 2025.

Chúng tôi cũng nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 từ 7,0% lên 7,5% và dự báo tăng trưởng GDP năm 2027 là 7,5%.

Chúng tôi kỳ vọng đầu tư công sẽ là động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế Việt Nam trong trung hạn (2026 - 2030). Mặc dù kế hoạch đầu tư công cho năm 2026 và 2027 hiện tại thấp hơn so với năm 2025, chúng tôi cho rằng Chính phủ có thể sẽ điều chỉnh tăng kế hoạch này để phù hợp với mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng cho giai đoạn 2026-2030 (7,5%-8,5%). Bên cạnh đó, Chính phủ cũng đang có kế hoạch triển khai nhiều dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm, nổi bật là dự án Đường sắt Cao tốc Bắc - Nam với tổng vốn đầu tư khoảng 67 tỷ USD, dự kiến sẽ đóng góp trung bình 1 điểm % vào tăng trưởng GDP mỗi năm trong vòng 12 năm.

Triển vọng vĩ mô (2)

Rủi ro đối với dự báo của chúng tôi:

- Việc Mỹ có thể áp thuế cao đối với hàng hóa Việt Nam có thể gây ra những tác động tiêu cực đến hoạt động xuất khẩu, sản xuất, và thu hút vốn FDI của Việt Nam.
- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu phục hồi chậm hơn dự kiến, đặc biệt là nếu kinh tế Trung Quốc giảm tốc mạnh hơn dự kiến, điều này có thể ảnh hưởng đến xuất khẩu, sản xuất và du lịch của Việt Nam.
- Những bất ổn địa chính trị trên thế giới, bao gồm (1) xung đột Nga - Ukraine và (2) xung đột Israel - Hamas, cũng có thể tác động đến kinh tế Việt Nam.
- Những ảnh hưởng tiêu cực đến từ biến đổi khí hậu và hiện tượng La Niña (có thể kéo dài đến tháng 1/2025) cũng là một rủi ro đối với ngành nông nghiệp.

Yếu tố hỗ trợ đối với dự báo của chúng tôi:

- Tiêu dùng trong nước và lĩnh vực bất động sản phục hồi nhanh hơn.
- Tăng trưởng toàn cầu nhanh hơn dự kiến, đặc biệt là ở Mỹ và Trung Quốc, có thể thúc đẩy phục hồi mạnh hơn trong hoạt động thương mại và sản xuất của Việt Nam.

Triển vọng vĩ mô (3)

Các dự báo vĩ mô quan trọng khác:

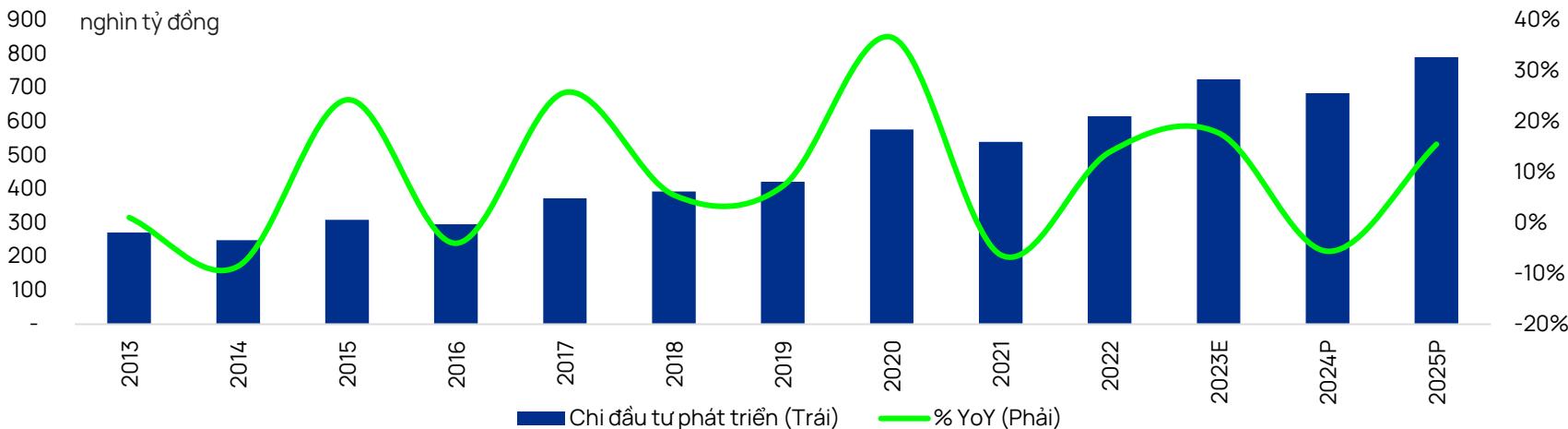
- **Chúng tôi dự báo vốn FDI giải ngân sẽ duy trì ổn định, với tốc độ tăng trưởng trung bình 7,5%/năm đạt 26,5-31 tỷ USD trong các năm 2025/26/27**, do 1) việc nâng cấp quan hệ ngoại giao gần đây giữa Việt Nam với Mỹ, Nhật Bản, Úc, Pháp, UAE, và Malaysia, cùng với tiềm năng nâng cấp quan hệ ngoại giao với Singapore vào năm 2025, 2) các công ty nước ngoài tiếp tục đa dạng hóa nguồn vốn đầu tư ra khỏi Trung Quốc do căng thẳng thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc, và 3) các lợi thế cơ bản của Việt Nam (bao gồm vị trí địa lý, các hiệp định tự do thương mại).
- **Chúng tôi điều chỉnh hạ dự báo tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu cho năm 2025 lần lượt từ 11,0% và 11,5 xuống 6,5% và 7,0%** (tương đương với thặng dư thương mại 26,8 tỷ USD) do mức nền cao trong năm 2024 và chúng tôi cho rằng một phần nhu cầu nhập khẩu cho năm 2025 từ Mỹ đã được thực hiện trước nhiệm kỳ tổng thống mới vào tháng 1/2025. Ngoài ra, chúng tôi dự báo tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu dự kiến sẽ cải thiện trong giai đoạn 2026/27, với mức tăng trưởng lần lượt đạt 8,5%/8,5% và 8,8%/8,0% (tương đương thặng dư thương mại 29 tỷ USD/33,5 tỷ USD).
- **Chúng tôi dự báo áp lực lạm phát sẽ thấp hơn vào năm 2025 (CPI bình quân 3,2%)** so với năm 2024 (CPI bình quân 3,8%) do giá gạo có thể giảm (-12% YoY - theo dự báo đồng thuận của Bloomberg) và giá dầu giảm (-12,5% YoY - dự báo của Vietcap). Tuy nhiên, chúng tôi dự báo áp lực lạm phát sẽ cao hơn trong giai đoạn 2026/27 (CPI bình quân 3,8% trong giai đoạn 2026/27) do chúng tôi dự báo Chính phủ sẽ không tiếp tục gia hạn giảm thuế GTGT và thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu trong nước, trong khi Chính phủ có thể tăng giá các dịch vụ khác do Chính phủ quản lý.
- **Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ ổn định trong giai đoạn 2025/26/27.** Kết quả bầu cử tổng thống Mỹ có thể tiếp tục hỗ trợ chỉ số DXY trong quý đầu tiên của năm 2025 và có thể hạn chế việc Fed cắt giảm lãi suất ở một mức độ nhất định. Tuy nhiên, theo dự báo đồng thuận của Bloomberg, chỉ số DXY sẽ dần giảm về cuối năm 2025 và năm 2026. Ngoài ra, chúng tôi tiếp tục dự báo nguồn cung ngoại tệ ổn định từ FDI, kiều hối, thặng dư thương mại hàng hóa và thâm hụt thương mại dịch vụ thu hẹp sẽ hỗ trợ NHNN trong việc quản lý tỷ giá USD/VND.

Kế hoạch đầu tư công năm 2025 tăng 30%

NSNN năm 2025 - kế hoạch mới so với kế hoạch trước

Đơn vị: Tỷ USD	Kế hoạch 2025 cũ	Kế hoạch 2025 mới	% thay đổi
Thu ngân sách			
Thu trong nước	67,6	77,5	14,7%
Thu từ dầu thô	57,4	65,8	14,6%
Thu từ xuất nhập khẩu	1,7	2,1	26,7%
Chi ngân sách	84,4	100,5	19,1%
Chi thường xuyên	48,2	61,3	27,2%
Chi đầu tư phát triển	23,9	31,2	30,6%
Chi trả nợ lãi	4,7	4,4	-8,2%
Cán cân ngân sách	(16,8)	(18,6)	10,8%

Chi NSNN cho đầu tư & phát triển



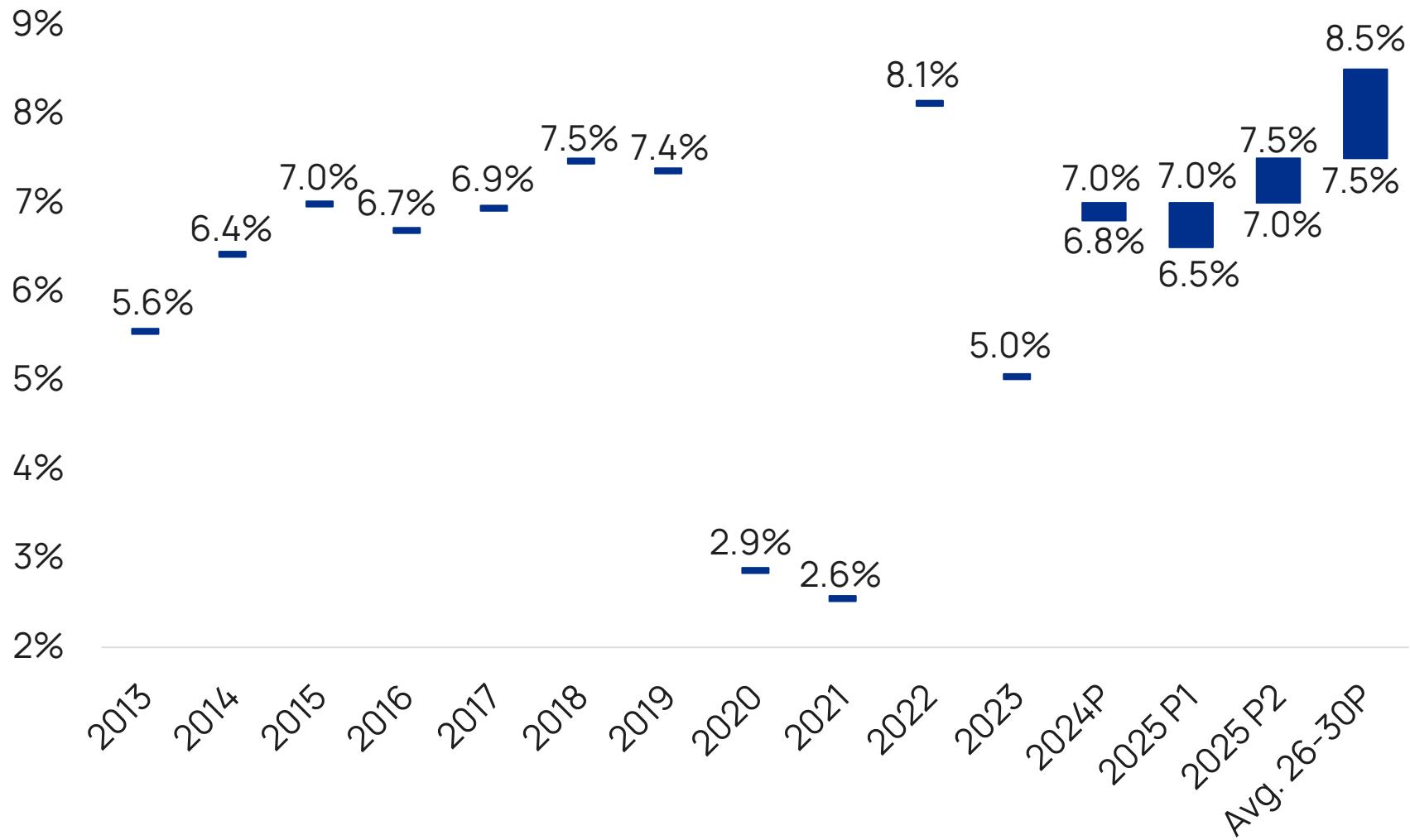
Các dự án hạ tầng trọng điểm giai đoạn 2025-2030

Dự án	Tổng vốn đầu tư	Tổng chiều dài	Ghi chú
Đường Cao tốc: Phấn đấu đến năm 2025 đạt 3.000 km và năm 2030 đạt 5.000 km			
- Đường Cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 1			
- Đường Cao tốc Bắc Nam - Giai đoạn 2	88,1 nghìn tỷ đồng	666 km	Đã hoàn thành (giữa năm 2024).
- Đường vành đai 3 TP.HCM	147 nghìn tỷ đồng	721 km	Đang triển khai, dự kiến hoàn thành vào năm 2025.
- Đường vành đai 4 Hà Nội	75,4 nghìn tỷ đồng	90 km	Đang triển khai, khởi công vào giữa năm 2025, dự kiến hoàn thành vào năm 2026.
- Đường vành đai 4 Hà Nội	85,8 nghìn tỷ đồng		Đang triển khai, hoàn thành cơ bản vào năm 2026, hoạt động toàn diện vào năm 2027.
- Đường cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu	10 nghìn tỷ đồng	34 km	Khởi công xây dựng vào ngày 29/9/2024, dự kiến hoàn thành vào ngày 31/12/2027.
- Đường cao tốc Bắc Kạn - Cao Bằng	18 nghìn tỷ đồng	90 km	Dự kiến đầu tư trong giai đoạn 2026 - 2030.
- Đường cao tốc Quy Nhơn - Pleiku	37,6 nghìn tỷ đồng	143 km	Hoàn thành cơ bản vào năm 2030.
- Đường cao tốc Bắc Nam phía Tây, đoạn Gia Nghĩa (Đăk Nông) - Chơn Thành (Bình Phước)	25,5 nghìn tỷ đồng		Khởi công xây dựng vào năm 2024; dự kiến hoạt động vào năm 2027.
- Đường vành đai 5 Hà Nội, khu vực Hà Nội			
- Đường vành đai 4 TP.HCM - Giai đoạn 1	122,8 nghìn tỷ đồng	159 km	Khởi công xây dựng vào quý 3/2026.
Đường sắt			
- Đường sắt Cao tốc Bắc Nam	1.714 nghìn tỷ đồng	1.541 km	Dự kiến khởi công năm 2027, hoàn thành năm 2035.
- Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh (kết nối với Trung Quốc)	160,8 nghìn tỷ đồng (giai đoạn 1)		Tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh có thể hoàn thành một đường ray vào năm 2030.
- Tuyến Metro Bến Thành - Tham Lương	47,9 nghìn tỷ đồng (ước tính năm 2019)	11 km	Khởi công xây dựng năm 2025, dự kiến hoàn thành năm 2030.
Cảng			
- Cảng Trung chuyển Quốc tế Cần Giờ (7 giai đoạn)	113 nghìn tỷ đồng		Dự kiến khởi công năm 2025.
- Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng	Tổng: 48,3 nghìn tỷ đồng - 3 giai đoạn		Giai đoạn 1 (44,6 ha): 3,4 nghìn tỷ đồng (Đầu tư công) - dự kiến hoàn thành năm 2025.
- Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ	50,8 nghìn tỷ đồng (ước tính)		Giai đoạn 2 (106,8 ha) + Giai đoạn 3 (80,7 ha): 44,9 nghìn tỷ đồng (Đầu tư tư nhân) - dự kiến hoàn thành năm 2030 và 2050.
Sân bay quốc tế			
- Sân bay quốc tế Long Thành - Giai đoạn 1	114,5 nghìn tỷ đồng		Có một số ứng cử viên, bao gồm: Tập đoàn Gemadept và liên doanh của Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước (SCIC) - Tập đoàn Geleximco - Công ty Cổ phần Vận tải và Thương mại Quốc tế (ITC).
Đang triển khai, xây dựng cơ bản sẽ hoàn thành vào năm 2026.			

Chính phủ đặt kế hoạch tăng trưởng GDP năm 2025 ở mức 6,5%-7,0%

#	Các chỉ tiêu kinh tế - xã hội chính	Kế hoạch năm 2024	Ước tính năm 2024	Kế hoạch năm 2025
1	Tốc độ tăng trưởng GDP	6% - 6,5%	Khoảng 7%	Kế hoạch 1: 6,5% - 7,0% Kế hoạch 2: 7,0% - 7,5%
2	GDP bình quân đầu người	4.700 USD - 4.730 USD	Khoảng 4.647 USD	4.980 USD - 5.000 USD
3	Tỷ trọng công nghiệp chế biến chế tạo trong GDP	24,1% - 24,2%	Khoảng 24,1%	24,10%
4	CPI bình quân	4% - 4,5%	< 4,5%	Khoảng 4,5%
5	Tốc độ tăng năng suất lao động bình quân	4,8% - 5,3%	Khoảng 5,56%	5,3% - 5,4%
6	Tỷ trọng lao động khu vực nông nghiệp trong tổng lao động xã hội	26,5%	26,5%	25%
7	Tỷ lệ lao động qua đào tạo Trong đó, tỷ lệ lao động qua đào tạo có bằng cấp và chứng chỉ	69% 28% - 28,5%	69% 28%	70% 29% - 29,5%
8	Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị	< 4%	< 4%	< 4%
9	Giảm tỷ lệ nghèo (theo chuẩn nghèo đa chiều)	> 1%	> 1%	0,8 % - 1 %
10	Số bác sĩ trên 10.000 dân	13,5 bác sĩ	14 bác sĩ	15 bác sĩ
11	Số giường bệnh trên 10.000 dân	32,5 giường	34 giường	34,5 giường
12	Tỷ lệ dân số tham gia bảo hiểm y tế toàn dân	94,1%	94%	95,2%
13	Tỷ lệ xã đạt chuẩn nông thôn mới	80%	79% - 80%	80,5% - 81,5%
14	Tỷ lệ thu gom và xử lý chất thải rắn sinh hoạt đô thị theo tiêu chuẩn, quy chuẩn	95%	95%	90%
15	Tỷ lệ khu công nghiệp, khu chế xuất đang hoạt động có hệ thống xử lý nước thải tập trung đạt tiêu chuẩn môi trường	92%	92%	92%

Mục tiêu tăng trưởng của Việt Nam đến 2030



Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng cao cho giai đoạn 2026-2030

#	Các chỉ tiêu kinh tế - xã hội chính	Kế hoạch 2021-2025	Ước tính 2021-2025	Kế hoạch 2026-2030
1	Tăng trưởng GDP bình quân/năm	6,5% - 7%	Kế hoạch 1: 5,8% - 6,0% Kế hoạch 2: 5,9% - 6,1%	7,5% - 8,5%
2	GDP bình quân đầu người	4.700 USD - 5.000 USD	4.980 USD - 5.000 USD	7.400 USD - 7.600 USD
3	Tỷ trọng công nghiệp chế biến chế tạo trong GDP	> 25%	24,50%	28% - 30%
4	Tỷ trọng kinh tế số trong GDP	Khoảng 20%	19% - 20%	25% - 30%
5	Đóng góp của Năng suất các nhân tố tổng hợp (TFP) vào tăng trưởng	Khoảng 45%	42%	
6	Tốc độ tăng năng suất lao động bình quân/năm	> 6,5%	4,80%	6,5% - 7,5%
7	Tỷ lệ đô thị hóa	Khoảng 45%	45%	
8	Mức thâm hụt NSNN bình quân/năm	3,7%	< 3,7%	< 5%
9	Tuổi thọ trung bình	74,5	74,6	
10	Tỷ trọng lao động khu vực nông nghiệp trong tổng lao động xã hội	Khoảng 25%	Khoảng 25%	
11	Tỷ lệ lao động qua đào tạo	70%	70%	
	Trong đó, tỷ lệ lao động qua đào tạo có bằng cấp và chứng chỉ	28% - 30%	29% - 29,5%	35% - 40%
12	Tỷ lệ thất nghiệp tại khu vực thành thị	< 4%	< 4%	
13	Giảm tỷ lệ nghèo (theo chuẩn nghèo đa chiều)	1% - 1,5%	1%	1% - 1,5%
14	Số bác sĩ trên 10.000 dân	10 bác sĩ	15 bác sĩ	
15	Số giường bệnh trên 10.000 dân	30 giường	34,5 giường	
16	Tỷ lệ dân số tham gia bảo hiểm y tế toàn dân	95%	95,16%	
17	Tỷ lệ xã đạt chuẩn nông thôn mới kiểu mẫu	> 80%	80,5% - 81,5%	
18	Tỷ lệ sử dụng nước sạch, nước hợp vệ sinh của dân cư thành thị	60%	60%	
19	Tỷ lệ thu gom và xử lý chất thải rắn sinh hoạt đô thị theo tiêu chuẩn, quy chuẩn	90%	90%	
20	Tỷ lệ khu công nghiệp, khu chế xuất đang hoạt động có hệ thống xử lý nước thải tập trung đạt tiêu chuẩn môi trường	92%	92%	
21	Tỷ lệ che phủ rừng	42%	42%	42%

Xuất khẩu của Việt Nam có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thương mại của Chính quyền Trump sắp tới (1)

Chúng tôi đưa ra nhận định về ảnh hưởng của các chính sách thương mại tiềm năng của Tổng thống Trump đối với nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam theo 3 kịch bản sau:

	Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3
Tóm tắt	Mức thuế quan bằng nhau với mọi quốc gia	Mức thuế quan cao hơn đối với Trung Quốc	Mức thuế quan cao hơn đối với đối tác thâm hụt thương mại hàng đầu
Mức thuế quan	10% - 20% cho tất cả các quốc gia	10 - 20% cho tất cả các quốc gia; 60% - 100% cho Trung Quốc	Mức thuế cao hơn đối với Việt Nam so với các nước khác (chỉ thấp hơn Trung Quốc)
Tác động đến kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam	Khá tiêu cực 	Khá tích cực 	Tiêu cực 
Tác động đến thu hút vốn FDI của Việt Nam	Không 	Tích cực 	Tiêu cực 

Xuất khẩu của Việt Nam có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thương mại của Chính quyền Trump sắp tới (2)

Kịch bản 1: Áp thuế 20% đối với tất cả các quốc gia

Việc áp dụng thuế toàn diện 10% hoặc 20% lên tất cả các quốc gia sẽ không ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của hàng xuất khẩu Việt Nam so với các quốc gia khác. Tuy nhiên, mức thuế cao hơn sẽ làm tăng giá hàng hóa bán tại Mỹ, dẫn đến sức mua của người tiêu dùng Mỹ thu hẹp, có thể ảnh hưởng nhẹ đến sản lượng xuất khẩu của Việt Nam sang thị trường này.

Kịch bản 2: Áp thuế cao hơn đối với Trung Quốc so với các quốc gia khác

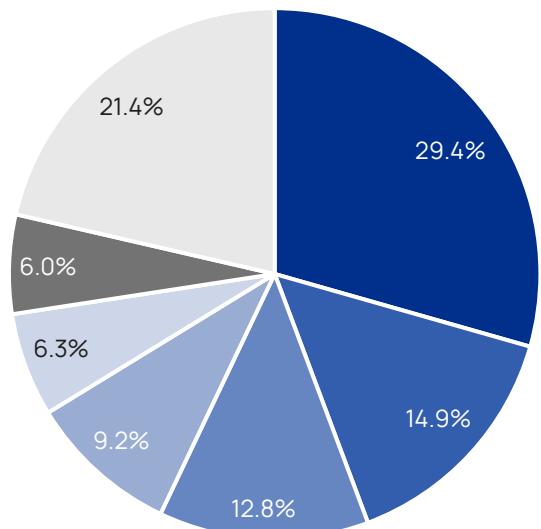
Thuế cao hơn sẽ gây thiệt hại cho tất cả các bên. Tuy nhiên, trong trường hợp này, Việt Nam có thể hưởng lợi do một phần đơn hàng từ Mỹ sẽ chuyển qua Việt Nam, giúp bù đắp sự sụt giảm nhu cầu tổng thể từ Mỹ. Ngoài ra, Việt Nam có thể tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch FDI từ Trung Quốc sang Việt Nam. Tương tự nhiệm kỳ đầu của ông Trump, xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng mạnh từ 38,5 tỷ USD năm 2016 lên 77,1 tỷ USD năm 2020, với CAGR là 19%. Thị phần hàng nhập khẩu của Việt Nam tại Mỹ tăng từ 1,9% năm 2016 lên 3,5% năm 2020. FDI từ Trung Quốc vào Việt Nam cũng tăng đáng kể từ năm 2017, đạt khoảng 20 tỷ USD giai đoạn 2017-10T 2024, gần gấp đôi mức ghi nhận trong giai đoạn 1989-2016.

Kịch bản 3: Áp thuế cao hơn đối với các quốc gia đối tác có thâm hụt thương mại lớn

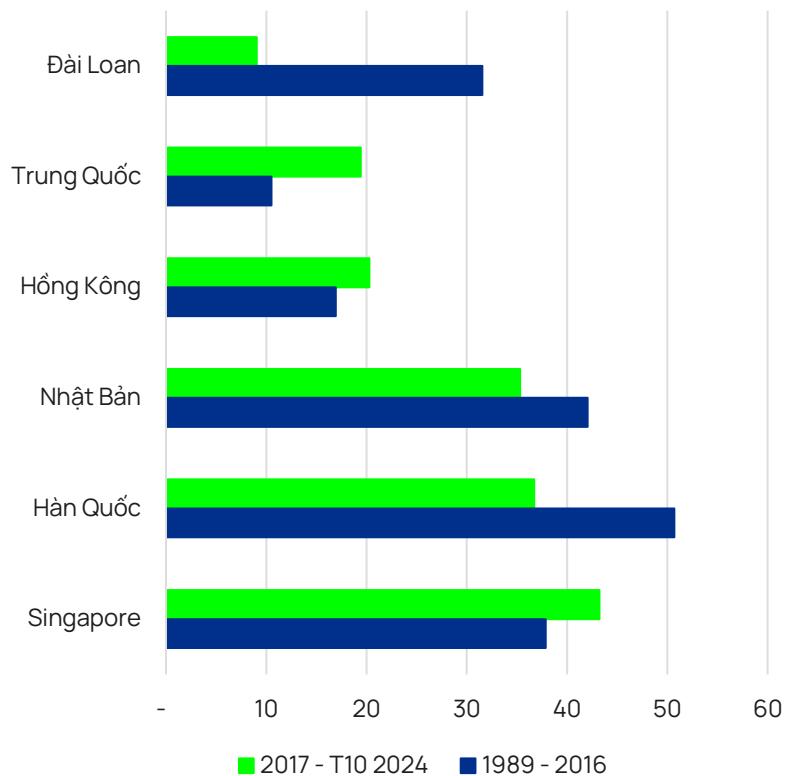
Theo báo cáo của Bộ Tài chính Mỹ về "Chính sách Kinh tế Vĩ mô và Tỷ giá của các Đối tác Thương mại Chính của Hoa Kỳ" trong 4 quý tính đến tháng 6/2024, Việt Nam ghi nhận mức thặng dư thương mại 113,3 tỷ USD với Mỹ (so với 32 tỷ USD năm 2016), xếp thứ ba trong số 21 đối tác thương mại chính của Mỹ, sau Trung Quốc (247 tỷ USD) và Mexico (159 tỷ USD). Với thặng dư thương mại lớn, Việt Nam có thể chịu rủi ro bị áp mức thuế cao hơn so với các quốc gia khác. Điều này có thể ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu, sản xuất, và FDI của Việt Nam. Trong trường hợp này, Chính phủ sẽ cần triển khai các biện pháp hỗ trợ mạnh để giảm thiểu tác động tiêu cực của việc bị áp thuế cao hơn. Các biện pháp tiềm năng bao gồm khuyến khích nhập khẩu từ Mỹ, mở rộng thị trường xuất khẩu, tăng cường đầu tư công và thực hiện các biện pháp tài khóa khác, đồng thời duy trì môi trường lãi suất trong nước ở mức thấp.

Xuất khẩu của Việt Nam có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thương mại của Chính quyền Trump sắp tới (3)

Thị trường xuất khẩu chính trong 10T 2024



Vốn FDI đăng ký theo quốc gia

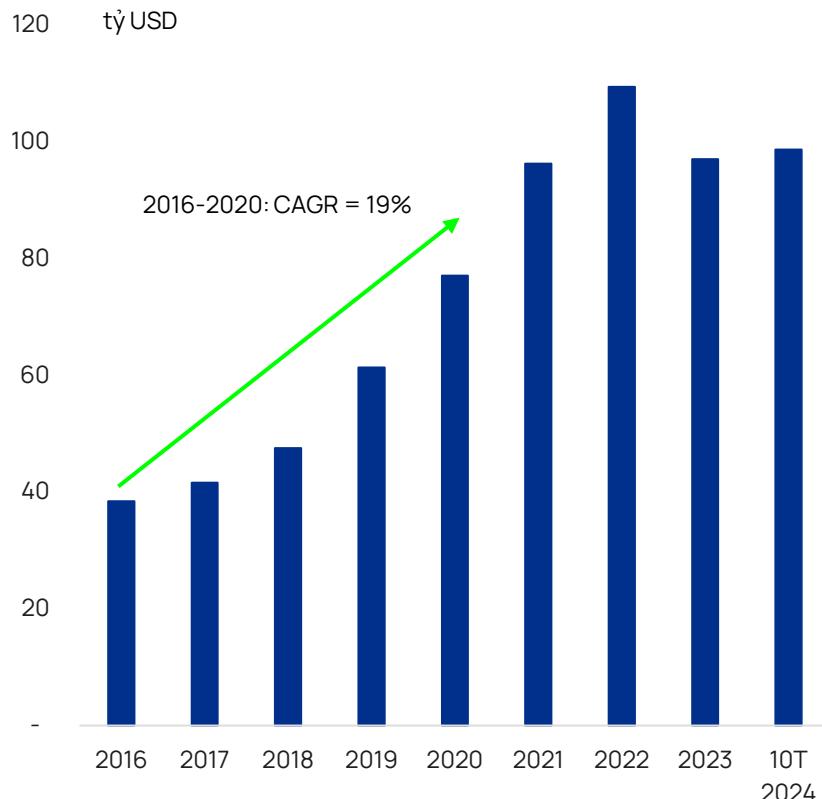


Nguồn: TCHQ, Vietcap

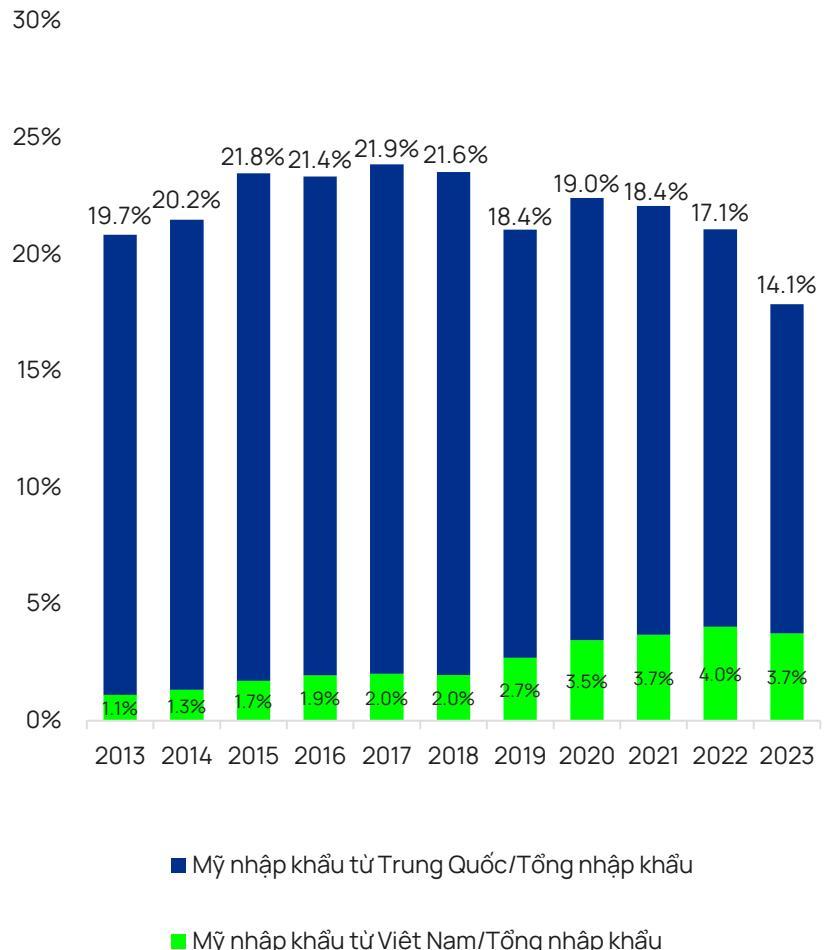
Nguồn: Bộ KH&ĐT, Vietcap

Xuất khẩu của Việt Nam có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thương mại của Chính quyền Trump sắp tới (4)

Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ

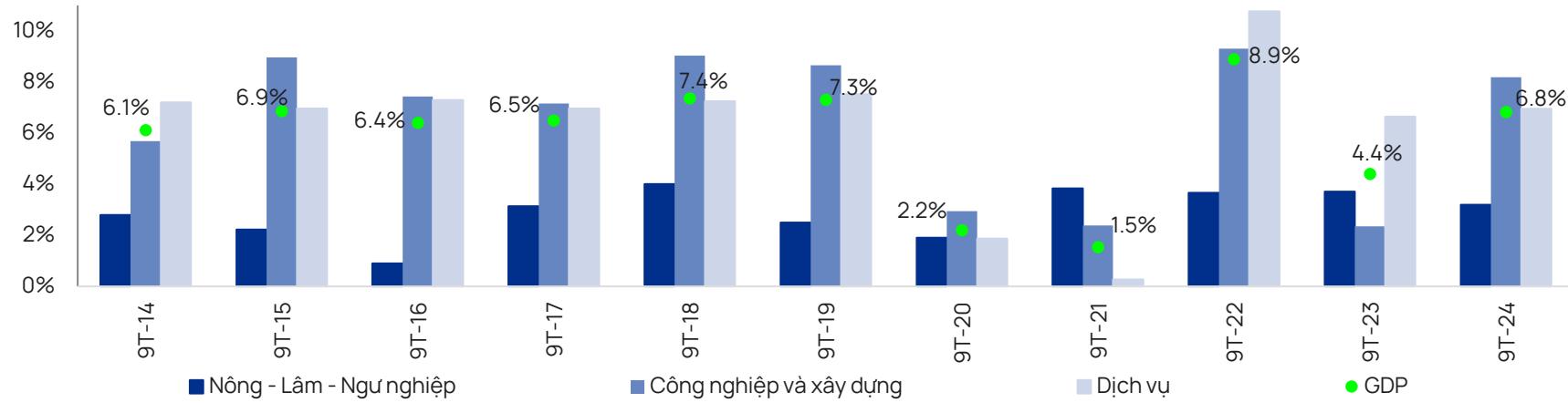


Thị phần của Trung Quốc và Việt Nam trong tổng kim ngạch nhập khẩu của Mỹ

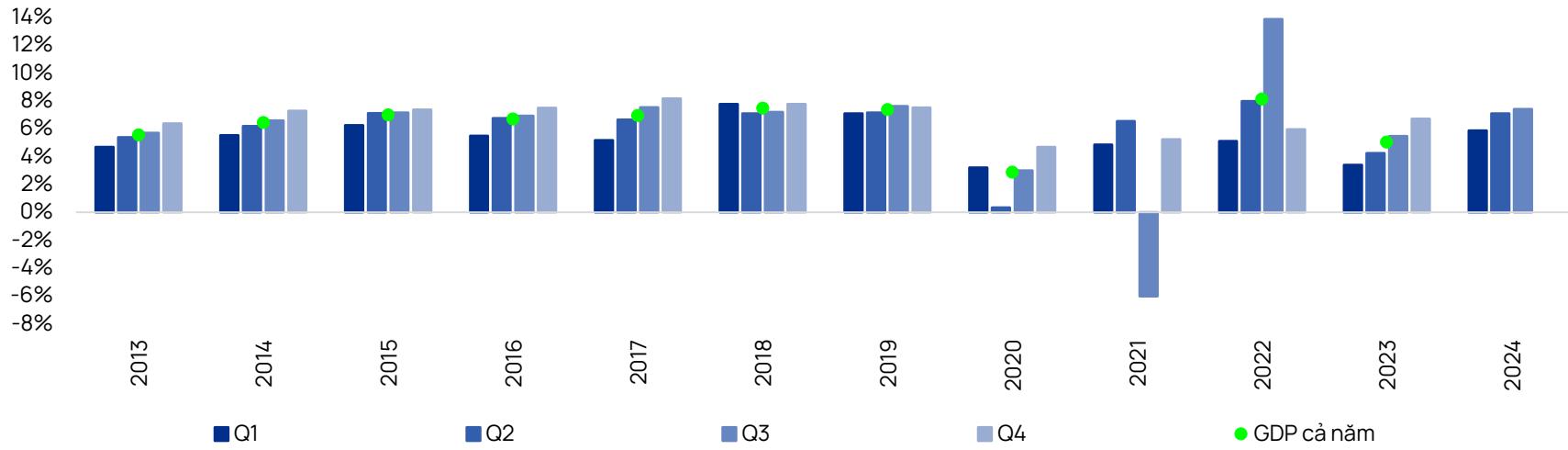


Tăng trưởng GDP đạt mức cao thứ 2 trong 5 năm

Tăng trưởng GDP theo khu vực

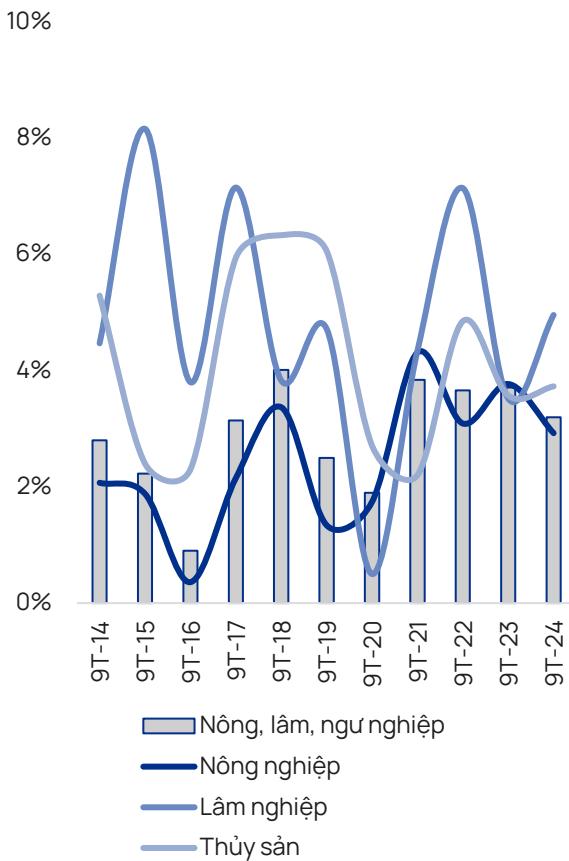


Tăng trưởng GDP theo quý

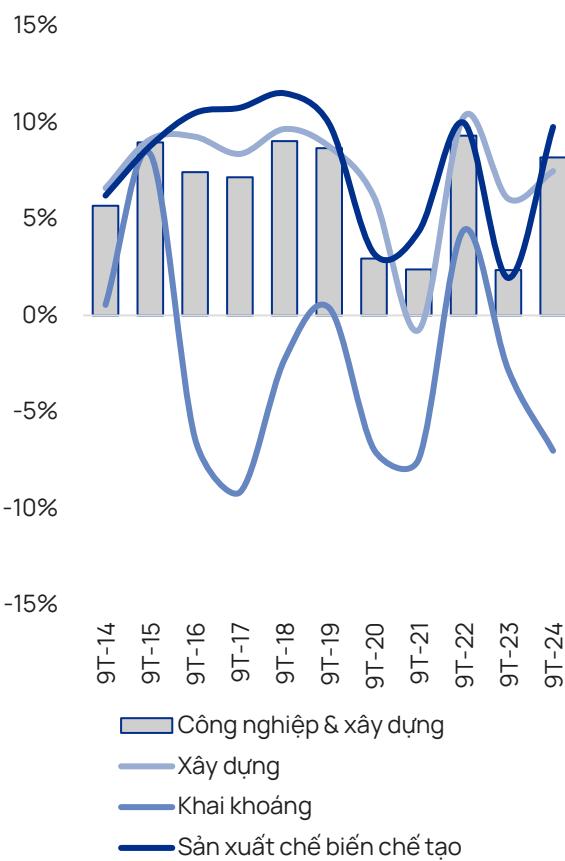


Ngành sản xuất & chế biến chế tạo ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong 6 năm

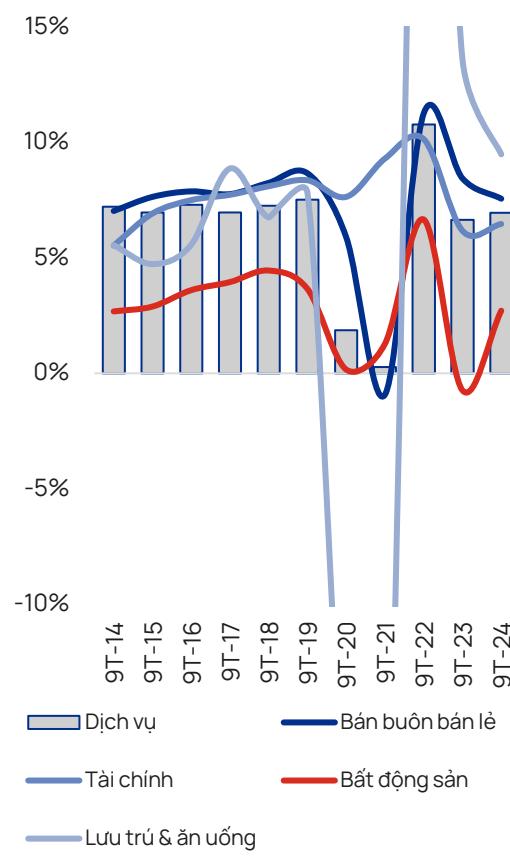
Tăng trưởng GDP khu vực Nông - Lâm - Ngư nghiệp



Tăng trưởng GDP khu vực Công nghiệp & Xây dựng



Tăng trưởng GDP khu vực Dịch vụ

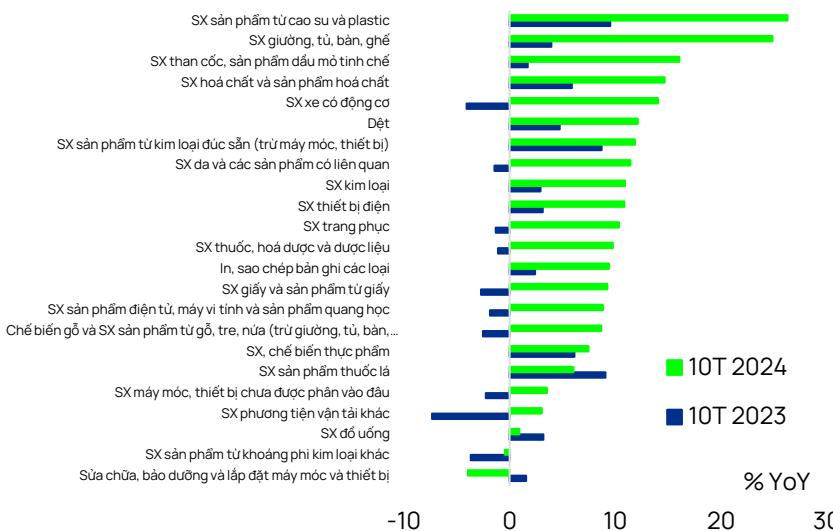


Hoạt động sản xuất tiếp tục tăng trưởng sau bão Yagi

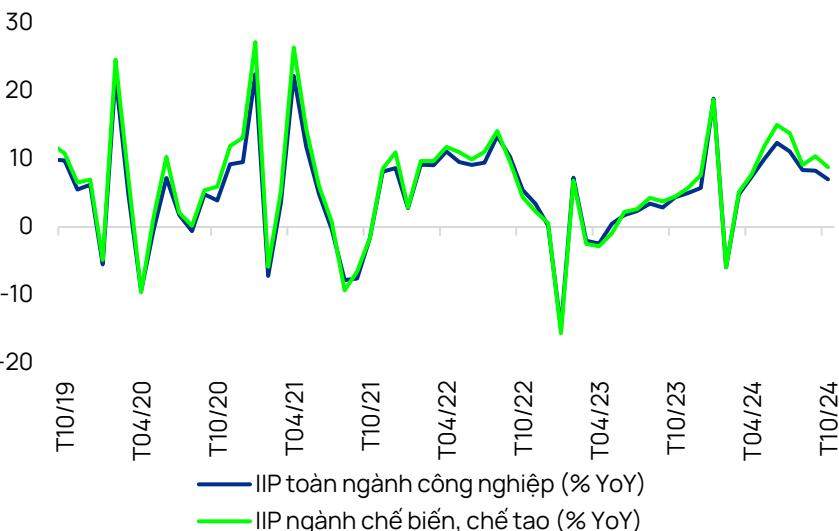
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)

	MoM	YoY	10T 2024 so với 10T 2023
Toàn ngành	4,0%	7,0%	8,3%
Khai khoáng	13,8%	-10,4%	-7,2%
Sản xuất & chế biến chế tạo	3,6%	8,8%	9,6%

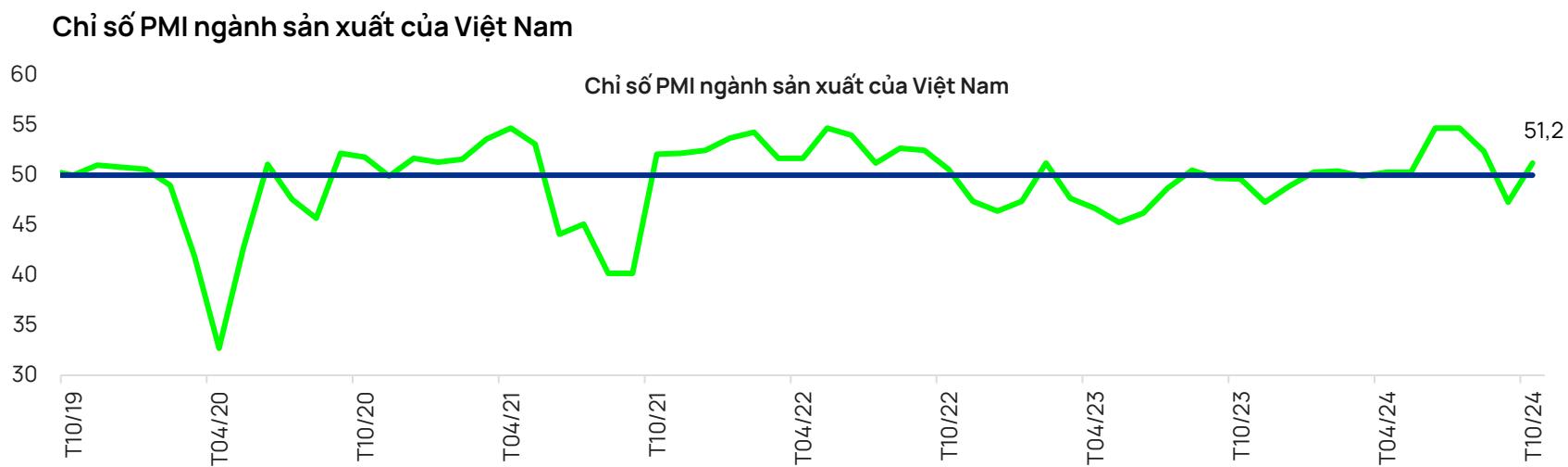
IIP ngành sản xuất chế biến chế tạo



Chỉ số IIP theo tháng

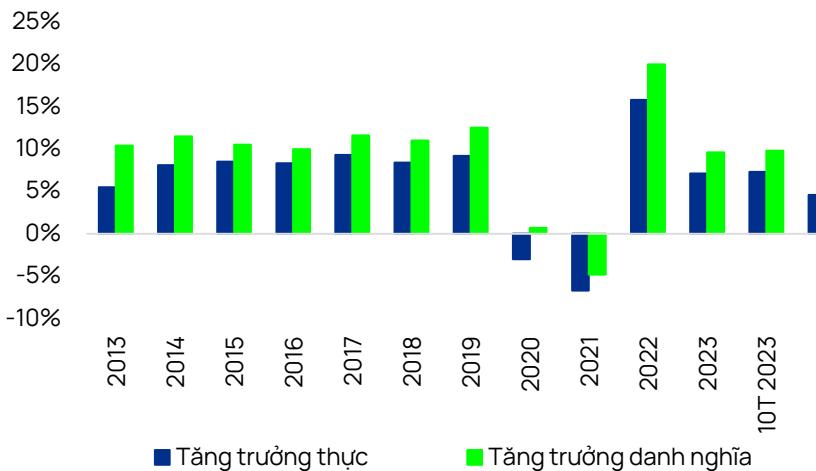


Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam phục hồi sau bão Yagi

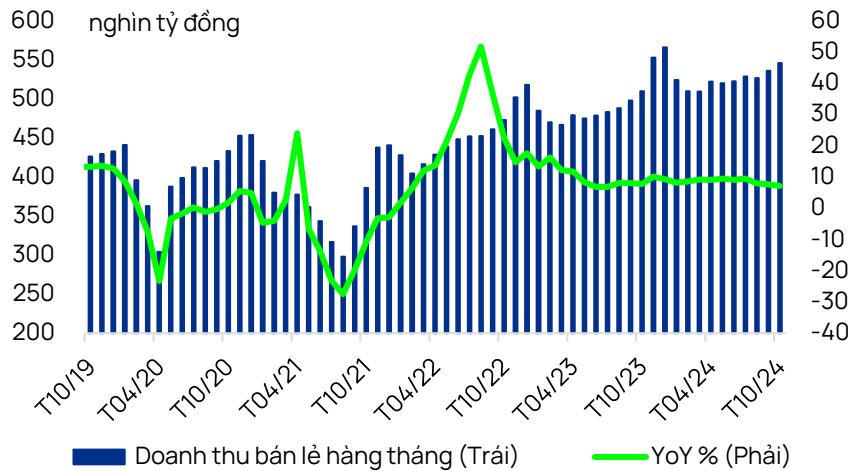


Doanh thu bán lẻ tiếp tục tăng trưởng ổn định

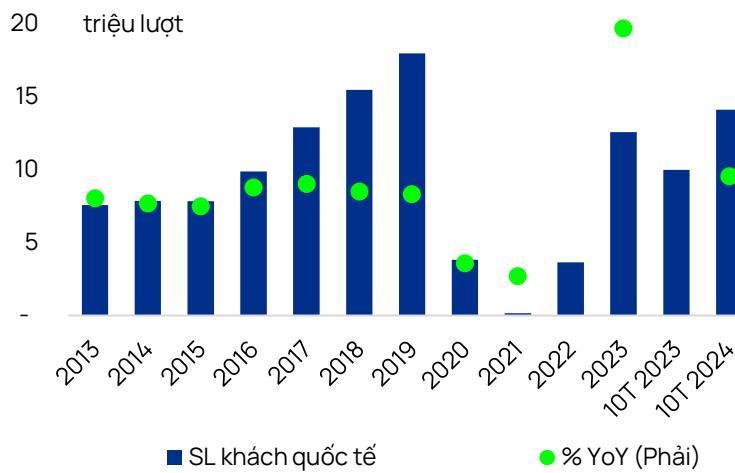
Doanh thu bán lẻ, YoY



Doanh thu bán lẻ hàng tháng



Lượng khách quốc tế



Lượng khách quốc tế so với mức trước dịch COVID

	T10/2024 so với T10/2019	10T 2024 so với 10T 2019
Tổng lượng khách quốc tế	87,7%	97,5%
Trung Quốc	51,1%	65,8%
Ngoại trừ Trung Quốc	109,2%	112,1%

Thu NSNN gần đạt mục tiêu cả năm trong 10T 2024

Đơn vị: tỷ USD	10T 2024	% tăng trưởng YoY	% kế hoạch năm	Ước tính năm 2024	Kế hoạch năm 2025	Kế hoạch năm 2026	Kế hoạch năm 2027
Thu ngân sách	65,2	97,2%	17,3%	73,8	77,5	76,5	79,7
Thu trong nước	54,3	95,4%	18,1%	62,0	65,7	65,2	68,0
Thu từ dầu thô	1,9	106,2%	-6,0%	2,3	2,1	2,1	2,1
Thu từ xuất nhập khẩu	9,0	111,4%	18,9%	9,3	9,3	9,1	9,5
Chi ngân sách	55,2	66,0%	4,1%	89,9	100,5	94,6	98,6
Chi thường xuyên	37,7	75,9%	9,5%	50,3	61,3	60,6	64,2
Chi đầu tư phát triển	14,0	52,5%	(8,7%)	27,0	31,2	26,6	27,0
Chi trả nợ lãi	3,4	76,8%	8,1%	4,4	4,4	4,9	4,9
Cán cân ngân sách	10,0			(15,3)	(18,6)	(18,0)	(18,9)
Thâm hụt ngân sách/GDP				3,4%	3,8%	3,4%	3,2%

Chính phủ điều chỉnh tăng kế hoạch đầu tư công năm 2025

NSNN giai đoạn 2023-2024

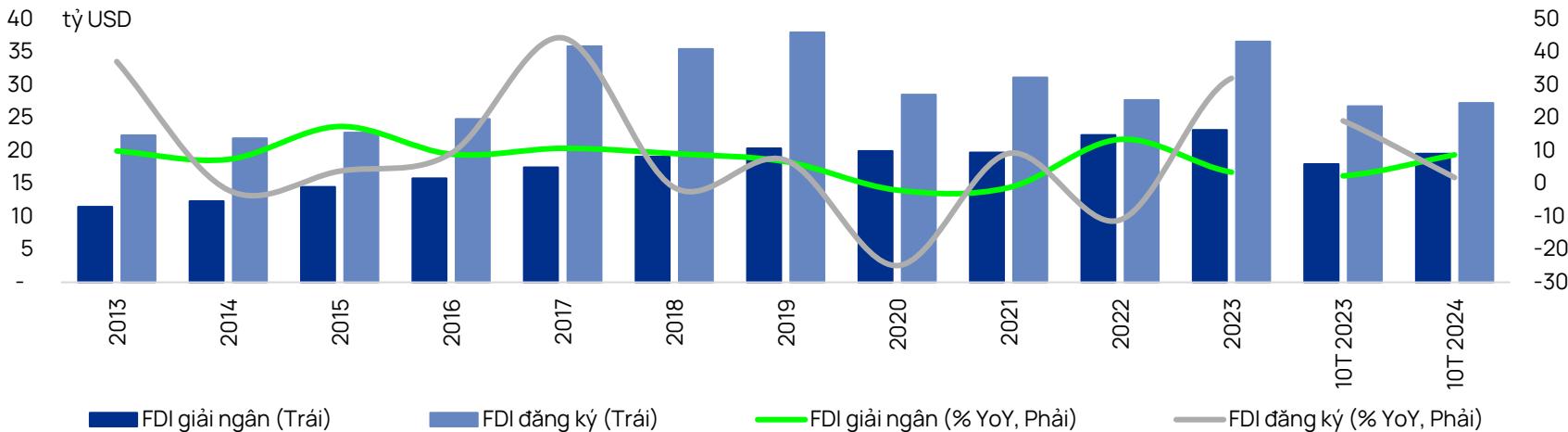
Đơn vị: tỷ USD	Ước tính năm 2023	Kế hoạch năm 2024	Ước tính năm 2024 so với kế hoạch năm 2024	Ước tính năm 2024
Thu ngân sách	69,1	67,0	73,8	10,1%
Thu trong nước	58,0	56,9	62,0	8,9%
Thu từ dầu thô	2,4	1,8	2,3	28,9%
Thu từ xuất nhập khẩu	8,6	8,0	9,3	15,3%
Chi ngân sách	83,2	83,5	89,9	7,7%
Chi thường xuyên	46,2	49,6	50,2	1,2%
Chi đầu tư phát triển	28,6	26,7	27,0	1,0%
Chi trả nợ lãi	69,1	67,0	73,8	10,1%
Cán cân ngân sách	58,0	56,9	62,0	8,9%

NSNN năm 2025 – kế hoạch mới so với kế hoạch cũ

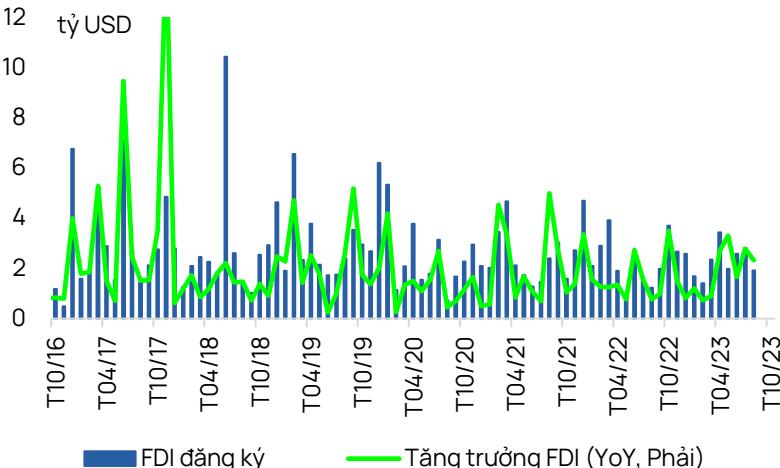
Đơn vị: tỷ USD	Kế hoạch năm 2025 cũ	Kế hoạch năm 2025 mới	% thay đổi
Thu ngân sách	67,6	77,5	14,7%
Thu trong nước	57,4	65,8	14,6%
Thu từ dầu thô	1,7	2,1	26,7%
Thu từ xuất nhập khẩu	8,4	9,3	10,8%
Chi ngân sách	84,4	100,5	19,1%
Chi thường xuyên	48,2	61,3	27,2%
Chi đầu tư phát triển	23,9	31,2	30,6%
Chi trả nợ lãi	4,7	4,4	-8,2%
Cán cân ngân sách	(16,8)	(18,6)	10,8%

Vốn FDI giải ngân 10T 2024 đạt mức cao nhất kể từ năm 2012

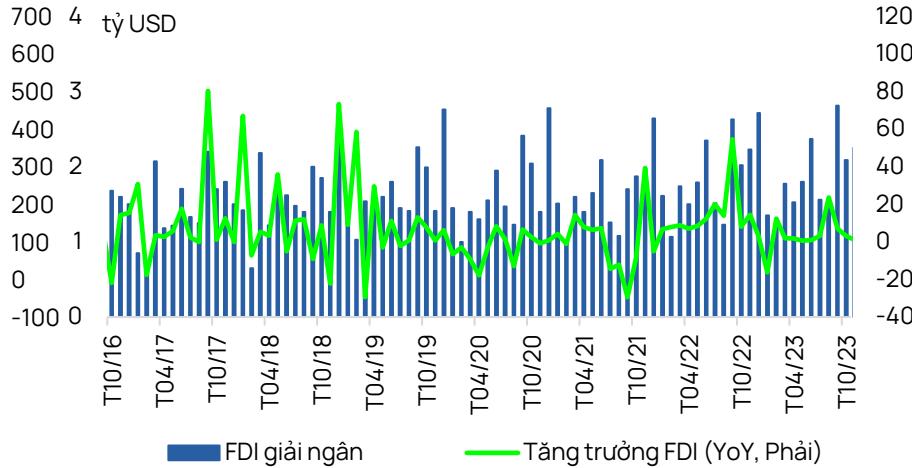
Tăng trưởng FDI đăng ký và giải ngân



FDI đăng ký (hàng tháng)

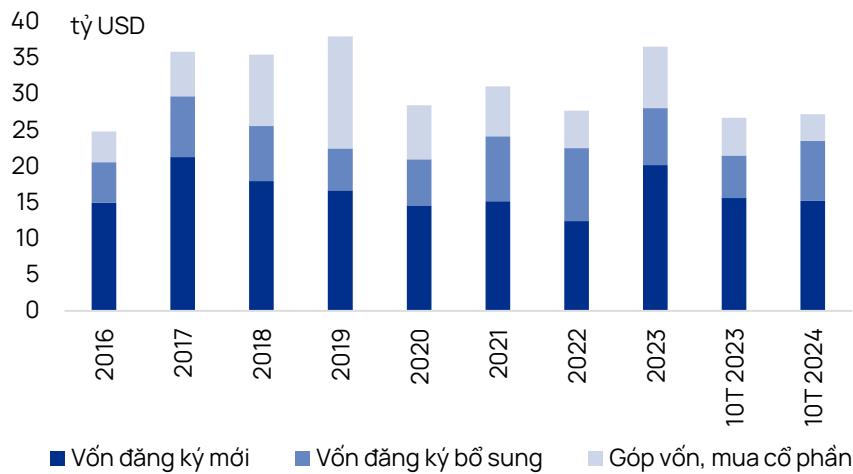


FDI giải ngân (hàng tháng)

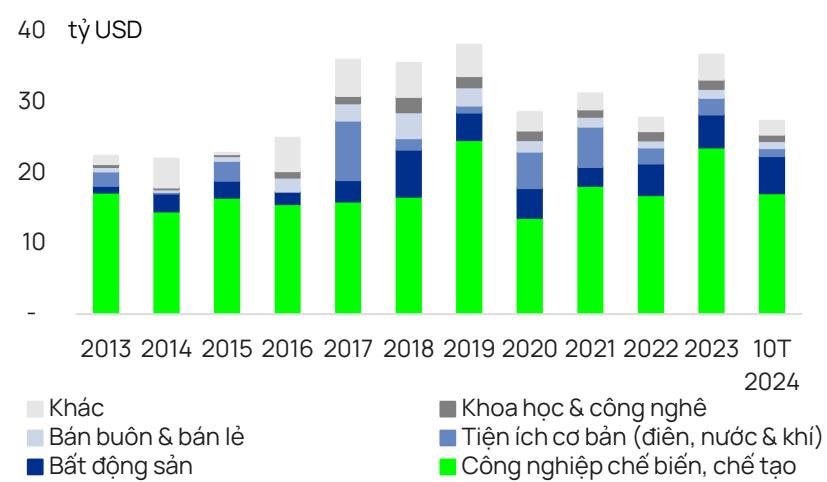


Vốn FDI đăng ký cho thấy một số dấu hiệu suy yếu; các nhà đầu tư đang chờ đợi các chính sách hỗ trợ Thuế tối thiểu toàn cầu

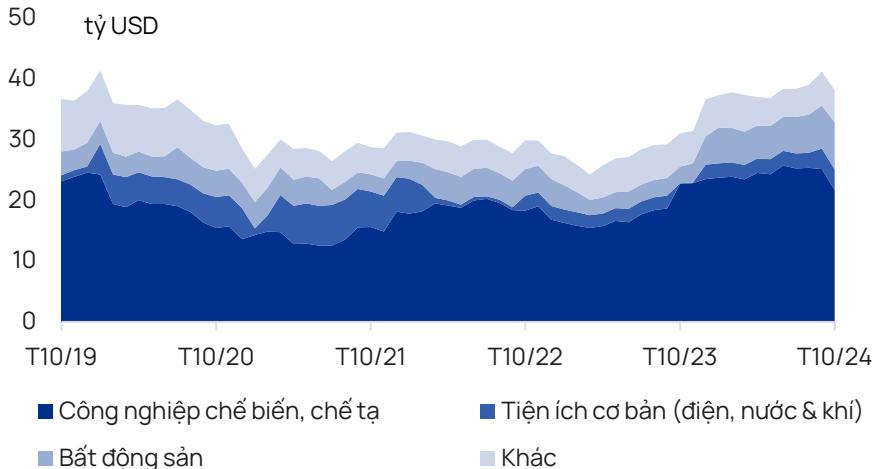
FDI đăng ký theo loại hình



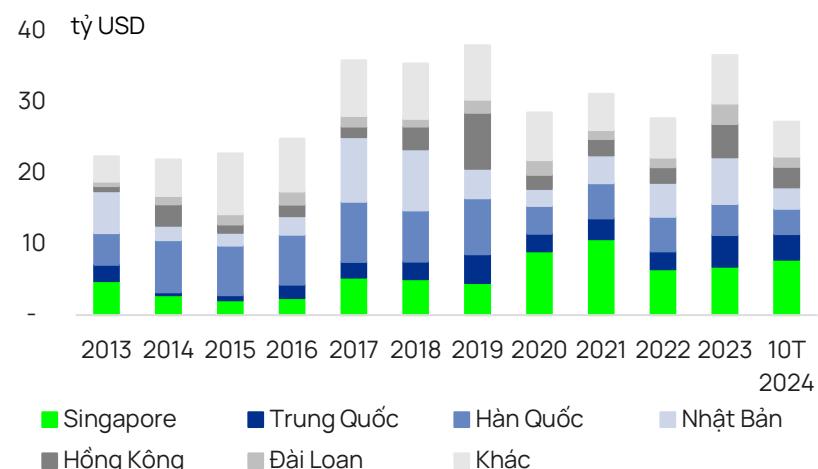
FDI đăng ký theo ngành trong 10T 2024



FDI đăng ký theo ngành (tổng lũy kế 12 tháng)



FDI đăng ký theo quốc gia/khu vực trong 10T 2024



Các dự án lớn theo vốn FDI đăng ký trong 10T 2024

Các dự án lớn theo vốn FDI đăng ký trong 10T 2024

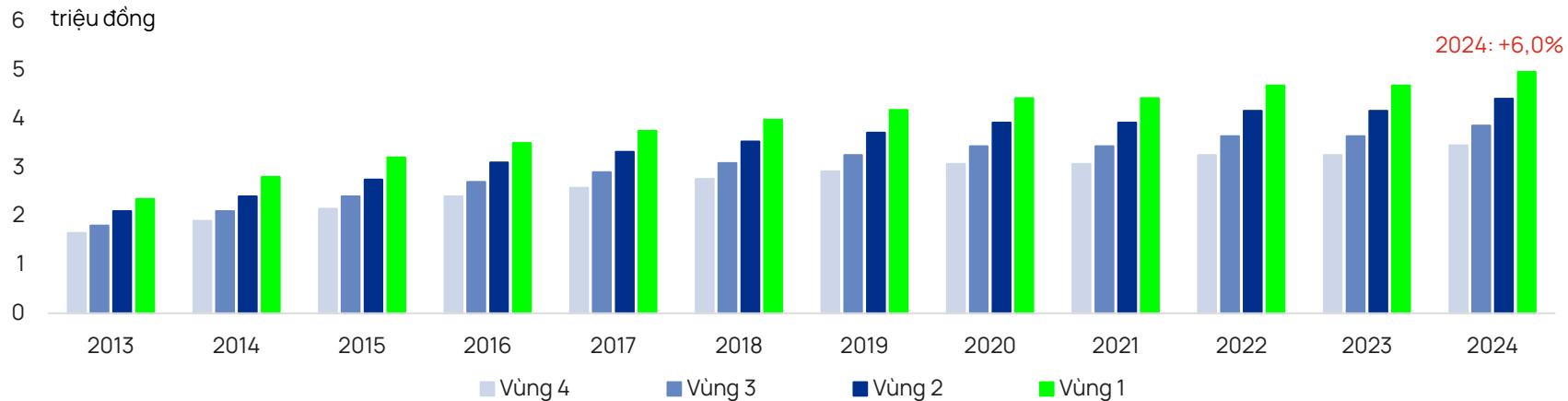
STT	Dự án	Triệu USD	Quốc gia	Ngành	Vị trí
1	Điều chỉnh vốn đầu tư cho các dự án nhà máy sản xuất, lắp ráp, thử nghiệm vật liệu, thiết bị bán dẫn - Amkor Group	1.070	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến-chế tạo	Bắc Ninh
2	Điều chỉnh vốn cho dự án đầu tư mở rộng của Tập đoàn LG (Công ty TNHH LG Display Việt Nam - Hải Phòng)	1.000	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến-chế tạo	Hải Phòng
3	Dự án sản xuất BDO (1,4 Butanediol) dựa trên sinh học	730	Hàn Quốc	Sản xuất, chế biến-chế tạo	Bà Rịa - Vũng Tàu
4	Dự án của Tập đoàn Talway	700	Trung Quốc	Sản xuất, chế biến-chế tạo	Bắc Ninh
5	Dự án Công ty TNHH Trina Solar Cell (Việt Nam)	454	Trung Quốc	Sản xuất, chế biến-chế tạo	Thái Nguyên
6	Dự án FCPV Foxconn Bắc Ninh	383	Singapore	Sản xuất, chế biến-chế tạo	Bắc Ninh

Hội nhập toàn cầu tiếp tục là động lực thu hút FDI và thương mại

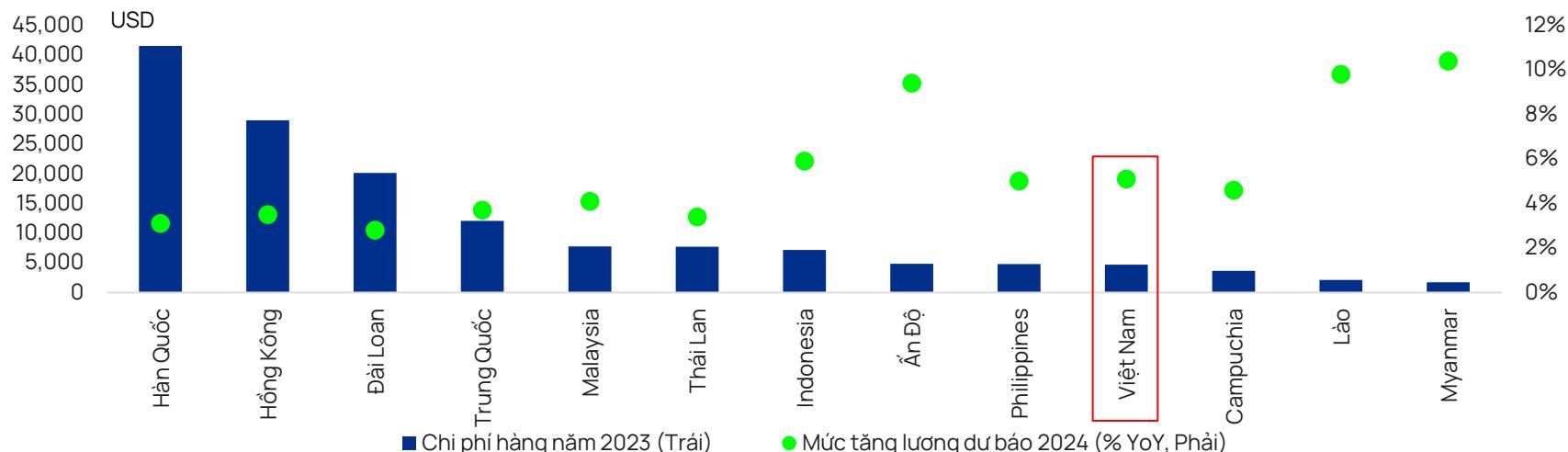
STT	Các hiệp định FTA	Trạng thái	Đàm phán	Đã ký	Có hiệu lực
1	Khu vực thương mại tự do ASEAN (AFTA)	Đã ký, có hiệu lực			1993
2	Hiệp định Hợp tác Kinh tế Toàn diện ASEAN-Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa	Đã ký, có hiệu lực			2003
3	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2007
4	Quan hệ đối tác kinh tế toàn diện ASEAN-Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2008
5	Hiệp định Đối tác Kinh tế Việt Nam - Nhật Bản	Đã ký, có hiệu lực			2009
6	Hiệp định hợp tác kinh tế toàn diện ASEAN-Ấn Độ	Đã ký, có hiệu lực			2010
7	Hiệp định thương mại tự do ASEAN-Úc và New Zealand	Đã ký, có hiệu lực			2010
8	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Chile	Đã ký, có hiệu lực			2014
9	Hiệp định thương mại tự do Việt Nam-Hàn Quốc	Đã ký, có hiệu lực			2015
10	Liên minh kinh tế Việt Nam-Á-Âu	Đã ký, có hiệu lực			2016
11	Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP)	Đã ký, có hiệu lực			01/2019
12	Hiệp định Thương mại Tự do ASEAN-Hồng Kông, Trung Quốc	Đã ký, có hiệu lực			6/2019
13	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam-Liên minh Châu Âu (EVFTA)	Đã ký, có hiệu lực			8/2020
14	Hiệp định Thương mại Tự do Anh - Việt Nam	Đã ký, có hiệu lực			5/2021
15	Đối tác kinh tế toàn diện khu vực (RCEP)	Đã ký, có hiệu lực			01/2022
16	Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Israel	Đã ký, có hiệu lực			7/2023
17	Hiệp hội Thương mại Tự do Việt Nam - Châu Âu (EFTA)	Đã bắt đầu đàm phán		5/2012	
18	ASEAN-Canada	Đã bắt đầu đàm phán		11/2021	
19	Việt Nam - UAE	Đã ký vào ngày 28/10/2024			

Chi phí lao động Việt Nam vẫn cạnh tranh

Tiền lương tối thiểu hàng tháng của lao động Việt Nam theo khu vực



Chi phí hàng năm cho nhân công sản xuất trong năm 2023 (USD)

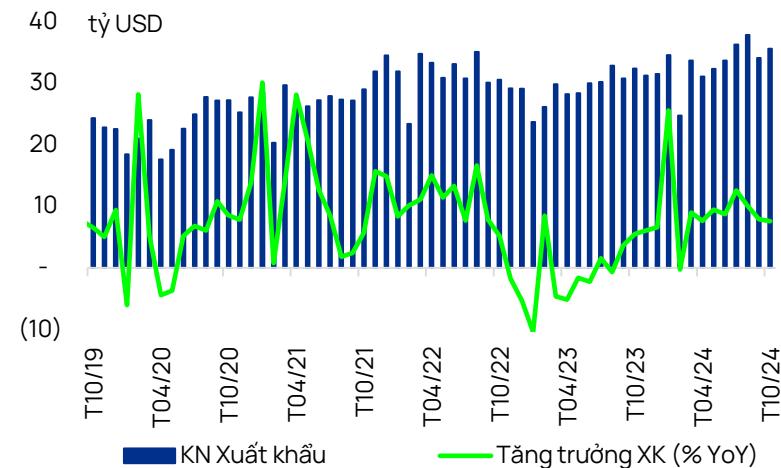


Kim ngạch xuất khẩu & nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng 2 chữ số

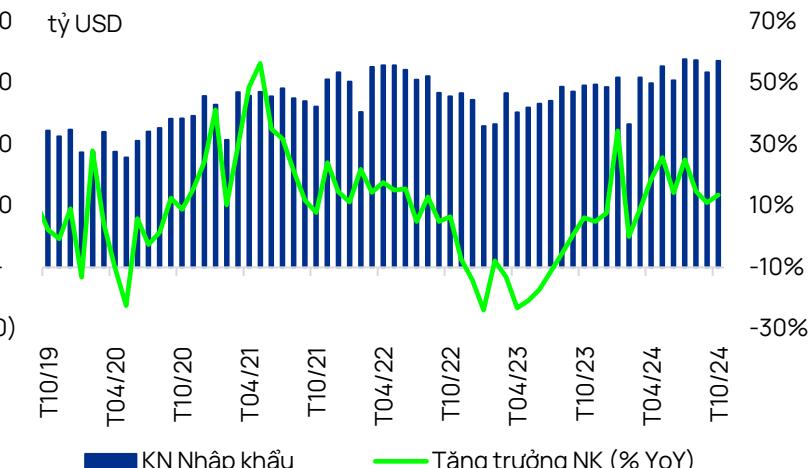
Kim ngạch xuất khẩu, nhập khẩu và cán cân thương mại



Kim ngạch xuất khẩu hàng tháng

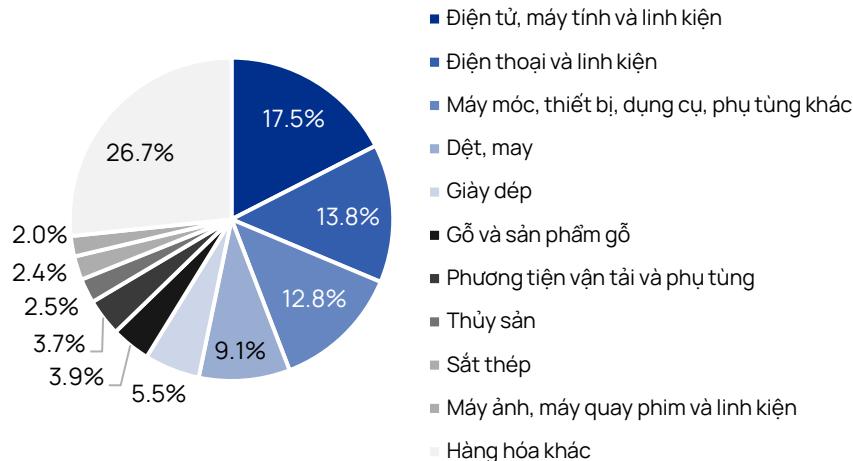


Kim ngạch nhập khẩu hàng tháng

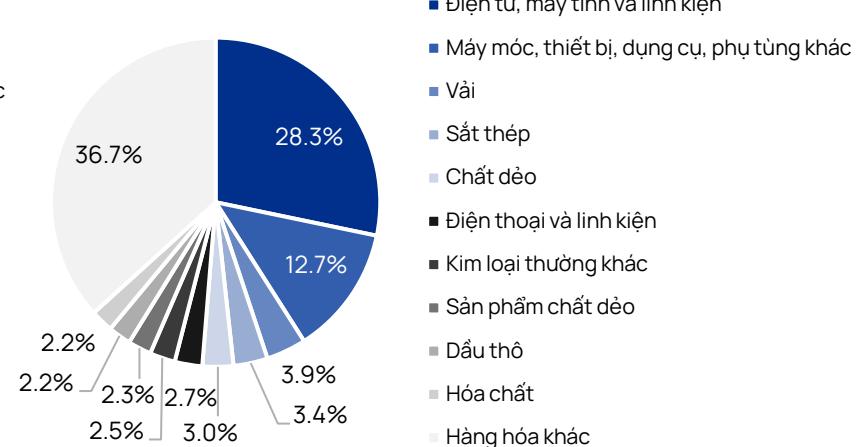


Các mặt hàng xuất khẩu & nhập khẩu của Việt Nam

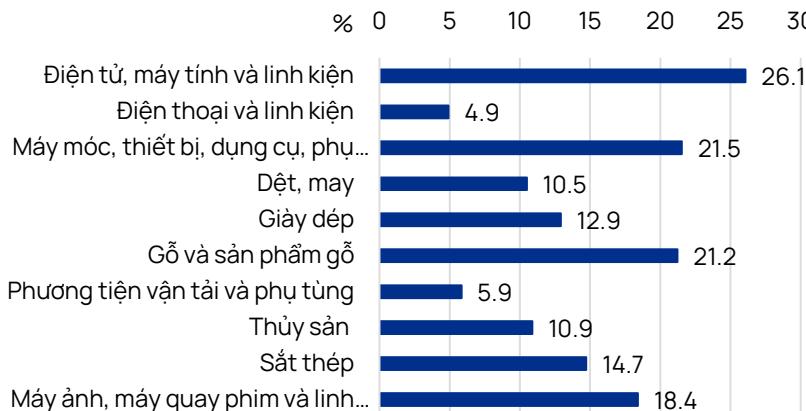
Các mặt hàng xuất khẩu chính trong 10T 2024



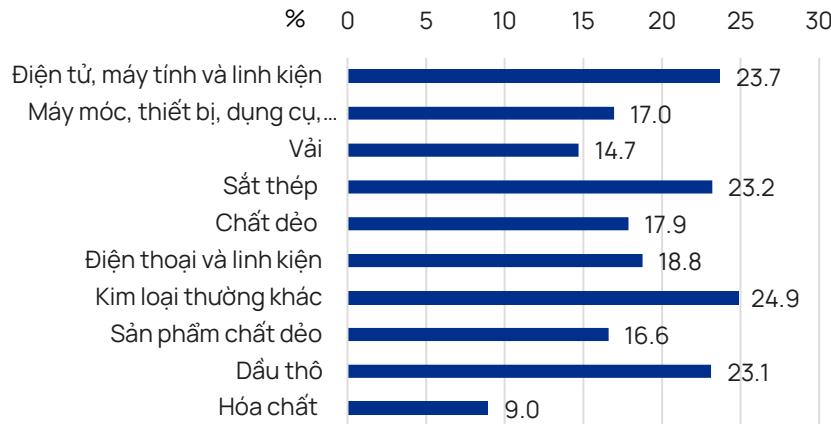
Các mặt hàng nhập khẩu chính trong 10T 2024



Tăng trưởng của các mặt hàng xuất khẩu chính trong 10T 2024

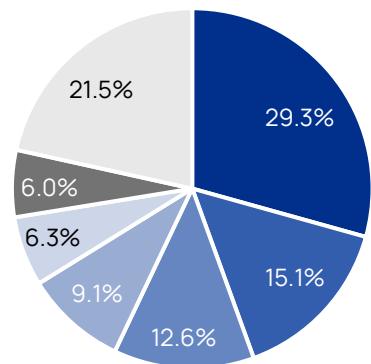


Tăng trưởng của các mặt hàng nhập khẩu chính trong 10T 2024

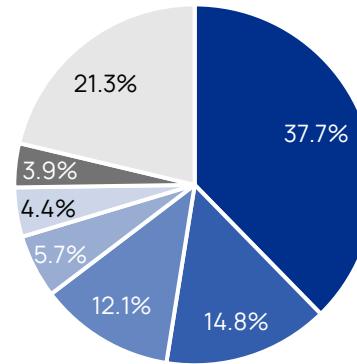


Thị trường xuất khẩu & nhập khẩu chính của Việt Nam

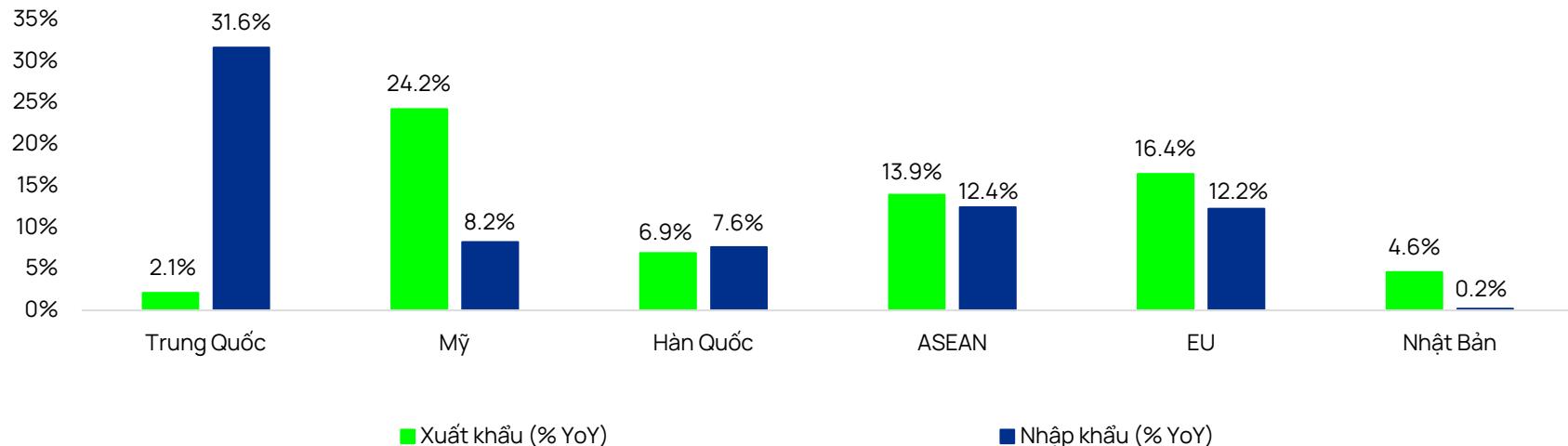
Thị trường xuất khẩu chính trong 10T 2024



Thị trường nhập khẩu chính trong 10T 2024

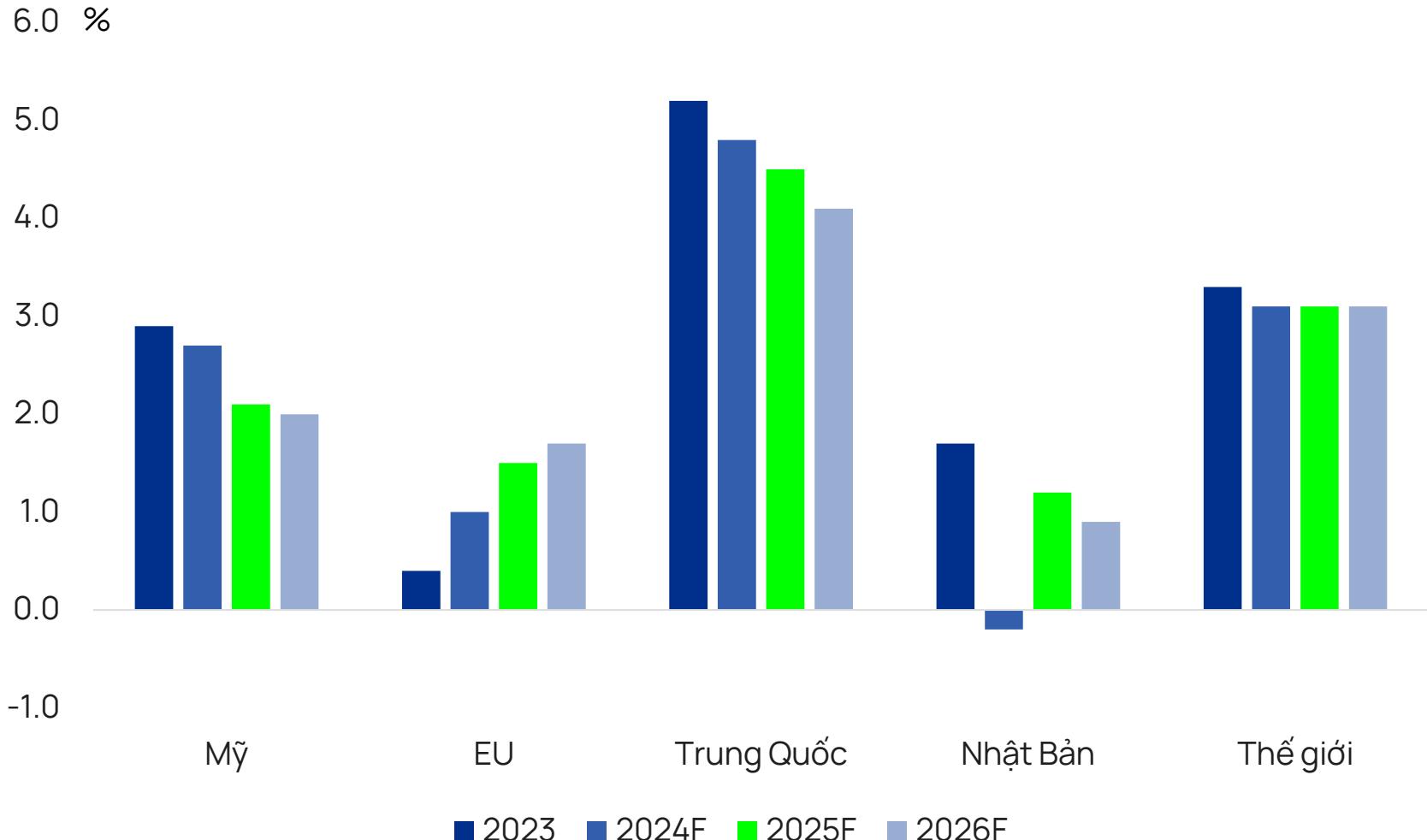


Tăng trưởng xuất khẩu và nhập khẩu theo thị trường chính trong 10T 2024



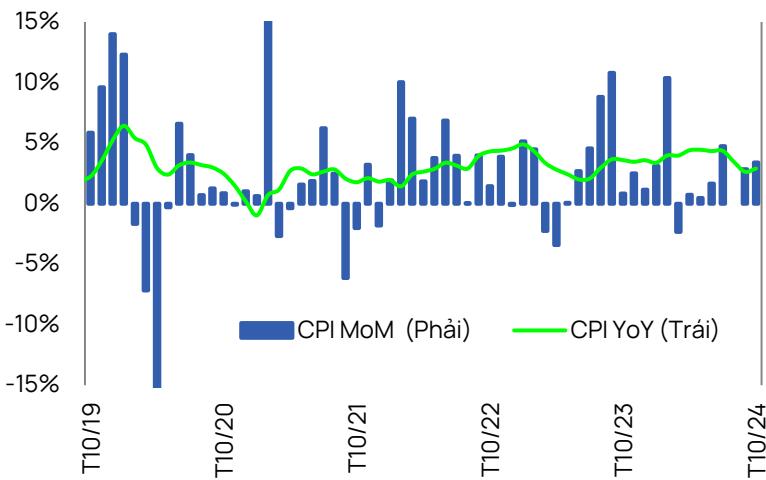
Dự báo đồng thuận về tăng trưởng GDP

Dự báo đồng thuận về tăng trưởng GDP

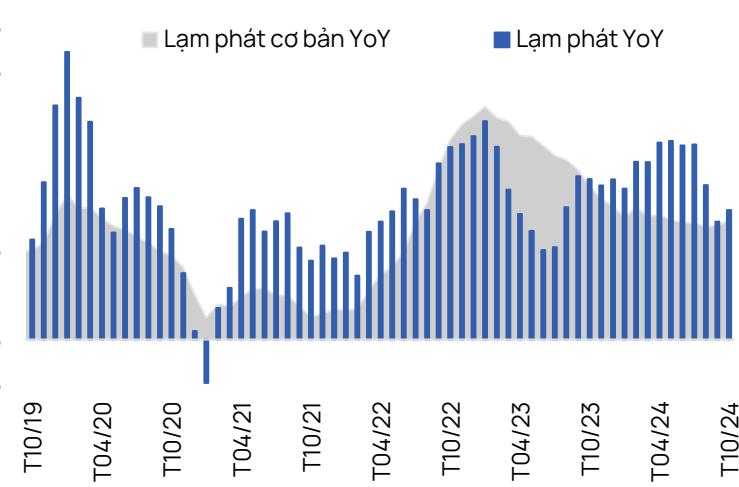


Lạm phát được kiểm soát tốt dưới mức trần của Chính phủ

Chỉ số CPI hàng tháng



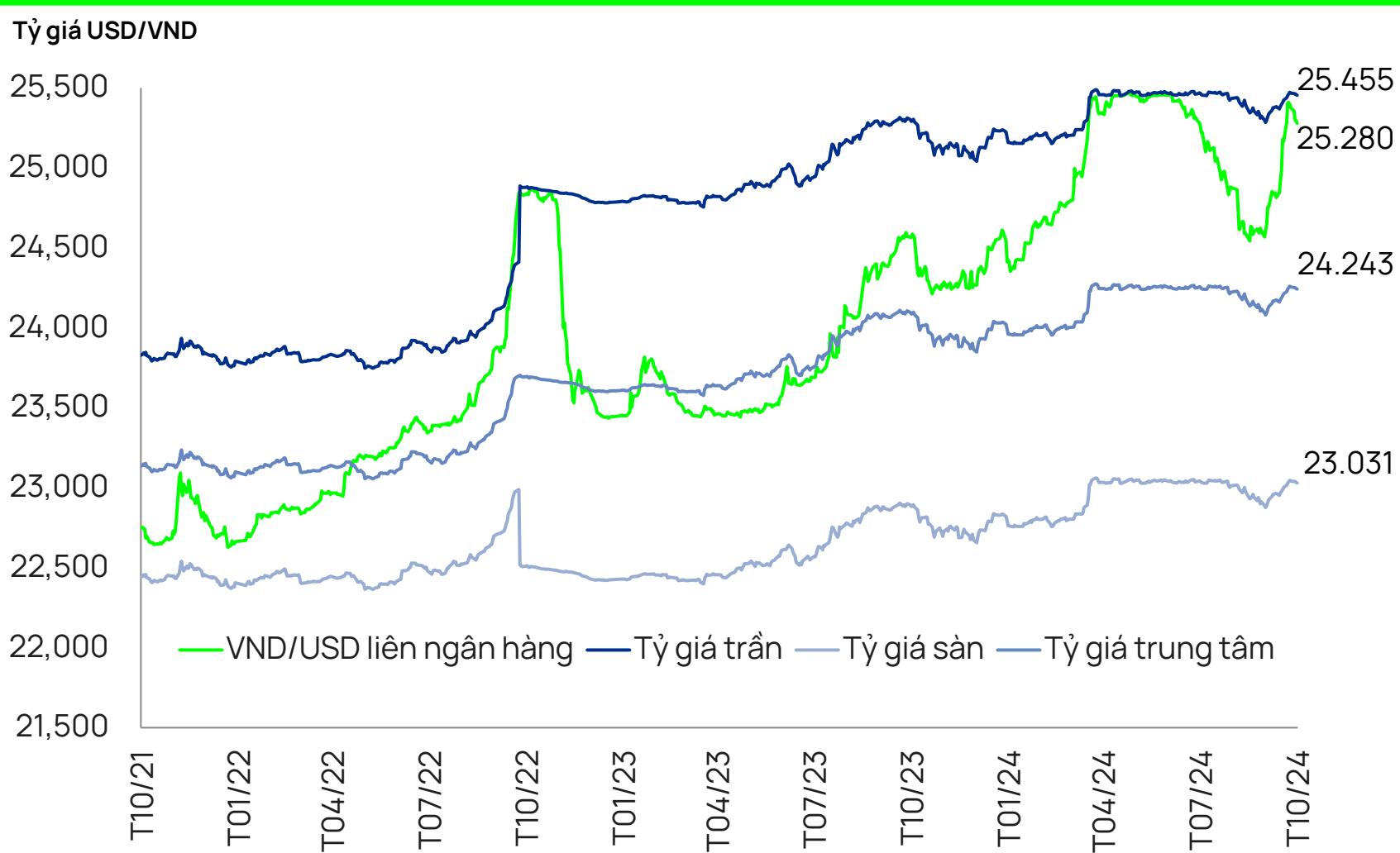
Lạm phát & lạm phát cơ bản hàng tháng



CPI bình quân theo từng nhóm ngành

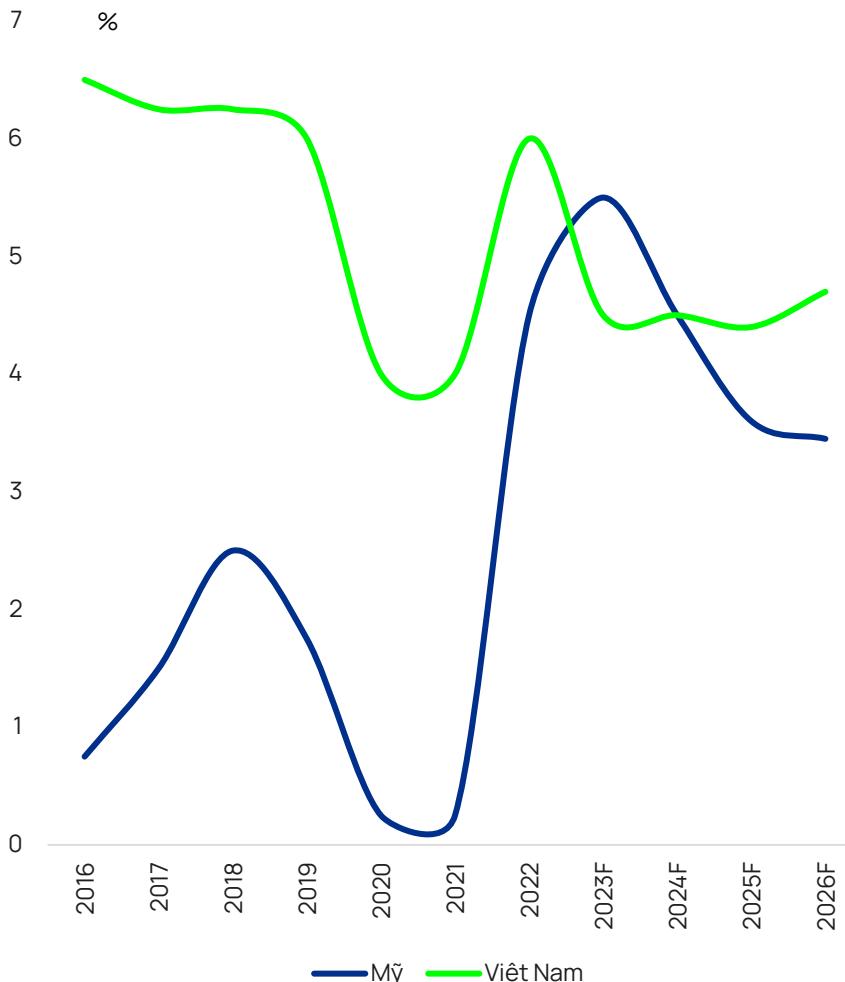
Nhóm ngành	Tỷ trọng	T10/ 2023 YoY	T10/ 2024 YoY
Tổng CPI	100%	3,59%	2,90%
Lương thực/thực phẩm & dịch vụ ăn uống	33,56%	2,81%	4,45%
Đồ uống & thuốc lá	2,73%	2,84%	2,26%
Quần áo, giày dép & mũ	5,70%	1,97%	1,13%
Nhà ở & vật liệu xây dựng	18,82%	6,88%	4,21%
Thiết bị & đồ dùng gia đình	6,74%	1,70%	1,33%
Thuốc & dịch vụ y tế	5,39%	0,54%	8,28%
Giao thông	9,67%	3,90%	-3,25%
Viễn thông	3,14%	-1,34%	-0,37%
Giáo dục	6,17%	7,14%	-0,45%
Văn hóa, thể thao & giải trí	4,55%	1,34%	2,09%
Hàng hóa & dịch vụ khác	3,53%	5,91%	7,03%

NHNN công bố săn sòng bán USD để giảm áp lực lên tỷ giá USD/VND

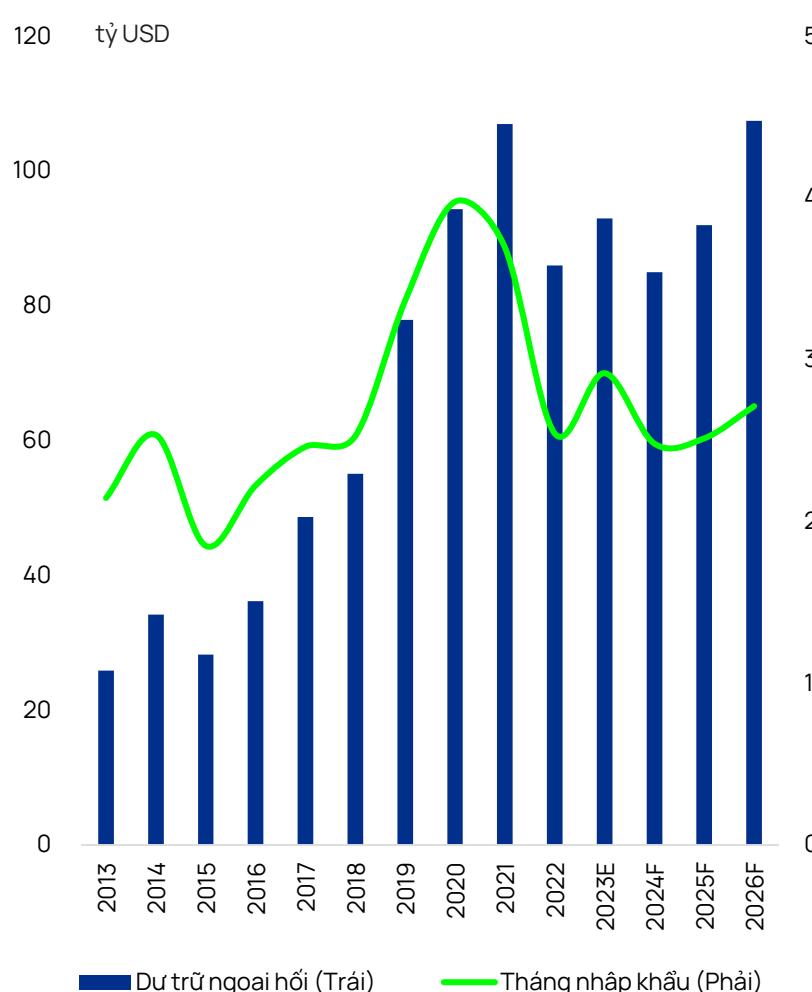


Dự báo đồng thuận lãi suất điều hành và dự trữ ngoại hối của NHNN

Dự báo đồng thuận lãi suất điều hành của NHNN



Dự trữ ngoại hối



Triển vọng Thị trường

Lợi nhuận doanh nghiệp & Định giá

Định giá hấp dẫn: P/E trượt 12T của VN-Index thấp hơn mức trung bình 10 năm



P/E dự phóng 12T ở mức 1 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình 10 năm



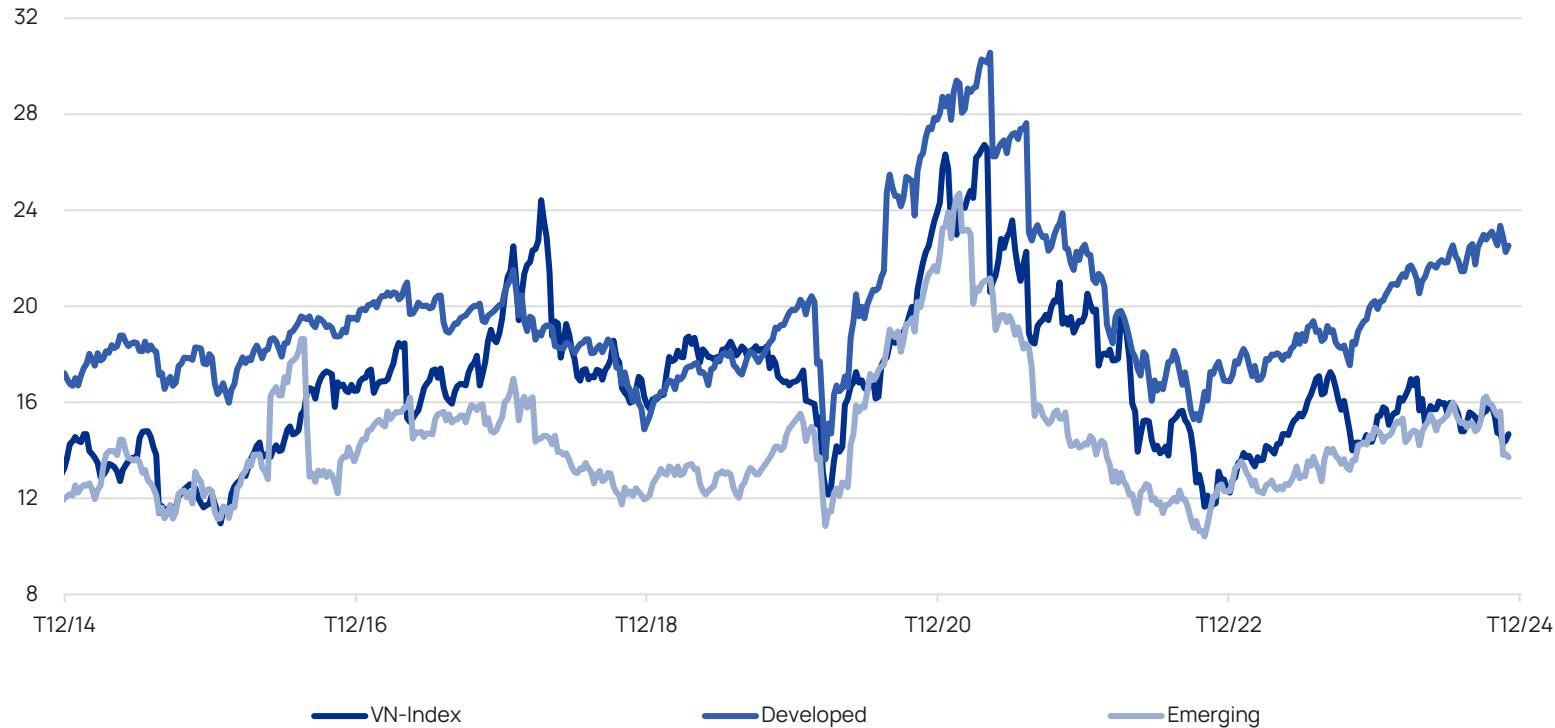
P/B trượt của VN-Index ở mức 1 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình 10 năm



P/E trượt 12T của VN-Index tương đối hấp dẫn so với các quốc gia TIP



P/E trượt 12T của VN-Index phù hợp với GEM



Lợi nhuận doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng mạnh trong năm 2025

Ngành	Doanh thu, YoY				Biên lợi nhuận ròng				LNST sau lợi ích CĐTS, YoY			
	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F	2023	2024F	2025F	2026F
Tài chính	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	6%	14%	21%	17%
Tiêu dùng	-2%	12%	9%	12%	7,0%	8,0%	8,9%	9,6%	-22%	29%	21%	20%
Công nghiệp	-23%	11%	22%	14%	15,7%	15,0%	17,0%	18,1%	-41%	6%	38%	21%
KCN	3%	10%	15%	18%	17,9%	15,4%	16,3%	19,4%	-15%	-5%	22%	40%
Bất động sản	51%	-4%	-2%	5%	14,4%	13,0%	15,7%	16,7%	-4%	-13%	18%	11%
Vật liệu	-21%	15%	17%	16%	4,6%	7,4%	8,0%	8,5%	-14%	84%	28%	24%
Dầu khí	-10%	-1%	-1%	6%	4,7%	3,7%	4,9%	5,7%	-36%	-23%	33%	23%
Điện & Nước	-4%	8%	24%	20%	6,3%	6,5%	7,3%	8,2%	-31%	11%	39%	34%
GTVT & Logistics	32%	29%	13%	6%	2,5%	5,6%	6,4%	7,2%	nm	194%	29%	19%
Tổng cộng	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	-4%	13%	23%	18%
Phi tài chính	1%	8%	7%	10%	7,1%	7,3%	8,5%	9,4%	-16%	11%	25%	21%

Ba chủ đề đầu tư cho năm 2025

Ba chủ đề đầu tư cho năm 2025 – Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu dựa trên ba chủ đề đầu tư (Top-down)

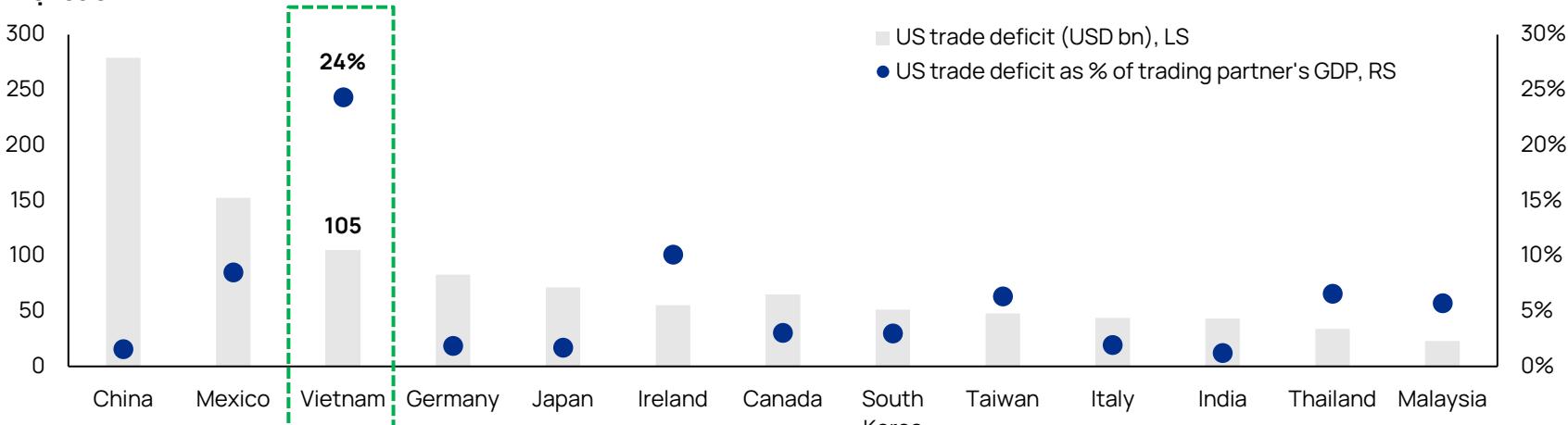
Cổ phiếu	Chủ đề 1 Chính sách thuế và ảnh hưởng của nhiệm kỳ Tổng thống Donald Trump	Chủ đề 2 Việt Nam đẩy mạnh chi NSNN cho phát triển cơ sở hạ tầng	Chủ đề 3 Tiềm năng nâng hạng thị trường
FPT			
KBC			
IDC			
SIP			
VHC			
HPG			
NLG			
KDH			
MBB			
VPB			
VCB			
CTG			
SSI			
MSN			
VNM			
SAB			
PC1			
PLX			

Các cổ phiếu lựa chọn khác của chúng tôi (Bottom-up)

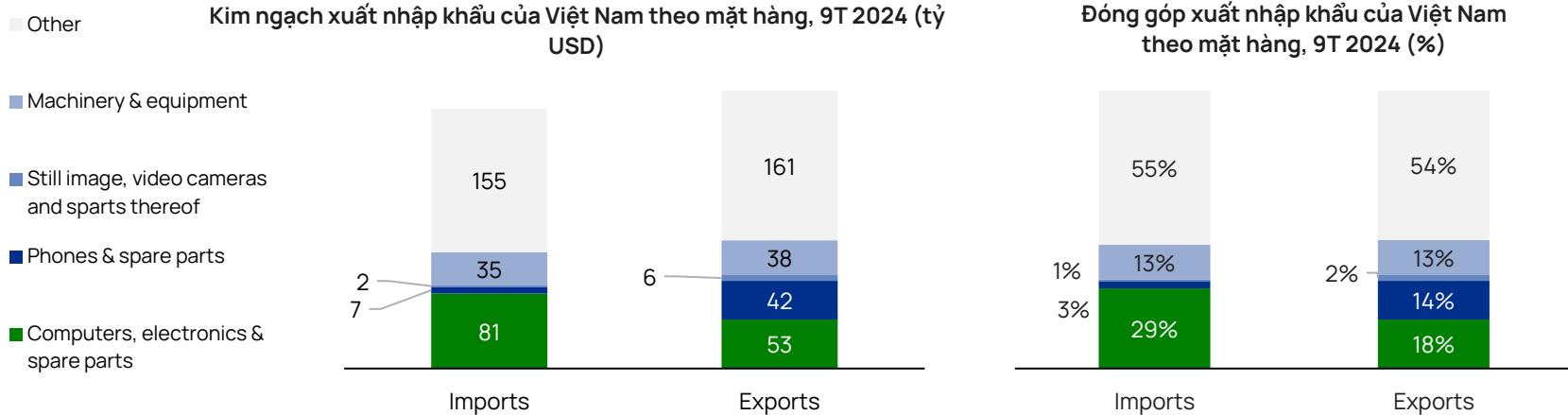
- STB:** Lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong ba năm tới, nhờ thu nhập khác đáng kể từ bán tài sản.
- PNJ:** Công ty hàng đầu Việt Nam về trang sức thời trang, sẵn sàng hưởng lợi từ đà tăng trưởng dài hạn của ngành.
- MWG:** Có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với bán lẻ tạp hóa hiện đại theo xu hướng tiện lợi.
- FRT:** Có vị thế tốt để hưởng lợi từ chi tiêu dược phẩm ngày càng tăng ở Việt Nam.
- PVT:** Hoạt động mở rộng đội tàu tích cục, triển vọng vững chắc về cước vận chuyển tàu chở dầu.
- ACB:** Hoạt động ổn định và tăng trưởng lợi nhuận vững chắc, với tỷ lệ ROE luôn trên 20%.

Chính sách thuế và ảnh hưởng của nhiệm kỳ Tổng thống Donald Trump

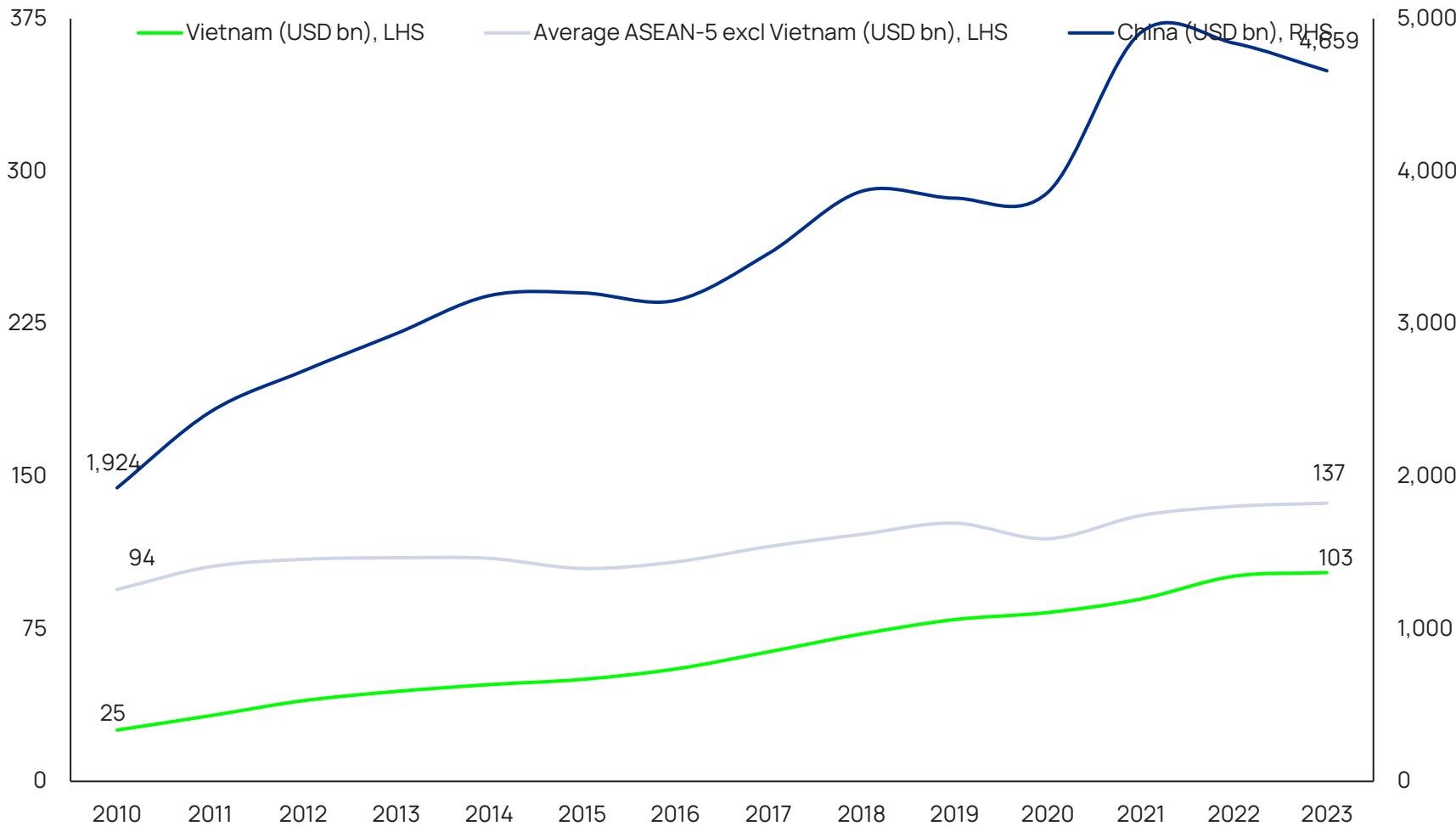
Thuế quan của ông Trump nhắm vào Trung Quốc, nhưng vẫn còn rủi ro đối với các quốc gia khác có thâm hụt thương mại cao



Việt Nam nhập khẩu lượng lớn linh kiện phục vụ xuất khẩu mặt hàng điện tử



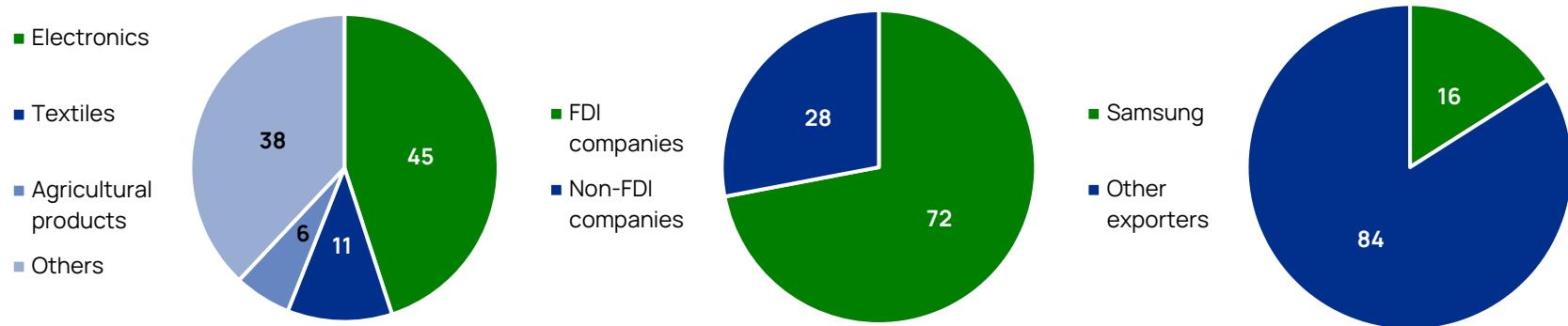
Việt Nam vẫn đang vươn lên gần với các nước trong khu vực Đông Nam Á về sản xuất hàng hóa có giá trị gia tăng và vẫn còn khoảng cách rất lớn so với Trung Quốc [1]



Việt Nam vẫn đang vươn lên gần với các nước trong khu vực Đông Nam Á về sản xuất hàng hóa có giá trị gia tăng và vẫn còn khoảng cách rất lớn so với Trung Quốc[2]

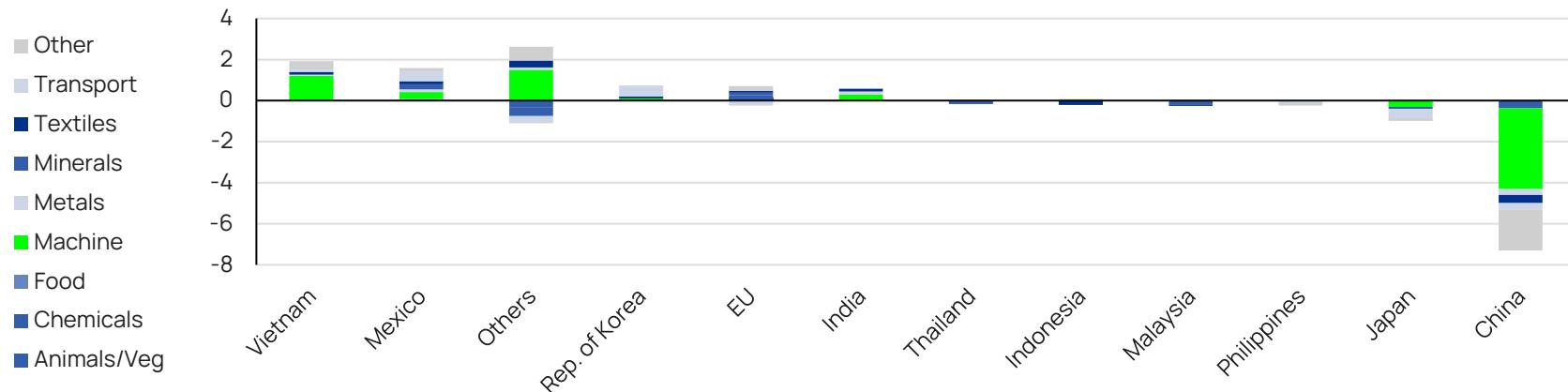
Xuất khẩu hàng điện tử của Việt Nam được ảnh hưởng đáng kể từ Samsung, đơn vị đóng góp chính cho lĩnh vực này

Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam (%)



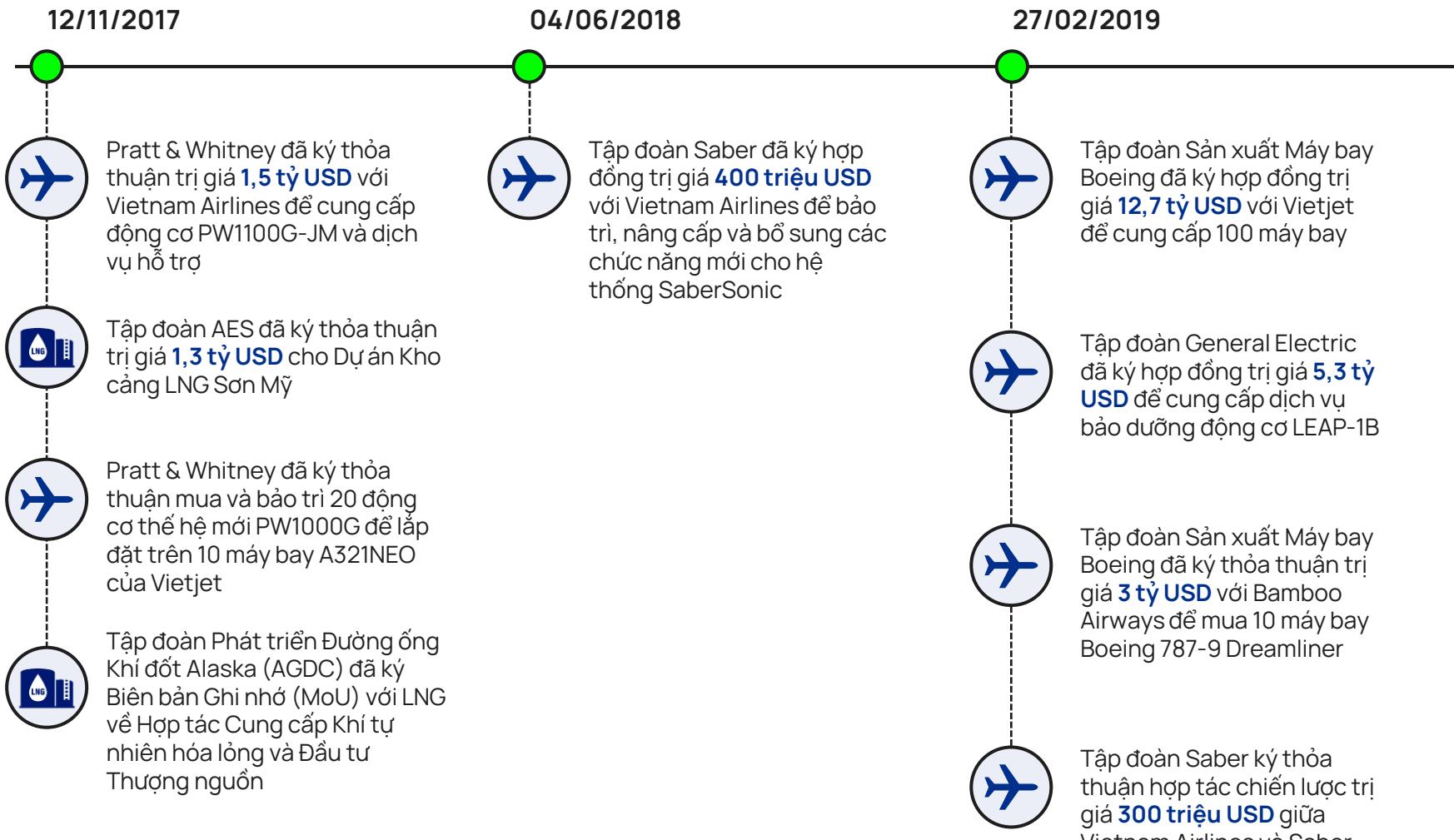
Mỹ có thể cần duy trì các lựa chọn thay thế sản xuất để củng cố vị thế đàm phán với Trung Quốc.

Thay đổi trong thị phần nhập khẩu của Mỹ trong giai đoạn 2018-23



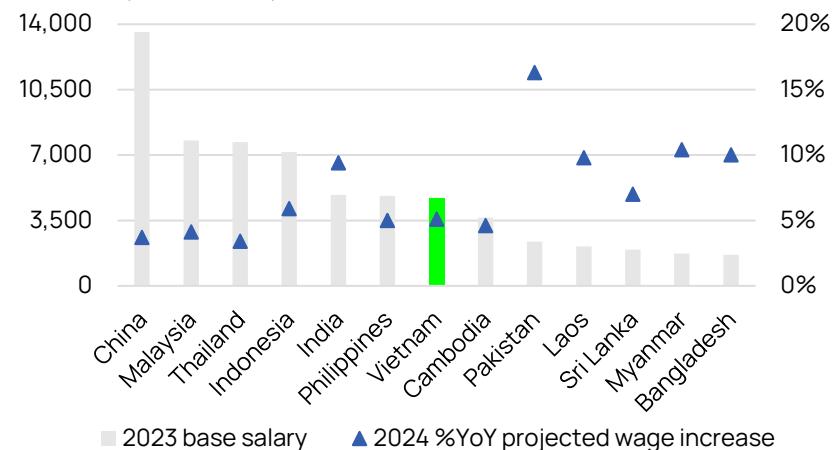
Nguồn: TCTK, Vietcap, Ngân hàng Thế giới, UN-COMTRADE, Vietcap. Lưu ý: Các cột thể hiện sự thay đổi về thị phần của một quốc gia trong tổng kim ngạch xuất khẩu của Hoa Kỳ/Trung Quốc từ năm 2018-2023.

Dư địa để Việt Nam nối lại và mở rộng các thỏa thuận nhằm thu hẹp thặng dư thương mại với Mỹ.

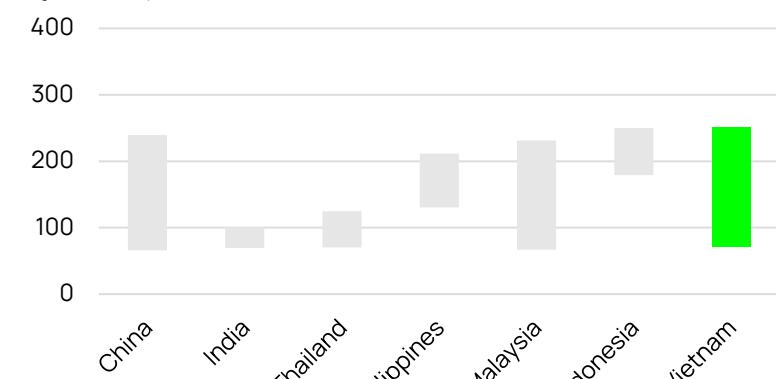


Việt Nam vẫn giữ được lợi thế cạnh tranh để thu hút FDI

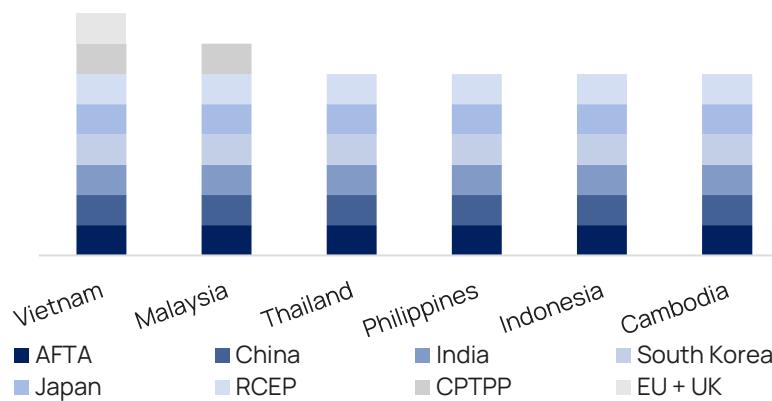
Tổng chi phí năm 2023 của một công nhân sản xuất* tại Châu Á (USD/năm)



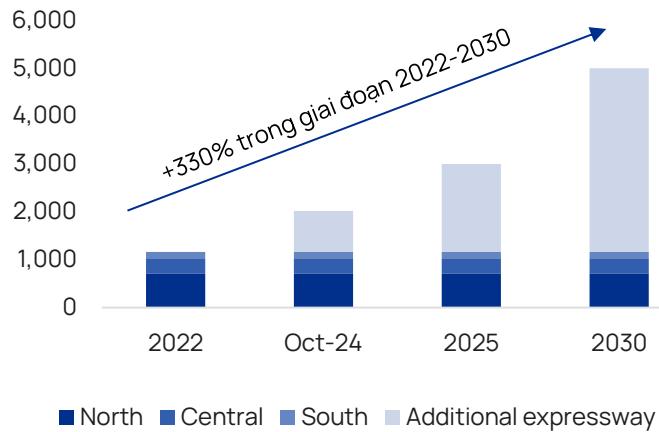
Biên độ giá đất công nghiệp cuối năm 2023 (USD/m²/kỳ hạn thuê)



So sánh FTA giữa các nước Đông Nam Á

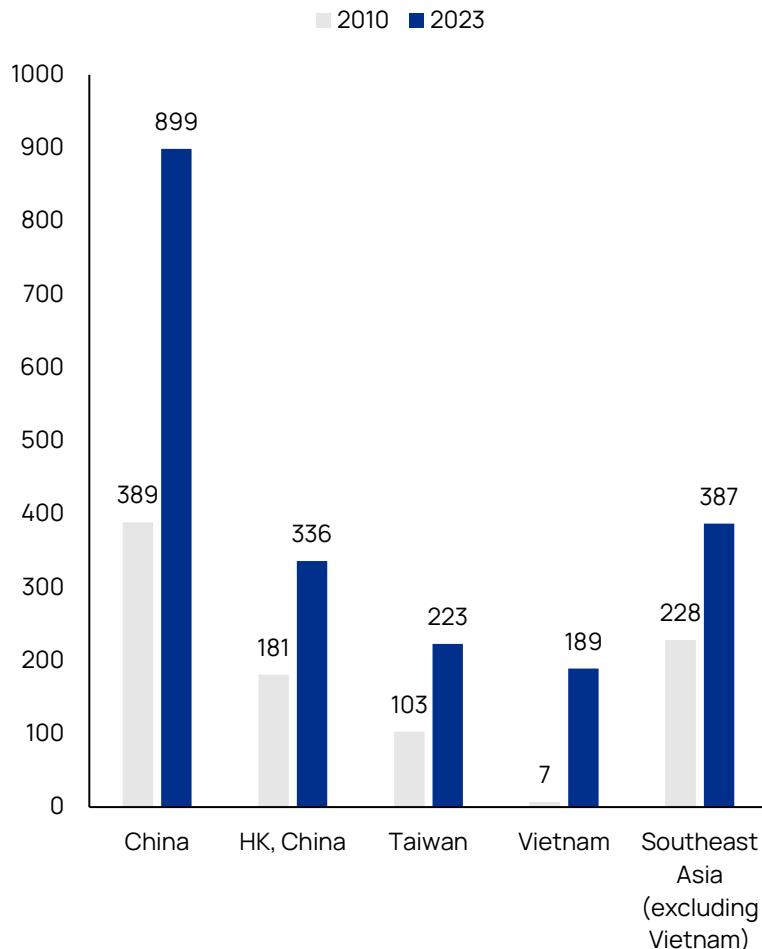


Chiều dài đường cao tốc tại Việt Nam (đơn vị: km)

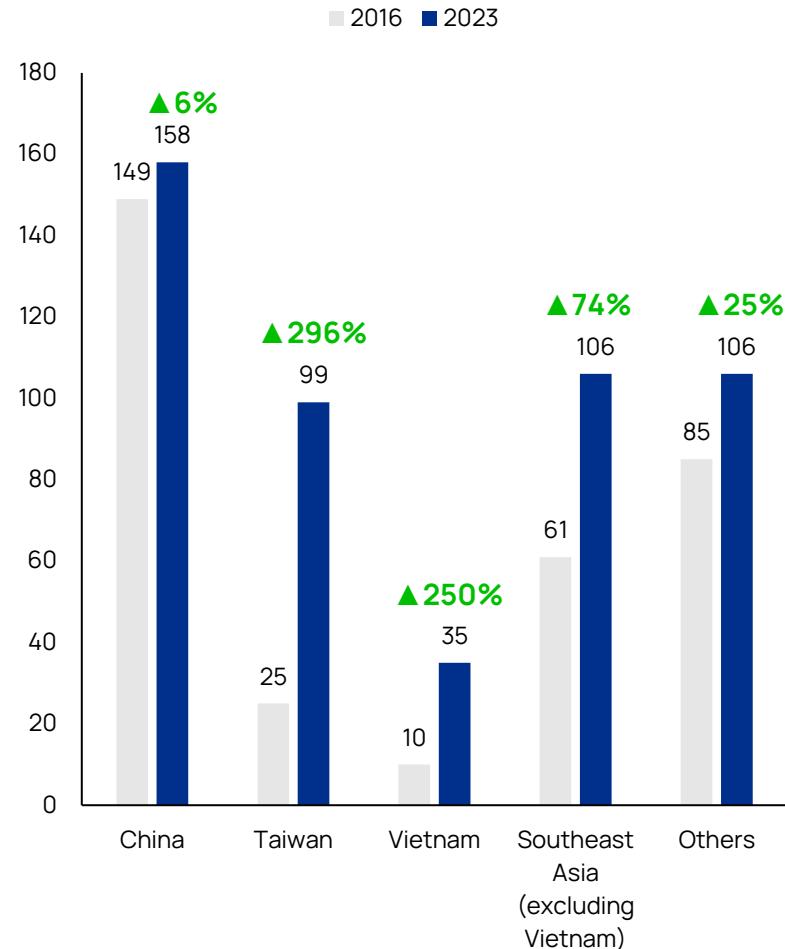


Dư địa lớn cho xu hướng dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam

Giá trị xuất khẩu hàng điện tử trong các năm 2010, 2023
(đơn vị: tỷ USD)



Số lượng nhà cung cấp chính thức của Apple các năm 2016, 2023



Hoạt động xuất khẩu của Việt Nam dễ bị ảnh hưởng bởi chính sách thương mại của Tổng thống Donald Trump sắp tới

Chúng tôi đưa ra nhận định về ảnh hưởng của các chính sách thương mại tiềm năng của Tổng thống Donald Trump đối với nền kinh tế vĩ mô của Việt Nam theo 3 kịch bản sau:

	Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3
Tóm tắt	Mức thuế quan bằng nhau với mọi quốc gia	Mức thuế quan cao hơn đối với Trung Quốc	Mức thuế quan cao hơn đối với đối tác thâm hụt thương mại hàng đầu
Mức thuế quan	10% - 20% cho tất cả các quốc gia	10 - 20% cho tất cả các quốc gia; 60% - 100% cho Trung Quốc	Mức thuế cao hơn đối với Việt Nam so với các nước khác (chỉ thấp hơn Trung Quốc)
Tác động đến kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam	Khá tiêu cực 	Khá tích cực 	Tiêu cực 
Tác động đến thu hút vốn FDI của Việt Nam	Không 	Tích cực 	Tiêu cực 

Ba kịch bản thuế của Tổng thống Donald Trump và các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Tóm tắt các kịch bản thuế của Tổng thống Donald Trump và những tác động tiềm năng

	Kịch bản 1	Kịch bản 2	Kịch bản 3
	Áp dụng cùng một mức thuế đối với tất cả các quốc gia.	Áp thuế cao hơn đáng kể đối với Trung Quốc và giảm thuế đối với các quốc gia còn lại.	Áp dụng mức thuế dựa trên xếp hạng các quốc gia có thâm hụt thương mại lớn với Mỹ (Việt Nam hiện đang xếp hạng ba).
Khu Công nghiệp Dịch vụ CNTT toàn cầu Cá tra	KBC, IDC, SIP, SZC VHC	FPT	
Dệt may Dụng cụ viết Đồ gỗ nội thất Thép		STK, MSH, TNG TLG	
Ngân hàng Tiêu dùng & Bán lẻ Điện & Nước Dầu khí	<i>Tác động tiêu cực do Mỹ chiếm khoảng 60% lượng gỗ xuất khẩu của Việt Nam.</i> <i>Tác động hạn chế do Mỹ chiếm < 10% sản lượng xuất khẩu thép của các công ty thép trong danh mục theo dõi của chúng tôi</i>	ACB VCB, MBB, ACB, VPB MWG, MSN, PNJ TDM, BWE, PC1	VNM, MSN, FRT TDM, BWE PVS, PVT

Kế hoạch chi tiêu tài khóa tích cực dự kiến thúc đẩy tăng trưởng phát triển cơ sở hạ tầng

Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp hưởng lợi chính từ luận điểm này bao gồm:



Xây dựng & VLXD

Chúng tôi ưu chuộng các công ty xây dựng & VLXD¹ hơn là các nhà thầu trong việc đóng vai trò quan trọng trong đà phục hồi trong ngành xây dựng của Việt Nam

Doanh nghiệp hưởng lợi chính: **HPG**



Bất động sản

Các công ty trong mảng BDS nhà ở, khách sạn và KCN có quỹ đất ở vị trí thuận lợi sẽ được hưởng lợi từ việc chi tiêu tài khóa mạnh tay hơn

Doanh nghiệp hưởng lợi chính: **NLG, KDH, SZC, SIP**



Ngân hàng

Các ngân hàng thương mại quốc doanh có tiềm năng hưởng lợi chính từ nhu cầu cho vay tăng lên và cơ hội tăng thu nhập từ phí

Doanh nghiệp hưởng lợi chính: **MBB, VPB, VCB, CTC**



Bán lẻ tiêu dùng

Cơ sở hạ tầng được cải thiện sẽ nâng cao hoạt động logistics cho các nhà bán lẻ, đặc biệt có lợi cho các chuỗi cửa hàng tạp hóa và minimart hiện đại

Doanh nghiệp hưởng lợi chính: **MSN, MWG**



Bán lẻ xăng dầu

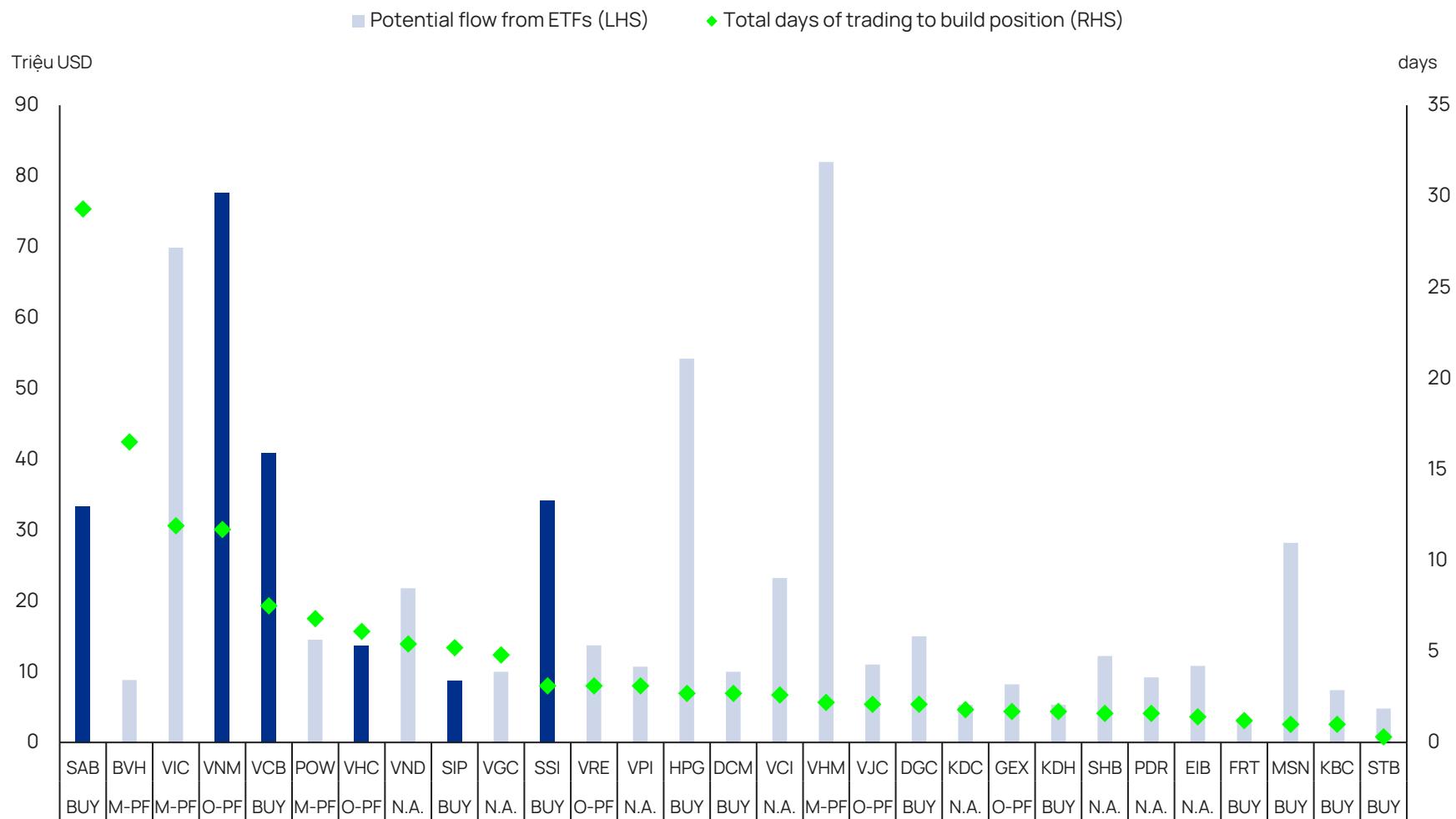
Các doanh nghiệp bán lẻ sẽ được hưởng lợi từ mức tiêu thụ sản phẩm xăng dầu cao hơn do nhu cầu nhiên liệu tăng trong lĩnh vực vận tải và logistics

Doanh nghiệp hưởng lợi chính: **PLX, GAS**

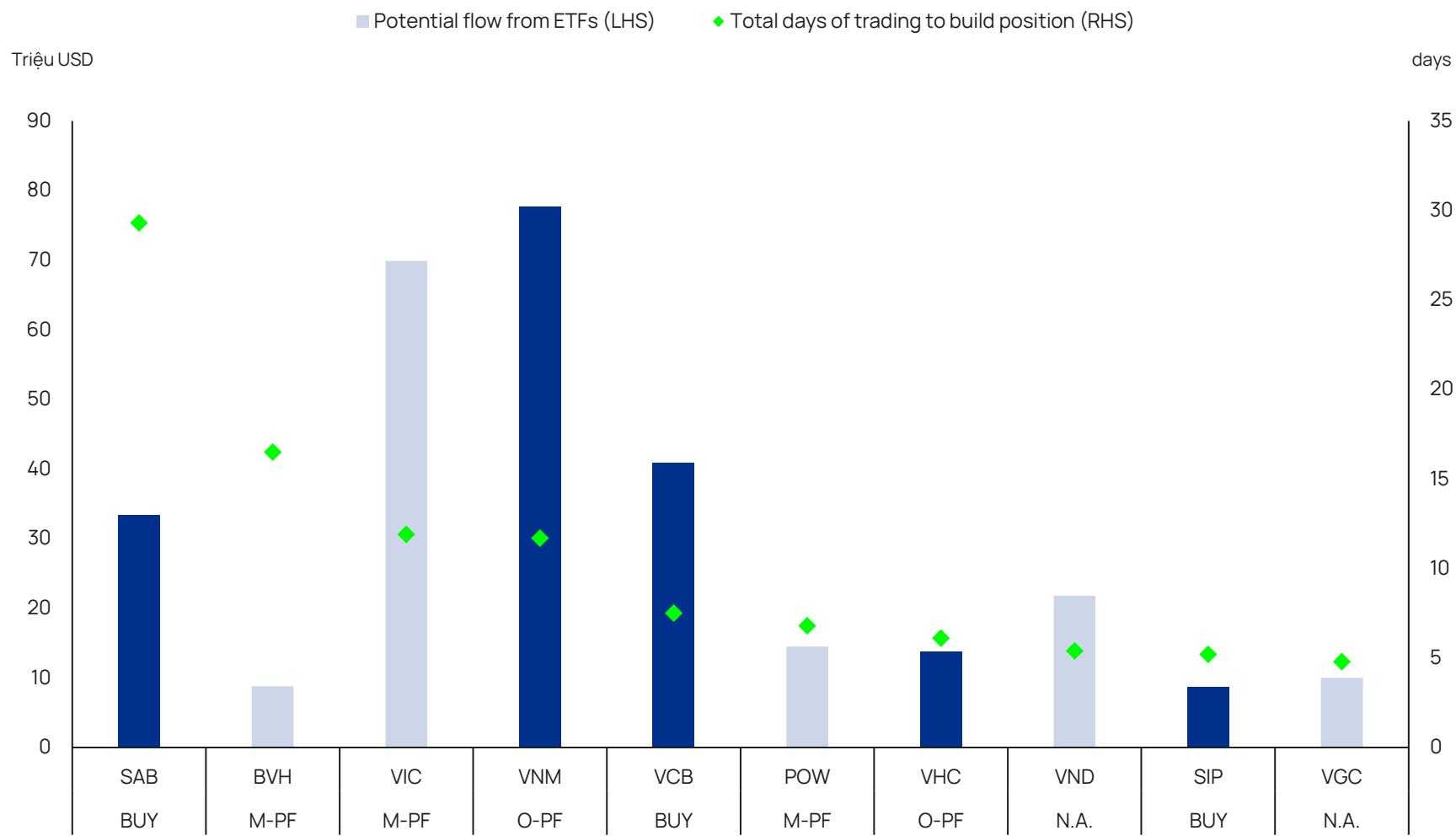
Việt Nam đáp ứng hầu hết các tiêu chí nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE

TIÊU CHÍ ĐÁNH GIÁ CHẤT LƯỢNG THỊ TRƯỜNG của FTSE (Danh sách theo dõi) cập nhật tháng 10/2024	THEO DÕI THỊ TRƯỜNG MỚI NỐI THỨ CẤP	VIỆT NAM
Xếp hạng GNI bình quân đầu người của Ngân hàng Thế giới (Phương pháp Atlas)		Trung bình thấp
Uy tín tín dụng		Đầu cơ
Môi trường thị trường và quy định		
Cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức tích cực giám sát thị trường (ví dụ: SEC, FSA, SFC)	X	Đạt
Đối xử công bằng và không gây phương hại cho cổ đông thiểu số		Hạn chế
Không có hoặc có sự hạn chế có chọn lọc về sở hữu nước ngoài		Hạn chế
Không phản đối hoặc hạn chế hoặc hình phạt đáng kể áp dụng cho việc đầu tư vốn hoặc chuyển vốn và thu nhập về nước	X	Đạt
Không có hoặc quy trình đăng ký đơn giản cho nhà đầu tư nước ngoài		Hạn chế
Thị trường ngoại hối		
Thị trường ngoại hối phát triển		Hạn chế
Thị trường chứng khoán		
Môi giới - Đủ cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng cao	X	Đạt
Chi phí giao dịch - Chi phí ngầm và rõ ràng hợp lý và cạnh tranh	X	Đạt
*Thuế = việc áp thuế hợp lý và có thể so sánh được giữa các nhà đầu tư trong nước và ngoài nước		Đạt
Cho phép cho vay chứng khoán		Hạn chế
Cho phép bán khống		Không đạt
Thị trường phái sinh phát triển		Hạn chế
Cho phép giao dịch ngoại hối		Không đạt
Cơ chế giao dịch hiệu quả		Hạn chế
Tính minh bạch: Thông tin chuyên sâu về thị trường/khả năng hiển thị và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	X	Đạt
Thanh toán bù trừ, thanh toán và lưu ký		
Thanh toán - Hiếm khi giao dịch thất bại	X	Hạn chế
Chu kỳ quyết toán (DvP)	X	T+2
Lưu ký chứng khoán trung tâm		Đạt
Cơ quan thanh toán bù trừ đối tác trung tâm (Chứng khoán)		Không đạt
Bán chứng khoán chở về		Không đạt
Lưu ký - Cạnh tranh đủ để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	X	Đạt
Cấu trúc tài khoản hoạt động ở cấp độ Ngân hàng lưu ký (chứng khoán và tiền mặt)		Không đạt

Các công ty niêm yết được hưởng lợi tiềm năng từ việc nâng hạng lên Thị trường Mới nổi theo phân loại của FTSE [1]



Các công ty niêm yết được hưởng lợi tiềm năng từ việc nâng hạng lên Thị trường Mới nổi theo phân loại của FTSE [2]



Ngành & Cổ phiếu

Ngành Ngân hàng

Doanh thu tăng trưởng mạnh với chất lượng tài sản cải thiện

Tháng 12/2024

TS. Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp

duy.nguyenanh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.123

Huỳnh Thị Hồng Ngọc

Chuyên viên cao cấp

ngoc.huynh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.138

Hồ Thu Nga

Chuyên viên

nga.ho@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.516

Tổng quan & Triển vọng

- Chúng tôi dự báo **tăng trưởng tín dụng của hệ thống trong năm 2025 đạt 13,9%**, được thúc đẩy bởi động lực tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, môi trường lãi suất thấp tiếp tục được duy trì và tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống đạt 13,4% trong năm 2025, phù hợp với dự phóng tăng trưởng tín dụng. Chúng tôi dự báo nhu cầu tín dụng từ các mảng cho vay doanh nghiệp tiếp tục ở mức cao, đồng thời kỳ vọng mảng cho vay bán lẻ, bao gồm cho vay mua nhà, sẽ tiếp tục phục hồi.
- Chúng tôi dự báo **tổng NIM của các ngân hàng trong danh mục theo dõi của chúng tôi đạt 3,69% trong năm 2025 (+14 điểm cơ bản YoY)**, được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu tín dụng mạnh hơn từ cho vay bán lẻ, (2) giảm các gói hỗ trợ khách hàng khi nền kinh tế phục hồi và (3) chất lượng tài sản tốt hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng **chất lượng tài sản sẽ được cải thiện vào năm 2025** và dự báo tỷ lệ nợ xấu cộng với tỷ lệ nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng và tỷ lệ nợ Nhóm 2 là 3,92% (-45 điểm cơ bản YoY). Chúng tôi dự báo hầu hết các ngân hàng tư nhân trong danh mục của chúng tôi sẽ tăng bộ đệm dự phòng trong năm 2025.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tổng LNST tăng 22,3% YoY**, được hỗ trợ bởi (1) tổng thu nhập lãi thuần (NII) tăng 18,2% YoY, do NIM và tăng trưởng tín dụng cao hơn, và (2) tổng thu nhập ngoài lãi (NOII) tăng 22,5% YoY.
- Các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi đang giao dịch với 0,5 độ lệch chuẩn dưới P/B trung bình 7 năm và chúng tôi cho rằng **định giá này là khá hấp dẫn**.
- Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho năm 2025 là **ACB, MBB, VPB và STB**. Các cổ phiếu này mang lại tổng mức sinh lời dự phóng hàng đầu dựa trên giá mục tiêu đến cuối năm 2025 của chúng tôi tại tính tại ngày 29/11. Chúng tôi cho rằng các ngân hàng trên hiện có định giá hấp dẫn và triển vọng tăng trưởng mạnh.

Các số liệu chính & Tóm tắt định giá

Ngành Ngân hàng: Các số liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
BID	MUA	10.489	81,0%	30,0%	1.339	8	46.000	57.000	12/02/24	23,9%	0,0%	23,9%
VCB	MUA	21.015	74,8%	30,0%	1.384	10	94.000	114.500	12/02/24	21,8%	0,0%	21,8%
CTG	MUA	7.819	64,5%	30,0%	265	3	36.400	43.000	12/02/24	18,1%	0,0%	18,1%
TPB	MUA	1.738	0,0%	30,0%	0	9	16.450	22.200	12/02/24	35,0%	0,0%	35,0%
ACB	MUA	4.592	0,0%	30,0%	0	6	25.700	33.400	12/02/24	30,0%	3,9%	33,9%
VPB	MUA	6.188	0,0%	30,0%	119	13	19.500	25.000	12/02/24	28,2%	5,1%	33,3%
STB	MUA	2.560	0,0%	30,0%	166	15	33.950	43.700	12/02/24	28,7%	0,0%	28,7%
MBB	MUA	5.211	9,4%	23,2%	0	15	24.550	31.000	12/02/24	26,3%	2,0%	28,3%
TCB	MUA	6.839	0,0%	22,5%	18	7	24.200	28.000	12/02/24	15,7%	3,1%	18,8%
HDB	MUA	3.111	0,0%	20,0%	7	11	26.700	30.000	12/02/24	12,4%	3,8%	16,1%
VIB	KQ	2.306	0,0%	5,0%	0	7	19.350	21.000	12/02/24	8,5%	5,2%	13,7%
LPB	BÁN	3.448	0,0%	5,0%	152	8	33.700	20.000	12/02/24	-40,7%	0,0%	-40,7%

Ngành Ngân hàng: Tóm tắt định giá

Mã	Giá cổ phiếu	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/B hiện tại x	P/B 2025F x	P/B 2026F x	P/E trượt x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	ROE 2025F %	Tài sản/VCSH quý gần nhất x
BID	46.000	11,4%	13,1%	7,2%	1,83	1,57	1,40	12,6	11,1	10,4	17,3%	18,6
VCB	94.000	4,1%	12,4%	18,8%	2,68	2,05	1,86	17,0	15,1	12,7	17,3%	10,2
CTG	36.400	11,2%	30,9%	19,4%	1,36	1,16	1,02	10,4	7,9	6,7	18,6%	15,8
TPB	16.450	30,2%	31,0%	20,0%	1,13	0,94	0,79	7,5	5,7	4,8	18,0%	10,6
ACB	25.700	4,8%	23,7%	14,3%	1,38	1,15	0,96	6,9	5,6	4,9	22,8%	9,9
VPB	19.500	34,8%	15,3%	25,8%	1,10	1,04	0,96	10,5	9,1	7,3	11,3%	6,0
STB	33.950	-1,2%	81,4%	12,9%	1,21	0,97	0,80	9,0	5,0	4,4	25,1%	13,7
MBB	24.550	8,6%	14,5%	21,8%	1,14	0,95	0,78	5,8	5,0	4,1	20,6%	9,4
TCB	24.200	20,6%	20,1%	16,4%	1,17	1,02	0,89	7,9	6,6	5,6	16,7%	6,4
HDB	26.700	23,0%	14,4%	13,7%	1,43	1,18	0,98	6,2	5,4	4,8	23,8%	11,7
VIB	19.350	-31,4%	21,4%	21,7%	1,39	1,23	1,07	8,4	6,9	5,7	19,0%	11,2
LPB	33.700	40,8%	14,5%	1,2%	2,08	1,73	1,48	11,7	10,3	10,1	20,2%	11,2

Nội dung

1

Tổng quan & Triển vọng ngành

2

Cách chủ đề chính cho ngành ngân hàng Việt Nam

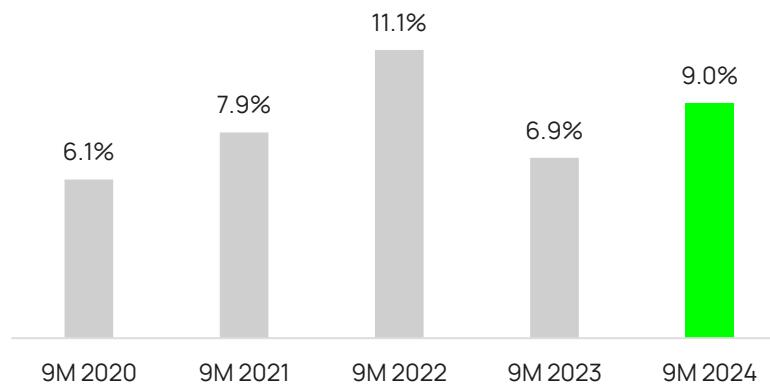
3

Diễn biến giá & Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

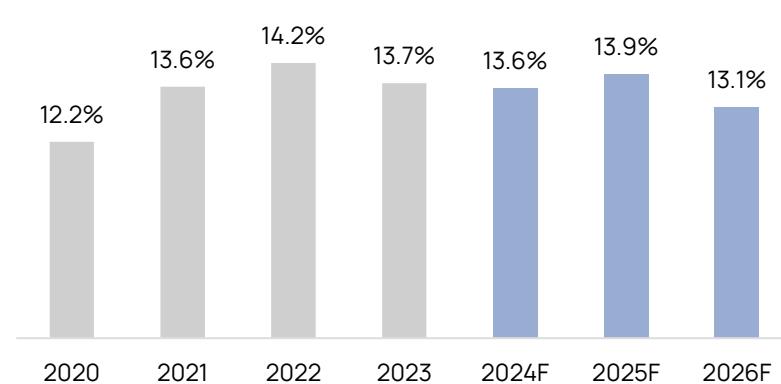
Tổng quan & Triển vọng ngành

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống

Tăng trưởng tín dụng hệ thống hàng năm



Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống



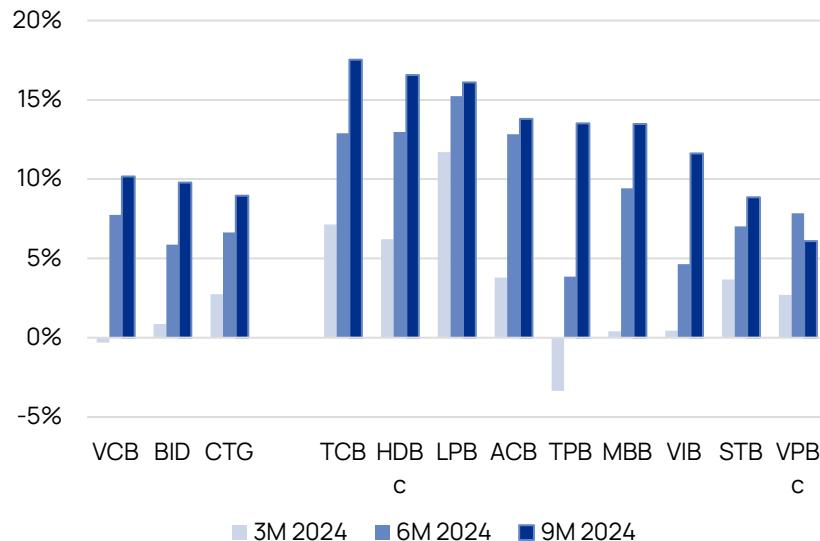
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước (NHNN), Tổng cục Thống kê (TCTK), Vietcap.

Nguồn: NHNN, Vietcap ước tính. * Dự báo năm 2024 và 2025 thể hiện mức tăng trưởng tiền gửi trên toàn hệ thống, được tính dựa trên dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng tiền gửi của các ngân hàng trong danh mục theo dõi trừ đi 1,3 điểm % (chênh lệch trung bình trong 3 năm qua).

- Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống trong 9 tháng đầu năm (9T) tương đối khả quan, đạt 9%. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng tín dụng mạnh trong 9T là do nền kinh tế tiếp tục phục hồi trong bối cảnh lãi suất thấp hiện nay.
- Tính đến ngày 22/11, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống là 11,12% và Thống đốc NHNN bày tỏ sự tin tưởng vào việc đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng 14-15% trong năm 2024, một phần được hỗ trợ bởi các yếu tố có tính mùa vụ vào cuối năm 2024. Vào ngày 28/11, NHNN đã thông báo tăng hạn mức tín dụng cho các tổ chức tín dụng đã sử dụng ít nhất 80% hạn mức vào ngày 28/08.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống trong năm 2025 đạt 13,9%, được hỗ trợ bởi đà tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng. Chúng tôi lưu ý rằng Nghị quyết vừa được Quốc hội thông qua vào ngày 12/11/2024 tiếp tục ưu tiên mục tiêu tăng trưởng, đặt mục tiêu GDP năm 2025 tăng trưởng ở mức 6,5-7%.

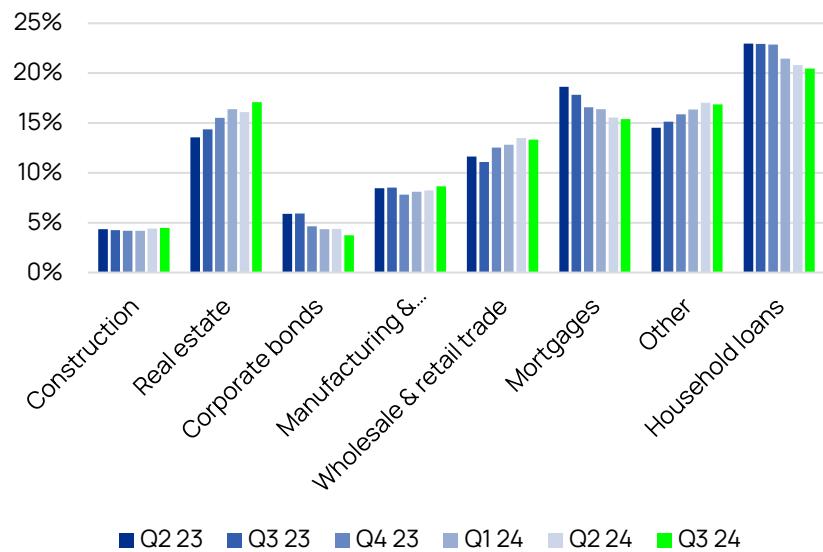
Tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng chúng tôi theo dõi

Tăng trưởng tín dụng kể từ đầu năm của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; 'c' biểu thị hợp nhất

Cơ cấu dư nợ tín dụng của các ngân hàng tư nhân cung cấp số liệu dư nợ chi tiết hàng quý (HDB, VPB, MBB, TCB, TPB và VIB)

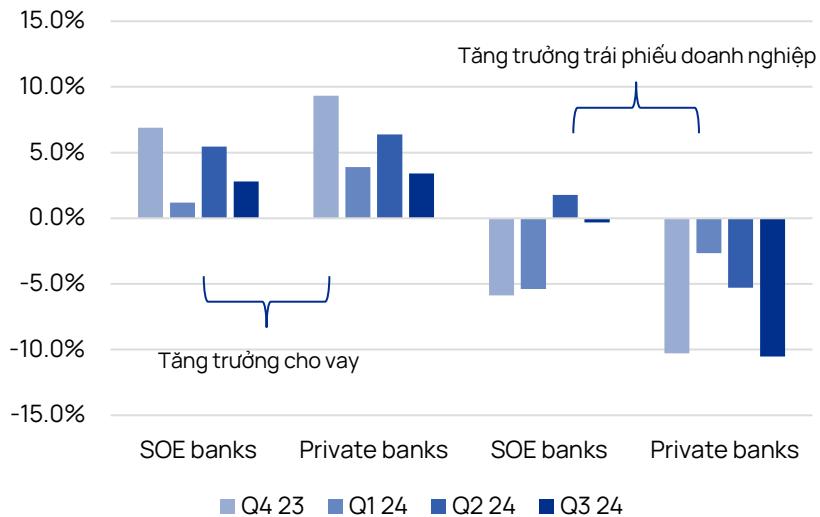


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

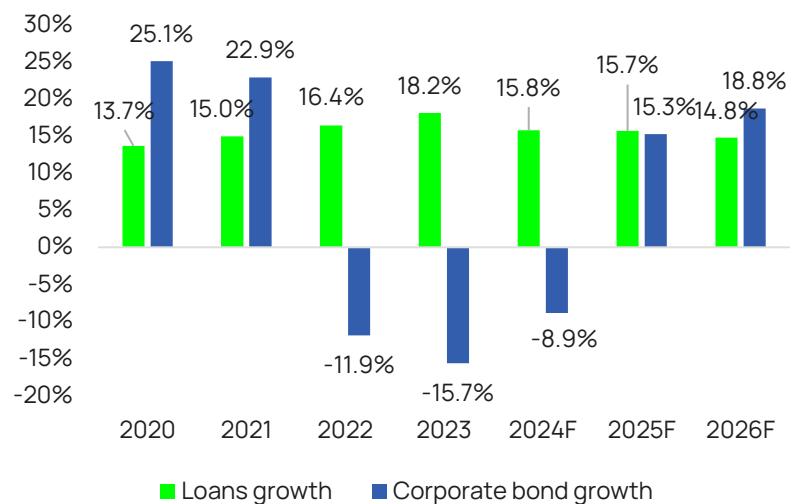
- Dữ liệu của các ngân hàng tư nhân cung cấp số liệu dư nợ chi tiết hàng quý trong danh mục theo dõi (bao gồm VPB, HDB, MBB, TCB, VIB và TPB) cho thấy tăng trưởng tín dụng trong 9T 2024 được thúc đẩy bởi (1) mảng bán buôn và bán lẻ (+24,3% kể từ đầu năm), (2) xây dựng (+26,2% kể từ đầu năm) và (3) BDS (+30,8% kể từ đầu năm). Tuy nhiên, nhu cầu tín dụng trong mảng cho vay mua nhà và cho vay hộ gia đình đã có dấu hiệu phục hồi trong quý 3/2024, với mức tăng lần lượt là 8,3% và 9,4% QoQ.
- Các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi báo cáo tăng trưởng tín dụng tăng trong 9T 2024 cao hơn so với mức trung bình toàn ngành (11,3% so với 9,0%), tiêu biểu như TCB (+17,5%), HDB (+16,6%), ACB (+13,8%) và LPB (+16,1%).

Chúng tôi kỳ vọng trái phiếu doanh nghiệp và mức tăng trưởng cho vay sẽ cải thiện trong năm 2025

Tăng trưởng tín dụng QoQ theo các mảng



Tăng trưởng tín dụng YoY theo các mảng



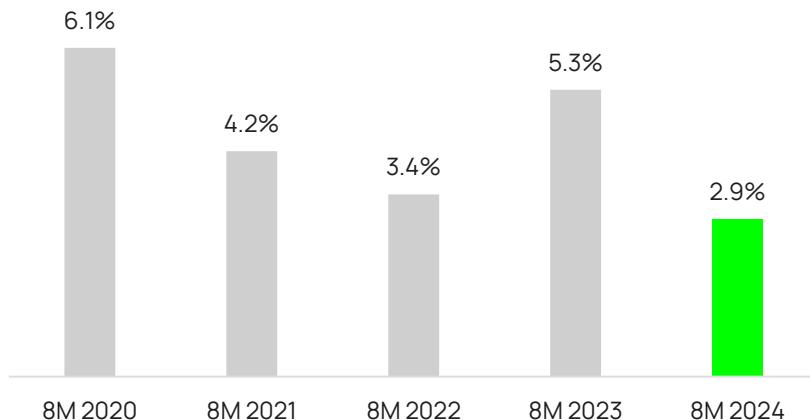
Nguồn: Các ngân hàng chúng tôi theo dõi, Vietcap ("c'biểu thị hợp nhất")

Nguồn: Các ngân hàng chúng tôi theo dõi, Vietcap

- Số dư trái phiếu doanh nghiệp tại các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi tiếp tục đà giảm trong quý 3/2024 so với quý 4/2022. Chúng tôi cho rằng diễn biến này là do (1) giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (không tính trái phiếu ngân hàng) mới còn hạn chế và (2) một số tổ chức phát hành mua lại trái phiếu trước hạn trong bối cảnh quy định ngày càng thắt chặt. Đáng chú ý, mặc dù trái phiếu doanh nghiệp giảm, dư nợ cho vay BDS của các ngân hàng tăng mạnh trong năm 2023 và 2024.
- Chúng tôi kỳ vọng thị trường trái phiếu doanh nghiệp sẽ cải thiện vào năm 2025, với sự gia tăng dần về cả khối lượng giao dịch và dư nợ trái phiếu, được thúc đẩy bởi: (i) nhu cầu trái phiếu tăng do lãi suất tiền gửi thấp, (ii) tâm lý nhà đầu tư tiếp tục được cải thiện do thị trường BDS tiếp tục phục hồi và (iii) thanh khoản thị trường tăng nhờ cải thiện tính minh bạch trong hoạt động phát hành trái phiếu và nền tảng giao dịch trái phiếu mới.

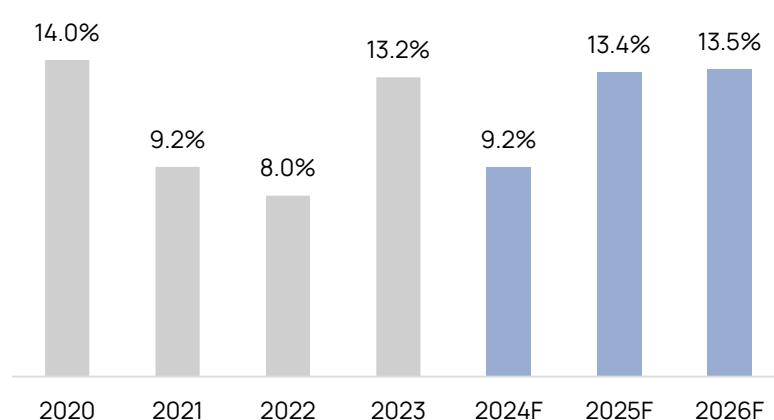
Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống

Tăng trưởng tín dụng hệ thống hàng năm



Nguồn: NHNN, TCTK, Vietcap

Tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống hàng năm

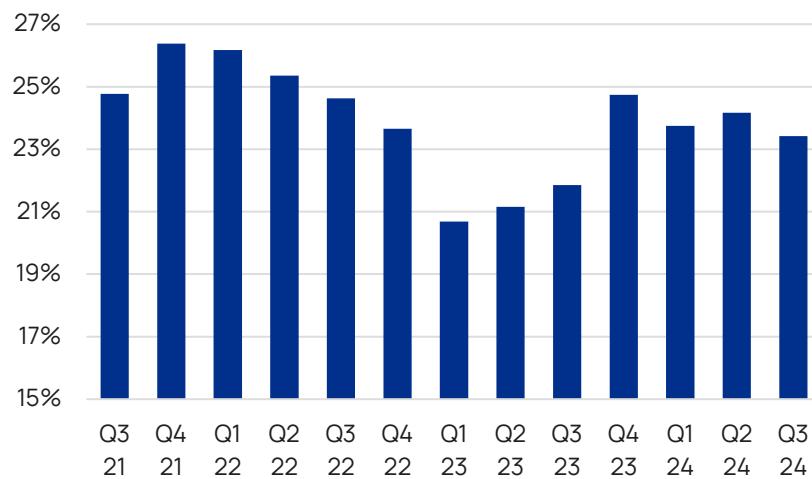


Nguồn: NHNN, Vietcap ước tính. * Dự báo năm 2024 và 2025 thể hiện mức tăng trưởng tiền gửi trên toàn hệ thống, được tính dựa trên dự báo của chúng tôi về mức tăng trưởng tiền gửi của các ngân hàng trong danh mục theo dõi trừ đi 1,3 điểm % (chênh lệch trung bình trong 3 năm qua).

- Chúng tôi cho rằng các ngân hàng đã cố gắng tối ưu hóa chi phí huy động vốn trong bối cảnh cạnh tranh cho vay gay gắt hơn. Ngoài ra, phần lớn các khoản giải ngân trong 9T là cho các khoản vay ngắn hạn. Trong khi tăng trưởng tiền gửi vẫn ở mức thấp, giấy tờ có giá của các ngân hàng đã tăng 16,8% trong 9T 2024 trong bối cảnh lãi suất thấp.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi toàn hệ thống đạt 13,4% vào năm 2025, phù hợp với tăng trưởng tín dụng dự kiến. Một số ngân hàng có thể phải đổi mới với áp lực huy động tiền gửi do dự kiến tín dụng tăng trưởng mạnh vào năm 2025 trong bối cảnh tỷ lệ cho vay trên vốn huy động (LDR) hiện ở mức cao.

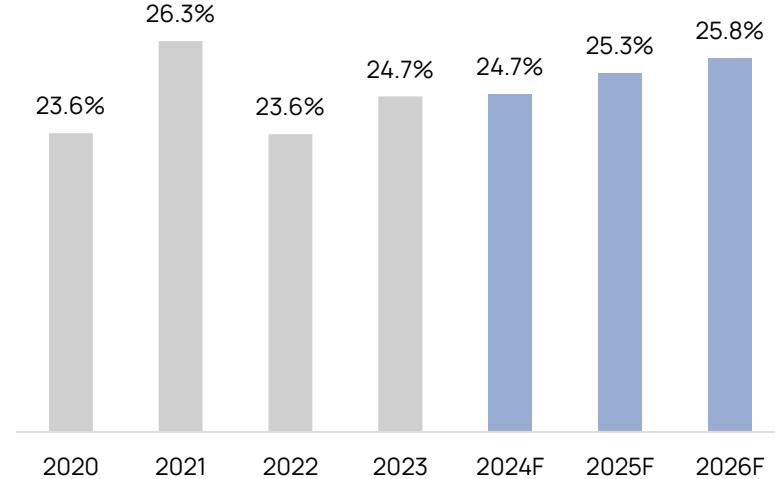
Tỷ lệ CASA

Tỷ lệ CASA của các ngân hàng chúng tôi theo dõi (QoQ)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Tỷ lệ CASA của các ngân hàng chúng tôi theo dõi (YoY)

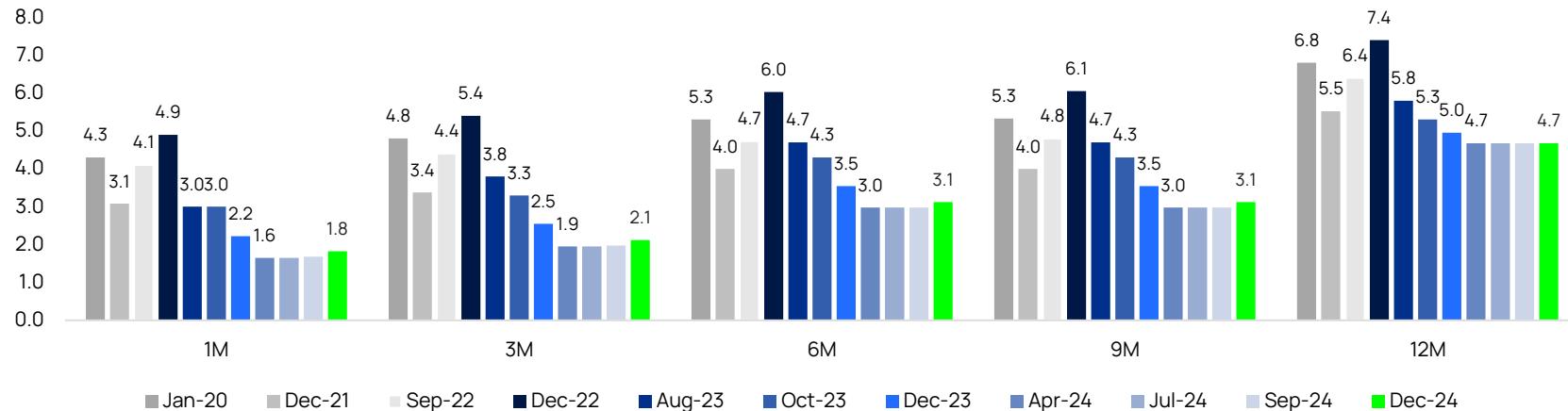


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

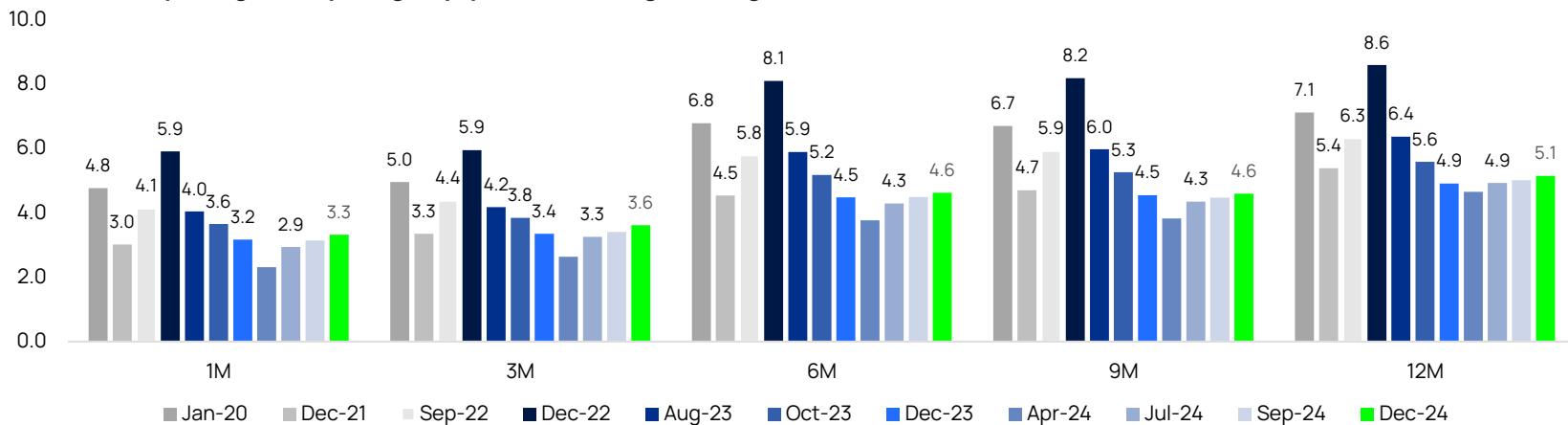
- Tỷ lệ CASA tổng của các ngân hàng chúng tôi theo dõi đã tăng YoY trong quý 3 (+1,6 điểm %) nhưng giảm nhẹ QoQ (-75 điểm cb) xuống 23,4%. Chúng tôi dự báo tỷ lệ CASA sẽ được cải thiện trong quý 4/2024, do các yếu tố mang tính mùa vụ như trong quý 4 năm trước.
- Chúng tôi dự đoán tỷ lệ CASA sẽ được cải thiện nhẹ vào năm 2025, được hỗ trợ bởi (i) môi trường lãi suất thấp kết hợp với hoạt động kinh tế cải thiện và (ii) những tiến bộ liên tục trong đổi mới kỹ thuật số.

Tăng trưởng tiền gửi

Lãi suất huy động bình quân gia quyền của các ngân hàng nhà nước (%)

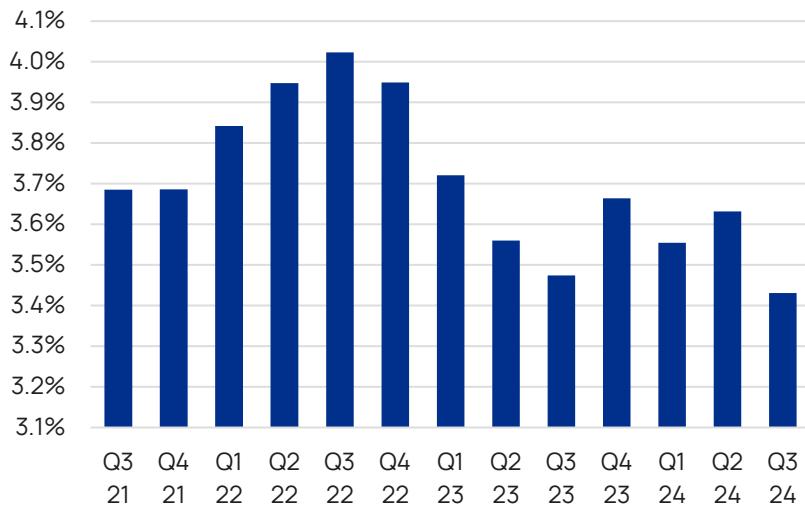


Lãi suất huy động bình quân gia quyền của các ngân hàng tư nhân (%)



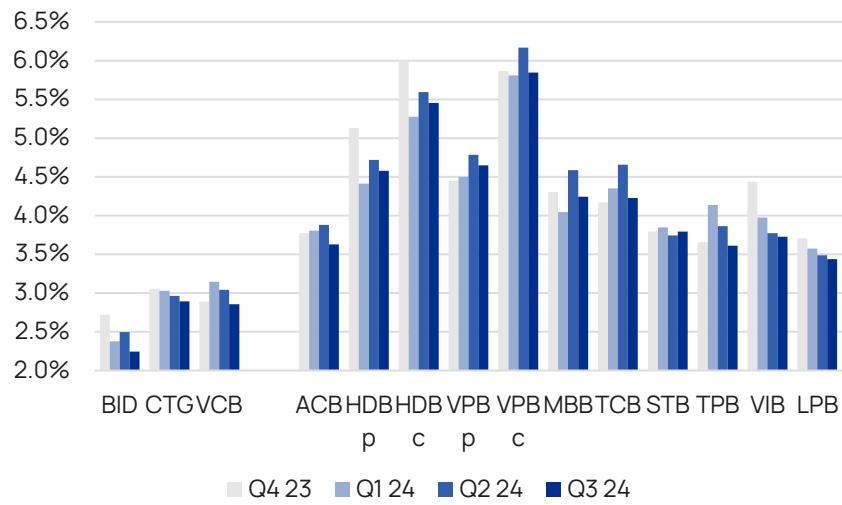
Tổng NIM trong 9T 2024 giảm so với cùng kỳ

Tổng NIM (QoQ)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

NIM từng ngân hàng (QoQ)

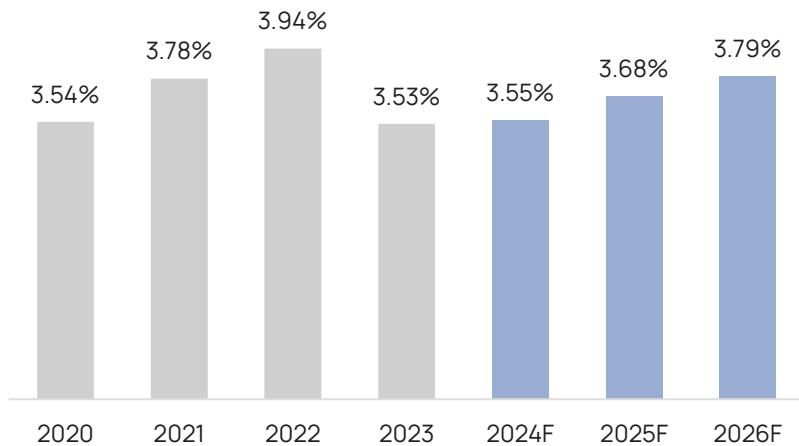


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap. ('c' biểu thị hợp nhất, 'p' biểu thị ngân hàng mẹ)

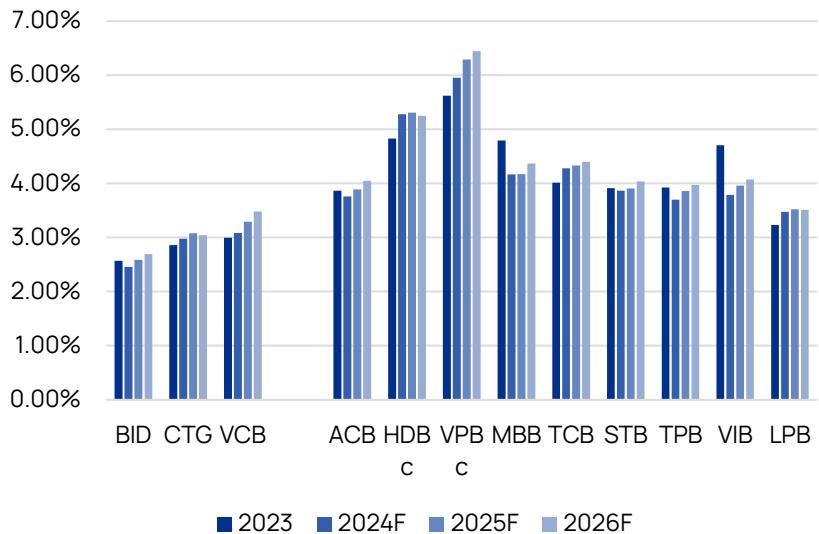
- Tổng NIM 9T 2024 giảm YoY xuống 3,40% (-14 điểm cơ bản YoY), do (1) lợi suất IEA giảm mạnh hơn so với chi phí vốn do cạnh tranh cho vay gay gắt và tỷ lệ nợ xấu liên tục ở mức cao, mặc dù tỷ lệ hình thành nợ xấu có cải thiện QoQ và (2) các mảng có lợi suất cao hơn tiến triển chậm. Chúng tôi nhận thấy NIM các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi tiếp tục giảm.

Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện kể từ quý 4/2024

Tổng NIM (YoY)



NIM từng ngân hàng (YoY)



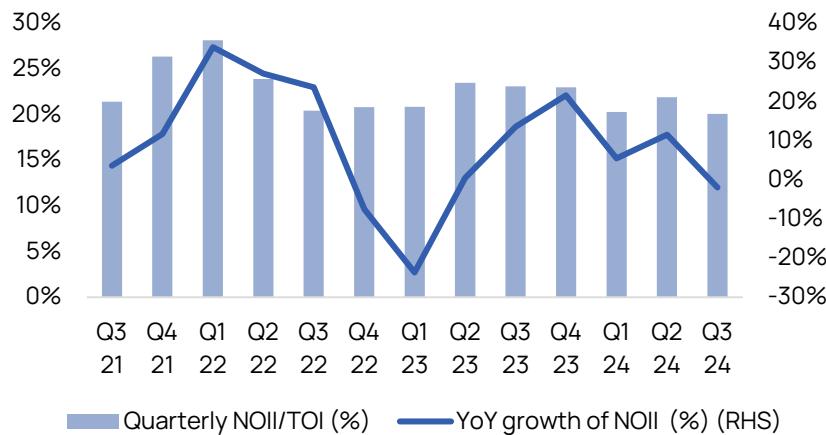
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

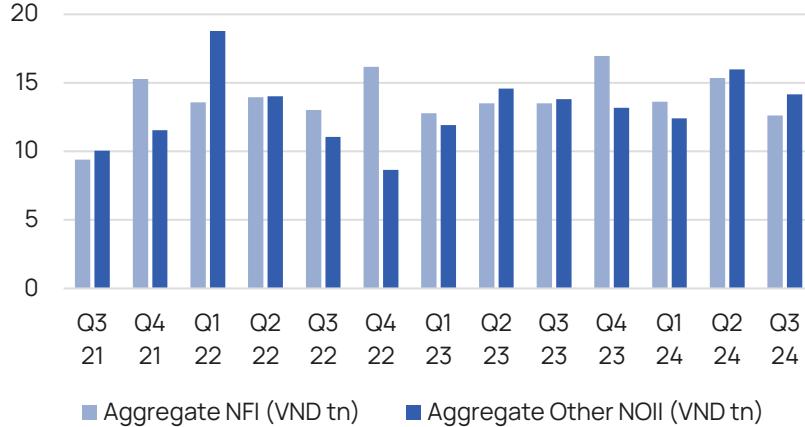
- Dự báo tổng NIM năm 2024 của chúng tôi thể hiện mức tăng QoQ dự kiến trong quý 4/2024, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tín dụng mạnh hơn và cho vay bán lẻ chịu ảnh hưởng một phần bởi các yếu tố có tính mùa vụ. Trong năm 2025, NIM dự kiến cải thiện, được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu tín dụng mạnh hơn từ mảng cho vay bán lẻ, (2) giảm các gói hỗ trợ cho khách hàng khi nền kinh tế phục hồi và (3) chất lượng tài sản cải thiện.
- Chúng tôi dự báo tổng NIM của các ngân hàng Nhà nước sẽ tăng 14 điểm cb YoY và NIM của các ngân hàng tư nhân sẽ tăng 10 điểm cơ bản YoY trong năm 2025.

Thu nhập ngoài lãi (NOII)

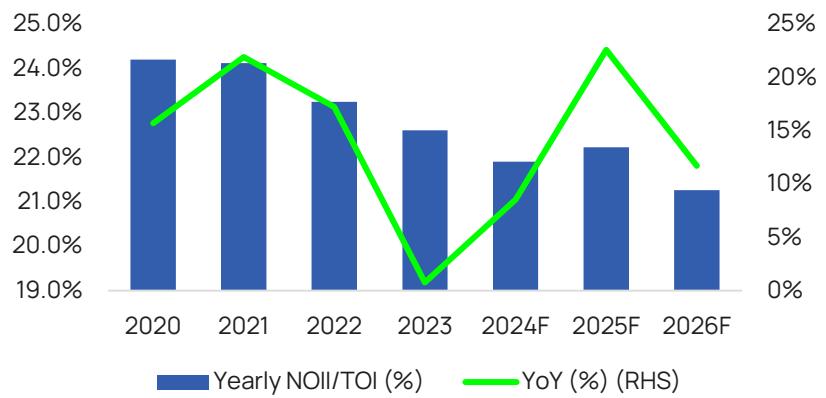
Tổng NOII/thu nhập từ HĐKD (TOI) và tăng trưởng NOII (QoQ)



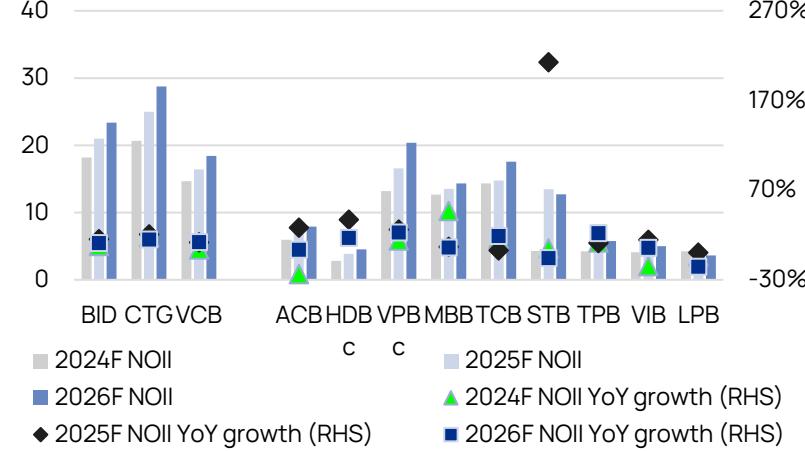
Cơ cấu NOII hàng quý



Tổng NOII/TOI và tăng trưởng NOII (YoY)

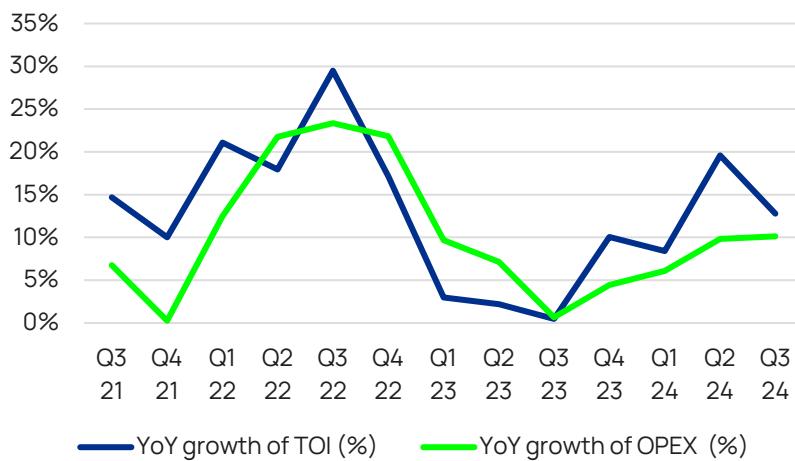


Cơ cấu NOII hàng năm (tỷ đồng)

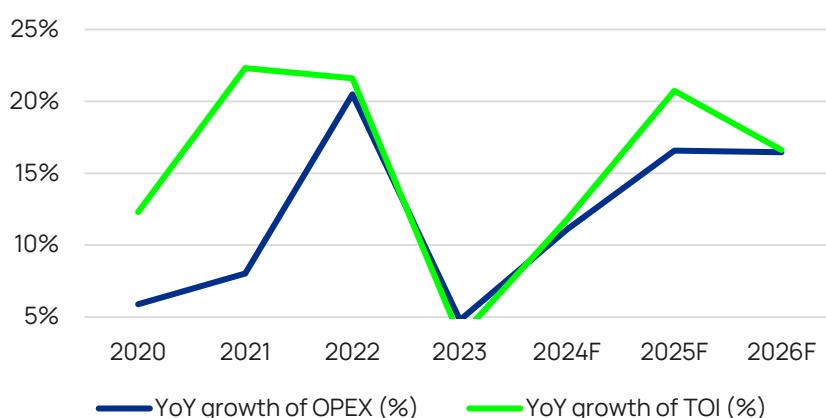


Chi phí hoạt động

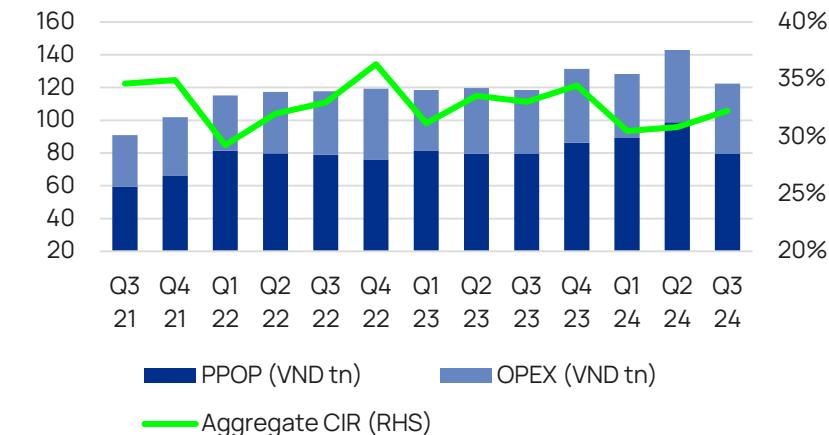
Tăng trưởng TOI và chi phí từ HĐKD (OPEX) (QoQ)



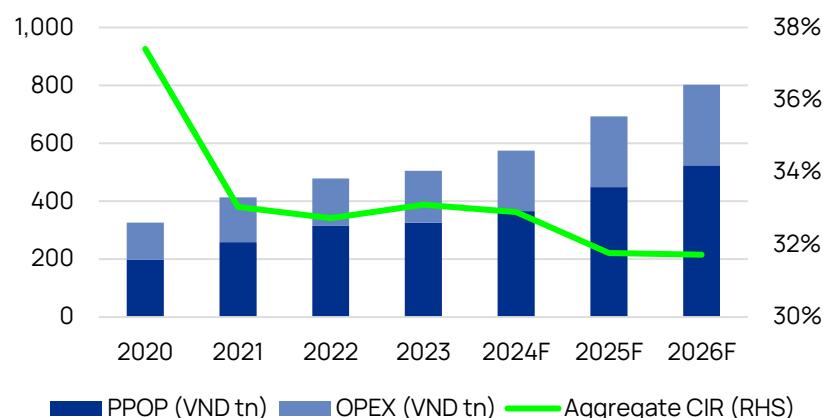
Tăng trưởng TOI và OPEX (YoY)



Tổng tỷ lệ chi phí/thu nhập (CIR), lợi nhuận trước dự phòng (PPOP) & OPEX (QoQ)

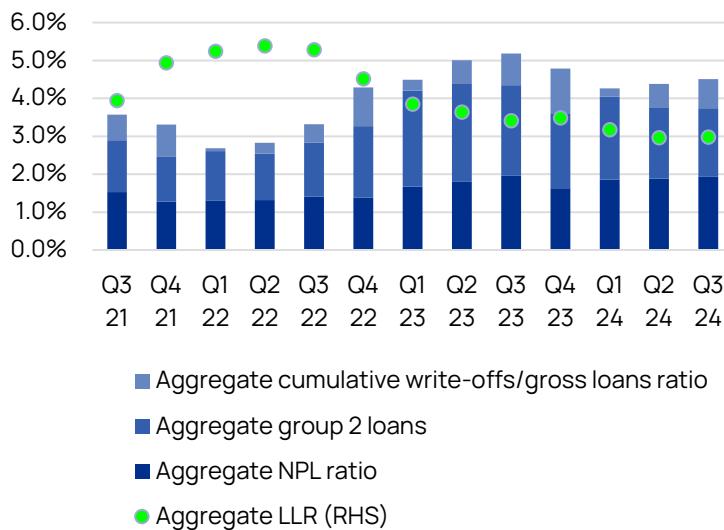


Tổng CIR, PPOP & OPEX (YoY)



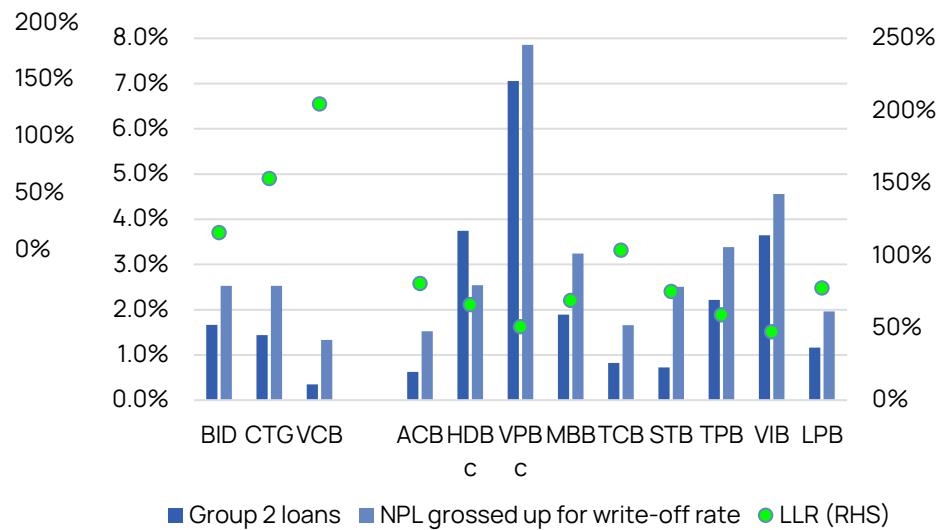
Chất lượng tài sản (1)

Chất lượng tài sản của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap

Chất lượng tài sản của các ngân hàng trong quý 3/2024

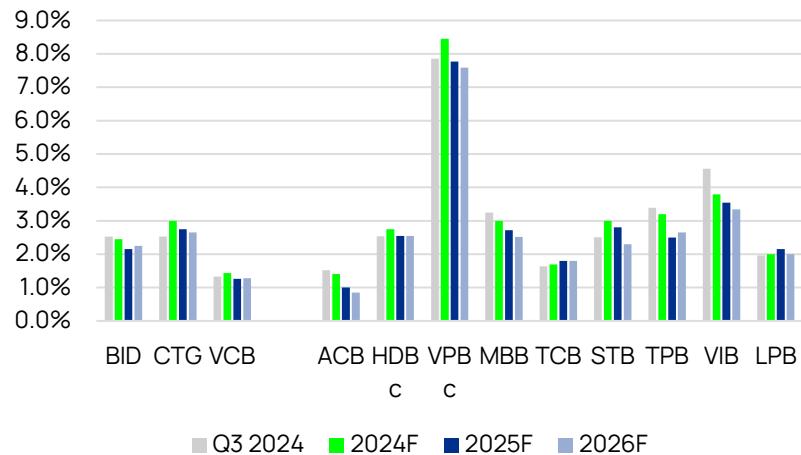


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

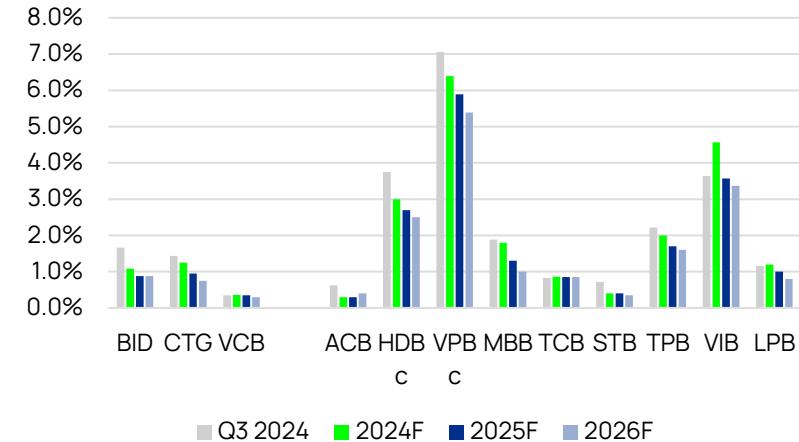
- Tổng tỷ lệ nợ xấu vẫn đi ngang QoQ trong quý 3/2024 trong bối cảnh tỷ lệ xử lý nợ xấu tăng. Tổng tỷ lệ nợ xấu trong quý 3/2024 vẫn ở mức 1,9%, đi ngang so với quý 1 và quý 2/2024. Tuy nhiên, tỷ lệ hình thành nợ xấu trong quý 3/2024 đã giảm và tỷ lệ nợ Nhóm 2 tiếp tục được cải thiện, giảm trong 2 quý liên tiếp (-10 điểm cơ bản QoQ và -60 điểm cơ bản YoY), cho thấy áp lực hình thành nợ xấu có khả năng giảm trong các quý tới.
- Tỷ lệ xử lý nợ trong 9T 2024 đạt 0,8% (ổn định YoY; so với 0,6% trong nửa đầu năm 2024). Tổng chi phí tín dụng hàng năm vẫn ở mức cao là 1,2% (-20 điểm cơ bản QoQ), trong khi tổng tỷ lệ bao phủ nợ trong quý 3/2024 nhìn chung không thay đổi.

Chất lượng tài sản (2)

Nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng



Nợ nhóm 2



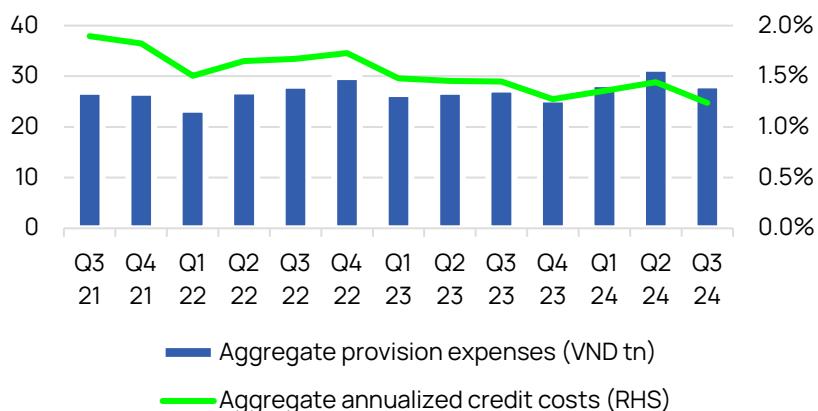
Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

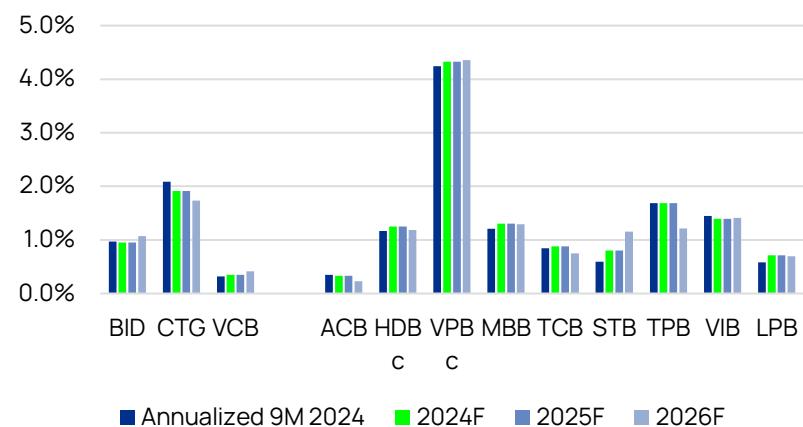
- Trong khi chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu cộng tỷ lệ nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng của hầu hết các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi sẽ tăng nhẹ trong quý 4/2024, chúng tôi tin rằng áp lực lên tỷ lệ hình thành nợ xấu sẽ giảm so với các quý trước. Tổng tỷ lệ nợ Nhóm 2 giữa các ngân hàng này đã giảm QoQ trong 2 quý liên tiếp, cho thấy tỷ lệ hình thành nợ xấu đã chậm lại.
- Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản sẽ được cải thiện vào năm 2025, được hỗ trợ bởi môi trường lãi suất thấp và nhu cầu tín dụng mạnh. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu cộng tỷ lệ nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng cùng nợ Nhóm 2 là 3,92% (-45 điểm cơ bản YoY). Chúng tôi dự báo tỷ lệ xử lý nợ sẽ tăng cao khi các ngân hàng tiếp tục làm sạch bảng cân đối kế toán.

Chất lượng tài sản(3)

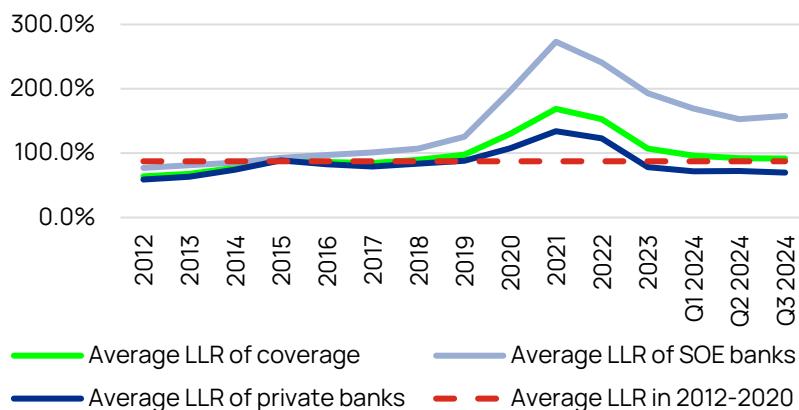
Tổng chi phí dự phòng (nghìn tỷ đồng) và chi phí tín dụng (%) theo quý



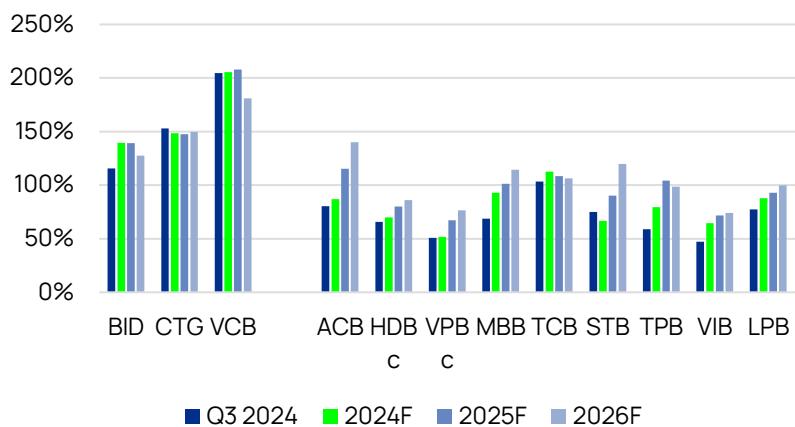
Chi phí tín dụng của các ngân hàng chúng tôi theo dõi



Tỷ lệ bao phủ nợ trung bình

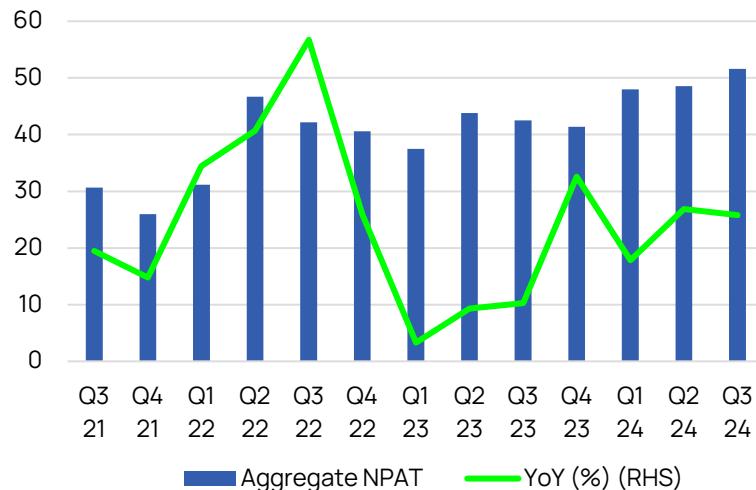


Tỷ lệ bao phủ nợ theo ngân hàng

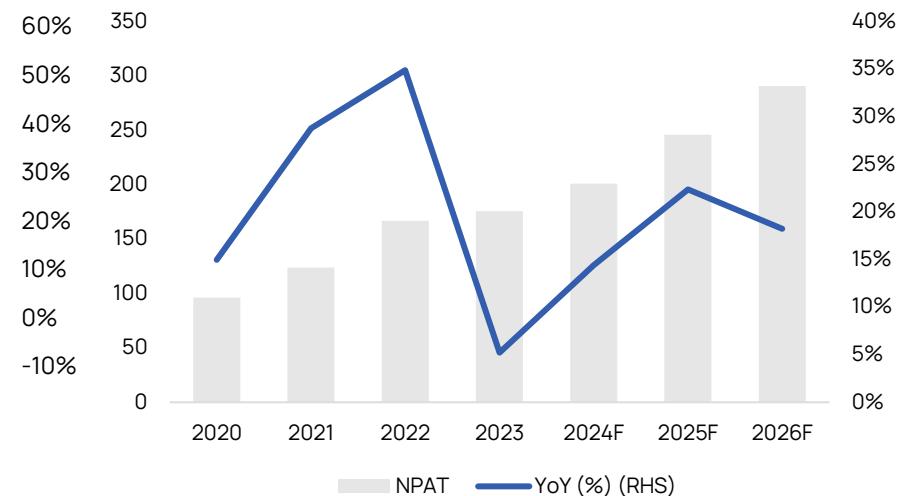


Lợi nhuận ròng

LNST theo quý (nghìn tỷ đồng)



LNST hàng năm (nghìn tỷ đồng)

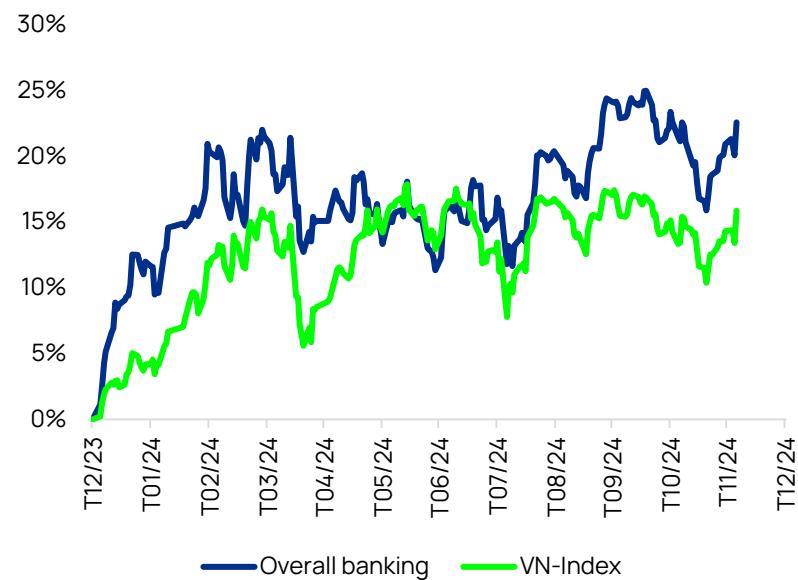


- Mức tăng 17,3% YoY trong LNST 9T 2024 cho thấy tín hiệu triển vọng lợi nhuận tích cực trong năm 2024 và chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng lợi nhuận này sẽ tiếp diễn trong năm 2025. Chúng tôi dự báo tổng LNST trong năm 2024 của các ngân hàng chúng tôi theo dõi sẽ tăng 14,4% YoY, tương ứng mức tăng 4,1% QoQ và 7,9% YoY trong quý 4/2024, nhờ tăng trưởng tín dụng mạnh hơn và NIM cải thiện QoQ.
- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo LNST gộp tăng 22,3% YoY, được hỗ trợ bởi (1) tổng NII tăng 18,2% YoY, do NIM cải thiện và tăng trưởng tín dụng mạnh, và (2) NOII tăng 22,5% YoY, được dẫn dắt bởi phí bancassurance phục hồi dần từ mức cơ sở thấp vào năm 2024, thu nhập từ xử lý nợ cao hơn từ các khoản nợ xấu đã xử lý khi thị trường BDS phục hồi và thu nhập từ việc bán nợ liên quan đến KCN Phong Phú của STB. Những khoản tăng này sẽ bị ảnh hưởng một phần bởi chi phí tín dụng cao hơn dự kiến, do tình trạng nợ xấu còn ở mức cao và hạ nhóm nợ khi Thông tư 06 (gia hạn Thông tư 02) hết hiệu lực.

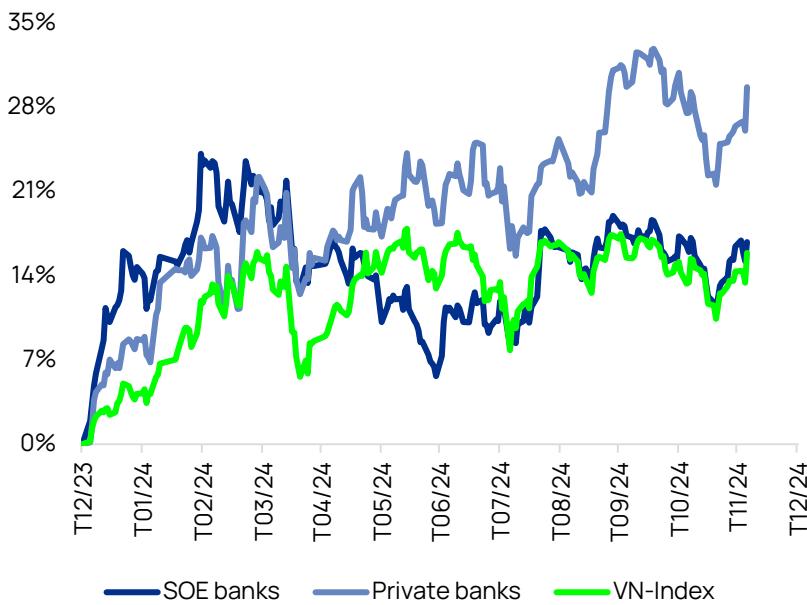
Diễn biến giá cổ phiếu & Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

Diễn biến giá cổ phiếu ngành hàng kể từ đầu năm

Diễn biến giá cổ phiếu kể từ đầu năm (1)



Diễn biến giá cổ phiếu kể từ đầu năm (2)

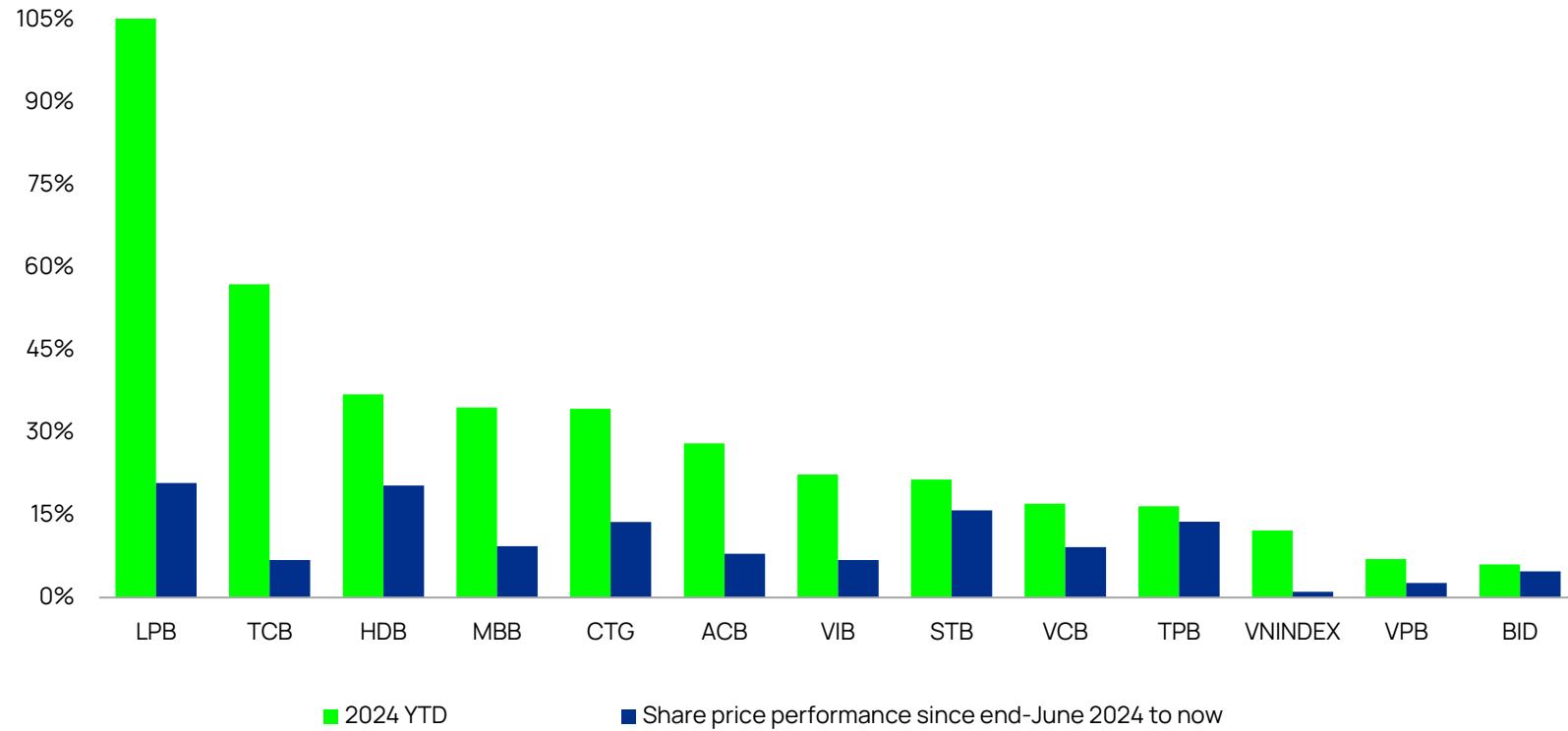


Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024 (Lưu ý: Ngân hàng nói chung đại diện cho tất cả các cổ phiếu ngân hàng Vietcap theo dõi và được tính theo vốn hóa thị trường)

Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024 (Lưu ý: Ngân hàng nói chung đại diện cho tất cả các cổ phiếu ngân hàng Vietcap theo dõi và được tính theo vốn hóa thị trường)

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng năm 2024 kể từ đầu năm

Diễn biến giá cổ phiếu ngân hàng kể từ đầu năm



Nguồn: Vietcap, FiinPro tính đến ngày 05/12/2024

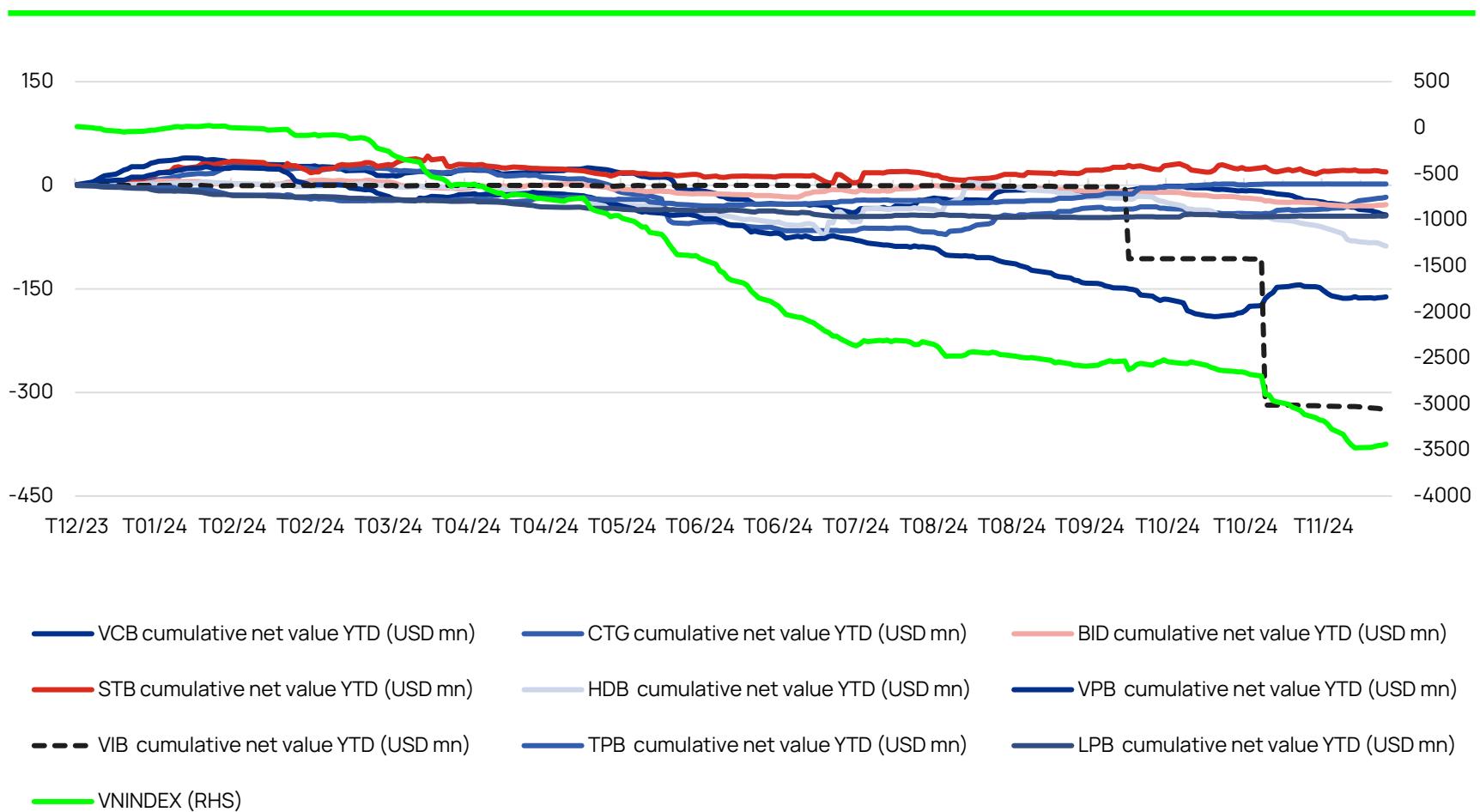
P/B trượt của các ngân hàng chung tôi theo dõi

P/B trượt của các ngân hàng chung tôi theo dõi (T12/2017 – T12/2024)



Nguồn: Vietcap, FinPro tính đến ngày 05/12/2024

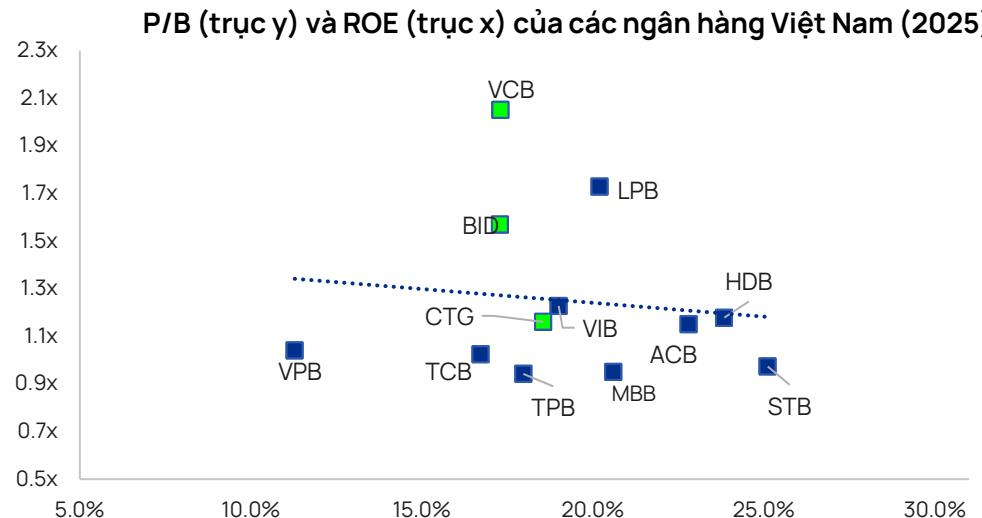
Tổng giá trị giao dịch ròng của nhà đầu tư nước ngoài từ đầu năm



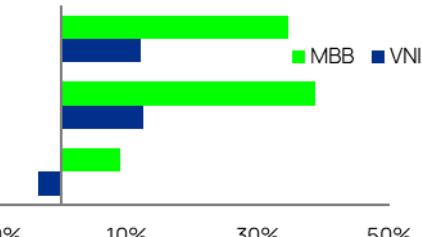
Nguồn: Vietcap, FinPro tính đến ngày 05/12/2024

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

- Dựa trên tầm nhìn đầu tư 1 năm, các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là **MBB**, **VPB**, **STB**, và **ACB**. Đây là những cổ phiếu có tiềm năng mang lại mức lợi nhuận cao nhất theo dự báo giá mục tiêu cuối năm 2025 tính theo giá ngày 05/12/2024.
- MBB** có NIM cao sau điều chỉnh chi phí tín dụng, tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ, hệ sinh thái đa dạng, tỷ lệ CASA thuộc nhóm dẫn dắt với tiền gửi CASA ổn định từ các bên liên quan đến quân đội và các công ty con, và bộ đệm dự phòng mạnh mẽ. **VPB** có tỷ lệ an toàn vốn cao nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi và ngân hàng đang hướng đến tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ tiêu dùng bán lẻ phục hồi. **STB** là một trong những thương hiệu ngân hàng tư nhân tốt nhất và có mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ có chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong 3 năm tới, do tăng đáng kể mảng thu nhập khác đến từ việc bán các tài sản tồn đọng.
- Đối với các nhà đầu tư ưu tiên lựa chọn phòng thủ nhưng vẫn muốn có mức tăng trưởng lợi nhuận ổn định, chúng tôi khuyến nghị **ACB**. Ngân hàng có mức ROE ấn tượng trên 20%, nhờ chiến lược cho vay thận trọng, chi phí vốn cạnh tranh và là một thương hiệu ngân hàng vững chắc tại Miền Nam.



MBB - MUA, Giá mục tiêu 31.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	
			LN trước dự phòng (tỷ đồng)	% YoY	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	% YoY				
Giá cổ phiếu (05/12)	24.550VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	32.393	38.117	44.290	53.250				
Giá mục tiêu*	31.000VND	% YoY	5,3%	17,7%	16,2%	20,2%				
TL tăng	+26,3%	EPS								
Lợi suất cổ tức	+2,0%	NIM	4,80%	4,17%	4,18%	4,37%				
Tổng mức sinh lời	+28,3%	Tỷ lệ CASA	40,2%	37,4%	37,5%	37,7%				
Ngành	Ngân hàng	Nợ xấu/cho vay	1,60%	1,90%	1,70%	1,50%				
GT vốn hóa	130 nghìn tỷ đồng	Chi phí tín dụng	1,00%	1,30%	1,30%	1,28%				
Room KN	0 đồng	CIR	31,5%	29,5%	29,0%	28,5%				
GTGD/ngày (30n)	375 tỷ đồng	P/B		1,4x	1,1x	1,0x	0,8x			
Cổ phần Nhà nước	9,4%	P/E		6,3x	5,8x	5,0x	4,1x			
SL cổ phiếu lưu hành	5.287 tỷ	ROE	24,5%	21,8%	20,6%	20,8%				
Pha loãng	5.287 tỷ	ROA	2,5%	2,2%	2,1%	2,2%				

* Cập nhật ngày 02/12/2024

Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1994, MBB là ngân hàng lớn thứ 4 trong số các ngân hàng chứng tỏi theo dõi về tổng giá trị tài sản tính đến ngày 31/12/2023. Ngân hàng thực hiện IPO năm 2004 và niêm yết từ tháng 11/2011.

MBB có hệ sinh thái đa dạng nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. MBB có 6 công ty con, bao gồm công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ, công ty tài chính tiêu dùng, công ty chứng khoán và công ty quản lý quỹ & tài sản, giúp thúc đẩy cơ hội bán chéo sản phẩm. Ngoài ra, MBB cũng thành công trong việc đổi mới ứng dụng ngân hàng và thu hút khách hàng mới.

Chúng tôi tin rằng MBB có lợi thế cạnh tranh vững chắc về (1) chi phí huy động vốn, với tỷ lệ CASA hàng đầu và (2) triển vọng tăng trưởng tích cực từ mạng lưới các công ty con và đối tác chiến lược. Ngoài ra, chúng tôi giả định MBB sẽ nhận được hạn mức tín dụng cao hơn mức trung bình trong giai đoạn dự báo của chúng tôi do MBB tham gia vào chương trình hỗ trợ tổ chức tín dụng yếu kém.

Chúng tôi duy trì kỳ vọng NIM sẽ cải thiện trong 2 năm tới. Bất chấp áp lực lên NIM từ (1) lãi suất tiền gửi bắt đầu tăng vào giữa năm 2024 và (2) lãi suất cho vay cạnh tranh, chúng tôi kỳ vọng NIM trong năm 2024 của MBB đạt 4,17% (tương đương NIM 9T) khi xét đến (1) khả năng duy trì tỷ lệ CASA cao của MBB, (2) giảm hình thành nợ xấu và (3) nhu cầu tín dụng mạnh hơn sẽ hỗ trợ lợi suất IEA. Vì chúng tôi dự kiến áp lực lên NIM tăng, chúng tôi dự báo NIM của MBB sẽ cải thiện từ mức cơ sở thấp hiện tại lên 4,37% vào năm 2026 (so với mức 4,41% trước đó).

Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu trong năm 2024 sẽ đạt mức định là 1,9% và cải thiện đạt 1,5% vào năm 2026. Chúng tôi tăng dự báo tỷ lệ nợ xấu năm 2024 từ 1,7% lên 1,9% do tỷ lệ nợ xấu quý 3/2024 cao hơn dự kiến là 2,23%, chủ yếu bị ảnh hưởng bởi việc phân loại lại CIC. Theo MBB, tỷ lệ nợ xấu quý 3/2024 của ngân hàng mẹ trước khi phân loại CIC là 1,6%. MBB kỳ vọng sẽ kiểm soát tỷ lệ nợ xấu dưới 2% và tăng cường bộ đệm dự phòng lên 100% (so với 69% tính đến quý 3/2024) kể từ năm 2024. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu của MBB có thể cải thiện trong 3 năm tới với mức tăng trưởng cho vay hàng đầu và tăng trưởng TOI mạnh sẽ tạo ra dư địa để xử lý nợ xấu. **MBB hiện đang giao dịch với P/B thấp hơn 18% so với mức trung vị P/B dự phóng 2025 của các ngân hàng khác là 1,2 lần với ROE dự phóng năm 2024 là 21% so với mức trung vị của một số ngân hàng khác là 19%, theo dự báo của chúng tôi.**

VPB - MUA, Giá mục tiêu 25.000 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F			
Giá cổ phiếu (05/12)	19.500 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	35.832	47.085	56.972	68.737	YTD		
Giá mục tiêu*	25.000 VND	% YoY	-18,0%	31,4%	21,0%	20,7%			
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	10.053	14.711	16.960	21.333	1Y		
		% YoY	-44,7%	46,3%	15,3%	25,8%			
TL tăng	+28,2%	EPS	% YoY	-49,4%	34,8%	15,3%	25,8%		
Lợi suất cổ tức	5,1%	NIM		5,62%	5,96%	6,29%	6,45%		
Tổng mức sinh lời	+33,3%	Tỷ lệ CASA		17,4%	16,4%	17,4%	18,4%		
		Nợ xấu/cho vay		5,01%	4,74%	4,24%	4,04%		
Ngành	Ngân hàng	Chi phí tín dụng		4,4%	4,3%	4,4%	4,2%		
GT vốn hóa	155 nghìn tỷ đồng	CIR		28,0%	24,0%	25,0%	26,0%		
Room KN	7,5 nghìn tỷ đồng	P/B		1,1x	1,1x	1,0x	0,9x		
GTGD/ngày (30n)	325 tỷ đồng	P/E		13,6x	10,1x	8,8x	7,0x		
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE		8,3%	10,3%	11,3%	13,2%		
SL cổ phiếu lưu hành	7.934 tỷ	ROA		1,4%	1,7%	1,7%	1,8%		
Pha loãng	7.934 tỷ	* Cập nhật ngày 02/12/2024							

The chart shows the performance of VPB and VNI over three time periods: Year-to-Date (YTD), 1-year (1Y), and 3-year annualized (3Y ann.). VPB's performance is consistently higher than VNI's across all metrics.

VPB là ngân hàng có nguồn vốn dồi dào nhất trong danh mục theo dõi của chúng tôi. Tính đến quý 3/2024, VPB có hệ số CAR cao nhất ngành ngân hàng ở mức 16% sau khi bán vốn cho cổ đông chiến lược Sumitomo Mitsui Banking Corporation (SMBC) vào năm 2023.

VPB đang mở rộng hoạt động kinh doanh nhằm đa dạng hóa việc cung cấp các sản phẩm tài chính. VPB sở hữu công ty tài chính tiêu dùng lớn nhất (FE Credit - FEC), công ty môi giới chứng khoán (VPBankS) và công ty bảo hiểm OPES (công ty bảo hiểm phi nhân thọ). Ngân hàng cũng có quan hệ đối tác bancassurance độc quyền với AIA Life Insurance tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng FEC có thể hòa vốn vào năm 2024 và bắt đầu đóng góp lợi nhuận đáng kể cho ngân hàng từ năm 2025 với sự hỗ trợ tích cực từ SMBC trong quá trình tái cơ cấu.

Dự kiến tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-2026, được thúc đẩy bởi (1) NIM cải thiện và tín dụng tăng trưởng mạnh, (2) NOI phục hồi và đặc biệt là thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý và (3) đóng góp cao hơn từ FEC. Chúng tôi ước tính FEC đã nhận được hơn 300 tỷ đồng lợi nhuận trong quý 3/2024 sau khi hòa vốn vào quý 2/2024. Giải ngân 9T 2024 tăng 42% YoY và tỷ lệ nợ xấu đã giảm đáng kể xuống 17%. Chúng tôi dự báo LNTT của FEC trong năm 2024 là 131 tỷ đồng (so với LNTT năm 2023 là ~3 nghìn tỷ đồng).

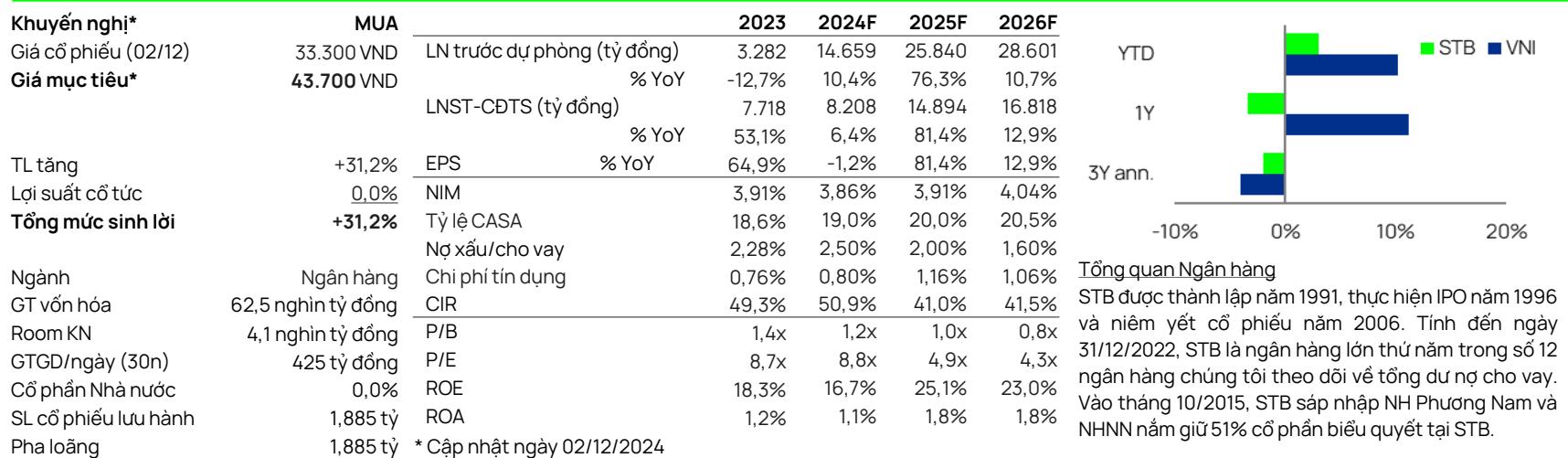
Dự kiến ROI mạnh sẽ bù đắp cho áp lực trích lập dự phòng. Tính theo hàng quý, cả tỷ lệ nợ xấu và nợ Nhóm 2 đều giảm trong quý 3/2024 (chủ yếu do FEC thúc đẩy). Thu nhập từ thu hồi nợ xấu đã xử lý trong 9T tăng 90% YoY (50% trong đó được tạo ra trong quý 3). Chúng tôi cho rằng cơ sở vốn vững mạnh của VPB (CAR quý 3/2024 là 15,7%), NIM cao và sự hợp lực tốt giữa các công ty con (FEC và VPBank Securities) và các đối tác sẽ giúp VPB đổi mới với những thách thức trong quản lý rủi ro. Ngoài ra, với sự hỗ trợ của SMBC trong việc huy động vốn, phát triển khách hàng mới (khách hàng FDI) và cải thiện quản lý rủi ro, VPB có thể nắm bắt các cơ hội tăng trưởng tốt.

Rủi ro: NIM thấp hơn dự kiến, không kiểm soát được chi phí tín dụng.

Tổng quan Ngân hàng

VPBank là một Ngân hàng thương mại tại Việt Nam với một công ty con thuộc sở hữu hoàn toàn – công ty quản lý tài sản VPBank AMC – và sở hữu 50% công ty tài chính tiêu dùng FE Credit (FEC). FEC đóng góp khoảng 11% vào tổng dư nợ cho vay hợp nhất vào năm 2023.

STB - MUA, Giá mục tiêu 43.700 đồng/cổ phiếu



Tổng quan Ngân hàng

STB được thành lập năm 1991, thực hiện IPO năm 1996 và niêm yết cổ phiếu năm 2006. Tính đến ngày 31/12/2022, STB là ngân hàng lớn thứ năm trong số 12 ngân hàng chúng tôi theo dõi về tổng dư nợ cho vay. Vào tháng 10/2015, STB sáp nhập NH Phương Nam và NHNN nắm giữ 51% cổ phần biểu quyết tại STB.

STB sở hữu một trong những hệ thống mạng lưới lớn nhất tại Việt Nam. Tính đến cuối năm 2023, STB sở hữu 552 chi nhánh và phòng giao dịch và là ngân hàng tư nhân lớn thứ hai về mạng lưới trong danh mục các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi. Ngân hàng tập trung vào miền Nam, và tập trung nhiều vào phân khúc bán lẻ và SME.

Theo chúng tôi, HĐKD ngân hàng cốt lõi vững chắc là một trong những tiêu chí góp phần vào sự thành công của Đề án tái cơ cấu STB. Trong bảy năm qua, mục tiêu chính của ngân hàng là xử lý tài sản tồn đọng liên quan đến việc sáp nhập với Ngân hàng Phương Nam vào năm 2015 thông qua việc bán tài sản thế chấp và/hoặc trích lập dự phòng. Chúng tôi đã nhận thấy những diễn biến tích cực trong việc giải quyết các khoản nợ tồn đọng, điều này củng cố niềm tin của chúng tôi vào câu chuyện tái cơ cấu ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ hoàn thành việc tất toán số dư VAMC vào năm 2024, điều này sẽ mở ra tiềm năng tăng trưởng hơn nữa và chuyển trọng tâm sang tăng cường HĐKD cốt lõi của ngân hàng.

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận đáng kể từ việc bán tài sản tồn đọng sẽ hỗ trợ hệ số CAR của STB, tạo điều kiện tăng trưởng tín dụng cao hơn. Hiện tại, STB đã bán thành công khoản nợ liên quan đến Phong Phú và chúng tôi kỳ vọng kế hoạch bán khoản 32,5% cổ phần làm tài sản thế chấp tại VAMC sẽ được NHNN hoàn tất vào năm 2025. Sau khi nhận được toàn bộ khoản thanh toán của Phong Phú vào năm 2025, chúng tôi ước tính lợi nhuận của STB có thể tăng 81,4% YoY và hệ số CAR của STB dự kiến đạt khoảng 11%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ được cấp hạn mức tín dụng cao hơn và mở rộng thị phần cho vay.

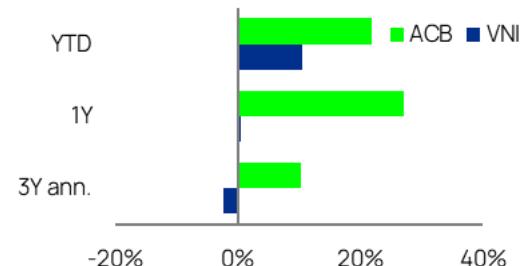
STB hiện đang giao dịch ở mức P/B dự phóng năm 2024 là 1,0 lần so với mức trung vị P/B dự phóng năm 2024 của các ngân hàng khác là 1,2 lần với ROE dự phóng 2025 cao hơn mức trung vị của một số ngân hàng khác.

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Nợ xấu cao hơn dự kiến; STB không bán được tài sản đảm bảo lớn

ACB - MUA, Giá mục tiêu 33.400 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F	YTD		
							% YoY	% YoY	% YoY
Giá cổ phiếu (02/12)	25.200 VND	LN trước dự phòng (tỷ đồng)	21.871	22.995	27.611	31.577			
Giá mục tiêu*	33.400 VND	% YoY	27,3%	5,1%	20,1%	14,4%			
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	16.044	16.881	20.875	23.865			
		% YoY	17,2%	5,2%	23,7%	14,3%			
TL tăng	+32,5%	EPS		17,4%	4,8%	23,7%	14,3%		
Lợi suất cổ tức	4,0%	NIM	3,87%	3,76%	3,89%	4,05%			
Tổng mức sinh lời	+36,5%	Tỷ lệ CASA	22,0%	22,9%	24,8%	25,7%			
Ngành	Ngân hàng	Nợ xấu/cho vay	1,21%	1,20%	0,90%	0,70%			
GT vốn hóa	112,5 nghìn tỷ đồng	Chi phí tín dụng	0,37%	0,33%	0,23%	0,23%			
Room KN	0 đồng	CIR	33,2%	33,2%	33,2%	33,9%			
GTGD/ngày (30n)	217,5 tỷ đồng	P/B	1,6x	1,4x	1,1x	0,9x			
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	7,1x	6,8x	5,5x	4,8x			
SL cổ phiếu lưu hành	4.467 tỷ	ROE	24,8%	21,9%	22,8%	21,8%			
Pha loãng	4.467 tỷ	ROA	2,42%	2,18%	2,35%	2,35%			

* Cập nhật ngày 02/12/2024



Tổng quan Ngân hàng

Được thành lập năm 1993, ACB là ngân hàng lớn thứ bảy trong số các ngân hàng chúng tôi theo dõi tính theo tổng tài sản tại thời điểm ngày 31/12/2023. ACB niêm yết vào tháng 11/2006 tại sàn HNX và chuyển sang sàn HOSE vào tháng 12/2020.

Ngân hàng với chiến lược thận trọng và dư nợ cho vay đa dạng giúp giảm thiểu rủi ro trong điều kiện bất lợi. ACB là ngân hàng tập trung vào cho vay bán lẻ trong danh mục theo dõi của chúng tôi với hơn 90% dư nợ cho vay là khách hàng bán lẻ và doanh nghiệp vừa và nhỏ. ACB không đầu tư TPĐN và chỉ có 1,1% dư nợ cho vay liên quan đến các công ty phát triển BDS trong quý 3/2024. Do đó, ACB là một trong những ngân hàng có dư nợ cho vay có chất lượng tốt nhất trong số các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam.

ACB mở rộng thị phần cho vay nhờ lợi thế là một trong những ngân hàng có chi phí vốn thấp nhất trong số các ngân hàng tư nhân. Chúng tôi cho rằng (1) lượng khách hàng trung thành và (2) phạm vi phủ sóng rộng khắp của các phòng giao dịch tại khu vực phía Nam đã hỗ trợ ACB huy động nguồn vốn với chi phí tương đối thấp từ khách hàng bán lẻ. ACB có thể tận dụng chi phí vốn thấp để đạt mức tăng trưởng tín dụng cao là 13,9% trong 9T 2024 trong khi nhu cầu tín dụng của khách hàng bán lẻ vẫn ở mức thấp và tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống chỉ đạt 9,0% trong cùng kỳ.

ACB vượt trội ở mảng bancassurance, bất chấp (1) quy định chặt chẽ hơn của Chính phủ về việc bán bảo hiểm thông qua ngân hàng và (2) các trường hợp bán bancassurance sai mục đích của một số ngân hàng ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý của khách hàng bán lẻ. Trong năm 2023, ACB đứng đầu về doanh số APE tích lũy, cho thấy hoạt động bancassurance của ngân hàng có hiệu quả. Ngoài ra, trong 3 năm qua, ACB liên tục nằm trong top 4 ngân hàng về doanh số phí bảo hiểm hàng năm tương đương (APE) mới.

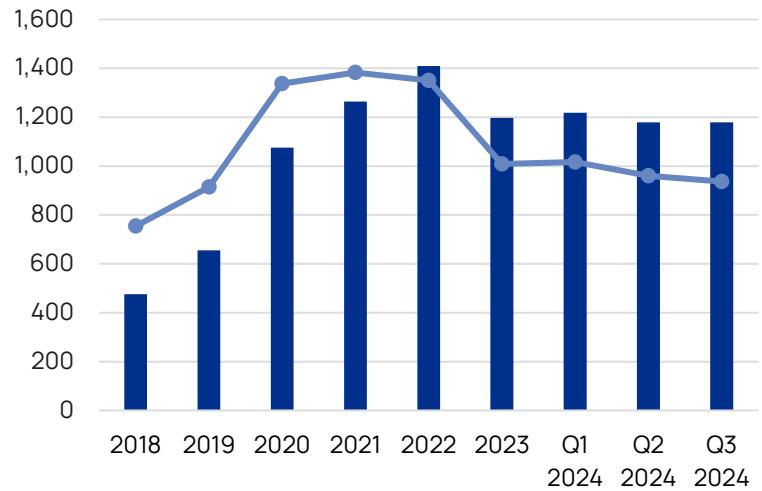
Chúng tôi tin rằng định giá của ACB là hấp dẫn khi xét đến rủi ro vận hành tương đối thấp và ROE cao. P/B dự phóng năm 2025 của ACB là 1,1 lần so với mức trung vị của các ngân hàng khác là 1,1 lần. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng ROE của ACB trong năm 2025 đạt 22,8% so với mức trung vị của các ngân hàng khác là 18,6%.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ CASA thấp hơn so với dự kiến của chúng tôi; (2) bancassurance kém khả quan; (3) tỷ lệ nợ xấu cao hơn dự kiến.

Thị trường Trái phiếu doanh nghiệp

Lượng phát hành mới trong 9T 2024

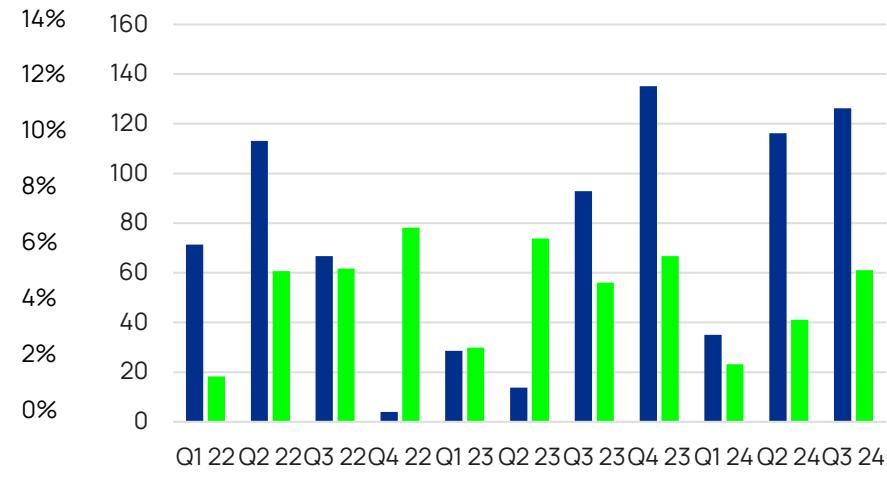
Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) lưu hành (nghìn tỷ đồng)



Corporate bonds outstanding Corporate bonds/ Credit balance

Nguồn: Hiệp hội Thị trường Trái phiếu Việt Nam (VBMA), TCTK, NHNN, ước tính của Vietcap

Trái phiếu phát hành và mua lại, quý (nghìn tỷ đồng)



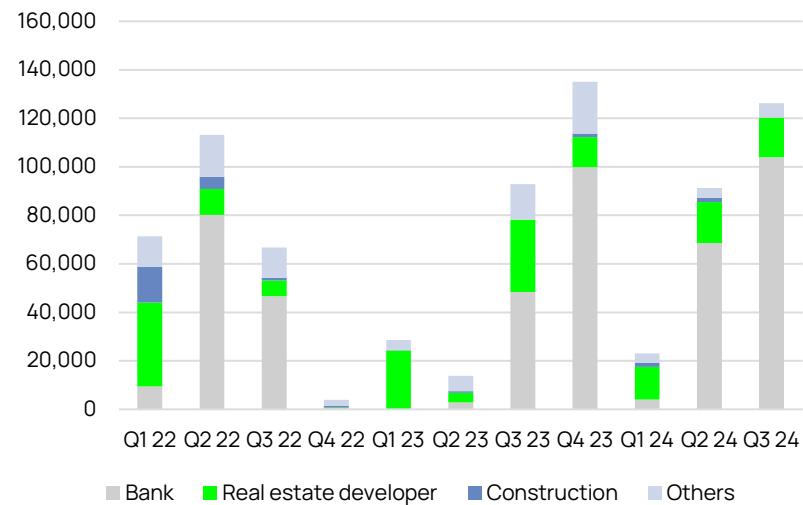
Total value issued Total value redeemed

Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

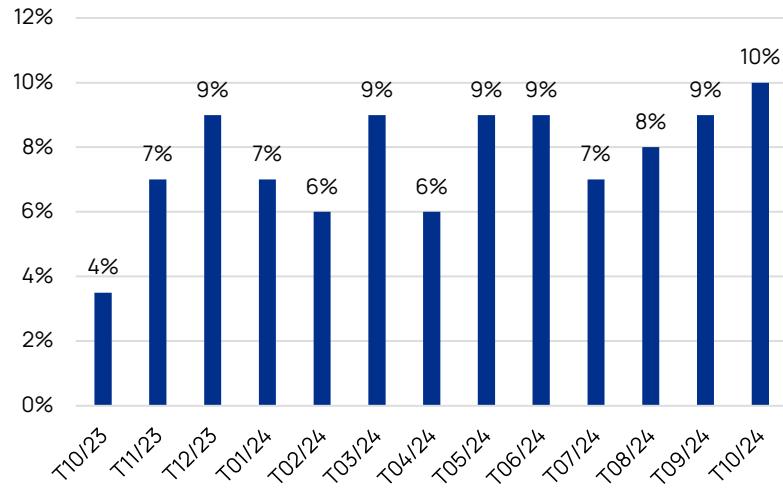
- Trong 9T 2024, lượng phát hành mới đạt 277 nghìn tỷ đồng (+47% YoY), vượt tổng giá trị phát hành của năm 2023. Ngoài ra, giá trị trái phiếu được mua lại trước hạn trong 9T 2024 giảm xuống còn 125 nghìn tỷ đồng (-22% YoY).
- Trái phiếu ngân hàng chiếm 82% tổng lượng phát hành với 177 nghìn tỷ đồng (+244% YoY), do các ngân hàng tìm cách tăng cường vốn dài hạn trong bối cảnh lãi suất thấp để cho vay trung và dài hạn. Ngoài ra, trái phiếu bất động sản chiếm khoảng 13% lượng phát hành, với các chủ đầu tư lớn như VHM, NLG và PDR đóng góp phần lớn vào khối lượng phát hành trong giai đoạn này.

Thanh khoản trên thị trường TPDN đã được cải thiện so với các quý trước trong năm 2024

Trái phiếu phát hành theo ngành (nghìn tỷ đồng)



Tỷ lệ TPDN được giao dịch hàng tháng/tổng dư nợ TPDN



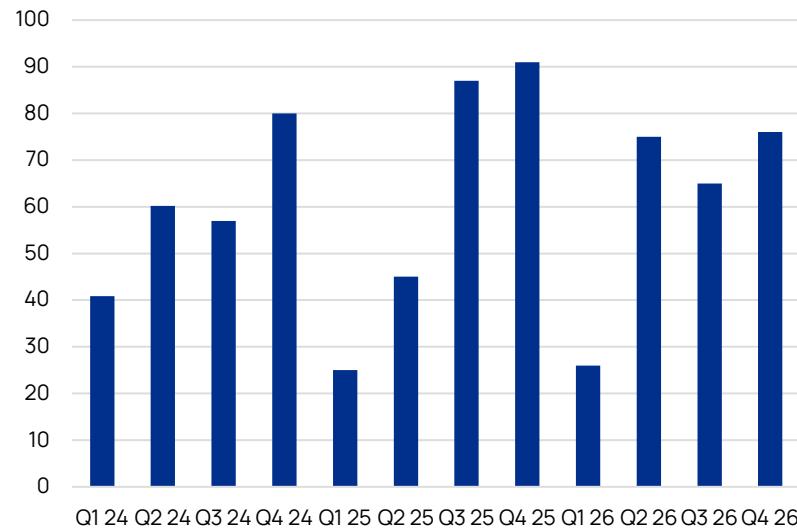
Nguồn: VBMA, Vietcap tổng hợp

Nguồn: VISRating, Vietcap tổng hợp

- Vào tháng 10/2024 giá trị giao dịch trái phiếu trên thị trường thứ cấp đạt khoảng 10% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành - mức cao nhất trong năm qua. Chúng tôi dự báo xu hướng tích cực này sẽ tiếp tục, nhờ (1) việc tiếp tục nâng cấp nền tảng giao dịch trái phiếu của HNX, với nhiều trái phiếu được niêm yết hơn, (2) tăng cường minh bạch từ các tổ chức phát hành trái phiếu, (3) triển vọng tăng trưởng kinh tế thuận lợi cho năm 2025, (4) môi trường lãi suất thấp và (5) sự tham gia nhiều hơn của khối ngoại do chúng tôi dự báo Luật Chứng khoán sửa đổi sẽ được thông qua vào cuối năm 2024, phân loại nhà đầu tư nước ngoài là nhà đầu tư chuyên nghiệp, điều này có thể sẽ thúc đẩy hơn nữa sự tham gia của nhóm nhà đầu tư này vào thị trường TPDN.

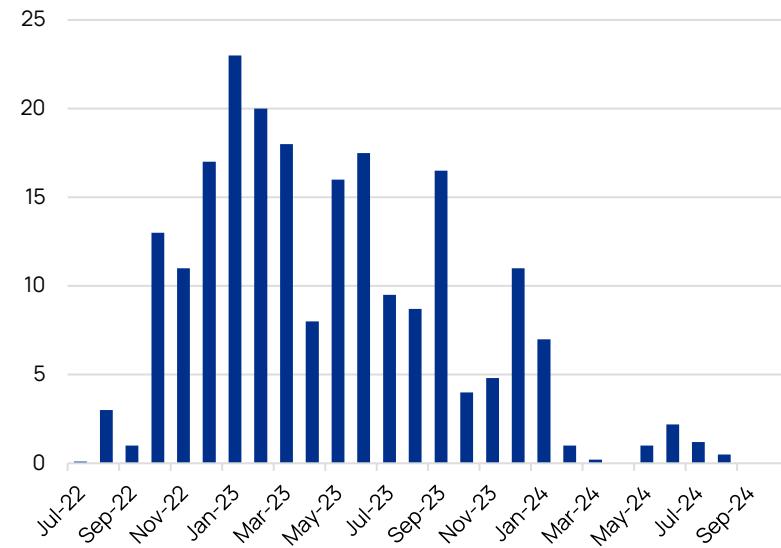
Giá trị trái phiếu đáo hạn trong giai đoạn 2025-2026 tương đương giai đoạn 2023-2024.

Dư nợ TPDN sắp đáo hạn trong giai đoạn 2024-2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, Vietcap

Giá trị trái phiếu bị chậm thanh toán lãi/gốc mới phát sinh hàng tháng (nghìn tỷ đồng)

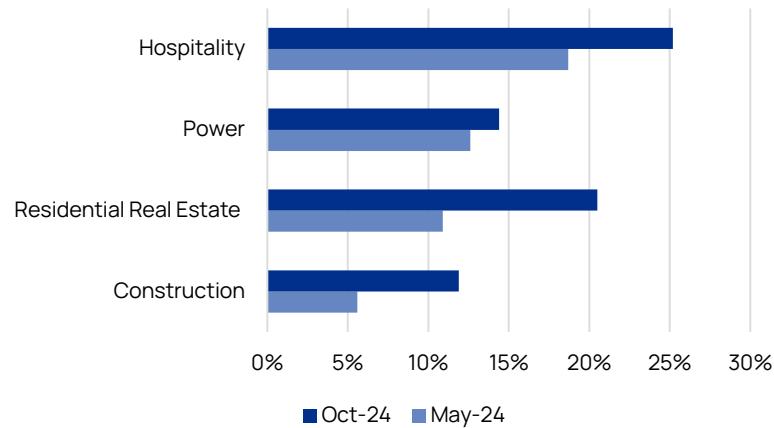


Nguồn: VBMA, HNX, Vietcap tổng hợp

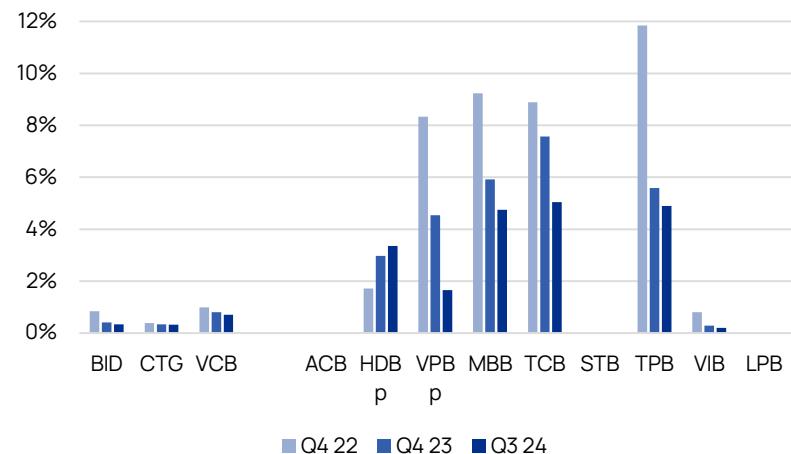
- Dữ liệu của chúng tôi cho thấy khoảng 250 nghìn tỷ đồng TPDN sẽ đáo hạn vào năm 2025, tương đương với giá trị đáo hạn trong giai đoạn 2023-2024, với gần một nửa số TPDN này liên quan đến ngành bất động sản. Với việc thị trường bất động sản đang dần phục hồi và tâm lý người mua nhà được cải thiện, chúng tôi tin rằng tình hình tài chính của các công ty bất động sản cũng sẽ được cải thiện theo. Ngoài ra, tỷ lệ trái phiếu chậm thanh toán thấp trong 10T 2024 và nhiều tổ chức phát hành chậm thanh toán đã bắt đầu trả gốc cho nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi dự báo rủi ro vỡ nợ trái phiếu sẽ giảm vào năm 2025, chủ yếu là rủi ro cá thể và tác động mang tính hệ thống, nếu có, chỉ ở mức tối thiểu.

Các ngân hàng tiếp tục giảm tỷ trọng nắm giữ TPDN tính đến quý 3/2024.

Tỷ lệ thu hồi của trái phiếu vỡ nợ theo ngành



Tỷ lệ TPDN trên tổng dư nợ tín dụng của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi



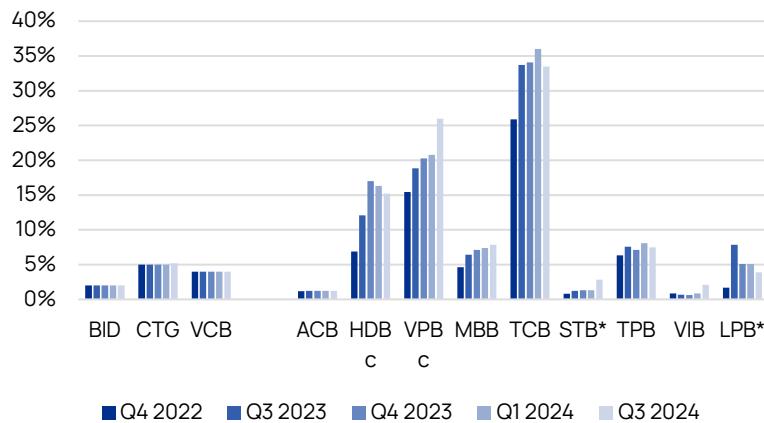
Nguồn: VIS Rating, Vietcap tổng hợp

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ('c' biểu thị hợp nhất)

- Hầu hết các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi cũng ghi nhận sự sụt giảm trong số dư TPDN tại quý 3/2024 so với quý 4/2022. Chúng tôi lưu ý rằng số dư TPDN tại các ngân hàng không bao gồm trái phiếu do ngân hàng phát hành. Việc này có thể là do số lượng phát hành trái phiếu mới, không thuộc lĩnh vực tài chính, bị hạn chế.
- Có lo ngại rằng khối lượng lớn trái phiếu đáo hạn vào năm 2025 có thể làm gia tăng nguy cơ vỡ nợ và ảnh hưởng tiêu cực đến các ngân hàng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro vỡ nợ trái phiếu sẽ thấp hơn so với năm 2023-2024 nhờ: (i) tình hình tài chính của các nhà phát triển bất động sản cải thiện trong bối cảnh thị trường bất động sản phục hồi và tâm lý người mua nhà tích cực hơn, (ii) thời gian đủ để các tổ chức phát hành trái phiếu chuẩn bị tài chính, và (iii) triển vọng tăng trưởng kinh tế rõ ràng hơn. Bất kỳ trường hợp vỡ nợ nào xảy ra cũng có khả năng phản ánh rủi ro đặc thù với tác động tối thiểu đến các ngân hàng. Ngoài ra, các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi duy trì các bộ đệm vốn mạnh để giảm thiểu rủi ro này

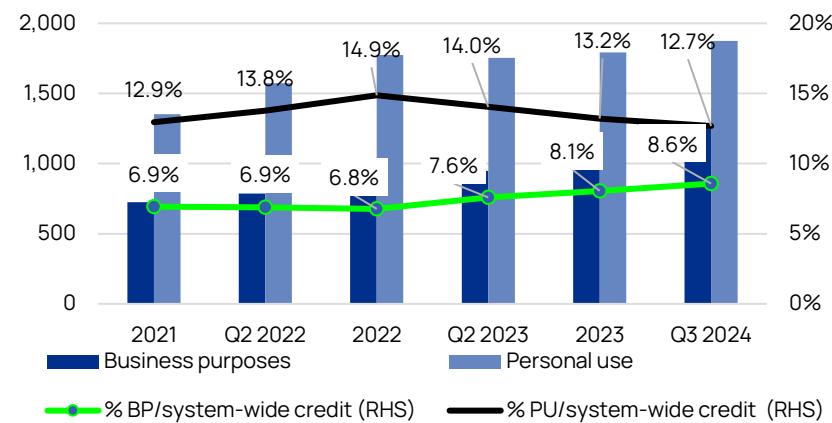
Ngân hàng tăng cường cho vay đối với các công ty phát triển BĐS

Cho vay của ngân hàng cho các đơn vị phát triển BĐS so với tổng cho vay (%)



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; c: hợp nhất; (*) dữ liệu gần nhất tính đến quý 2/2024

Tín dụng ngành BĐS (nghìn tỷ đồng) và % tín dụng ngành BĐS trên tổng dư nợ toàn hệ thống



Nguồn: NHNN, Vietcap

Nguồn: NHNN, Vietcap

Rủi ro tín dụng cho các ngân hàng thuộc danh mục của chúng tôi

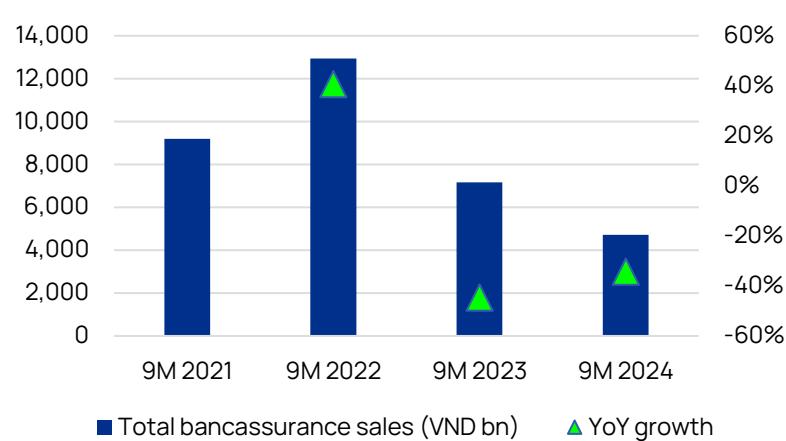
Q3 2024	BID	CTG*	VCB	MBB	TCB	VPB c	ACB	HDB c	VIB	TPB	STB*	LPB*
Vay mua nhà/tổng vay	15,5%	10,5%	N/A	~20%	26,6%	13,5%	17,8%	8,2%	50,2%	22,1%	N/A	N/A
Vay dành cho nhà phát triển/tổng vay	2,0%	5,2%	N/A	7,9%	33,5%	26,0%	1,2%	15,2%	2,1%	7,5%	2,8%	3,9%
Trái phiếu doanh nghiệp/tổng dư nợ tín dụng	0,3%	0,3%	0,7%	5,0%	5,0%	2,9%	0,0%	3,2%	0,2%	4,9%	0,0%	0,0%
% đầu tư BDS dưới dạng trái phiếu doanh nghiệp	116%	153%	205%	69%	103%	51%	80%	66%	47%	59%	75%	77%
Tỷ lệ bao phủ nợ	9,5%	9,9%	12,0%	11,4%	15,1%	15,7%	11,9%	14,8%	11,5%	13,2%	9,0%	12,2%
CAR	15,5%	10,5%	N/A	~20%	26,6%	13,5%	17,8%	8,2%	50,2%	22,1%	N/A	N/A

Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap; (*) dữ liệu của STB là dữ liệu quý 2/2024 ngoại trừ tỷ lệ bao phủ nợ và TPBN/tổng dư nợ tín dụng, CAR cho CTG tính đến quý 2/2024.

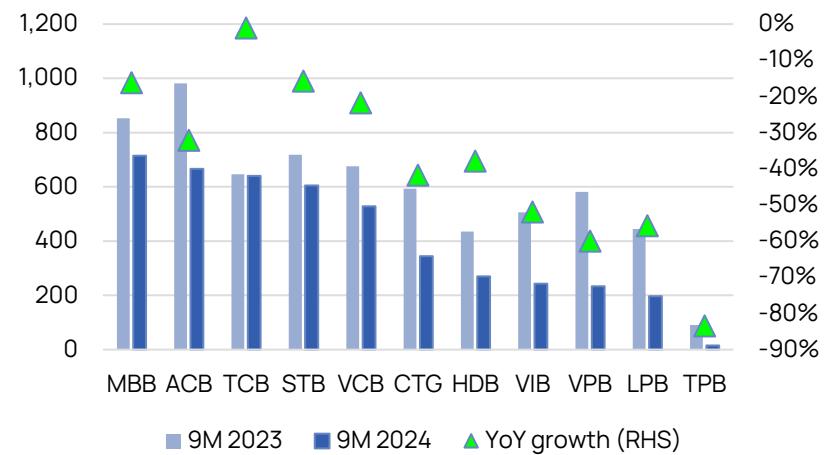
Bancassurance

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu bancassurance sẽ tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2025

Doanh thu bancassurance (9T 2021–9T 2024)



Doanh thu bancassurance của các ngân hàng thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi (tỷ đồng)



- Chúng tôi tin rằng doanh số bán bancassurance vẫn còn yếu trong 9T 2024 chủ yếu do (1) nhu cầu tín dụng bán lẻ yếu, (2) niềm tin của khách hàng phục hồi chậm và (3) khả năng gián đoạn từ việc tái cấu trúc quy trình bán hàng và tổ chức để phù hợp với khung pháp lý thắt chặt hơn đối với hoạt động bancassurance.
- Tổng hợp doanh số bán bancassurance của các ngân hàng mà chúng tôi theo dõi cho thấy VIB, VPB, LPB và TPB ghi nhận mức giảm so với cùng kỳ cao nhất, hơn 50% trong 9T 2024. Ngoài ra, tổng doanh số bán bancassurance của MBB và ACB đã đứng đầu thị trường trong nhiều tháng, theo tổng hợp dữ liệu tổng hợp của chúng tôi.
- NHNN vẫn cho phép phân phối sản phẩm liên kết đầu tư thông qua các tổ chức tín dụng.
- Chúng tôi tin rằng các ngân hàng đã chuẩn bị và chủ động giám sát các hoạt động này để tránh vi phạm nguyên tắc bán bảo hiểm kể từ khi các cơ quan chức năng tiến hành điều tra vào cuối năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy (1) tỷ lệ tham gia bảo hiểm hiện tại ở Việt Nam còn thấp và (2) các ngân hàng vẫn có thể thúc đẩy bancassurance thông qua cho vay ưu đãi hoặc tiếp cận khách hàng gửi tiền. Do đó, chúng tôi tin rằng bancassurance có thể tăng trưởng trong tương lai nhưng với tốc độ chậm hơn so với 10 năm qua, đồng thời yêu cầu các tiêu chuẩn tuân thủ quy định cao hơn.

Quy định mới về bancassurance để bảo vệ người mua bảo hiểm

Thông tư số 67/2023/TT-BTC và Nghị định số 46/2023/NĐ-CP do Bộ Tài chính ban hành (có hiệu lực từ ngày 02/11/2023) hướng dẫn thi hành luật kinh doanh bảo hiểm. Dưới đây là một số điểm nổi bật chính.

1. Tổ chức tín dụng **không được tư vấn, giới thiệu, chào bán, thu xếp hợp đồng bảo hiểm liên kết đầu tư** cho khách hàng **trong thời hạn 60 ngày trước và sau ngày giải ngân** toàn bộ khoản vay.
2. **Phải ghi âm quá trình tư vấn** đối với sản phẩm liên kết đầu tư. Phải có bằng chứng xác nhận của khách hàng về hồ sơ cho sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.
3. **Yêu cầu chi tiết hơn đối với đại lý bancassurance** về nhân sự, năng lực công nghệ và cơ cấu tổ chức.
4. Doanh nghiệp bảo hiểm có trách nhiệm **giám sát định kỳ, kiểm tra hoạt động tư vấn sản phẩm bảo hiểm** do đại lý thực hiện. Phải **giải quyết kịp thời các khiếu nại** liên quan đến tư vấn sản phẩm bảo hiểm và xử lý các vi phạm phát sinh.
5. **Thay đổi giới hạn hoa hồng** đối với một số sản phẩm bảo hiểm nhân thọ.

Nhìn chung, các quy định này phù hợp với định hướng của Bộ Tài chính nhằm tăng cường khuôn khổ pháp lý cho hoạt động bancassurance bắt đầu từ quý 4/2023. Chúng tôi cho rằng diễn biến này có thể có tác động tiêu cực đến tốc độ tăng trưởng phí bảo hiểm trong ngắn hạn cũng như chi phí hoạt động của cả ngân hàng và công ty bảo hiểm khi các yêu cầu về pháp lý trở nên nghiêm ngặt hơn đối với hoạt động bancassurance. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các ngân hàng đã chuẩn bị và tích cực giám sát các hoạt động này để tránh bán sản phẩm bảo hiểm sai mục đích kể từ cuộc điều tra của cơ quan chức năng vào cuối năm 2022. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy rằng (1) tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện tại ở Việt Nam vẫn còn thấp và (2) các ngân hàng có thể vẫn đẩy mạnh bancassurance thông qua việc ưu đãi lãi suất cho vay hoặc gửi tiết kiệm cho khách hàng mua sản phẩm bảo hiểm. Do đó, chúng tôi tin rằng bancassurance vẫn có thể phát triển trong tương lai nhưng với tốc độ chậm hơn so với 10 năm qua, đồng thời yêu cầu các tiêu chuẩn tuân thủ quy định cao hơn.

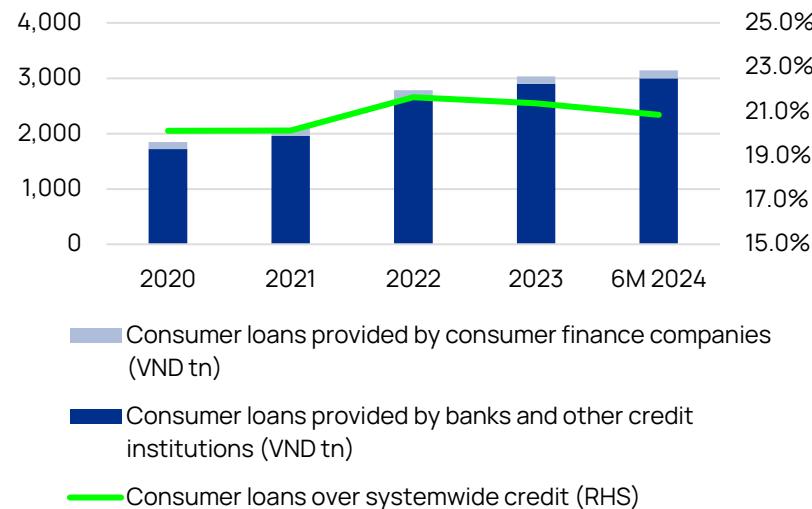
Các quan hệ đối tác bancassurance

Ngân hàng	Công ty bảo hiểm nhân thọ	Hợp tác độc quyền	Thời gian ký kết	Quy mô phí ứng trước ước tính	Thời hạn hợp tác
STB	Dai-ichi Life	Có	Tháng 12/2021 (Ký lại)	3,3 nghìn tỷ đồng	2 năm
ACB	Sun Life	Có	Tháng 11/2020	8,6 nghìn tỷ đồng	15 năm
MBB	MB Ageas (công ty con của MBB)	Có	N/A	N/A	N/A
VPB	AIA	Có	Tháng 3/2022 (Ký lại)	5,5 nghìn tỷ đồng	1 lần
VCB	FWD	Có	Tháng 4/2020	9 nghìn tỷ đồng	5 năm
CTG	Manulife	Có	Tháng 12/2021	5 nghìn tỷ đồng	5 năm
VIB	Prudential	Có	Tháng 6/2023 (Ký lại)	N/A	N/A
LPB	Dai-ichi Life	Có	Tháng 11/2022 (Ký lại)	1,6 nghìn tỷ đồng	2 năm
HDB	FWD	Không	Tháng 12/2021	N/A	N/A
BID	BIDV MetLife (BID's joint-venture company)	Có	N/A	N/A	N/A
TPB	Sun Life	Có	Tháng 11/2019	N/A	N/A

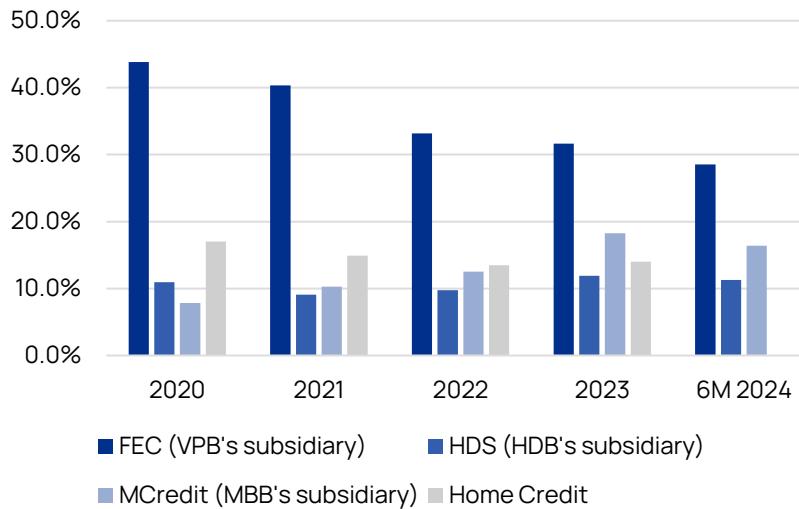
Tài chính tiêu dùng

Cho vay tiêu dùng tăng trưởng chậm trong 12 tháng qua

Cho vay tiêu dùng tại Việt Nam (2020 - 6T 2024)



Thị phần ước tính (công ty tài chính tiêu dùng)



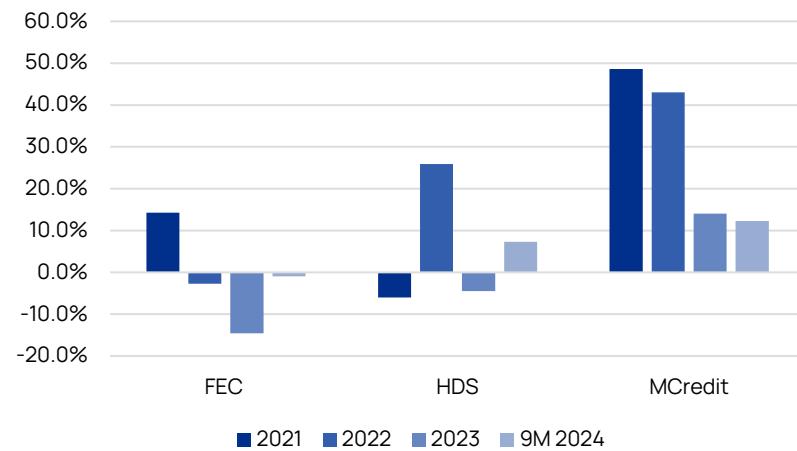
Nguồn: NHNN, Vietcap tổng hợp

Nguồn: Dữ liệu công ty, ước tính của Vietcap

- Theo ước tính của chúng tôi, tính đến quý 2/2024, FE Credit (FEC) vẫn là công ty lớn nhất trong lĩnh vực tài chính tiêu dùng Việt Nam về dư nợ cho vay với thị phần khoảng 29% (so với khoảng 44% vào năm 2020). Chúng tôi tin rằng FEC sẽ hướng tới một mô hình kinh doanh thận trọng hơn trong tương lai sau khi tăng trưởng mạnh mẽ để giành thị phần trong quá khứ. Mặc dù dư nợ cho vay của FEC gần như bằng mức cuối năm 2023, nhưng giải ngân mới đã tăng 42% YoY trong 9T 2024.
- Chúng tôi cũng ước tính rằng MCredit có thể đã vươn lên vị trí thứ hai về thị phần cho vay. MCredit là công ty duy nhất trong số các công ty hàng đầu có thể tăng trưởng dư nợ cho vay một cách ổn định từ mức nền thấp kể từ năm 2021 và tăng trưởng cho vay 9T 2024 ở mức 12% theo ước tính của chúng tôi, mà chúng tôi tin rằng có thể là do (1) công ty tận dụng mạng lưới trên toàn quốc của MB Group và Viettel Group, và (2) chiến lược tập trung vào phân khúc thẻ và hợp tác với các nền tảng thương mại điện tử để thúc đẩy cho vay tiêu dùng. Ngoài ra, dư nợ cho vay của HDS tăng 7% trong 9T 2024 với giải ngân mới tăng 15% YoY trong cùng kỳ.

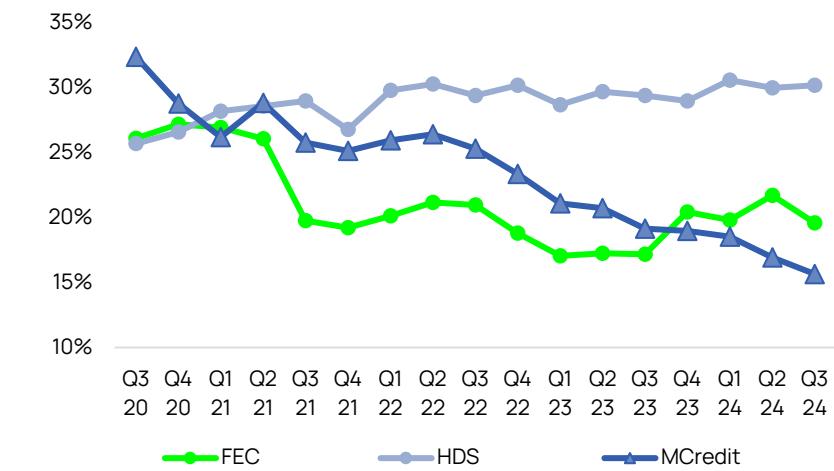
NIM tài chính tiêu dùng sẽ phục hồi trong năm 2025

Tăng trưởng cho vay



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ước tính

NIM

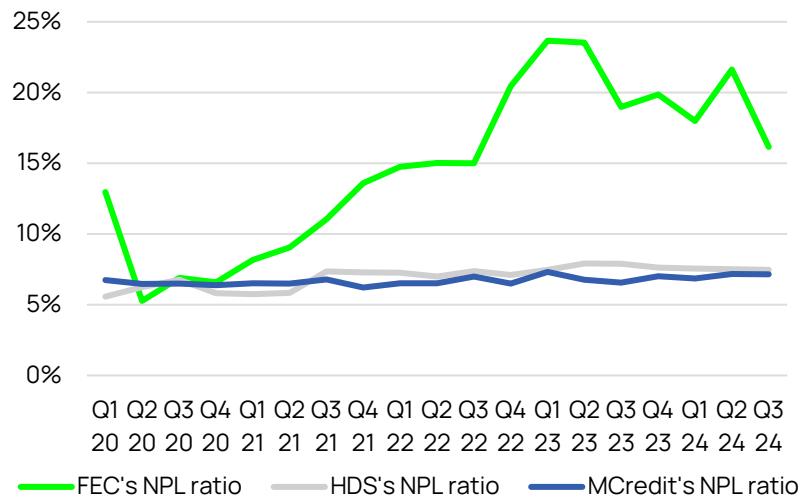


Nguồn: Dữ liệu ngân hàng. NIM của HDS là số liệu do HDB báo cáo. NIM của FEC và MCredit là ước tính của chúng tôi từ BCTC hợp nhất và BCTC của ngân hàng mẹ.

- Chúng tôi cho rằng (1) những hạn chế trong việc đa dạng hóa nguồn vốn trong môi trường lãi suất cao trong nửa đầu năm 2023, (2) tỷ lệ nợ xấu tăng cao và (3) tăng trưởng tín dụng thấp đã ảnh hưởng tiêu cực đến NIM của các công ty tài chính tiêu dùng trong năm 2023. FEC và HDS có NIM cải thiện nhẹ trong 4 quý vừa qua, chúng tôi cho rằng là do (1) HDS có chiến lược cho vay thận trọng hơn và (2) FEC có NIM phục hồi từ mức đáy nhờ quá trình tái cơ cấu. Ngoài ra, MCredit đã giảm từ mức cơ sở cao trong 2 năm qua, điều này có thể là do MCredit đưa ra lãi suất cho vay cạnh tranh hơn để giành thị phần.
- Chúng tôi tin rằng (1) lãi suất thấp hơn và (2) sự phục hồi của nền kinh tế sẽ giúp cải thiện nhu cầu tín dụng và khả năng trả nợ, do đó hỗ trợ NIM tăng vào năm 2025. Chúng tôi dự báo FEC và HDS sẽ tăng trưởng dư nợ cho vay lần lượt là 8% YoY và 12% YoY, trong khi chúng tôi dự báo tỷ lệ xử lý nợ có thể vẫn ở mức tương đối cao.

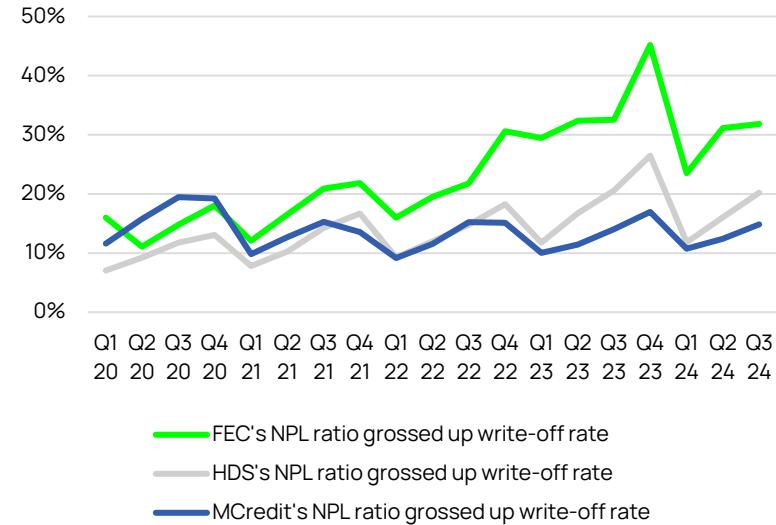
Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu của công ty tài chính tiêu dùng sẽ giảm trong năm 2025

Tỷ lệ nợ xấu



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ước tính

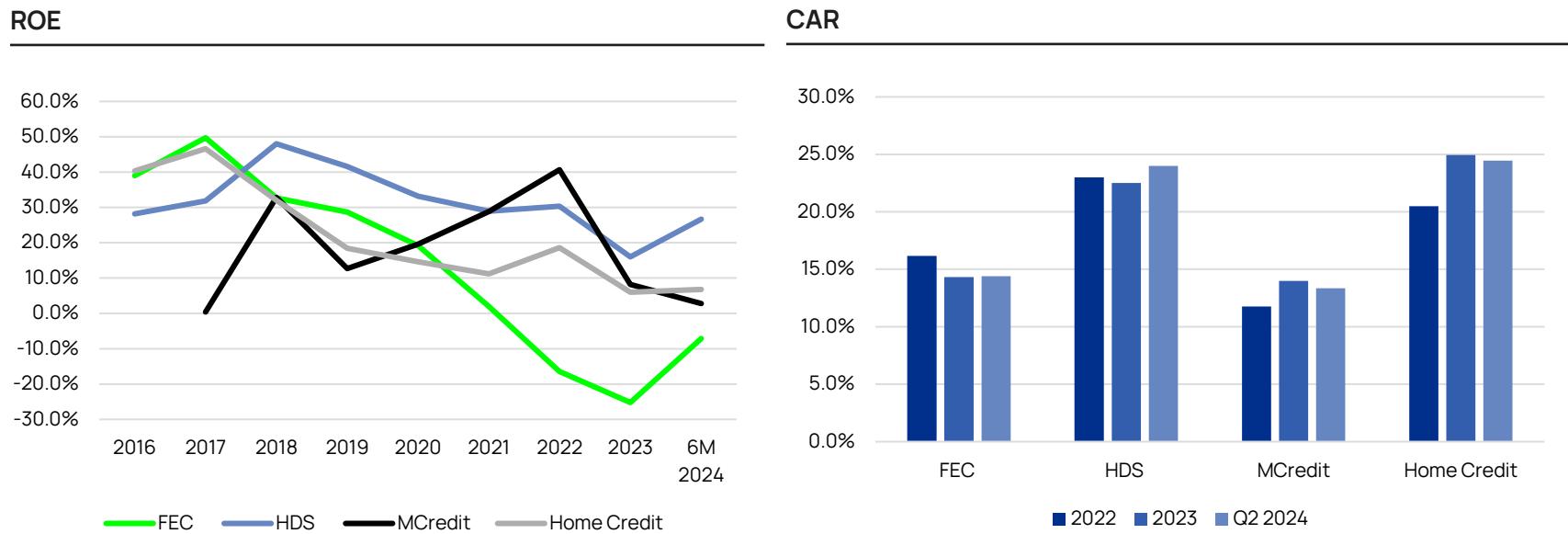
Tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng



Nguồn: Dữ liệu ngân hàng, Vietcap ước tính

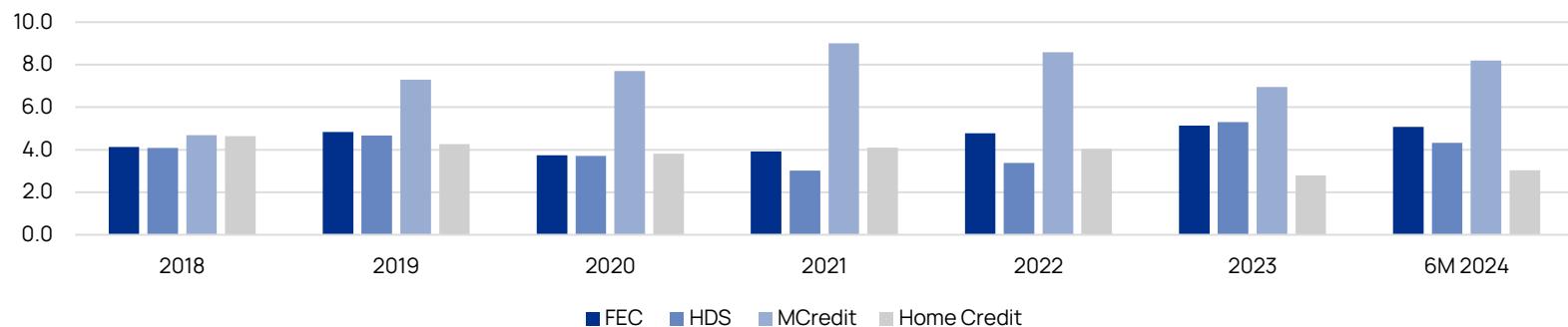
- Theo ước tính của chúng tôi, HDS và MCredit đã kiểm soát tỷ lệ nợ xấu tương đối ở mức dưới 8% trong 2 năm qua bất chấp những khó khăn từ nền kinh tế, trong khi tỷ lệ nợ xấu của FEC, mặc dù ở mức cao, cũng đã giảm so với mức đỉnh vào quý 1/2023. Theo quan sát của chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu cộng dồn nợ xấu đã xử lý bằng dự phòng lũy kế tăng với tốc độ chậm hơn trong suốt 9T 2024 so với năm ngoái, điều này cho thấy mức độ hình thành nợ xấu thấp hơn, từ đó sẽ giảm bớt áp lực đối với các chỉ số nợ xấu trong tương lai.
- Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu của các công ty tài chính tiêu dùng sẽ dần được cải thiện trong giai đoạn 2024-2025, nhờ (1) tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ hơn, (2) quy trình thẩm định tín dụng được nâng cao và (3) các hoạt động kinh tế được cải thiện và nền lãi suất tương đối thấp hỗ trợ khả năng trả nợ của khách hàng của các công ty này.

Các công ty tài chính tiêu dùng hàng đầu có vị thế vốn tốt để năm bắt đà tăng trưởng



Nguồn: Dữ liệu công ty, HNX, ước tính của Vietcap

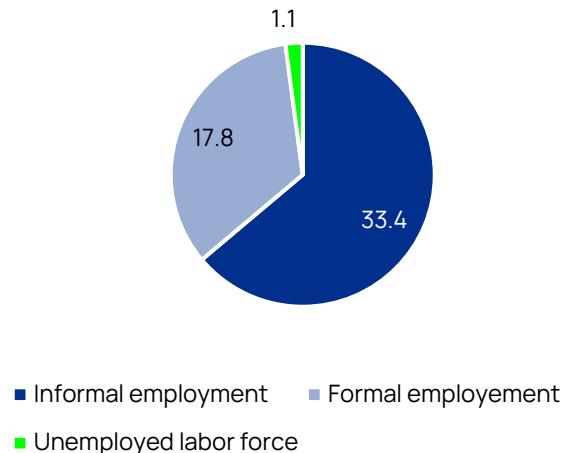
Nợ vay ròng/VCSH (x)



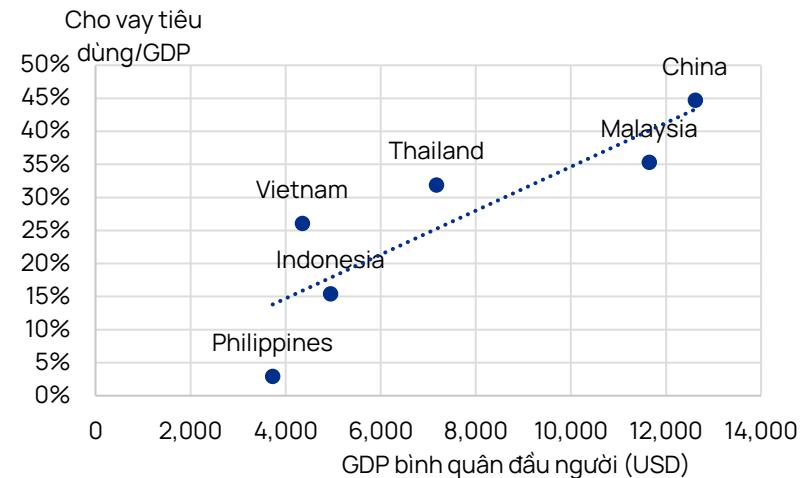
Nguồn: Dữ liệu công ty, HNX, ước tính của Vietcap

Tài chính tiêu dùng có tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn

Lực lượng lao động Việt Nam, quý 3/2024 (triệu người)



Cho vay tiêu dùng/GDP và GDP bình quân đầu người của Việt Nam so với các nước trong khu vực (2023)



Nguồn: TCTK, Vietcap

Nguồn: Ngân hàng Thế giới, dữ liệu CEIC, NHNN, ước tính của Vietcap

- Theo NHNN, CAGR cho vay tiêu dùng gần gấp đôi tốc độ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong giai đoạn 2010-2020. Chúng tôi tin rằng tài chính tiêu dùng vẫn là một mảng kinh doanh hấp dẫn trong dài hạn dựa trên đặc điểm nhân khẩu học của Việt Nam. Theo TCTK, tính đến quý 3/2024, có 33 triệu người (chiếm gần 63% lực lượng lao động Việt Nam) làm việc phi chính thức, phản ánh rằng có một thị trường tiềm năng lớn về khách hàng dưới chuẩn của ngân hàng để các công ty tài chính tiêu dùng khai thác.

Các chủ đề khác

Kế hoạch tăng vốn

Kế hoạch huy động vốn trong 2024-2025	Có/ Không	% mức tăng cổ phần, sau tăng vốn	Nhà đầu tư mục tiêu	Hình thức giao dịch	CAR Basel II kể từ ngày 30/09/2024	Giá trị phát hành (nghìn tỷ đồng)
BID*	Có	6.92%	Theo hình thức phát hành riêng lẻ: nhà đầu tư chuyên nghiệp, tổ chức trong nước và quốc tế	Phát hành riêng lẻ	9,5%	28,9
CTG	Không				9,9%	
VCB*	Có	6.10%	NDT Tổ chức	Phát hành riêng lẻ	12,0%	36,3
ACB	Không				11,9%	
HDB	Không				14,8%	
VPB	Không				15,7%	
MBB	Có	1.01%	Tập đoàn Viettel và các nhà đầu tư chuyên nghiệp khác	Phát hành riêng lẻ	11,4%	Chưa đưa vào mô hình định giá
TCB	Không				15,1%	
STB*	Không				9,0%	
TPB	Không				13,2%	
VIB	Không				11,5%	
LPB*	Không				12,2%	

Nhóm ngành Tài chính khác

Dòng vốn nước ngoài và phí bảo hiểm sẽ phục hồi trong năm 2025

Tháng 12/2024

TS. Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp

duy.nguyenanh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.123

Huỳnh Thị Hồng Ngọc

Chuyên viên cao cấp

ngoc.huynh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.138

Hồ Thu Nga

Chuyên viên

nga.ho@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.516

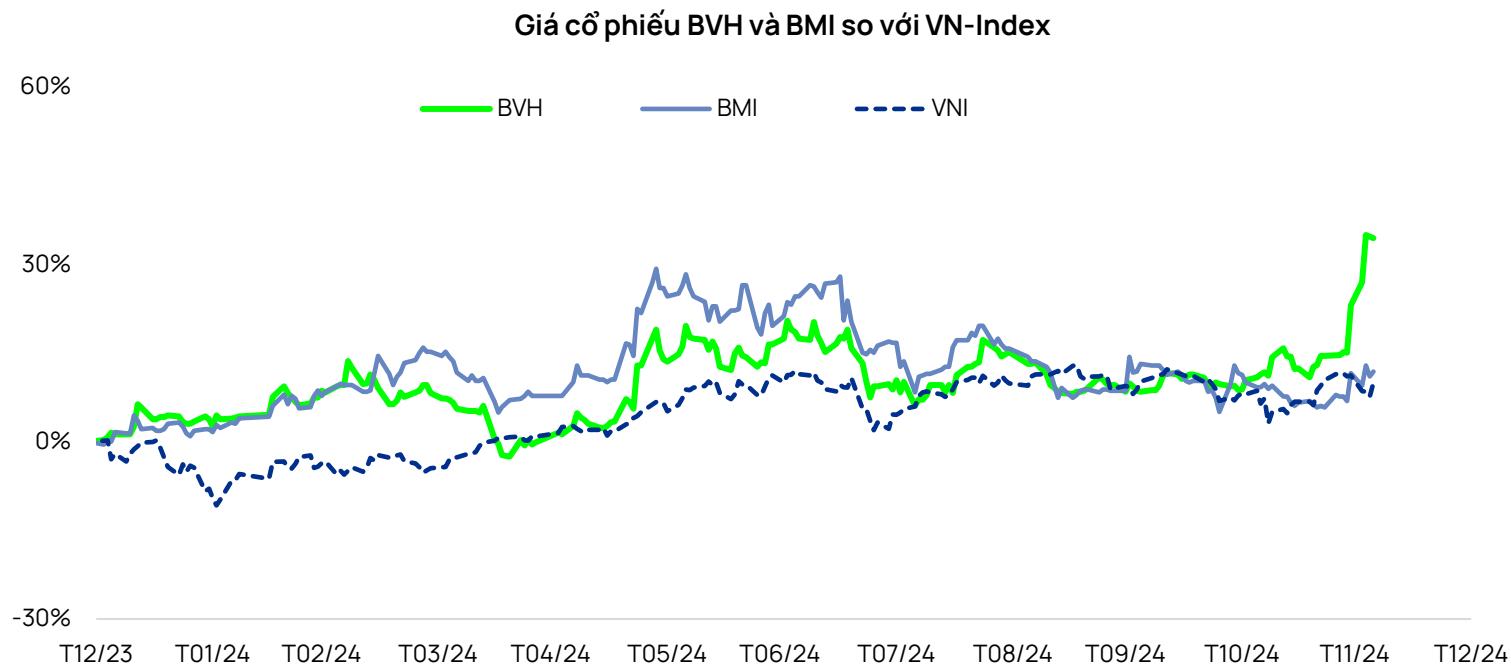
Tổng quan

- Tăng trưởng phí **bảo hiểm nhân thọ** mới trong 7 tháng đầu năm 2024 (7T 2024) vẫn ở mức thấp (-19% YoY), mặc dù đã giảm chậm lại. Chúng tôi dự báo tổng phí bảo hiểm nhân thọ tăng 8,2% YoY từ mức cơ sở thấp, nhờ sự phục hồi trong tiêu dùng cá nhân và nhận thức cao hơn về chăm sóc sức khỏe trong toàn dân. Tăng trưởng phí **bảo hiểm phi nhân thọ** đạt 12,8% YoY trong 9T 2024 cho thấy dấu hiệu phục hồi tích cực. Với tốc độ phục hồi hiện tại, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phí bảo hiểm phi nhân thọ đạt 14,7% YoY vào năm 2025.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ đầu tư của các công ty bảo hiểm sẽ giảm trong năm 2024, chủ yếu do các đợt giảm lãi suất vào giữa năm 2023, nhưng sẽ cải thiện vào cuối năm 2025 nhờ sự phục hồi của thị trường cổ phiếu và trái phiếu doanh nghiệp, cũng như áp lực tăng nhẹ đối với lãi suất tiền gửi từ giữa năm 2024 và kéo dài sang năm 2025.
- Chúng tôi cho rằng các công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ sẽ đổi mới các thách thức trong tăng trưởng lợi nhuận năm 2024 do (1) tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ ở mức thấp và (2) tỷ lệ bồi thường cao hơn do ảnh hưởng từ bão Yagi (đặc biệt đối với bảo hiểm phi nhân thọ). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng **tăng trưởng lợi nhuận sẽ mạnh hơn trong năm 2025**, được hỗ trợ bởi tăng trưởng phí bảo hiểm tiếp tục phục hồi và chi phí bồi thường cải thiện từ mức cơ sở cao của năm 2024.
- Dù chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận trong ngắn hạn vẫn gặp thách thức, chúng tôi kỳ vọng **triển vọng trong dài hạn của ngành vẫn tích cực** nhờ tăng trưởng kinh tế Việt Nam tích cực trong dài hạn và tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm hiện tại còn thấp. Chúng tôi đánh giá cao bảo hiểm phi nhân thọ hơn so với bảo hiểm nhân thọ do triển vọng tăng trưởng doanh thu của bảo hiểm phi nhân thọ trong năm 2025 khả quan hơn. Chúng tôi có khuyến nghị MUA đối với **BMI** và **PHTT** đối với **BVH**.
- **Ngành chứng khoán** là ngành có hệ số beta cao trên thị trường chứng khoán. Tính đến ngày 29/11/2024, P/E trượt 12 tháng của VN-Index là 13,1x, thấp hơn P/E trượt trung bình 9 năm là 15,6x. Chúng tôi cho rằng **định giá của thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn khá hấp dẫn**, trên cơ sở dự báo của chúng tôi về việc lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong 3 năm tới.
- Chúng tôi dự kiến FTSE sẽ công bố việc nâng hạng Việt Nam lên thị trường mới nổi (Emerging Market) trong kỳ đánh giá vào tháng 9/2025. Diễn biến này dự kiến cải thiện tâm lý NĐT cá nhân và thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài vào Việt Nam, đặc biệt khi P/E dự phóng năm 2024 của Việt Nam vẫn thấp hơn các thị trường mới nổi khác ở Đông Nam Á.
- Chúng tôi hiện có khuyến nghị MUA đối với SSI. Mặc dù thị phần môi giới của SSI giảm trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng vẫn sẽ tăng trở lại trong năm 2025 nhờ hưởng lợi từ việc nâng hạng lên thị trường mới nổi của FTSE vào năm 2025. Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận mạnh cho SSI trong năm 2024 và 2025, lần lượt đạt 31,8% YoY và 21,4% YoY. Hiện SSI đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,4x.

Ngành Bảo hiểm

Tăng trưởng lợi nhuận sẽ phục hồi trong năm 2025

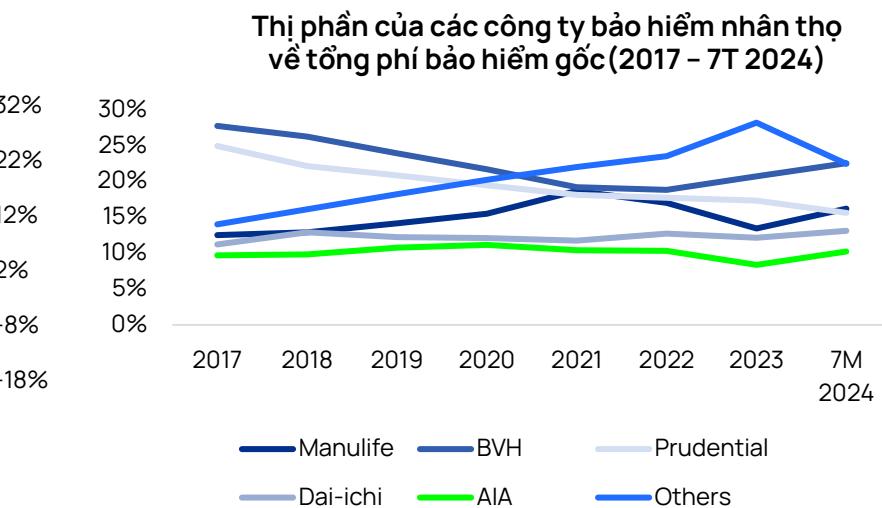
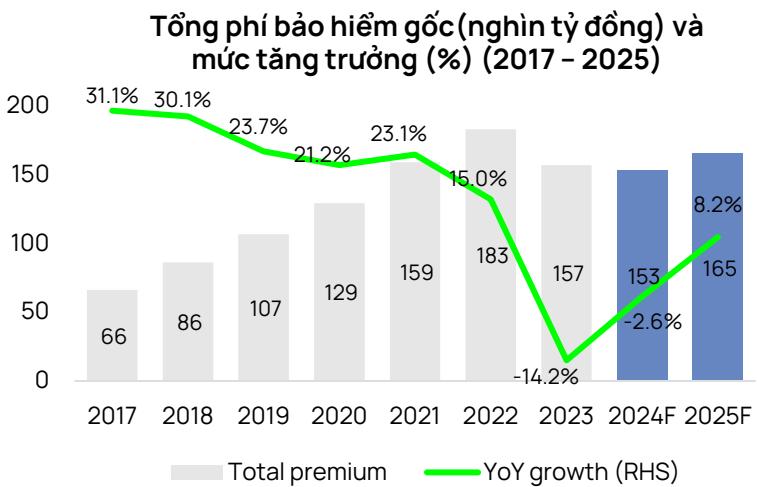
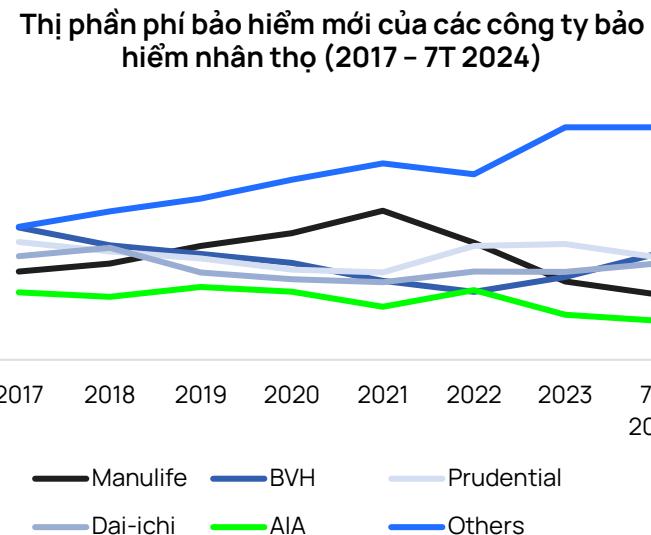
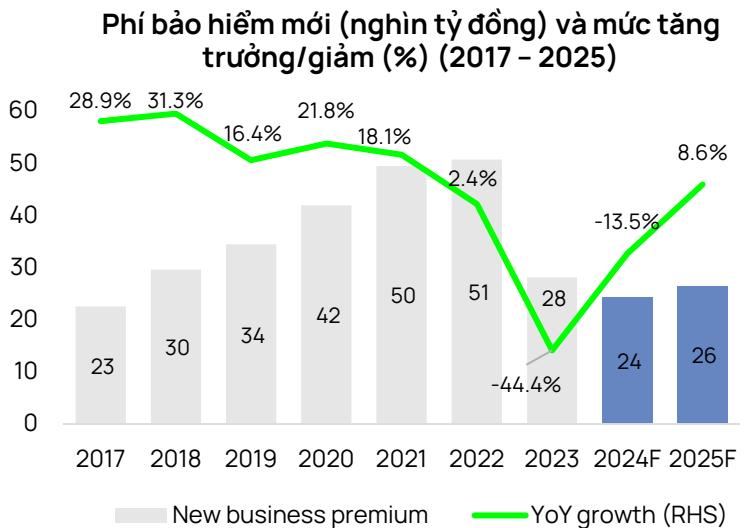
Diễn biến giá cổ phiếu ngành Bảo hiểm



Mã	Thay đổi tuyệt đối	Thay đổi tương đối
BVH	+34,5%	+24,5%
BMI	+11,9%	+1,9%

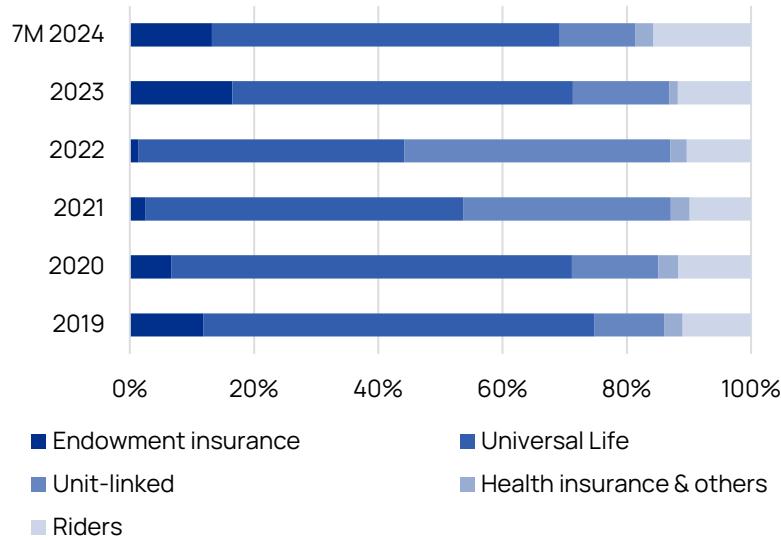
Bảo hiểm nhân thọ

Bảo hiểm nhân thọ: Tăng trưởng phí bảo hiểm và thị phần phí bảo hiểm

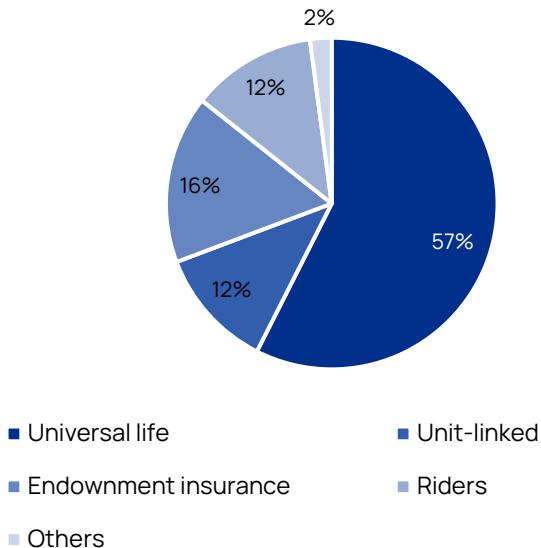


Bảo hiểm nhân thọ: Cơ cấu sản phẩm

Phí bảo hiểm mới theo sản phẩm (tỷ đồng)



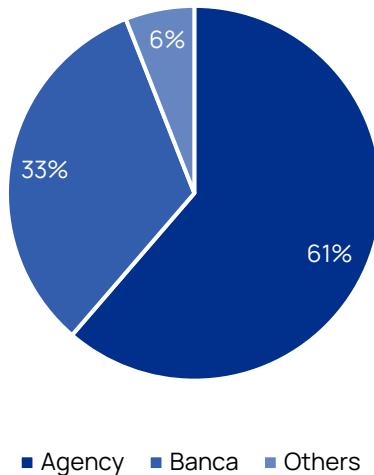
Tổng phí bảo hiểm gốc theo sản phẩm trong 7T 2024



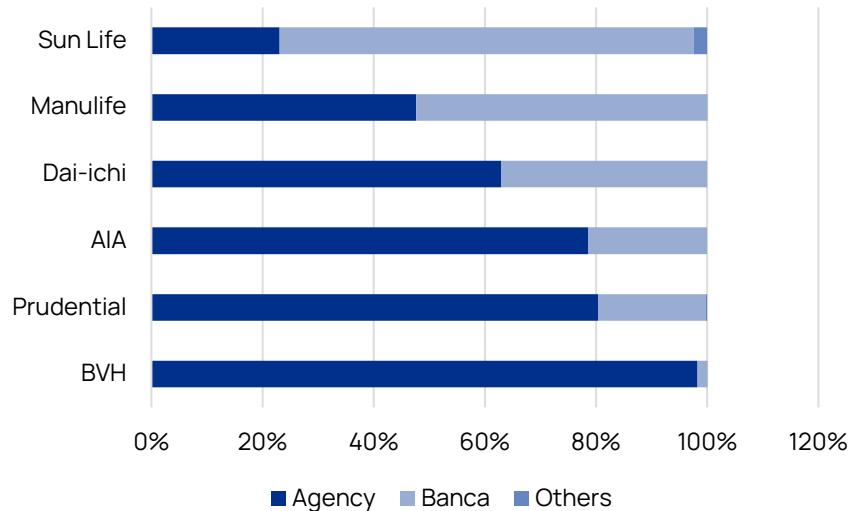
- Doanh thu phí bảo hiểm mới đã chuyển hướng sang sản phẩm bảo hiểm nhân thọ hỗn hợp kể từ đầu năm 2023.
- Chúng tôi dự báo sẽ có gián đoạn ngắn hạn trong doanh thu phí bảo hiểm liên kết đầu tư do quá trình cải thiện quy trình bán hàng để đáp ứng các quy định mới gần đây và cần thời gian để cải thiện tâm lý của khách hàng đối với các sản phẩm này. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng sản phẩm bảo hiểm liên kết đầu tư sẽ vẫn là sản phẩm chủ lực trong dài hạn nhờ vào (1) khả năng cung cấp giải pháp tài chính phù hợp với từng cá nhân trong bối cảnh tầng lớp trung lưu ngày càng nhận thức cao hơn về quản lý tài chính cá nhân, và (2) tiềm năng phát triển mạnh mẽ của thị trường vốn tại Việt Nam để phục vụ nhu cầu đa dạng về khía cạnh rủi ro đầu tư.

Bảo hiểm nhân thọ: Các kênh phân phối

Tổng phí bảo hiểm qua các kênh phân phối trong 5T 2024

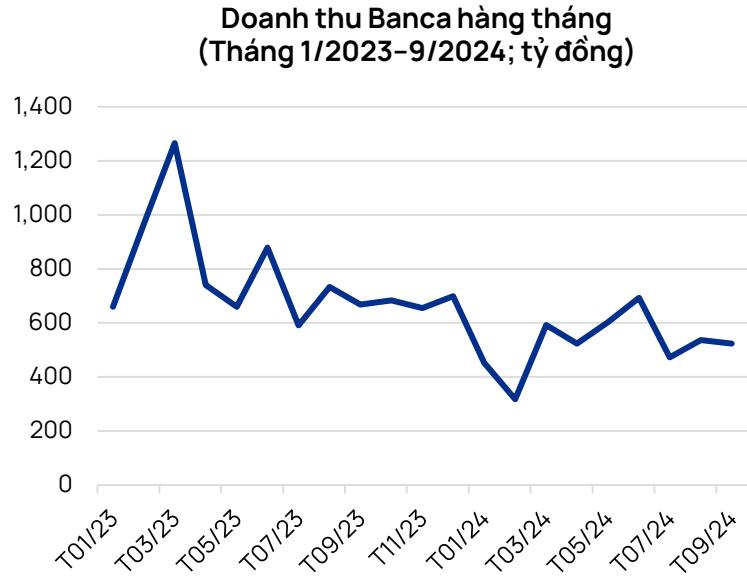
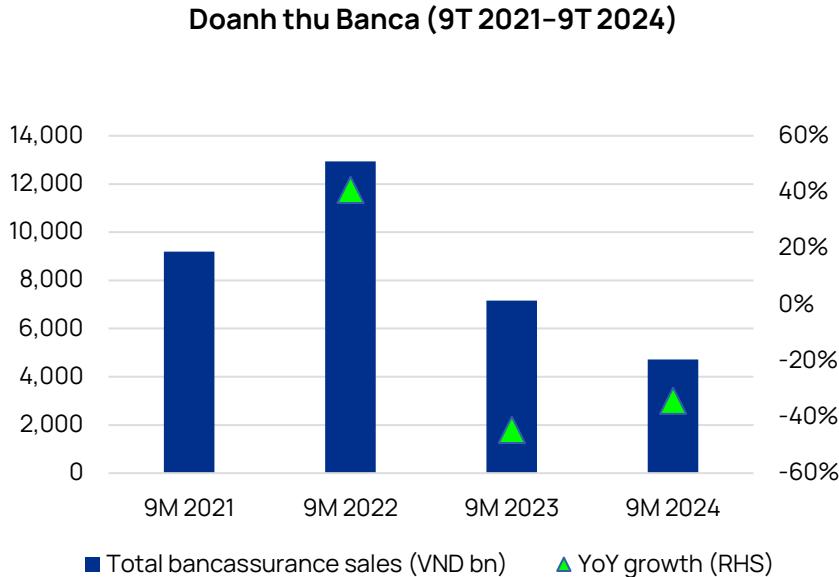


Tổng phí bảo hiểm qua các kênh phân phối của các công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu trong 5T 2024



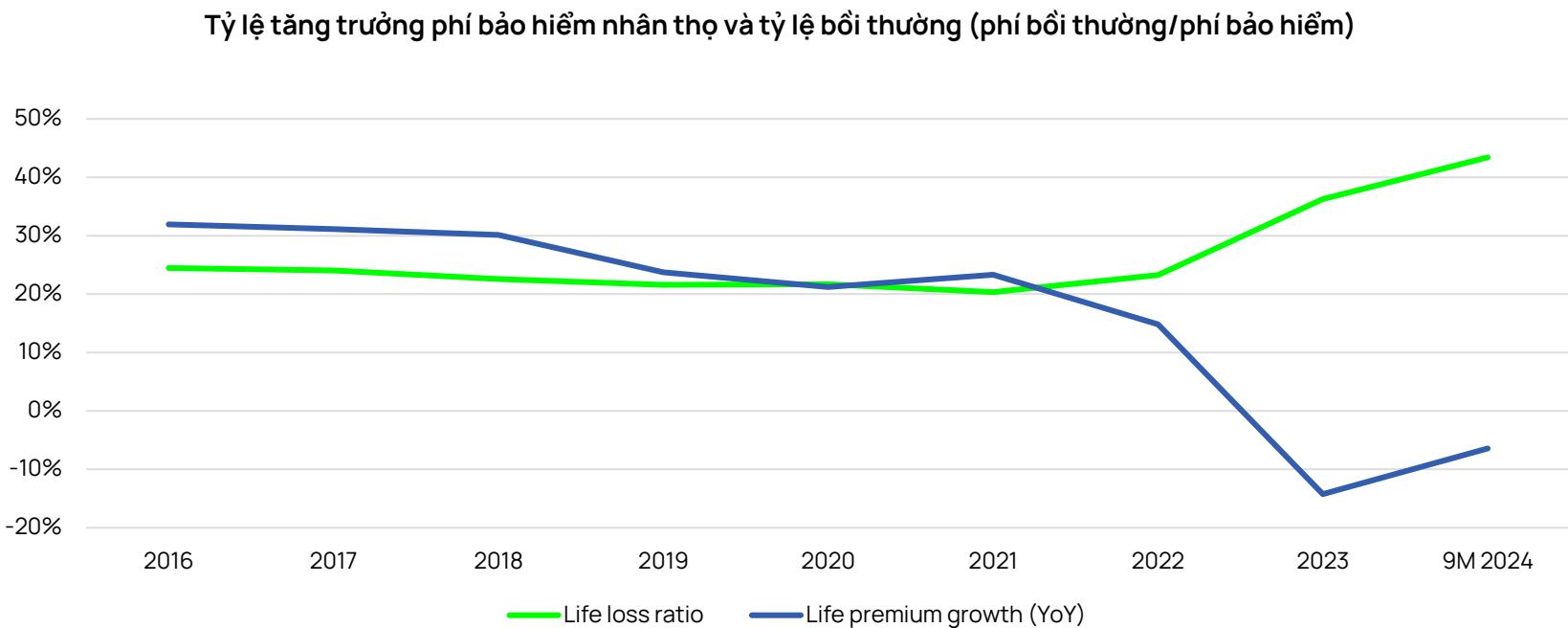
- Chúng tôi cho rằng phí bảo hiểm tái tục cao thông qua các kênh phân phối truyền thống phần nào cho thấy chất lượng bán hàng cao hơn so với các kênh bancassurance. Bộ Tài chính gần đây cũng đã đưa ra các quy định mới nhằm nâng cao chất lượng bán hàng, như các yêu cầu về lưu giữ hồ sơ quá trình tư vấn sản phẩm liên kết đầu tư, bằng chứng ghi nhận về quá trình tư vấn khách hàng và tái cơ cấu tổ chức hoạt động bancassurance. Mặc dù có khả năng tăng áp lực lên chi phí hoạt động, chúng tôi cho rằng việc nâng cao chất lượng bán hàng sẽ làm giảm tỷ lệ hủy hợp đồng trong hai năm đầu và giảm tổn thất cho các công ty bảo hiểm. Chúng tôi cho rằng thị phần phí bảo hiểm mới của BVH tăng là nhờ đóng góp lớn từ kênh đại lý trong mạng lưới phân phối của công ty.

Bảo hiểm nhân thọ: Các kênh phân phối (2)



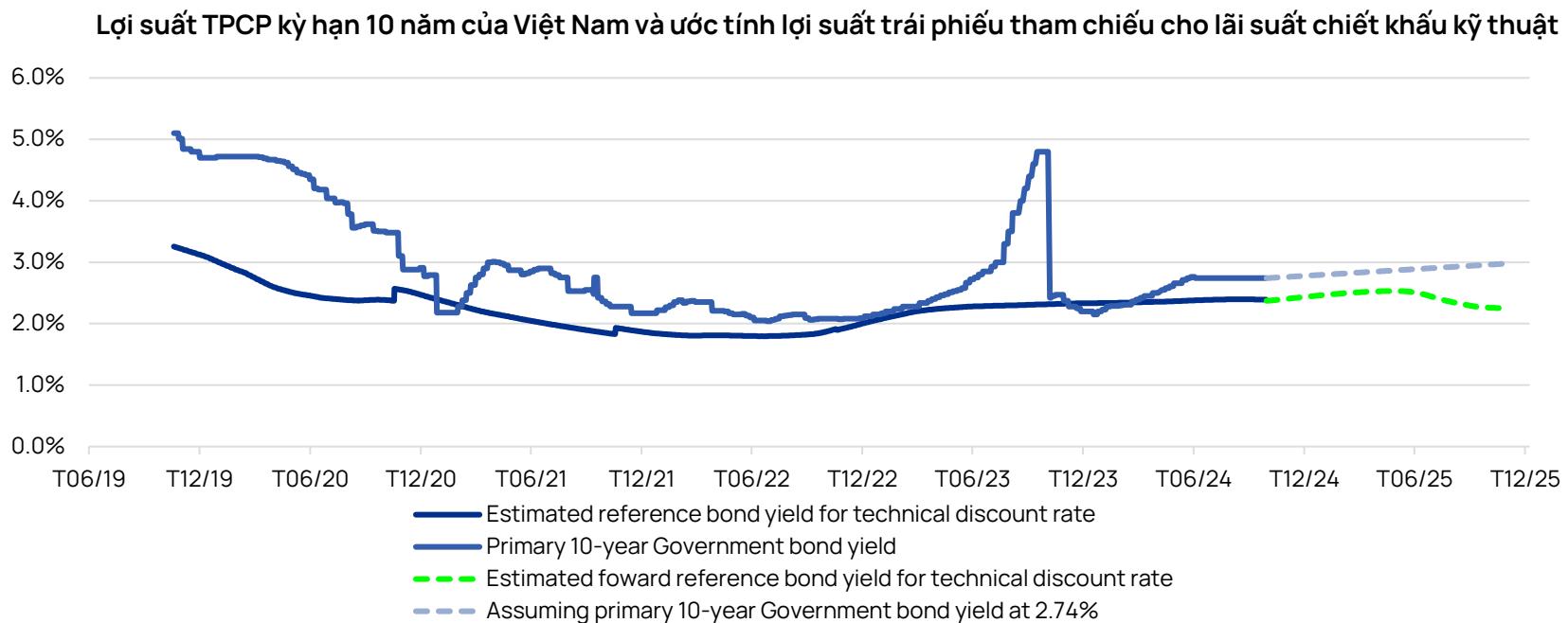
- Doanh thu bancas giảm 34% YoY trong 9T 2024. Nhu cầu tín dụng bán lẻ ở mức thấp trong 9T 2024 đã làm giảm cơ hội bán chéo bảo hiểm thông qua kênh bancassurance. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng khung quy định mới về mảng bancassurance có thể mang lại những thay đổi mang tính cấu trúc đối với các thỏa thuận bancassurance, liên quan đến cơ chế hoa hồng và mô hình phân phối, khả năng ảnh hưởng tăng trưởng doanh thu bancassurance. Chúng tôi kỳ vọng đà giảm trong doanh thu từ mảng bancassurance sẽ kết thúc trong năm 2024, tuy nhiên để doanh thu bancassurance đạt được mức tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2025 là khá khó khăn.

Bảo hiểm nhân thọ: Tỷ lệ bồi thường



- Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm nhân thọ đã tăng mạnh kể từ năm 2023 do tăng trưởng phí bảo hiểm ở mức thấp. Theo ước tính của chúng tôi, tỷ lệ bồi thường bảo hiểm nhân thọ đã dần cải thiện từ 32% xuống khoảng 23% trong giai đoạn 2016-2022 nhờ tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của phí bảo hiểm đạt 26% trong giai đoạn này. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ bồi thường bảo hiểm nhân thọ tăng kể từ năm 2023 là do (1) phí bảo hiểm giảm đáng kể và (2) trường hợp hủy hợp đồng do mất lòng tin của khách hàng và thắt chặt chi tiêu cá nhân gia tăng.

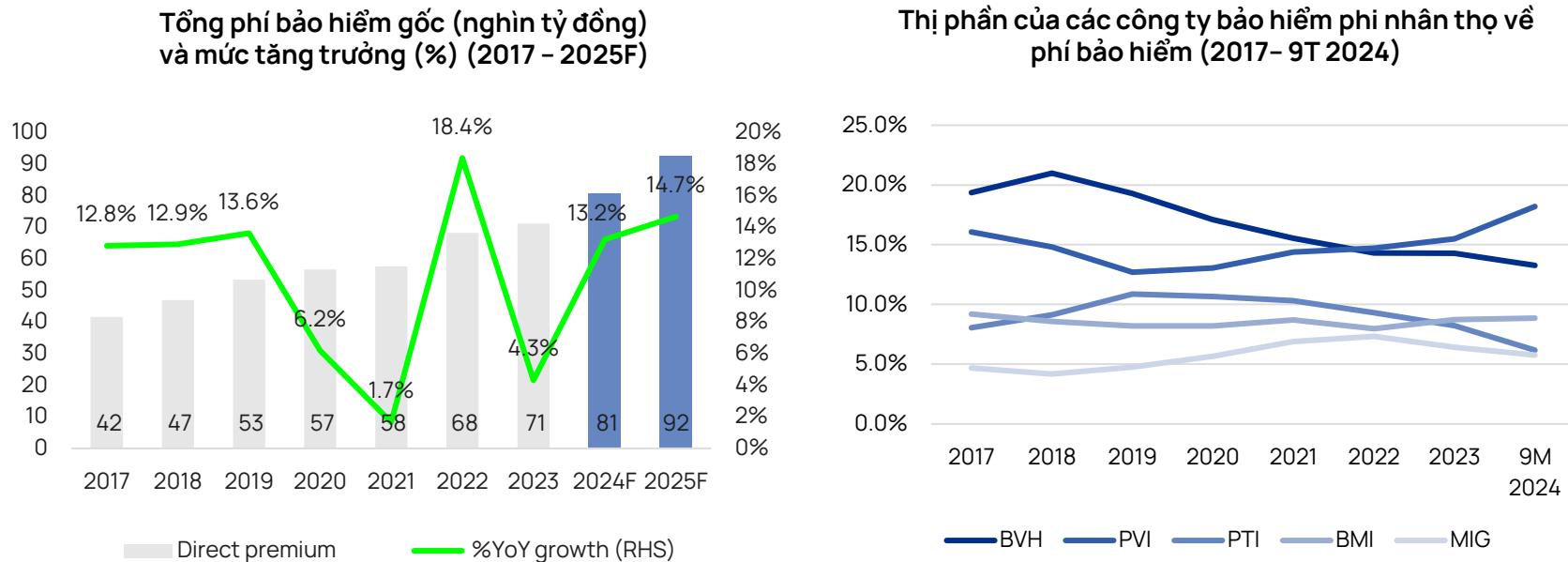
Bảo hiểm nhân thọ: Lãi suất chiết khấu kỹ thuật



- Từ năm 2022, tỷ lệ chiết khấu để tính toán dự phòng toán học dựa trên tối đa 80% lợi suất bình quân trái phiếu Chính phủ có kỳ hạn trên 10 năm được phát hành trong vòng 24 tháng trước khi trích lập dự phòng.
- Tỷ lệ chiết khấu kỹ thuật đã ở mức phù hợp vào năm 2024, nhưng chúng tôi dự kiến sẽ có áp lực giảm lên tỷ lệ này vào năm 2025. Chúng tôi ước tính lợi suất trái phiếu tham chiếu cho tỷ lệ chiết khấu kỹ thuật đang trên đà tăng YoY vào cuối năm 2024, hỗ trợ giảm chi phí dự phòng toán học cho các công ty bảo hiểm nhân thọ. Tuy nhiên, giả sử lợi suất TPCP đạt gần 3% vào cuối năm 2025, tỷ lệ chiết khấu kỹ thuật dự kiến sẽ bắt đầu giảm vào giữa năm 2025, có khả năng gây áp lực lên lợi nhuận của các công ty bảo hiểm nhân thọ trong năm.

Bảo hiểm phi nhân thọ

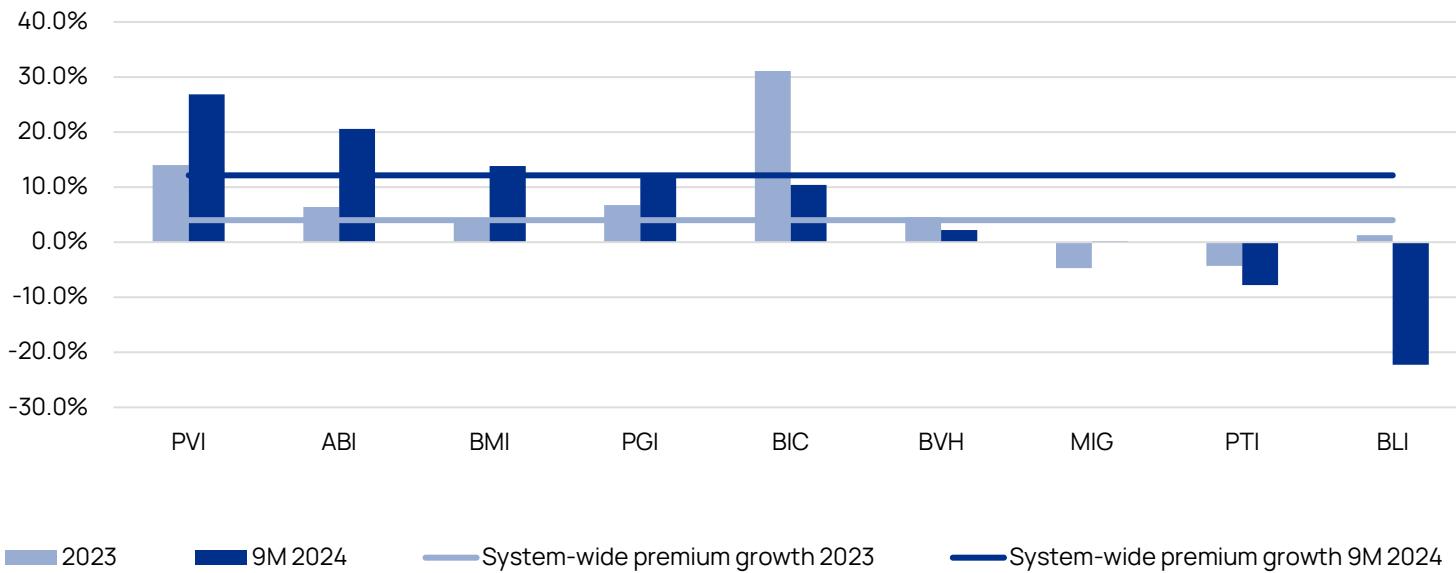
Bảo hiểm phi nhân thọ: Tăng trưởng và thị phần phí bảo hiểm



- Tăng trưởng phí bảo hiểm ở trong 9T 2024 mức 12,8% YoY cho thấy sự phục hồi tích cực từ mức cơ sở thấp trong năm 2023 trong bối cảnh nền kinh tế được cải thiện, môi trường lãi suất thấp và các hoạt động xuất nhập khẩu gia tăng. Với đà phục hồi như hiện tại, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng phí bảo hiểm sẽ cải thiện lên mức 13,3% YoY trong năm 2024 và 14,7% YoY trong năm 2025, hỗ trợ cho tỷ lệ thêm nhập bảo hiểm phi nhân thọ tăng nhẹ lên 0,8% (so với 0,7% trong năm 2023) với giả định tăng trưởng GDP ở mức 6,9% trong năm 2024 và 7,2% trong năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng nhận thức về chăm sóc sức khỏe và giảm thiểu rủi ro thiệt hại tài sản sau đại dịch và thiên tai trong 3 năm qua sẽ tăng cao hơn. Trong dài hạn, sự phát triển của bảo hiểm nhung, tích hợp bảo vệ rủi ro có liên quan vào hành trình mua hàng của khách hàng trong bối cảnh xu hướng thương mại điện tử trực tuyến đang phát triển, dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng phí bảo hiểm hơn nữa.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Tăng trưởng phí bảo hiểm so với cùng kỳ của các công ty bảo hiểm niêm yết

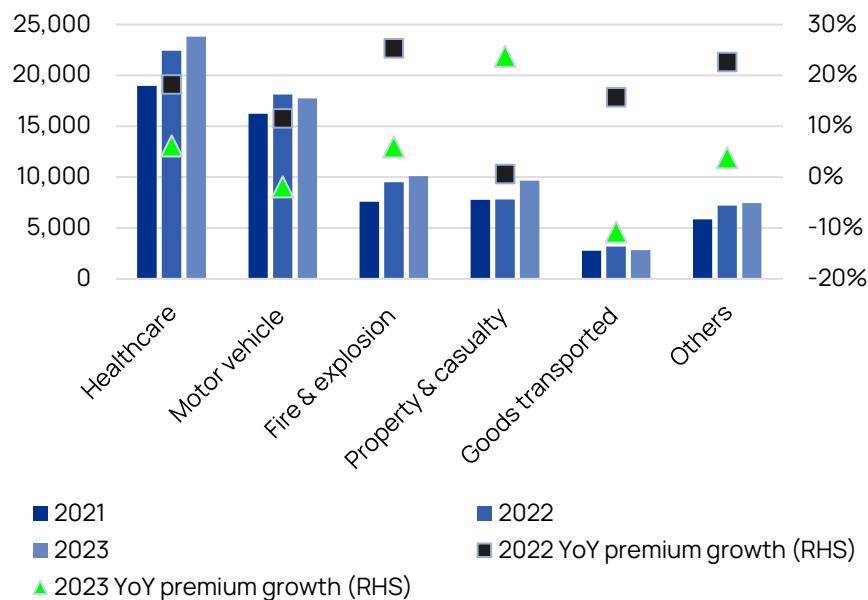
Tăng trưởng tổng phí bảo hiểm năm 2023 và 9T 2024 của các công ty bảo hiểm niêm yết (% YoY)



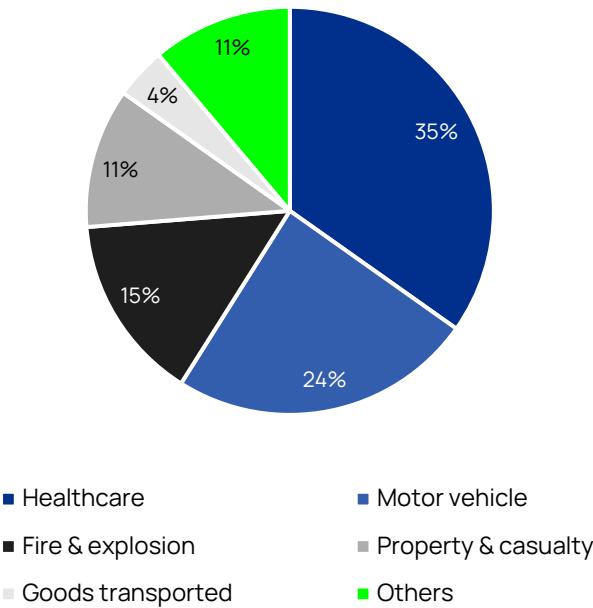
- PVI, ABI và BMI đã mở rộng thị phần phí bảo hiểm trong 9T 2024. BMI đã vượt qua PTI để đạt được vị trí thứ 3 một phần là do PTI đang trong quá trình tái cấu trúc mạng lưới và hoạt động kinh doanh.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Phí bảo hiểm của từng dòng sản phẩm

Tổng phí bảo hiểm gốc theo dòng sản phẩm
trong giai đoạn 2021 - 2023 (tỷ đồng)



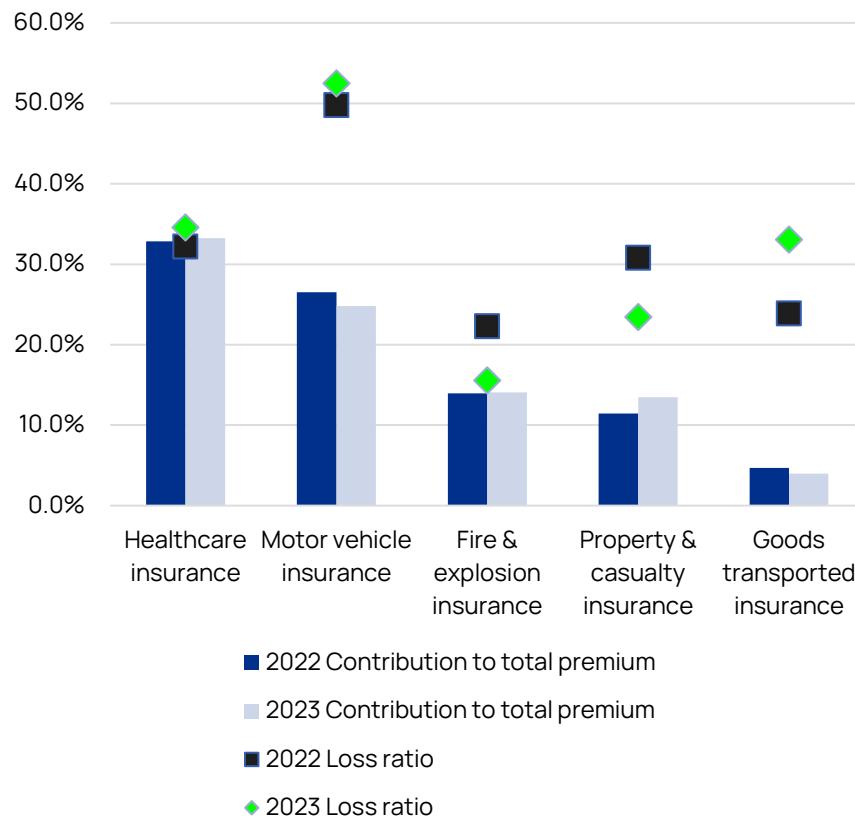
Tổng phí bảo hiểm gốc theo dòng sản
phẩm trong 7T 2024



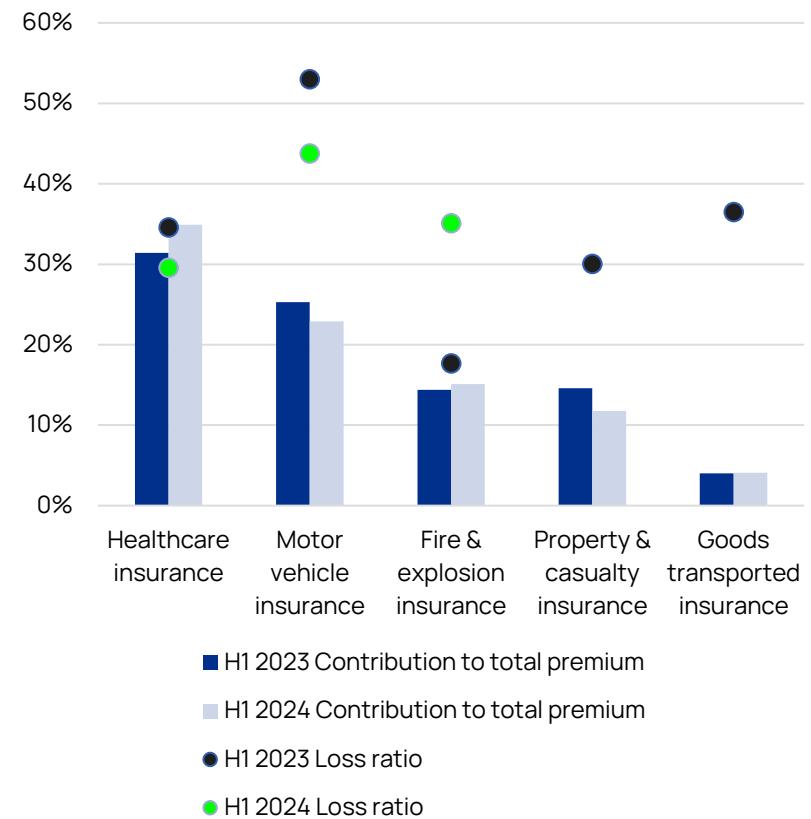
- Bảo hiểm sức khỏe và bảo hiểm xe cơ giới vẫn là dòng sản phẩm chủ đạo trong 9T 2024**, với doanh thu phí bảo hiểm lần lượt đạt 16 nghìn tỷ đồng (chiếm 34,8% tổng doanh thu phí bảo hiểm) và 11 nghìn tỷ đồng (chiếm 24,1% tổng doanh thu phí bảo hiểm). Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy bảo hiểm sức khỏe là động lực tăng trưởng chính trong 2 năm qua với tỷ trọng đóng góp từ doanh thu phí bảo hiểm tăng dần từ 33% trong năm 2022 lên 35% trong 7T 2024.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Thị phần phí bảo hiểm và tỷ lệ bồi thường của từng dòng sản phẩm

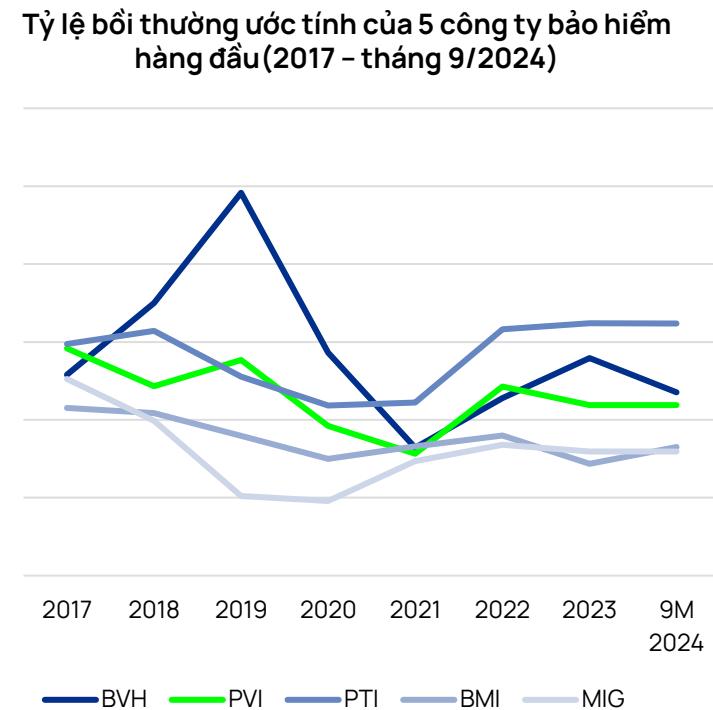
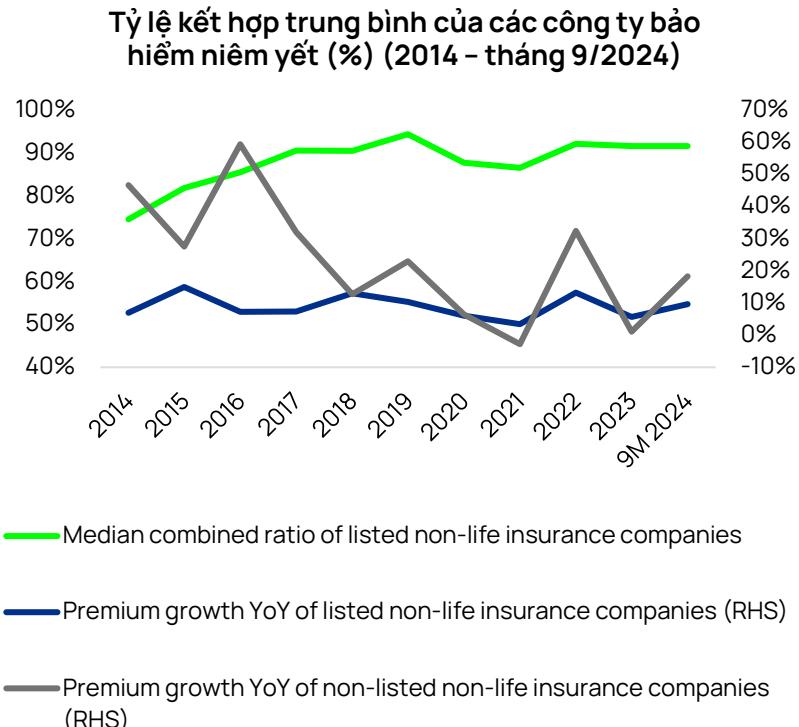
Thị phần phí bảo hiểm và tỷ lệ bồi thường của từng dòng sản phẩm (2022-2023)



Thị phần phí bảo hiểm và tỷ lệ bồi thường của từng dòng sản phẩm (6T 2023-6T 2024)

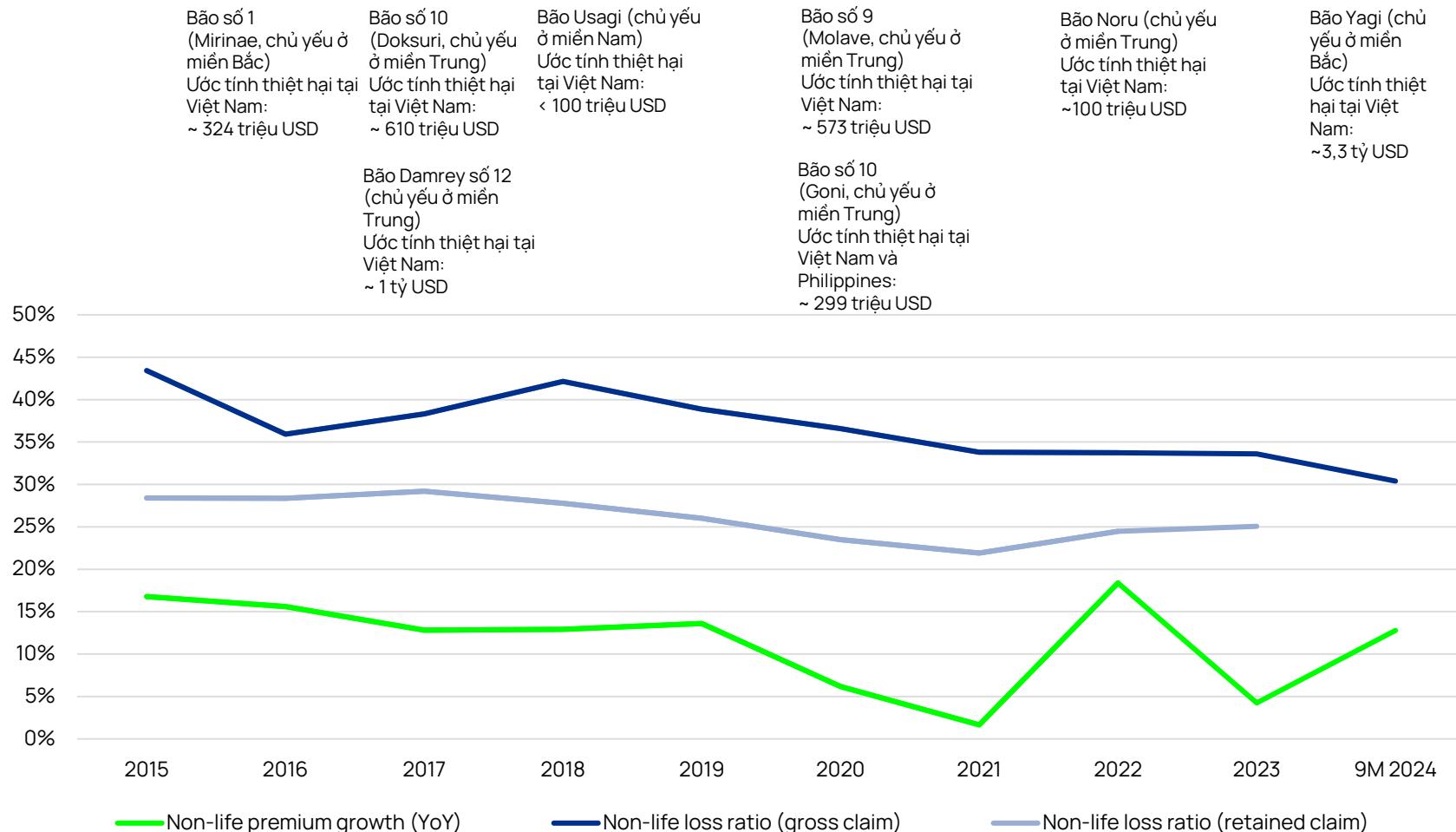


Bảo hiểm phi nhân thọ: Tỷ lệ kết hợp



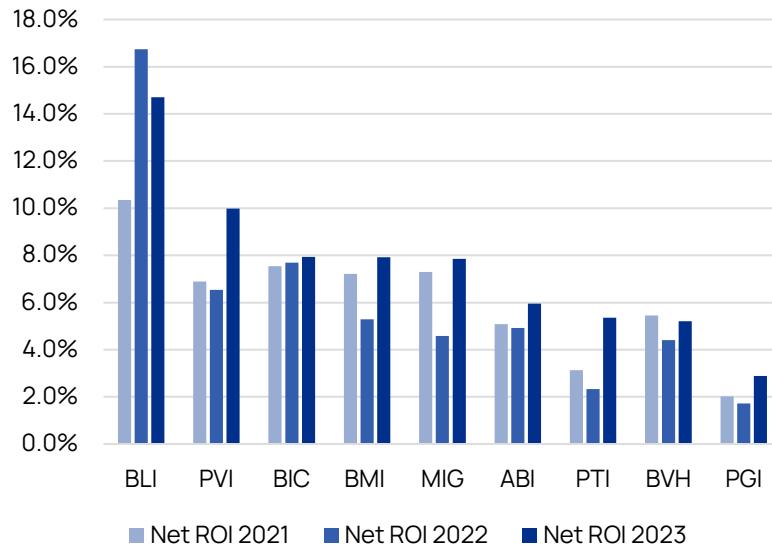
- Tỷ lệ kết hợp trung bình trong 9T 2024 đã tiến gần đến mức đỉnh trước đó vào năm 2019, mà chúng tôi cho là do (1) tỷ lệ bồi thường trở lại mức bình thường sau đại dịch COVID-19, (2) áp lực tăng lên đối với chi phí yêu cầu bồi thường do lạm phát và giàn đoạn chuỗi cung ứng, (3) cạnh tranh gay gắt hơn gây áp lực lên phí bảo hiểm cũng như chi phí bán hàng và vận hành của các công ty bảo hiểm và (4) những tác động tiêu cực từ cơn bão Yagi vào giữa tháng 9/2024.

Bảo hiểm phi nhân thọ: Tỷ lệ bồi thường bảo hiểm phi nhân thọ và tăng trưởng phí bảo hiểm trên toàn hệ thống

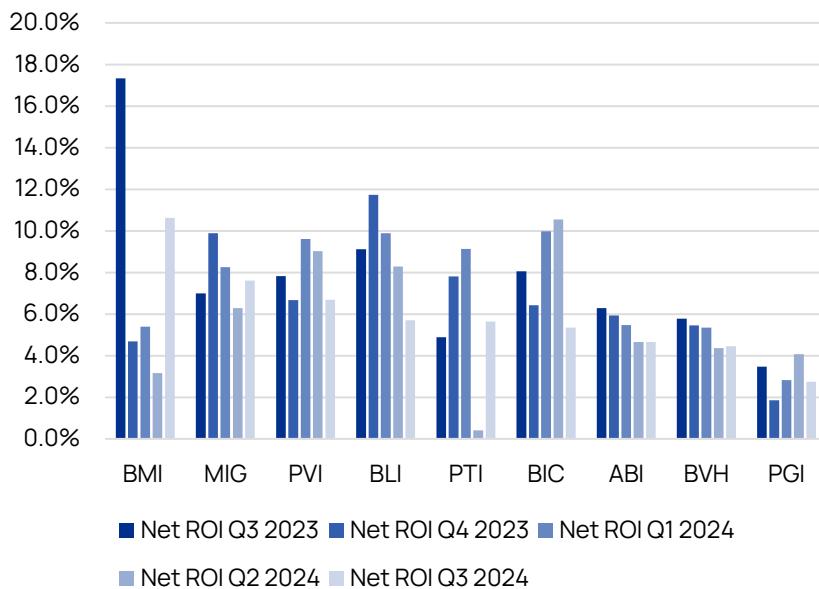


Bảo hiểm phi nhân thọ: ROI của các công ty bảo hiểm niêm yết

ROI ròng (%) (2021 – 2023)



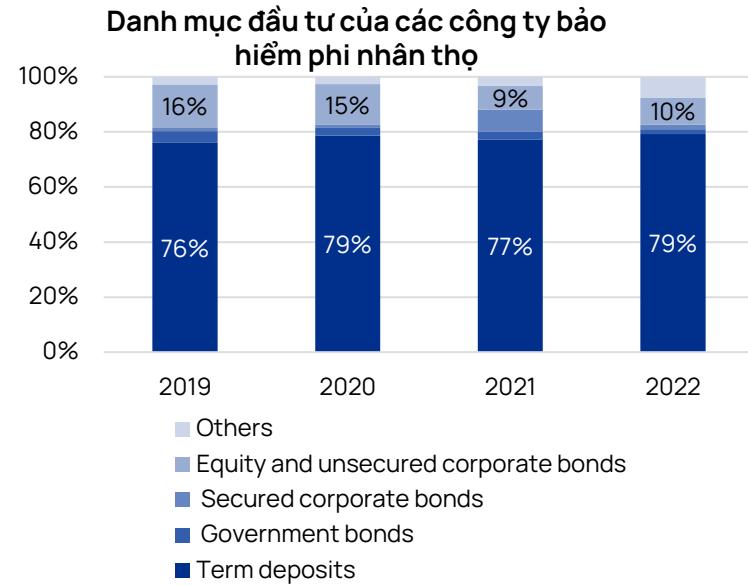
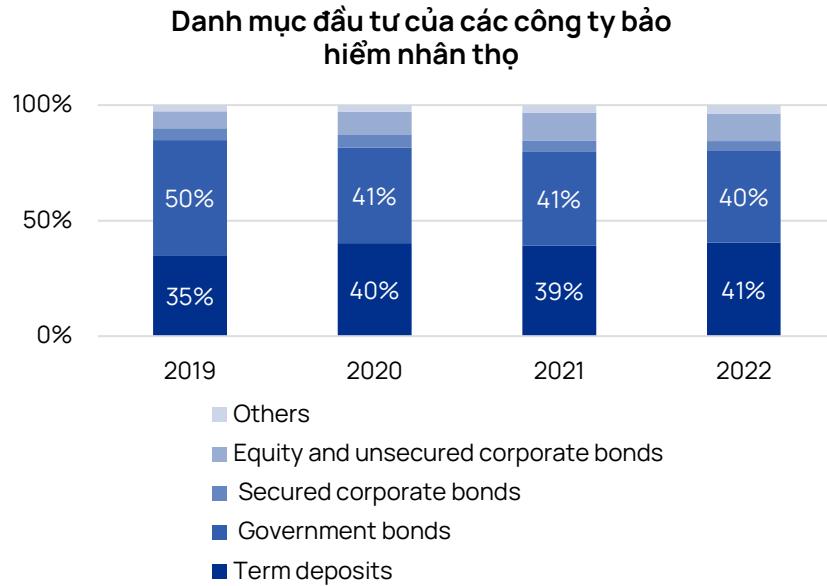
ROI ròng hàng quý (%) (quý 3/2023 – quý 3/2024)



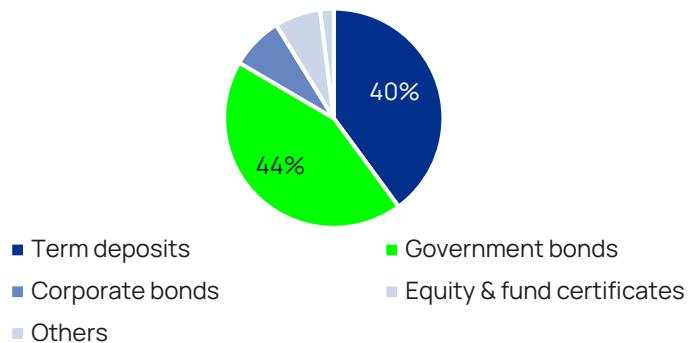
- ROI tại hầu hết các công ty bảo hiểm phi nhân thọ đều giảm trong 2 quý gần đây trong bối cảnh lãi suất tiền gửi thấp: BMI, MIG và PTI là 3 công ty bảo hiểm phi nhân thọ duy nhất trong dữ liệu của chúng tôi có ROI tăng đáng kể QoQ trong quý 3/2024. Chúng tôi nhận thấy BMI thường ghi nhận cổ tức từ các khoản đầu tư vào công ty liên doanh, liên kết vào quý 3 hàng năm. Ngoài ra, MIG ghi nhận thu nhập tài chính mạnh trong quý 3/2024 từ quỹ ủy thác (do MB Capital quản lý). Trong quý 3/2024, PTI ghi nhận mức tăng thu nhập đầu tư mạnh từ giao dịch trái phiếu.

Hiệu quả đầu tư và mục tiêu của Chính phủ đối với ngành bảo hiểm

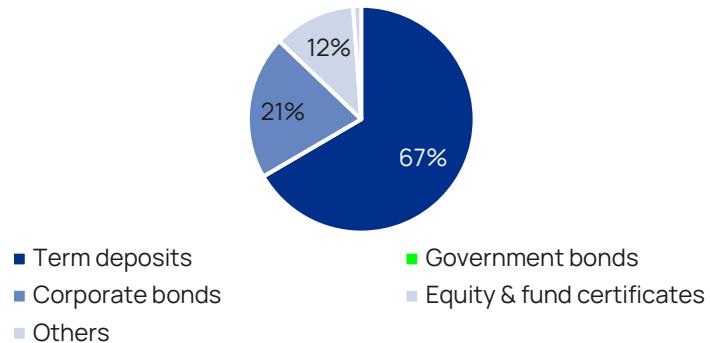
Cơ cấu danh mục đầu tư của ngành bảo hiểm



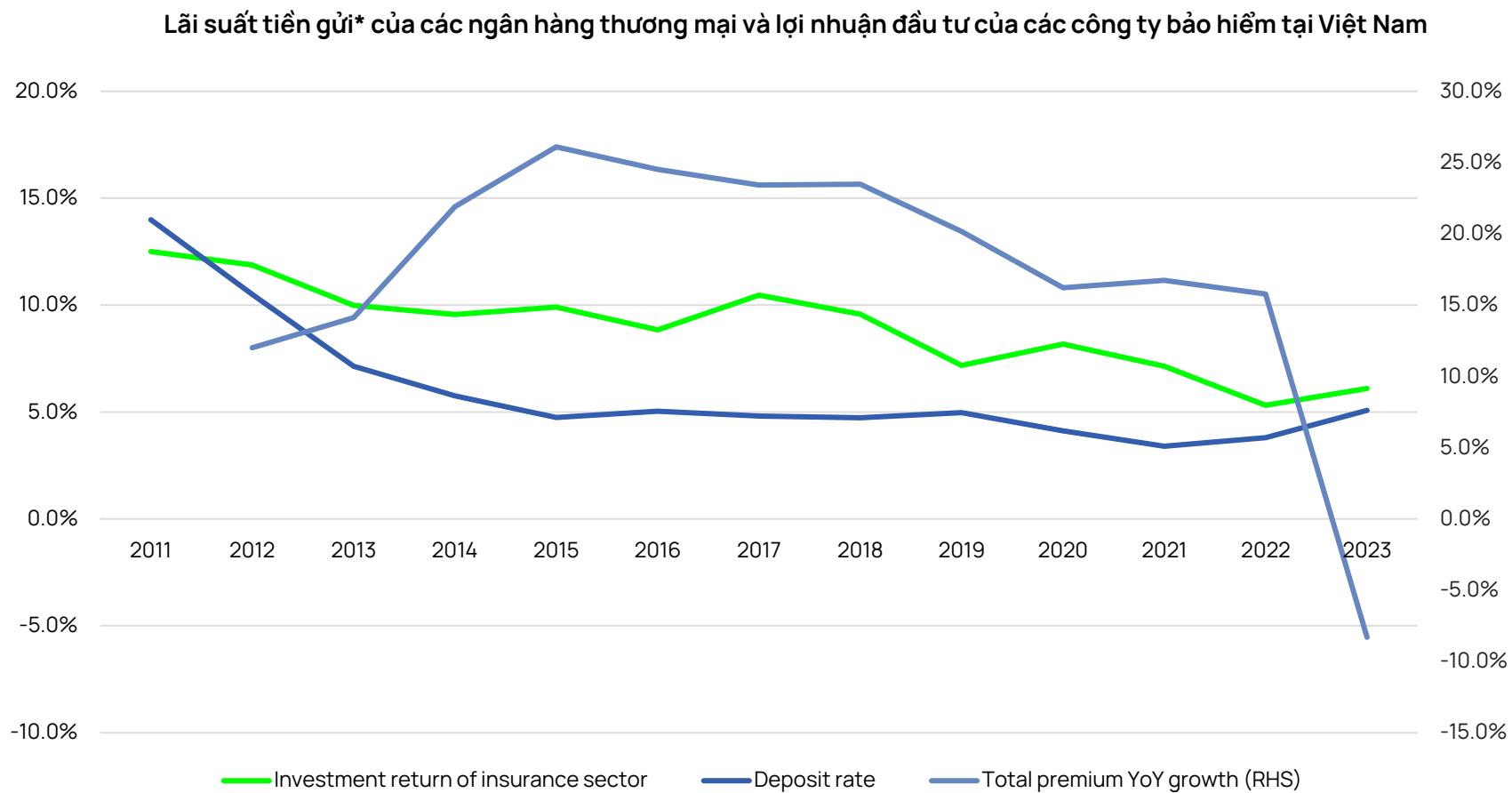
Danh mục đầu tư của 4 công ty bảo hiểm nhân thọ hàng đầu tính đến năm 2023



Danh mục đầu tư của 4 công ty bảo hiểm phi nhân thọ hàng đầu tính đến năm 2023

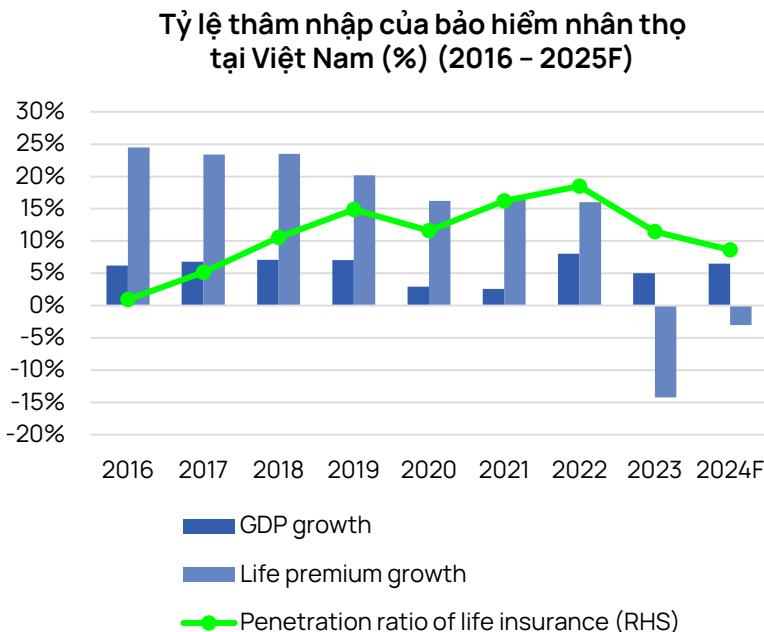


Thu nhập đầu tư của các công ty bảo hiểm sẽ cải thiện trong ngắn hạn

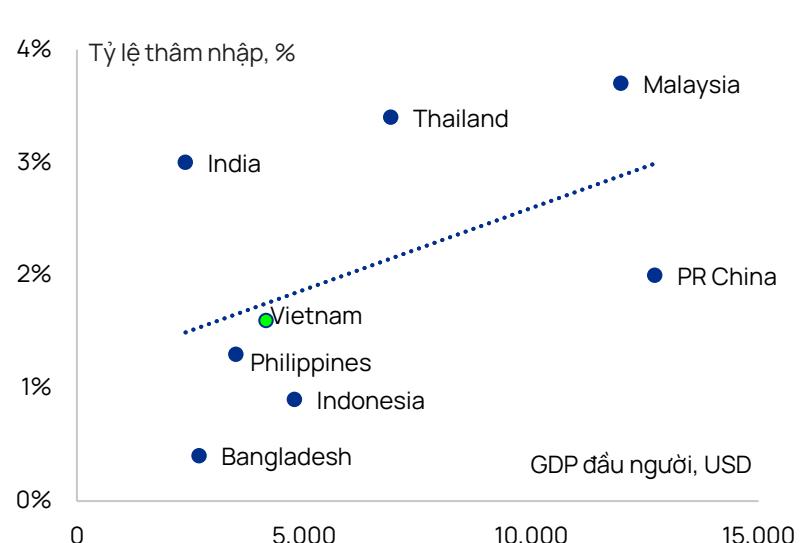


Nguồn: Ngân hàng Thế giới, Bộ Tài chính, Vietcap. *Chúng tôi lấy nguồn chỉ báo lãi suất tiền gửi từ Ngân hàng Thế giới. Lãi suất này được Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) thu thập làm đại diện cho lãi suất mà các ngân hàng thương mại đưa ra cho khách hàng là người dân. Lợi tức đầu tư năm 2023 của các công ty bảo hiểm là ước tính của chúng tôi dựa trên lợi tức đầu tư của 14 công ty bảo hiểm nhân thọ và phi nhân thọ hàng đầu.

Bảo hiểm nhân thọ: Tỷ lệ thâm nhập



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm nhân thọ so với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (2023)

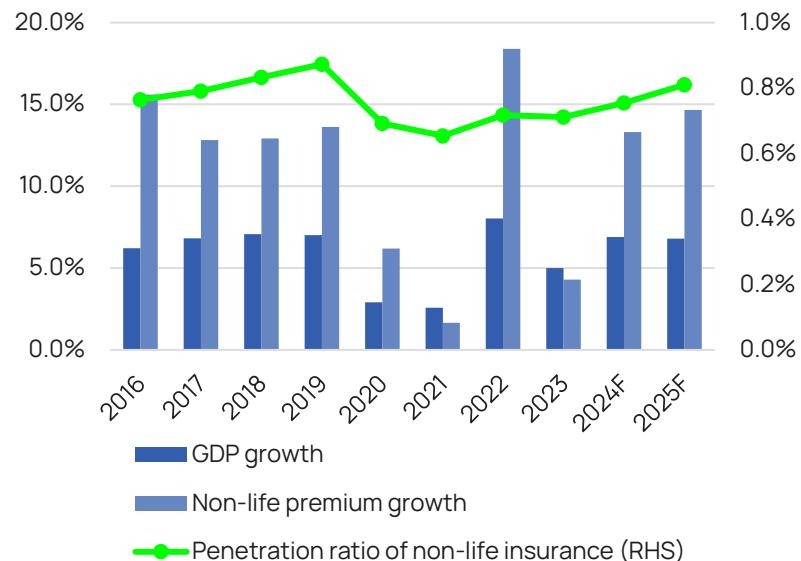


Nguồn: TCKT, IAV, Vietcap ước tính

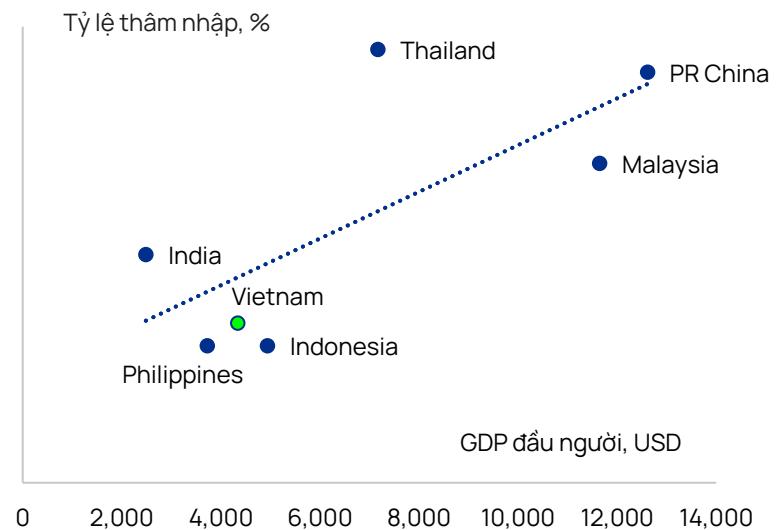
Nguồn: Swiss Re, Ngân hàng Thế giới, Bộ Tài chính, Dữ liệu công ty, Vietcap; PR China là Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa

Bảo hiểm phi nhân thọ: Tỷ lệ thâm nhập

Tỷ lệ thâm nhập của bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam (%) (2016 - 2025F)



Tỷ lệ thâm nhập bảo hiểm phi nhân thọ so với GDP bình quân đầu người của một số quốc gia mới nổi (2023)



Nguồn: TCTK, IAV, Vietcap ước tính

Nguồn: Swiss Re, Ngân hàng Thế giới, Bộ Tài chính, Dữ liệu công ty, Vietcap; PR China là Cộng hòa Nhân dân Trung Hoa

Mục tiêu của Chính phủ cho ngành bảo hiểm

	2023	2021-2025	2026-2030
Tăng trưởng phí bảo hiểm	-14,2%	15%/năm	10% /năm
Tăng trưởng phí bảo hiểm qua kênh bán bảo hiểm online	Chưa có thông tin	10%/năm	10%/năm
CAGR giá trị tài sản, tổng giá trị đầu tư	- - Tổng tăng trưởng tài sản: 11,1% YoY - Tổng tăng trưởng đầu tư: 12,6% YoY	15%/năm	10%/năm
Phí bảo hiểm/GDP	2,3%*	3,0% - 3,3%	3,0% - 3,5%
% thâm nhập bảo hiểm nhân thọ/dân số	11%	15%	18%
Phí bảo hiểm/người	2,6 triệu đồng/người*	3 triệu đồng/người	3 triệu đồng/người

Dữ liệu chính và tổng hợp định giá

Ngành Bảo hiểm: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần Nhà nước	Room KN %	Room NN còn lại (tr USD)	GTGD/ 30n (tr USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T %
BMI	MUA	113	51,0%	49%	21	0,1	21.300	26.200	4/12/2024	23,0%	2,4%	25,4%
BVH	PHTT	1.541	68,0%	49%	344	11,7	51.900	42.600	3/26/2024	-17,0%	1,7%	-15,3%

Ngành Bảo hiểm: Tổng hợp định giá

Mã	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/B trượt x	P/B 2024Fx	P/B 2025Fx	P/B 2026Fx	P/E TTM x	P/E 2025Fx	P/E 2026Fx	ROE trượt %	ROA trượt %	Nợ ròng/Vốn CSH x
BMI	4,3%	10,6%	16,3%	1,0	0,9	0,8	0,7	7,5	6,7	5,8	12,5%	4,4%	2,9x
BVH	18,6%	6,1%	25,9%	1,8	1,7	1,6	1,4	18,9	17,8	14,1	8,1%	0,9%	10,5x

BVH – PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG, giá mục tiêu là 42.600 đồng/CP

Khuyến nghị*	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F	6M	1Y	3Y ann.	BVH	VNI
			Phí BH gốc (tỷ đồng)	42.641	45.183	49.960	56.906				
Giá cổ phiếu (05/12)	51.900 VND		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.722	2.043	2.167	2.728	% YoY	12,6%	18,6%	6,1%
TL tăng	-17,0%	EPS	% YoY	12,9%	18,6%	6,1%	25,9%	6M	1Y	3Y ann.	-20% -10% 0% 10% 20%
Lợi suất cổ tức	+1,7%	Nhân thọ/Tổng phí		76,2%	76,1%	76,4%	76,8%				
Tổng mức sinh lời	-15,3%	Tỷ lệ giữ lại		92,0%	91,9%	92,0%	92,1%				
Ngành	Bảo hiểm	Bồi thường&dựphòng/NWP		46,7%	43,4%	43,7%	43,8%				
GT vốn hóa	37,5 nghìn tỷ đồng	Danh mục đầu tư/VCSH		9,3x	9,8x	10,1x	10,4x				
Room KN	8,6 nghìn tỷ đồng	P/B		1,8x	1,7x	1,6x	1,4x				
GTGD/ngày (30n)	275 tỷ đồng	P/E		22,4x	18,9x	17,8x	14,1x				
Cổ phần Nhà nước	68,0%	ROE		8,3%	9,2%	9,1%	10,6%				
SL cổ phiếu lưu hành	742 tr	ROA		0,9%	0,9%	0,9%	1,0%				
Pha loãng	742 tr	Lợi suất danh mục ĐT		5,5%	4,8%	4,9%	5,0%				

* Cập nhật ngày 26/03/2024

Tổng quan Công ty

BVH là tập đoàn tài chính hoạt động trong nhiều lĩnh vực, thành lập năm 1965 với tư cách là công ty quốc doanh trong ngành bảo hiểm phi nhân thọ. BVH bắt đầu mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm nhân thọ năm 1996, và sau đó thành lập các công ty con và công ty liên kết trong lĩnh vực môi giới, ngân hàng và quản lý quỹ.

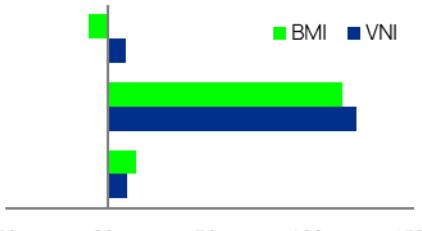
BVH có một trong những mạng lưới đại lý lớn nhất xét về quy mô. Chúng tôi cho rằng kênh đại lý sẽ vẫn là kênh cốt lõi để BVH bán sản phẩm bảo hiểm trong những năm tới. Chúng tôi tin rằng kênh đại lý mang lại chất lượng tư vấn khách hàng tốt hơn so với các kênh phân phối khác, giúp BVH giảm thiểu tác động tiêu cực từ các trường hợp vi phạm nguyên tắc bán bảo hiểm.

Thiểu lợi thế cạnh tranh trong kinh doanh bảo hiểm nhân thọ. Bảo hiểm nhân thọ là lĩnh vực kinh doanh lớn nhất của tập đoàn và tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ bị cản trở do công ty không thể ký các hợp đồng bancassurance lớn để hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong dài hạn như các đối thủ nước ngoài cũng như thiếu sự đa dạng trong các dòng sản phẩm của công ty.

Phí bảo hiểm tăng trưởng mạnh hơn và lợi nhuận đầu tư cải thiện sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong năm 2025: Chúng tôi hiện dự báo tăng trưởng phí bảo hiểm nhân thọ và phí nhân thọ năm 2025 của BVH lần lượt đạt 11,0% và 9,2%. Chúng tôi cho rằng mạng lưới đại lý truyền thống rộng lớn và các điều kiện kinh tế tiếp tục phục hồi sẽ hỗ trợ tăng trưởng phí bảo hiểm trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng mức lãi suất tăng nhẹ kể từ giữa năm 2024 và thị trường chứng khoán tiếp tục phát triển sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận đầu tư của BVH vào năm 2025.

Khả năng lãi suất chiết khấu kỹ thuật giảm YoY có thể sẽ gây áp lực lên thu nhập từ bảo hiểm: Chúng tôi kỳ vọng chi phí dự phòng toán học năm 2025 sẽ tăng YoY (1) phí bảo hiểm nhân thọ doanh nghiệp mới tăng và (2) áp lực lên tỷ lệ chiết khấu kỹ thuật do lợi suất TPCP thấp vào năm 2024. Chúng tôi dự báo chi phí bồi thường ròng/phí bảo hiểm ròng năm 2025 sẽ tăng 1 điểm % lên 43,5%. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng bồi thường bảo hiểm sẽ tăng 13,9% YoY.

BMI - MUA, giá mục tiêu là 26.200 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA	Phí BH gốc (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	6M	1Y	3Y ann.	
			% YoY	3,0%	8,3%	13,4%				
Giá cổ phiếu (05/12)	21.300 VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	5.560	6.023	6.830	7.288				
Giá mục tiêu*	26.200 VND		% YoY	3,0%	8,3%	13,4%	6,7%			
TL tăng	+23,0%	EPS	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	329	345	381	442			
Lợi suất cổ tức	+2,4%		% YoY	16,7%	4,6%	10,7%	16,0%			
Tổng mức sinh lời	+25,4%	Tỷ lệ giữ lại	EPS	20,1%	4,3%	10,6%	16,3%			
Ngành	Bảo hiểm	Tỷ lệ bồi thường	Tỷ lệ kết hợp	73,6%	74,1%	74,6%	75,6%			
GT vốn hóa	2,8 nghìn tỷ đồng	Danh mục đầu tư/VCSH	98,1%	34,4%	34,2%	33,8%	33,7%			
Room KN	525 tỷ đồng	P/B	97,6%	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x			
GTGD/ngày (30n)	2,5 tỷ đồng	P/E	97,3%	7,8x	7,5x	6,7x	5,8x			
Cổ phần Nhà nước	50,70%	ROE	97,4%	13,0%	12,5%	12,6%	13,3%			
SL cổ phiếu lưu hành	121 tr	ROA	7,3%	4,7%	4,5%	4,4%	4,6%			
Pha loãng	121 tr	Lợi suất danh mục ĐT	6,4%	6,2%	6,6%	6,6%				

* Cập nhật ngày 12/04/2024

Tổng quan Công ty

BMI thành lập vào năm 1994, được tách từ chi nhánh lớn nhất của Bảo Việt. Công ty vận hành trong 3 mảng chính: bảo hiểm phi nhân thọ, tái bảo hiểm và đầu tư tài chính. Tính đến năm 2022, BMI là công ty bảo hiểm lớn thứ 4 của Việt Nam với 8,0% thị phần.

BMI giành lại vị trí top 3 thị phần sau nhiều năm. Chúng tôi cho rằng BMI có thể bảo vệ thị phần của công ty trong 2 năm tới nhờ kế hoạch mở rộng mạng lưới chi nhánh và đẩy mạnh bán hàng trực tuyến. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu hoàn thiện thủ tục giấy tờ để thành lập thêm 9 chi nhánh và từng bước đưa các chi nhánh này vào hoạt động trong thời gian tới. Công ty hiện có một trụ sở chính và 65 chi nhánh trên toàn quốc. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy BMI đã nâng cấp trang web của công ty trong vài tháng qua với giao diện thân thiện hơn với người dùng, cung cấp dịch vụ bảo hiểm trực tuyến cho một số sản phẩm đơn giản về chăm sóc sức khỏe, bảo hiểm tai nạn cá nhân và bảo hiểm phương tiện. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng phí bảo hiểm năm 2025 của BMI sẽ đạt 13,4% YoY và tăng trưởng GDP của Việt Nam sẽ phục hồi ở mức 7,2%.

Bảo hiểm sức khỏe vẫn là dòng sản phẩm chủ lực. BMI cho rằng bảo hiểm sức khỏe tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Bên cạnh đó, BMI đang tăng cường hợp tác với các bệnh viện công để tiếp tục khai thác cơ sở khách hàng của họ và nâng cao khả năng cung cấp dịch vụ bảo lãnh thanh toán cho các chủ hợp đồng. Chúng tôi cho rằng việc tăng cường quan hệ đối tác với các cơ sở y tế và nâng cao hiểu biết sâu sắc về dữ liệu khách hàng sẽ giúp BMI cũng như các công ty bảo hiểm khác giảm áp lực từ việc gia tăng các trường hợp gian lận bảo hiểm sức khỏe.

Biên lợi nhuận bảo hiểm cao hơn sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong năm 2025: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ bồi thường giảm, ở mức 33,8% (-0,4 điểm % YoY) trong năm 2025, một phần được hỗ trợ bởi chiến lược tái cơ cấu sản phẩm bảo hiểm chăm sóc sức khỏe của BMI trong 2 năm qua.

Ngành Chứng khoán

Triển vọng tích cực đối với GTGDTBN, cạnh tranh cao trong
mảng môi giới

Dữ liệu chính và tổng hợp định giá

Ngành chứng khoán: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room NN còn lại (tr USD)	GTGD/ 30n (tr USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T %
SSI*	KQ	1.859	0,00%	100%	1.155	11	25.700	32.200	19/8/2024	25,3%	4,4%	29,2%
HCM	N/A	769	0,00%	49%	50	8	29.950	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VCI	N/A	920	0,00%	100%	607	7	34.750	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VND	N/A	795	0,00%	100%	868	4	13.850	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MBS	N/A	618	0,00%	49%	199	3	30.000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Ngành chứng khoán: Tổng hợp định giá

Mã	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/B quý gần nhất X	P/B 2024 x	P/B 2025F x	P/B 2026F x	P/E trượt 12T x	P/E 2024 x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	ROE trượt 12T %	ROA trượt 12T %	Nợ ròng/ VCSH %
SSI*	15,5%	28,2%	18,1%	2,1x	2,2x	1,9x	1,9x	19,9x	23,0x	17,9x	15,2x	10,9%	4,3%	184%
HCM	-20,9%	N/A	N/A	2,2x	1,9x	N/A	N/A	21,6x	18,3x	N/A	N/A	10,0%	4,8%	76%
VCI	-43,7%	N/A	N/A	2,5x	2,5x	N/A	N/A	33,5x	41,0x	N/A	N/A	8,2%	3,6%	113%
VND	65,7%	N/A	N/A	1,3x	1,6x	N/A	N/A	8,9x	9,7x	N/A	N/A	15,8%	6,4%	99%
MBS	-1,2%	N/A	N/A	2,7x	2,0x	N/A	N/A	22,2x	24,8x	N/A	N/A	12,7%	5,0%	187%

Nguồn: Vietcap (giá cổ phiếu cập nhật ngày 05/12/2024). * SSI cập nhật ngày 19/08/2024.

Diễn biến cổ phiếu có sự phân hóa giữa các công ty chứng khoán hàng đầu

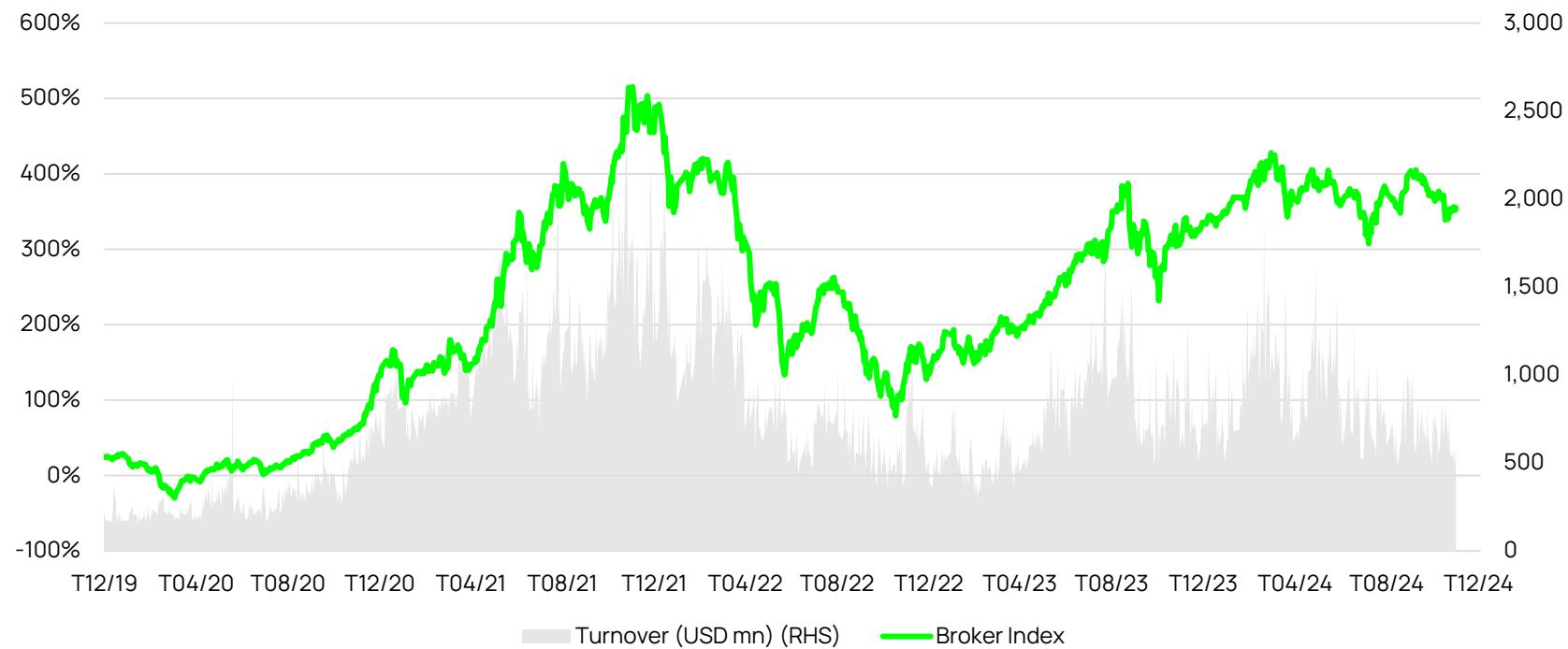
Diễn biến giá cổ phiếu của 5 công ty niêm yết hàng đầu trong ngành chứng khoán so với VN-Index (11T 2024)



Mã CP	Thay đổi tuyệt đối	Thay đổi tương đối
SSI	-4,1%	-12,8%
VND	-27,3%	-36,0%
VCI	1,6%	-7,2%
HCM	23,7%	15,0%
MBS	47,9%	39,2%

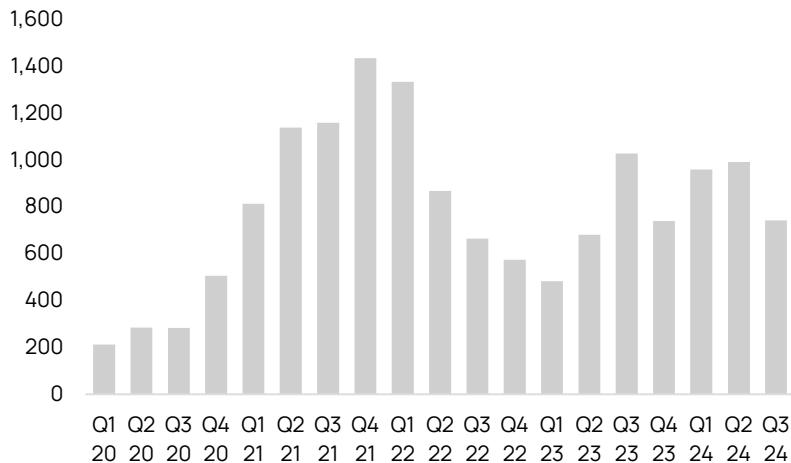
Chỉ số giá ngành CK đi ngang từ đầu năm đến nay và có hiệu suất kém hơn so với VN-Index

Hiệu suất chỉ số môi giới và tổng doanh thu của ba sàn giao dịch từ năm 2020

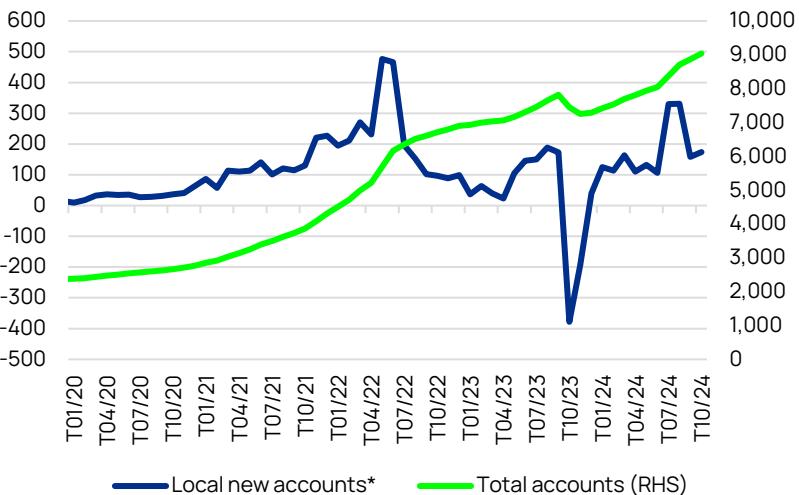


GTGDTBN 10T 2024 tăng 19% so với năm 2023 nhưng đã yếu đi kể từ quý 3/2024

GTGDTB của tổng 3 sàn theo quý (triệu USD)



Tổng số tài khoản chứng khoán và tài khoản mới NĐT trong nước (nghìn)



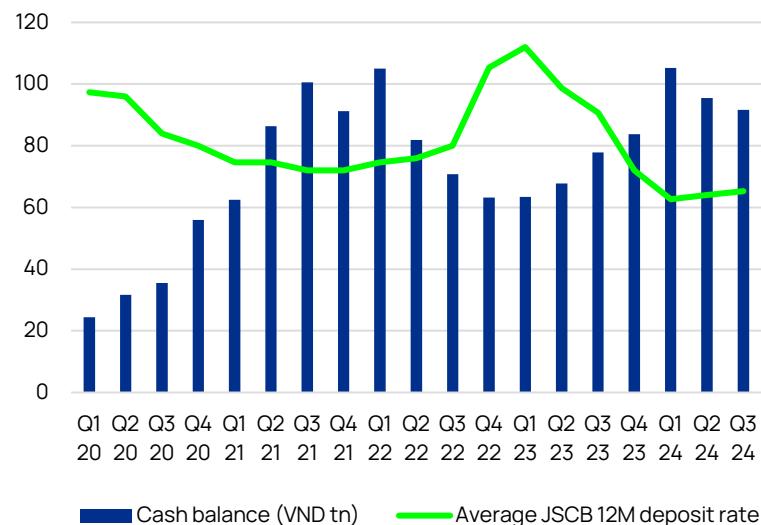
Nguồn: FiinPro tính đến ngày 30/09/2024, Vietcap

Nguồn: Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD), Vietcap; *Chứng tôi ghi nhận số tài khoản mới bằng cách sử dụng chênh lệch giữa tổng số tài khoản. Lưu ý: Vào tháng 10 và tháng 11/2023, VSD đã xóa các tài khoản không hoạt động.

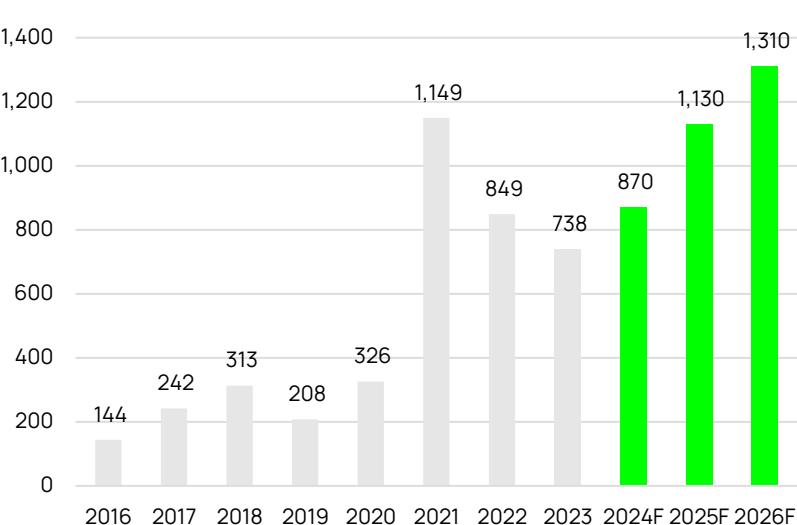
- Mức giảm gần đây trong GTGDTBN có thể là phản ánh những quan ngại đang gia tăng của thị trường, đến từ (i) khả năng áp mức thuế cao hơn do Tổng thống Mỹ vừa đắc cử, ông Donald Trump, đề xuất, có thể tác động đến tình hình xuất khẩu của Việt Nam sang Hoa Kỳ (chiếm 30% tổng kim ngạch xuất khẩu trong 9T 2024), qua đó gián tiếp ảnh hưởng đến các lĩnh vực khác, và (ii) kỳ vọng về lạm phát có thể duy trì lâu ở mức cao ở Mỹ và đồng USD mạnh hơn, có thể khiến Fed điều hành chính sách tiền tệ chặt chẽ hơn, làm tăng rủi ro biến động tỷ giá USD/VND và hạn chế khả năng duy trì chính sách hỗ trợ của NHNN. Ngoài ra, việc NĐT nước ngoài liên tục bán ròng cũng tạo ra áp lực giảm giá, tác động tiêu cực tới tâm lý trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

GTGDTBN sẽ tăng trong năm 2025

Số dư tiền mặt của các tài khoản chứng khoán toàn hệ thống



GTGDTB của tổng 3 sàn (triệu USD)



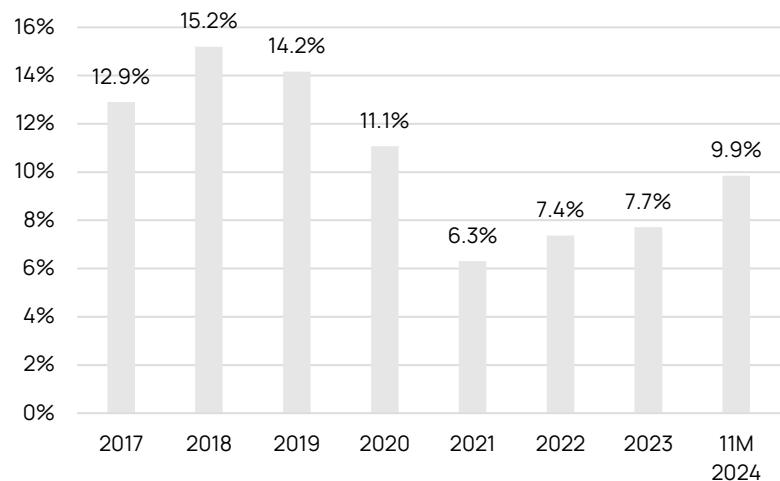
Nguồn: NHNN, ngân hàng TM nhà nước, Vietcap

Nguồn: FiinPro, Vietcap

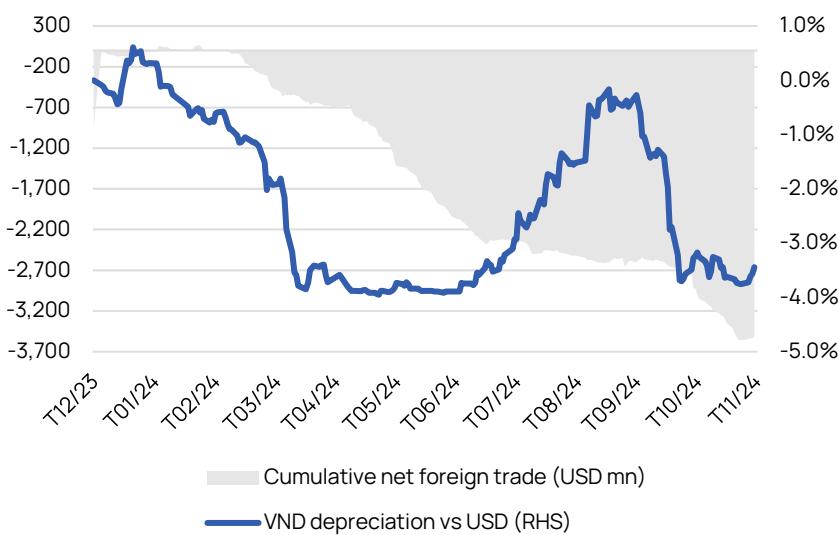
- Chúng tôi dự báo GTGDTBN sẽ tăng 30% YoY lên 1.130 triệu USD trong năm 2025. Với việc các công ty môi giới hiện đã triển khai Thông tư 68, chúng tôi kỳ vọng Thị trường CP Việt Nam sẽ được nâng hạng lên Thị trường mới nổi trong đợt đánh giá của FTSE vào tháng 9/2025, qua đó cải thiện tâm lý NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân. Kỳ vọng của chúng tôi về sự cải thiện trong GTGDTBN và doanh thu cũng được hỗ trợ bởi nền lãi suất thấp và đà phục hồi kinh tế tiếp tục duy trì, với GDP năm 2025 dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 7%. Ngoài ra, chúng tôi dự báo nhu cầu của NĐT nước ngoài đối với cổ phiếu Việt Nam do những diễn biến tích cực này. Do đó, chúng tôi dự báo tốc độ luân chuyển của thị trường sẽ tăng lên 86% vào năm 2025 từ mức 80% vào năm 2024 và mục tiêu VN-Index nội bộ của chúng tôi cho năm 2025 là 1.500.

Khối ngoại bán ròng trong năm 2024

Tỷ lệ tham gia của khối ngoại trên tổng giao dịch của VN-Index (%)



Diễn biến mất giá VND vs USD (%) và giá trị giao dịch ròng luỹ kế của khối ngoại (triệu USD)



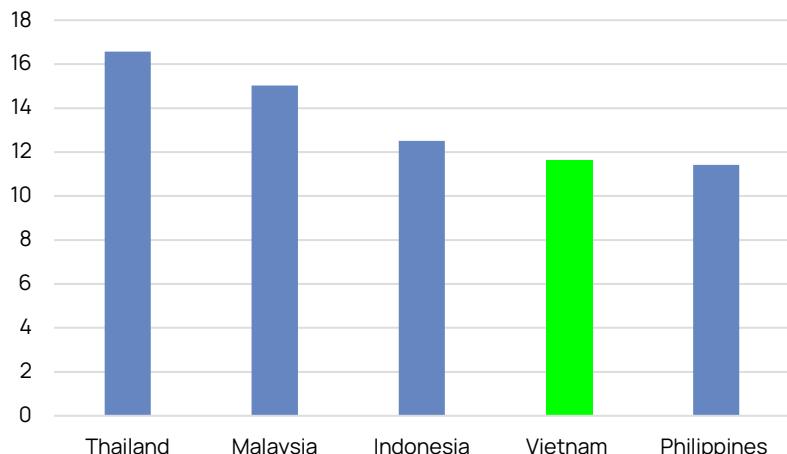
Nguồn: FiinPro, Vietcap

Nguồn: FiinPro tính đến ngày 29/11/2024, Vietcap

- Sau khởi đầu trung lập trong giai đoạn đầu năm, hoạt động bán ra của NĐT ngoại đã tăng mạnh từ tháng 3 đến tháng 7 do tỷ giá USD/VND tăng (do đồng USD mạnh và chênh lệch lãi suất âm) và thiếu nguồn cung về cổ phiếu công nghệ. Lượng bán ra đã giảm nhẹ trong quý 3 do tỷ giá hối đoái được cải thiện trong bối cảnh tình hình chính trị rõ ràng hơn. NĐT nước ngoài tiếp tục đà bán ròng từ giữa tháng 10 trong bối cảnh bất ổn gia tăng do tác động tiềm tàng của mức thuế xuất khẩu cao hơn vào thị trường Mỹ và dòng vốn toàn cầu chuyển hướng sang thị trường Mỹ. Chúng tôi lưu ý rằng đây là xu hướng chung ở các thị trường Đông Nam Á khác. Tính đến ngày 29/11/2024, các NĐT nước ngoài đã bán ròng 3,5 tỷ USD trên cả 3 sàn chứng khoán của Việt Nam.

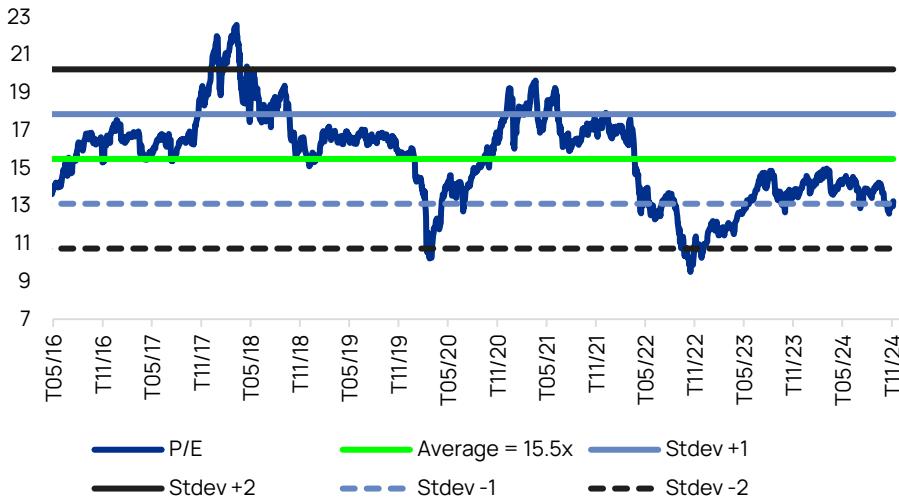
Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn nước ngoài sẽ phục hồi trong năm 2025

P/E dự phóng của một số thị trường mới nổi tính đến ngày 5/12/2024



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

P/E trượt 12 tháng

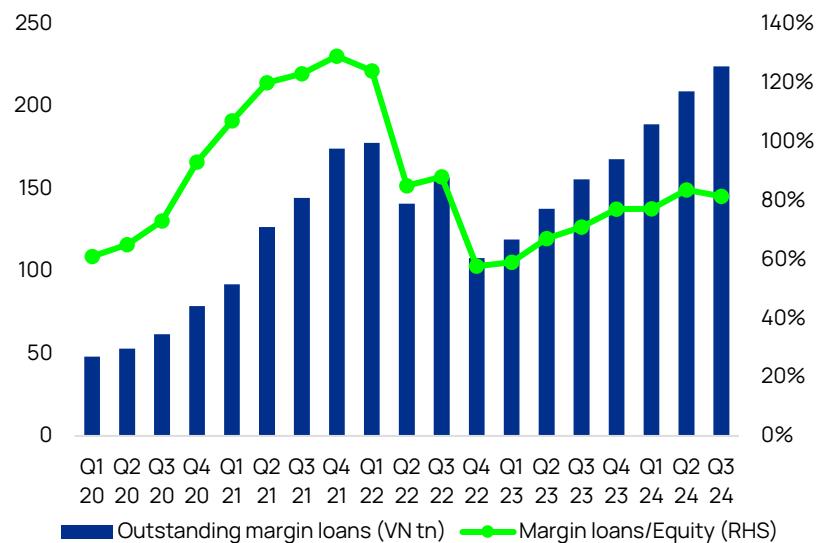


Nguồn: HOSE, Vietcap

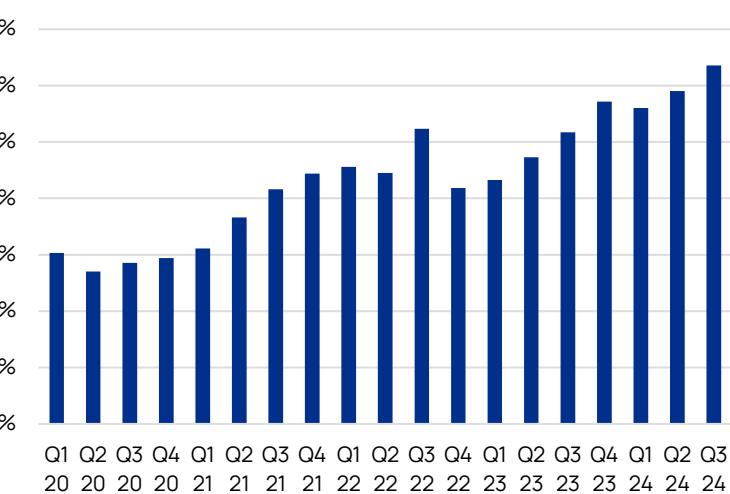
- Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của VN-Index là khá hấp dẫn với P/E trượt 12 tháng là 13,2 lần, thấp hơn một độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 8 năm. Dự phóng đồng thuận cho P/E của Việt Nam tính đến ngày 29/11/2024 thấp hơn các thị trường mới nổi khác ở Đông Nam Á. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các quỹ chủ động nước ngoài có đầu tư vào các thị trường mới nổi sẽ gia tăng tìm kiếm cơ hội ở các thị trường bị định giá thấp và dự kiến sẽ phân bổ vốn vào Việt Nam trước giai đoạn nâng hạng.
- Ngoài ra, chúng tôi tin rằng áp lực giảm của VND sẽ giảm bớt trong các quý tới, được hỗ trợ bởi (1) chênh lệch giữa tỷ giá liên ngân hàng giữa VND và USD thu hẹp, do kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục chu kỳ cắt giảm lãi suất và (2) nguồn cung ngoại tệ vào Việt Nam mạnh từ thặng dư thương mại, dòng vốn FDI và kiều hối.

Dư nợ cho vay ký quỹ toàn ngành tiếp tục tăng lên mức cao nhất trong quý 3/2024

Tổng dư nợ cho vay ký quỹ hàng quý (nghìn tỷ đồng)



Dư nợ cho vay ký quỹ trung bình trên mỗi tài khoản



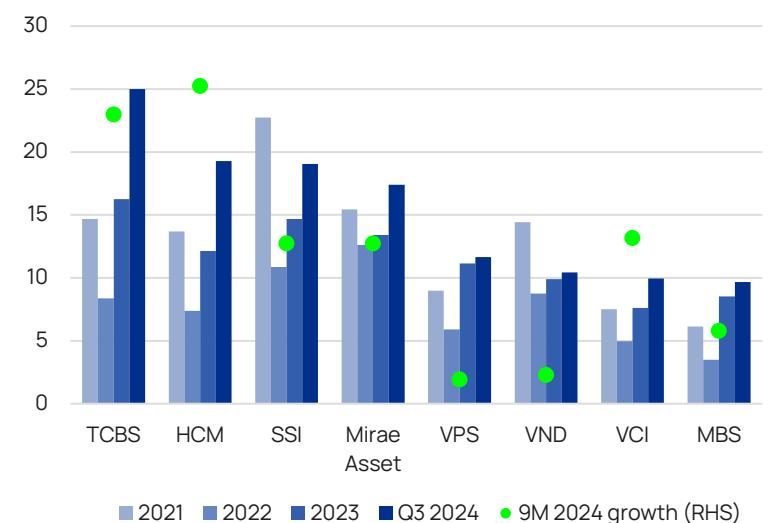
Nguồn: FiinPro, Vietcap

Nguồn: FiinPro, Vietcap

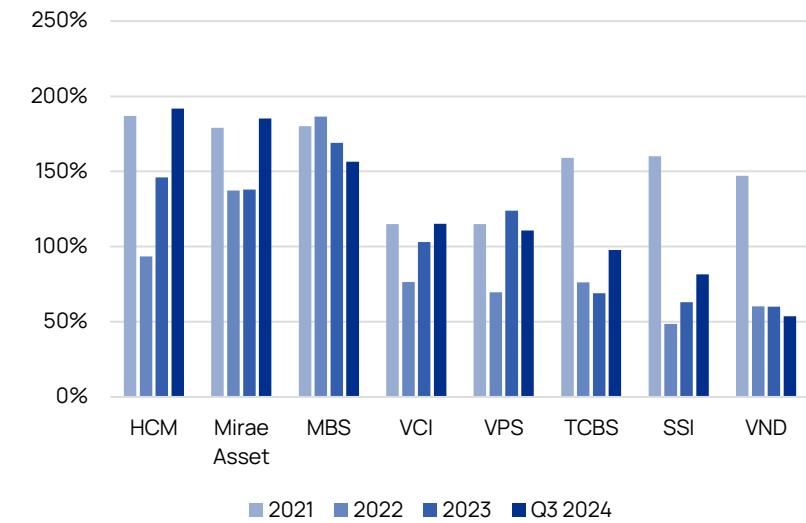
- Theo FiinPro, tổng dư nợ cho vay ký quỹ tăng 7,2% QoQ trong quý 3/2024 lên 224 nghìn tỷ đồng. Trong khi tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn CSH ở mức 81%, vẫn thấp hơn nhiều so với mức trần theo quy định là 200%, thì dư nợ tăng (hiện chiếm 3,2% tổng vốn hóa thị trường), cùng với mức giảm của GTGDTBN và VN-Index, cùng dấy lên lo ngại về tính rủi ro của thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức tăng đột biến này trong các khoản vay ký quỹ chủ yếu là do hoạt động mua lại của các công ty chứ không phải do đòn bẩy tăng lên giữa các NĐT cá nhân.

HCM vượt qua SSI để trở thành CTCK cho vay ký quỹ lớn thứ 2 trong quý 3/2024

Dư nợ cho vay ký quỹ của một số công ty chứng khoán lớn (nghìn tỷ đồng)



Tỷ lệ cho vay ký quỹ/vốn chủ sở hữu của một số công ty chứng khoán lớn (%)



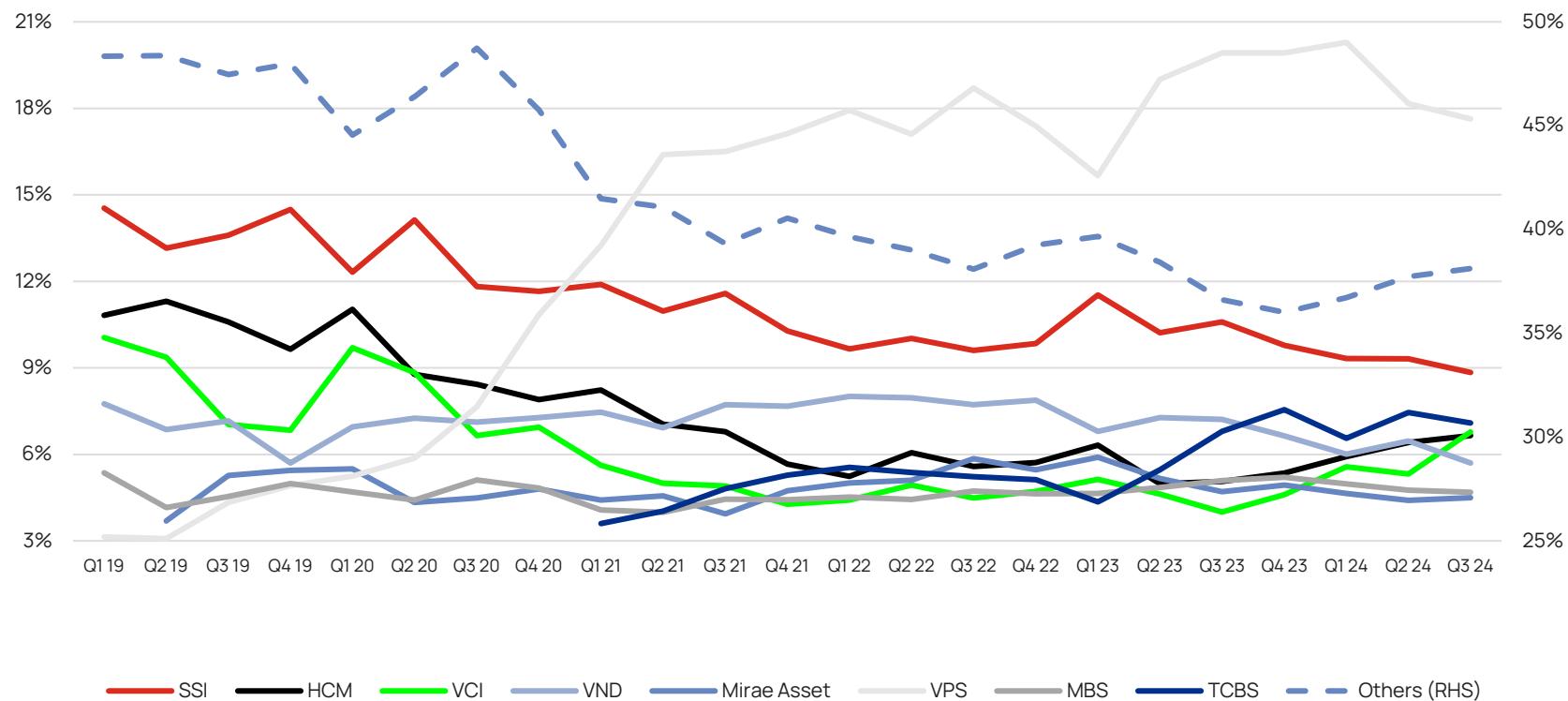
Nguồn: FinPro, Vietcap

Nguồn: FinPro, Vietcap

- HCM và TCBS ghi nhận mức tăng trưởng cho vay ký quỹ cao nhất trong 9T 2024, lần lượt đạt 59% và 54% kể từ đầu năm đến nay. Ngoài ra, VCI đã vượt qua MBS để đảm bảo vị trí thứ 7 về dư nợ cho vay ký quỹ. Chúng tôi tin rằng cạnh tranh trong hoạt động cho vay ký quỹ đang dần gia tăng. Trong số 8 công ty môi giới có thị phần hàng đầu, HCM, Mirae Asset và MBS đang phải đổi mới với áp lực lớn nhất trong việc huy động vốn chủ sở hữu mới để tăng dư nợ cho vay ký quỹ và thị phần môi giới.
- Chúng tôi dự báo dư nợ cho vay ký quỹ sẽ tăng vào năm 2025, được hỗ trợ bởi một số yếu tố: (1) định giá tương đối hấp dẫn của VN-Index, (2) tài khoản CK mở mới tiếp tục tăng và (3) Tâm lý của NĐT, đặc biệt là NĐT cá nhân, được cải thiện do Việt Nam dự kiến được nâng hạng lên thị trường mới nổi vào năm 2025. Điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng dịch vụ cho vay ký quỹ.

Các CTCK tập trung vào khách hàng tổ chức đã giành được thị phần trong 9T 2024

Thị phần trên HOSE của các công ty môi giới hàng đầu (%)



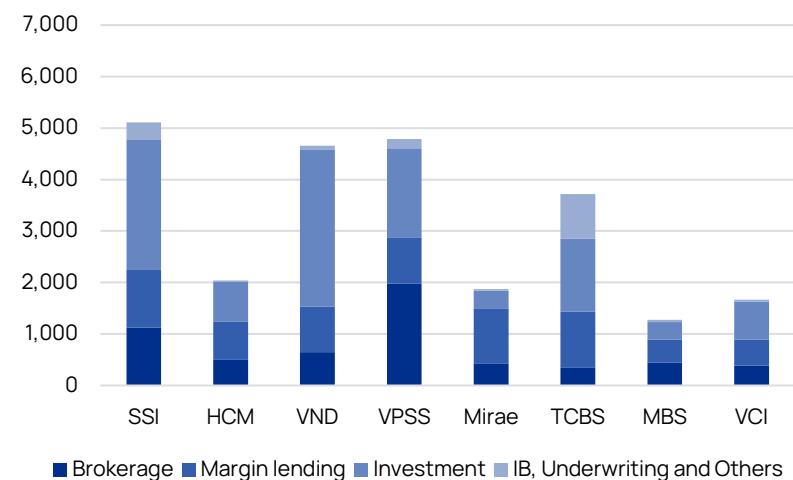
Các CTCK đã và đang tăng cường huy động vốn cho chu kỳ tăng trưởng mới và duy trì lợi thế cạnh tranh

Kế hoạch tăng vốn của một số công ty chứng khoán trong giai đoạn 2023-2025

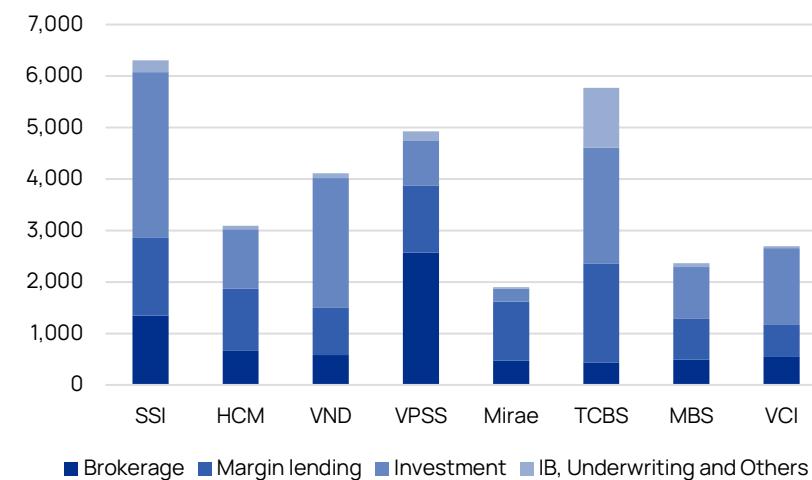
Công ty chứng khoán	Có/ Không có KH tăng vốn	% mức tăng cổ phần, sau tăng vốn	Phương thức	SL cổ phiếu phát hành (triệu CP)	Giá cổ phiếu	Lưu ý
SSI	Có	9,2%	Phát hành quyền	151,1	15.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 10/2024.
		0,7%	ESOP	10	10.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 5/2024.
		6,5%	Phát hành riêng lẻ	104	Giá phát hành riêng lẻ không thấp hơn 90% giá đóng cửa bình quân trong 10 phiên liên tiếp trước ngày được HĐQT phê duyệt, theo tài liệu ĐHCĐ của SSI. Vietcap giả định là 26.700 đồng/cổ phiếu.	Dự kiến hoàn tất vào năm 2025.
HCM	Có	25,3%	Phát hành quyền	178,2	10.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 4/2024.
		3,4%	ESOP	16	10.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 2/2024.
	Có	33,3%	Phát hành quyền	360	10.000 đồng/cổ phiếu	Dự kiến hoàn tất vào năm 2025.
VND	Có	16,7%	Chào bán công khai hoặc phát hành riêng lẻ cho NĐT chứng khoán chuyên nghiệp	243,6	Giá chào bán không thấp hơn giá đóng cửa bình quân trong 10 phiên liên tiếp trước ngày HĐQT thông qua nghị quyết về việc thực hiện phát hành cổ phiếu riêng lẻ.	Dự kiến hoàn tất vào giai đoạn 2024-2025 sau khi được SSC chấp thuận.
		16,7%	Phát hành quyền	243,6	10.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 8/2024.
		2,0%	ESOP	24	10.000 đồng/cổ phiếu	Dự kiến hoàn tất vào giai đoạn 2024-2026.
VCI		1,0%	ESOP	4,4	12.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 6/2024.
	Có	20%	Phát hành riêng lẻ	143,6	28.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 10/2024.
MBS	Có	20%	Phát hành quyền	109,4	10.000 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào tháng 10/2024.
TCBS	Có	51,2%	Phát hành riêng lẻ	105	97.542 đồng/cổ phiếu	Hoàn tất vào năm 2023.

Hầu hết các CTCK hàng đầu đều ghi nhận doanh thu hoạt động tăng so với cùng kỳ trong 9T 2024

Doanh thu của 8 CTCK hàng đầu (9T 2023)



Doanh thu của 8 CTCK hàng đầu (9T 2024)



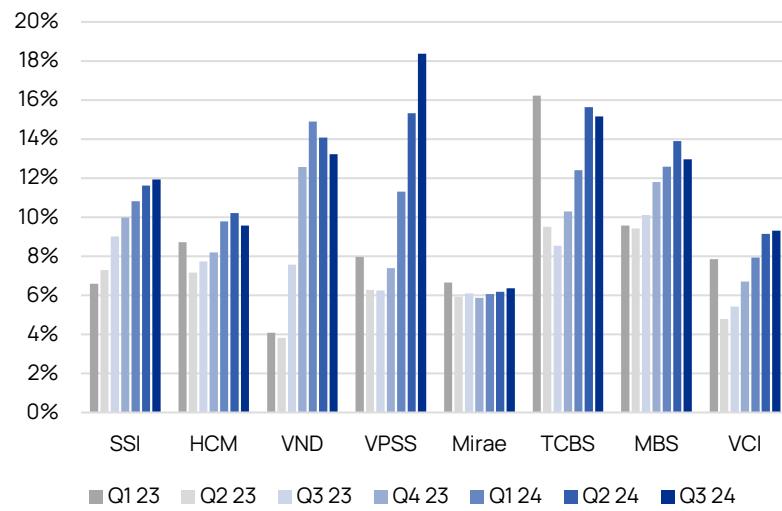
Nguồn: FiinPro, Vietcap

Nguồn: FiinPro, Vietcap

- Dữ liệu doanh thu tổng hợp từ 8 CTCK hàng đầu (SSI, HCM, VND, VPS, Mirae, TCBS, MBS và VCI) cho thấy mức tăng trưởng đáng kể trong các HDKD cốt lõi, bao gồm môi giới, cho vay ký quỹ, đầu tư và ngân hàng đầu tư & bảo lãnh phát hành trong 9T 2024 ở mức lần lượt là 21,4% YoY, 39,3% YoY, 16,8% YoY và 19,4% YoY. VND là công ty duy nhất báo cáo doanh thu môi giới giảm 11,2% YoY và doanh thu cho vay ký quỹ tương đối ổn định YoY trong 9T 2024. Diễn biến này có thể là do (1) thị phần môi giới của VND giảm trong 9T 2024 và (2) mức phí môi giới trung bình giảm xuống 0,06% trong 9T 2024 từ 0,08% vào năm 2023.

Chúng tôi kỳ vọng ROE của các công ty môi giới sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2025

ROE trượt hàng quý của các công ty môi giới hàng đầu



Tổng ROE của 8 công ty môi giới hàng đầu (9T 2024)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Nguồn: FiinPro, Vietcap

- Với triển vọng kinh tế được cải thiện và ADTV dự kiến tăng trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu trong các hoạt động môi giới, cho vay ký quỹ, đầu tư và đầu tư ngân hàng & bảo lãnh phát hành đều tăng, đồng thời lợi nhuận của các CTCK cũng tăng. Dữ liệu của chúng tôi cho thấy tổng ROE của các CTCK hàng đầu đã chạm đáy ở mức ~10% vào năm 2023 và đã dần cải thiện trong 3 quý đầu năm. Trong chu kỳ tăng trưởng mới, chúng tôi dự báo các CTCK sẽ tối ưu được nguồn vốn và nâng cao hiệu quả hoạt động.

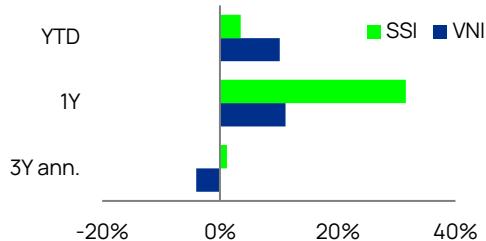
Chúng tôi kỳ vọng Luật Chứng khoán sửa đổi sẽ hỗ trợ cho cả thị trường chứng khoán và thị trường trái phiếu doanh nghiệp

Tóm tắt những thay đổi chính của Luật Chứng khoán sửa đổi

	Những thay đổi chính	Luật Chứng khoán 2019	Luật Chứng khoán sửa đổi
1	NĐT chuyên nghiệp	NĐT chuyên nghiệp là NĐT tổ chức và cá nhân: - NĐT tổ chức như ngân hàng, chi nhánh ngân hàng nước ngoài, công ty tài chính, công ty bảo hiểm, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ, quỹ đầu tư chứng khoán, v.v. - NĐT cá nhân chuyên nghiệp phải có thu nhập tối thiểu 1 tỷ đồng/năm trong năm gần nhất hoặc nắm giữ danh mục chứng khoán có giá trị tối thiểu 2 tỷ đồng.	Mở rộng định nghĩa về NĐT chuyên nghiệp, bao gồm cả các cá nhân và tổ chức nước ngoài.
		Cả NĐT cá nhân và NĐT tổ chức chuyên nghiệp đều có thể mua trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ (C-bonds).	NĐT chuyên nghiệp cá nhân chỉ có thể mua trái phiếu doanh nghiệp chào bán riêng lẻ nếu tổ chức phát hành có (i) xếp hạng tín nhiệm và tài sản thế chấp hoặc (ii) xếp hạng tín nhiệm và được tổ chức tín dụng bảo lãnh thanh toán.
2	Trách nhiệm của tổ chức liên quan đến hồ sơ và tài liệu báo cáo		Bổ sung quy định về trách nhiệm của cá nhân/tổ chức tham gia vào (1) quá trình lập, (2) xử lý, (3) tư vấn và (4) rà soát các văn bản liên quan đến hoạt động chứng khoán và thị trường.
3	Thao túng thị trường chứng khoán	(1) Sử dụng nhiều tài khoản giao dịch và phát tán tin đồn sai sự thật để thao túng giá cả và cung cầu. (2) Cho phép người khác sử dụng tài khoản hoặc nắm giữ chứng khoán để thao túng giá cả.	Các hành vi thao túng bổ sung bao gồm: (1) Đặt lệnh mua và bán cùng loại chứng khoán trong cùng ngày giao dịch mà không dẫn đến chuyển nhượng thực sự quyền sở hữu, (2) Liên tục mua hoặc bán chứng khoán với khối lượng chi phối vào thời điểm mở cửa hoặc đóng cửa thị trường nhằm thao túng giá chứng khoán, (3) Thông đồng hoặc lôi kéo người khác liên tục đặt lệnh mua/bán, tác động đáng kể đến cung, cầu và giá chứng khoán, (4) Đưa ra ý kiến thông qua phương tiện truyền thông đại chúng về chứng khoán hoặc tổ chức phát hành với mục đích tác động đến giá chứng khoán. Người trong công ty đại chúng, quỹ đại chúng và bên liên quan không công bố giao dịch cổ phiếu và chứng chỉ quỹ đã lên kế hoạch cho UBCKNN và sở giao dịch chứng khoán.
4	Phát hành riêng lẻ của các công ty đại chúng	NĐT chiến lược và NĐT chuyên nghiệp có thể mua cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi và trái phiếu doanh nghiệp trong đợt phát hành riêng lẻ.	Bổ sung một số yêu cầu đối với NĐT chuyên nghiệp cá nhân để được tham gia vào quá trình chào bán riêng lẻ trái phiếu doanh nghiệp, bao gồm việc tổ chức phát hành phải có (i) xếp hạng tín nhiệm và tài sản thế chấp hoặc (ii) xếp hạng tín nhiệm và thanh toán được bảo lãnh bởi tổ chức tín dụng.
5	Cơ chế đối tác bù trừ trung tâm		Bổ sung cơ sở pháp lý để VDSC thành lập công ty con triển khai chức năng đối tác bù trừ trung tâm, giảm thiểu rủi ro vận hàng, đảm bảo hoạt động an toàn và phù hợp với thông lệ quốc tế.

SSI – MUA, Giá mục tiêu là 32.200 đồng/cổ phiếu

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (28/06)	25.700VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.281	8.260	10.341	11.495
Giá mục tiêu*	32.200 VND	% YoY	11,7%	13,5%	25,2%	11,2%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.293	2.945	4.002	4.603
		% YoY	34,9%	28,5%	35,9%	15,0%
TL tăng	+25,3%	EPS	15,6%	19,8%	28,6%	10,7%
Lợi suất cổ tức	<u>3,9%</u>	Biên LN gộp	66,0%	67,8%	70,6%	72,6%
Tổng mức sinh lời	+29,2%	Biên LN ròng	32,0%	36,2%	39,2%	40,6%
		Cho vay ký quỹ/VCSH	63,1%	75,6%	83,9%	88,4%
Ngành	Dịch vụ tài chính	Nợ ròng/VCSH	183,6%	166,7%	154,7%	175,9%
GT vốn hóa	47,5 nghìn tỷ đồng	P/B	1,7x	1,6x	1,4x	1,4x
Room KN	30 nghìn tỷ đồng	P/E	20,9x	17,4x	13,5x	12,2x
GTGĐ/ngày (30n)	275 tỷ đồng	ROE	10,1%	11,6%	13,5%	14,2%
Cổ phần Nhà nước	0%	ROA	3,8%	4,0%	5,0%	5,2%
SL cổ phiếu lưu hành	1.963 tr	* Cập nhật ngày 19/08/2024				
Pha loãng	1.807 tr					



Tổng quan Công ty

SSI luôn nằm trong top CTCK hàng đầu trong vòng 5 năm qua với các mảng kinh doanh môi giới, đầu tư tự doanh, quản lý quỹ và ngân hàng đầu tư. SSI được thành lập năm 1999, và tính đến cuối năm 2021, công ty có 1.603 nhân viên làm việc tại TP.HCM, HN và Hải Phòng.

SSI là một trong những CTCK hàng đầu tại Việt Nam. SSI có thị phần lớn thứ 2 trên HOSE với dư nợ cho vay ký quỹ lớn thứ 2 và tỷ lệ cho vay ký quỹ trên vốn chủ sở hữu thấp nhất trong số các công ty chứng khoán có bảng cân đối kế toán lớn. Chúng tôi đánh giá SSI là một trong những công ty chứng khoán có khả năng nắm bắt được cơ hội tăng trưởng của thị trường chứng khoán Việt Nam nhờ vào nguồn vốn dồi dào, uy tín vững chắc, mạng lưới rộng lớn và khả năng huy động các nguồn vốn nước ngoài.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tăng trưởng 35,9% YoY trong năm 2025, được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 27,7% YoY trong doanh thu môi giới, được hỗ trợ bởi kỳ vọng của chúng tôi rằng SSI có thể duy trì thị phần giao dịch của công ty trên cả tổng 3 sàn giao dịch ở mức khoảng 9,0% và GTGDTB tăng gần 30% YoY trong năm 2025; (2) mức tăng trưởng 37,2% YoY trong doanh thu cho vay ký quỹ, dựa trên kỳ vọng về sự cải thiện của tâm lý NĐT cá nhân trong năm 2025; và (3) mức tăng 23,6% YoY trong lợi nhuận từ chứng khoán FVTPL (tài sản tài chính ghi nhận thông qua lãi và lỗ) do chúng tôi kỳ vọng SSI sẽ tăng số dư FVTPL sau khi tăng thêm vốn chủ sở hữu thông qua đợt phát hành quyền vào cuối năm 2024.

SSI hiện đang giao dịch với P/B trượt là 2,0x so với P/B trượt trung bình 5 năm là 1,8x. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng SSI phù hợp với mức P/B cao hơn do SSI đang bước vào một chu kỳ tăng trưởng mới.

Yếu tố hỗ trợ/(Rủi ro): Thanh khoản thị trường và cho vay ký quỹ cao hơn/(thấp hơn) dự kiến; lãi/(lỗ) ròng lớn trong danh mục FVTPL của SSI.

Ngành Tiêu dùng

Cơ hội từ những quán quân tăng trưởng

Tháng 12/2024

Hoàng Nam

Giám đốc Phòng Phân tích & Nghiên cứu

nam.hoang@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.124

Huỳnh Thu Hà

Chuyên viên cao cấp

ha.huynhthu@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.185

Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên

han.mai@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.538

Lý Phúc Thanh Ngân

Chuyên viên

ngan.ly@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.532

Tổng quan

Chúng tôi dự báo tiêu dùng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025, nhờ thu nhập và niềm tin của người tiêu dùng tăng lên, cùng với sự cải thiện trong lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu. Các doanh nghiệp dẫn đầu trong các ngành như bán lẻ trang sức, dược phẩm, mô hình siêu thị mini (minimart), thiết bị ICT và điện tử, hàng tiêu dùng nhanh (FMCG), sản xuất bia sẽ tiếp tục củng cố vị thế trong ngắn hạn và có tốc độ tăng trưởng vượt trội trong trung và dài hạn. Sức mạnh tăng trưởng này đến từ vị thế thị trường, năng lực tài chính và chiến lược tối ưu hóa chi phí hiệu quả.

Tầng lớp trung lưu và trên trung lưu ngày càng tăng trưởng, cùng với quá trình đô thị hóa mạnh mẽ tại Việt Nam, sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm có thương hiệu. Xu hướng này sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp sản xuất với khả năng nâng tầm sản phẩm và các nhà bán lẻ có chiến lược mở rộng hiệu quả. Bên cạnh đó, dân số trẻ và có trình độ học vấn cao của Việt Nam sẽ đóng góp vào tăng trưởng dài hạn của các công ty công nghệ, đặc biệt là trong bối cảnh Chính phủ đang tập trung phát triển kinh tế số và xem đây là động lực phát triển kinh tế.

Dựa trên những xu hướng này, chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu sau đây với tiềm năng tăng trưởng dài hạn hấp dẫn: **PNJ** (trang sức), **FRT** (bán lẻ dược phẩm), **MWG** và **MSN** (siêu thị tạp hóa mini), **SAB** (bia) và **FPT** (dịch vụ CNTT và viễn thông).

Ngành Tiêu dùng: Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn lại (triệu USD)	GTGD TB 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
MSN	MUA	4.240	0,0%	49,0%	966	15,6	73.700	108.000	25/11/2024	46,5%	0,0%	46,5%
VNM	KQ	5.375	36,0%	100,0%	2.600	5,7	64.300	82.000	19/08/2024	27,5%	6,0%	33,5%
SAB	MUA	2.950	36,0%	100,0%	1.159	1,2	57.500	73.000	08/11/2024	27,0%	6,1%	33,0%
MWG	MUA	3.567	0,0%	49,0%	78	19,6	61.000	79.000	04/12/2024	29,5%	0,8%	30,3%
VHC	MUA	660	0,0%	100,0%	474	2,6	73.500	89.000	05/12/2024	21,1%	2,7%	23,8%
FRT	MUA	986	0,0%	49,0%	122	3,6	181.000	220.800	15/08/2024	22,0%	0,0%	22,0%
VEA	PHTT	2.046	88,5%	49,0%	965	1,5	38.500	42.200	20/09/2024	9,6%	12,2%	21,8%
PNJ	MUA	1.298	0,0%	49,0%	0	3,4	96.000	113.500	29/10/2024	18,2%	2,3%	20,5%
CTR	KQ	562	65,7%	49,0%	218	6,9	122.900	137.700	05/11/2024	12,0%	1,6%	13,7%
QNS	KQ	751	0,0%	49,0%	267	0,8	51.100	53.400	30/08/2024	4,5%	7,8%	12,3%
FPT	MUA	8.738	5,8%	49,0%	266	33,8	148.500	159.700	28/10/2024	7,5%	1,3%	8,9%
DGW	PHTT	381	0,0%	49,0%	103	2,1	43.450	46.000	12/08/2024	5,9%	1,2%	7,0%
TLG	KQ	231	60,7%	49,0%	62	1,3	66.800	55.600	30/08/2024	-16,8%	5,2%	-11,5%

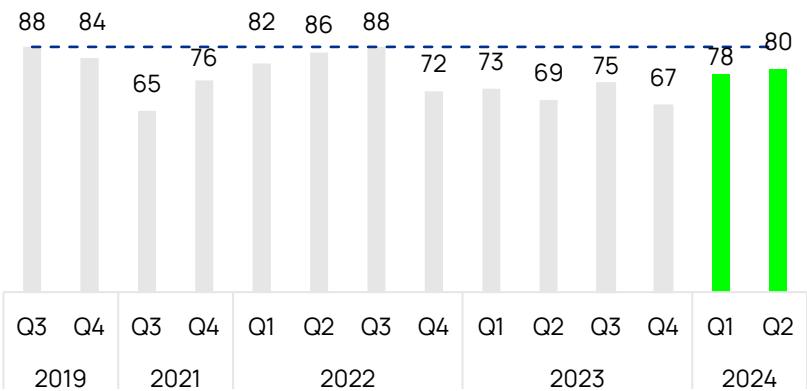
Ngành Tiêu dùng: Tổng hợp định giá

Mã	Giá CP, VND	TT EPS 2024F	TT EPS 2025F	TT EPS 2026F	P/E trượt x	P/E 2024F x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	EV/EBITDA 2024F x	ROE 2024F	P/B quý gần nhất x	Nợ/Vốn CSH quý gần nhất x
MSN ¹	73.700	245%	122%	50%	81,6	72,8	32,9	21,9	8,0	10%	3,6	1,2
VNM	64.300	15%	7%	8%	15,6	15,0	14,0	12,9	7,5	33%	4,3	-0,6
SAB	57.500	8%	11%	5%	17,2	17,0	15,4	14,6	8,6	20%	3,0	-0,8
MWG	61.000	2157%	50%	32%	30,1	23,6	15,7	11,9	9,6	19%	3,3	-0,3
VHC	73.500	45%	44%	30%	18,1	14,5	10,0	7,7	6,9	17%	1,9	-0,1
FRT	181.000	N.M.	183%	53%	233,5	101,9	36,0	23,5	18,1	32%	13,7	2,3
VEA	38.500	2%	11%	9%	8,2	8,2	7,4	6,8	5,1	28%	2,0	-0,7
PNJ	96.000	1%	15%	24%	15,9	17,6	15,3	12,3	10,4	20%	3,1	-0,1
CTR	122.900	7%	26%	17%	26,5	34,0	26,9	23,0	11,4	31%	8,3	0,0
QNS	51.100	-4%	0%	1%	7,1	7,4	7,4	7,3	5,7	22%	1,8	-0,5
FPT	148.500	19%	30%	29%	29,0	30,7	23,7	18,4	12,7	30%	7,3	-0,4
DGW	43.450	19%	16%	25%	24,0	18,3	15,7	12,6	14,1	19%	3,4	0,5
TLG	66.800	9%	20%	21%	14,2	14,9	12,5	10,3	7,1	23%	2,4	-0,3

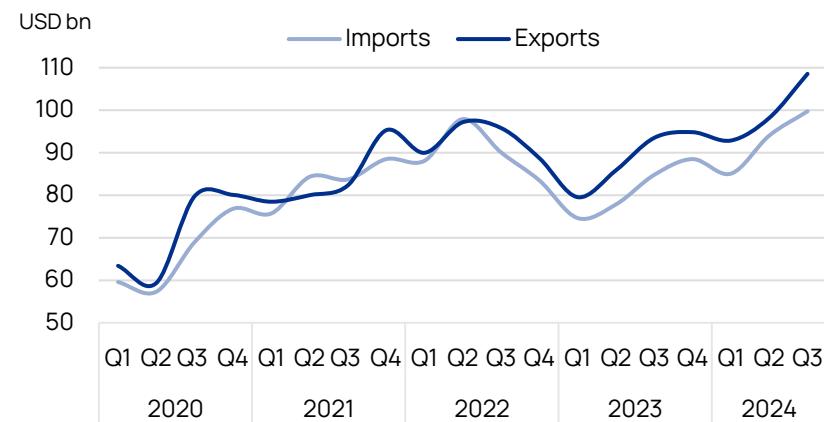
Doanh thu phục hồi sau giai đoạn suy thoái tiêu dùng

Những chỉ báo cho thấy đà phục hồi của ngành hàng tiêu dùng (1)

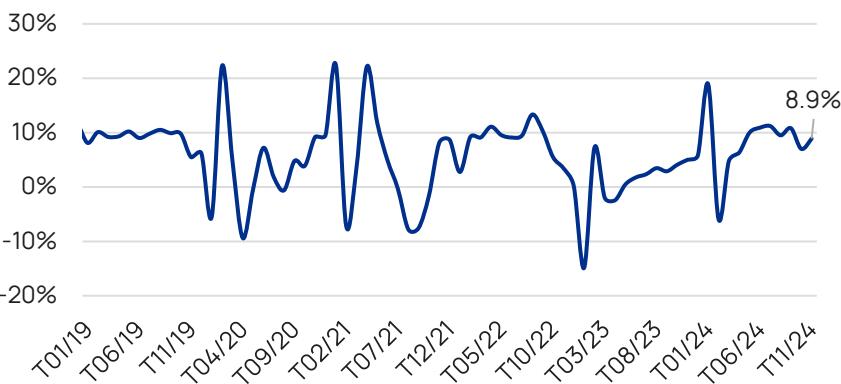
Người tiêu dùng kỳ vọng triển vọng tốt hơn trong 12 tháng tới¹ (% hộ gia đình đồng ý trong 4 thành phố chính)



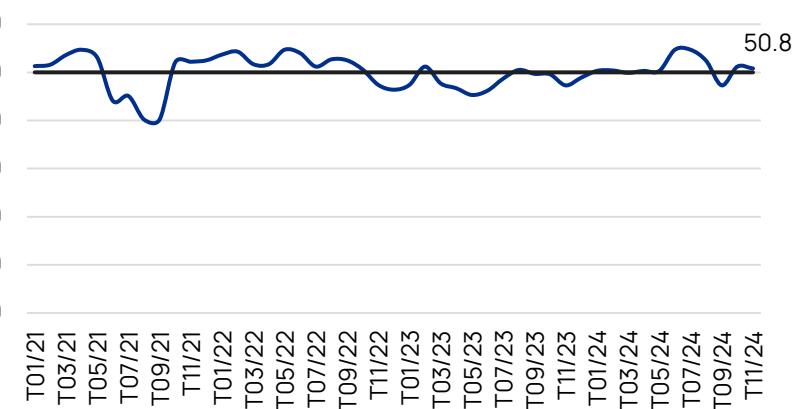
Ngoại thương hàng hóa của Việt Nam theo quý



Tăng trưởng chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) hàng năm đã cho thấy sự phục hồi kể từ tháng 8/2023



Chỉ số Nhà quản trị mua hàng Việt Nam (PMI) theo S&P Global đã quay lại mức ổn định trong nửa đầu năm 2024

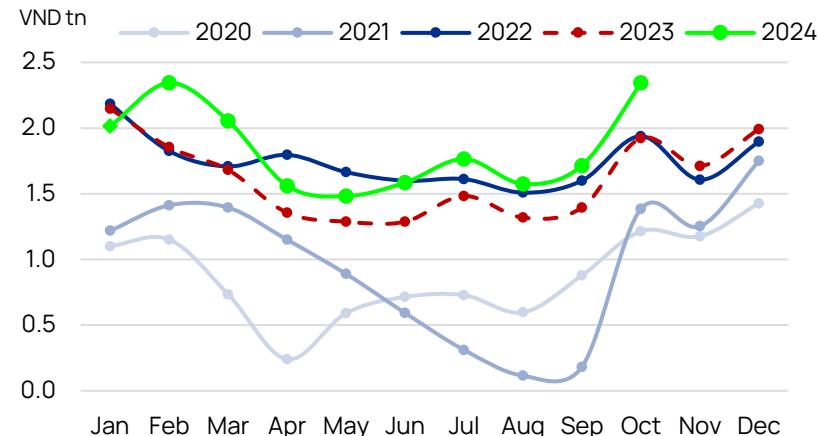


Những chỉ báo cho thấy đà phục hồi của ngành hàng tiêu dùng (2)

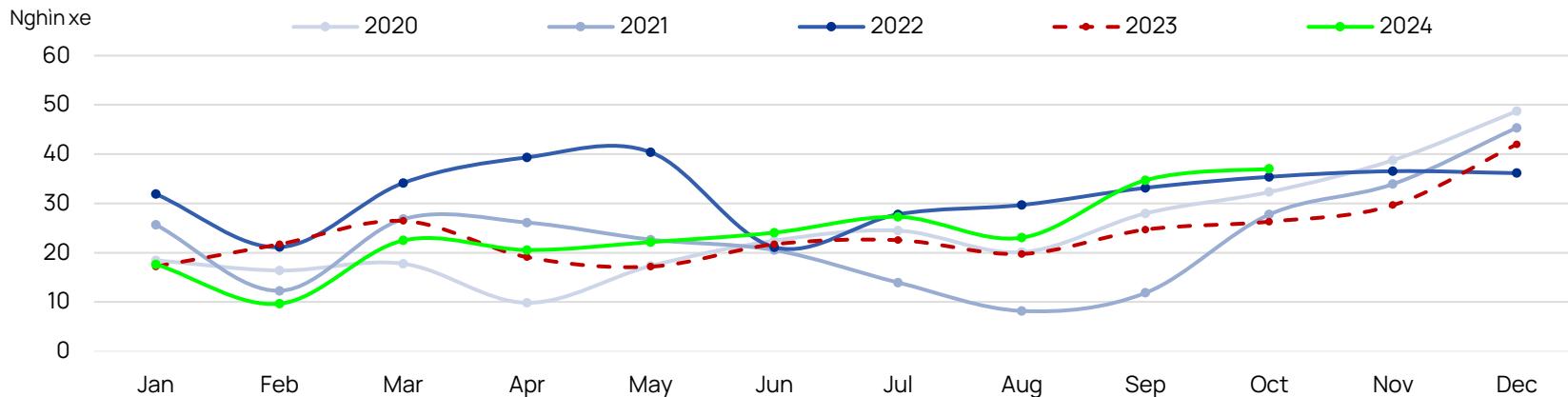
Giá trị và tăng trưởng doanh số bán lẻ của Việt Nam



Doanh thu bán lẻ hàng tháng của PNJ



Doanh số bán xe ô tô hàng tháng của Việt Nam



Các hỗ trợ của Chính phủ sẽ là nền tảng cho đà phục hồi trong giai đoạn 2024 - 25

2023

Cắt giảm một số LS điều hành ngày 14/3

Cắt giảm LS điều hành ngày 03/04
(~50 điểm cơ bản)

Cắt giảm LS điều hành ngày 23/5
(~50 điểm cơ bản)

Cắt giảm LS điều hành ngày 16/6
(~25-50 điểm cơ bản)

Cắt giảm thuế giá trị gia tăng (GTGT)

Chính phủ thông qua phương án cắt giảm thuế GTGT từ 10% xuống 8%, không bao gồm viễn thông, công nghệ thông tin, hoạt động tài chính, ngân hàng, chứng khoán, bảo hiểm, bất động sản, sản xuất kim loại, sản xuất sản phẩm từ kim loại đúc sẵn, ngành khai khoáng (trừ khai thác than), sản xuất than cốc, dầu mỏ tinh chế, sản phẩm hóa chất và hàng hóa, dịch vụ chịu thuế tiêu thụ đặc biệt.

Giảm phí trước bạ ô tô

Chính phủ thông qua phương án giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước.

2024

Gia hạn cắt giảm thuế GTGT
Có hiệu lực từ 1/1 đến 30/06/2025

Việc cắt giảm thuế GTGT có thể mang lại lợi ích trực tiếp cho **Bách Hóa Xanh (MWG), MSN (không bao gồm MHT), VNM, QNS và PNJ**.

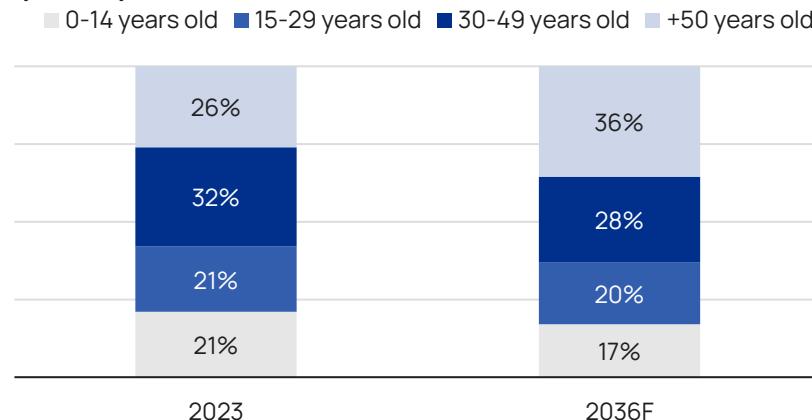
Cải cách tiền lương khu vực công¹
Có hiệu lực từ ngày 1/7/2024

Nâng cao thu nhập và chất lượng cuộc sống của công chức, tăng năng suất lao động và hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

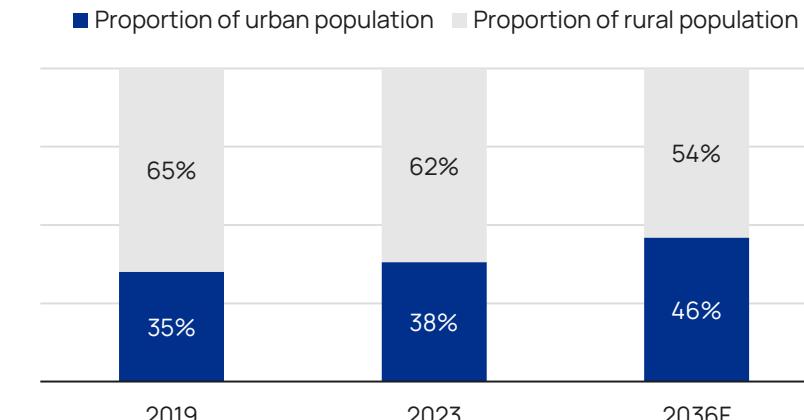
Đề xuất giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô
Có hiệu lực từ ngày 01/09/2024 – 30/11/2024

Các lợi thế nhân khẩu học dài hạn vẫn được duy trì, tiếp tục thúc đẩy tiêu dùng và hiện đại hóa

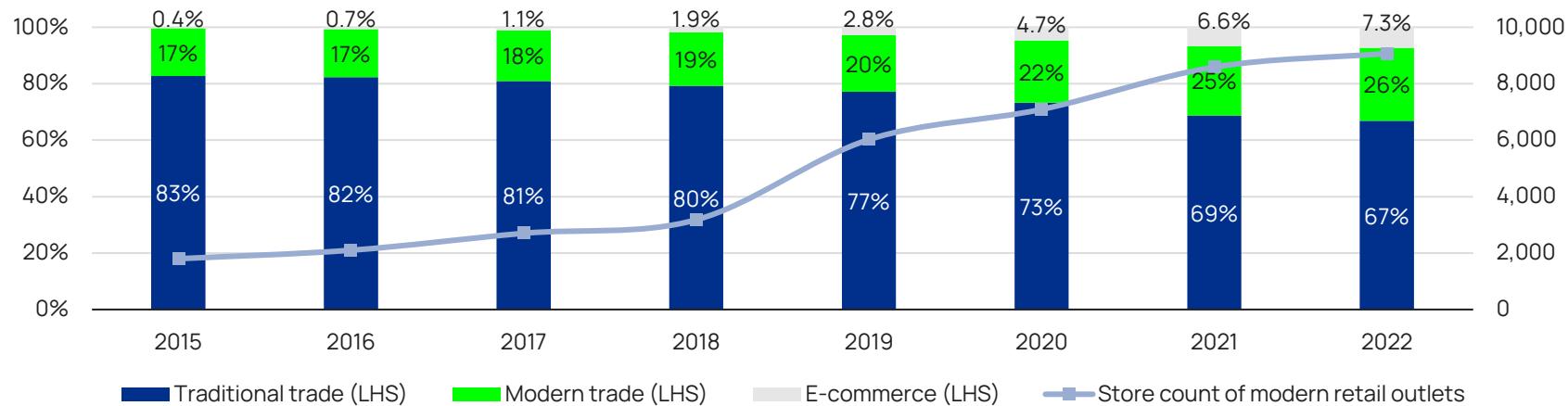
Cơ cấu dân số trẻ của Việt Nam được kỳ vọng sẽ được duy trì xuyên suốt đến năm 2036



Đô thị hóa nhanh chóng sẽ thúc đẩy hiện đại hóa

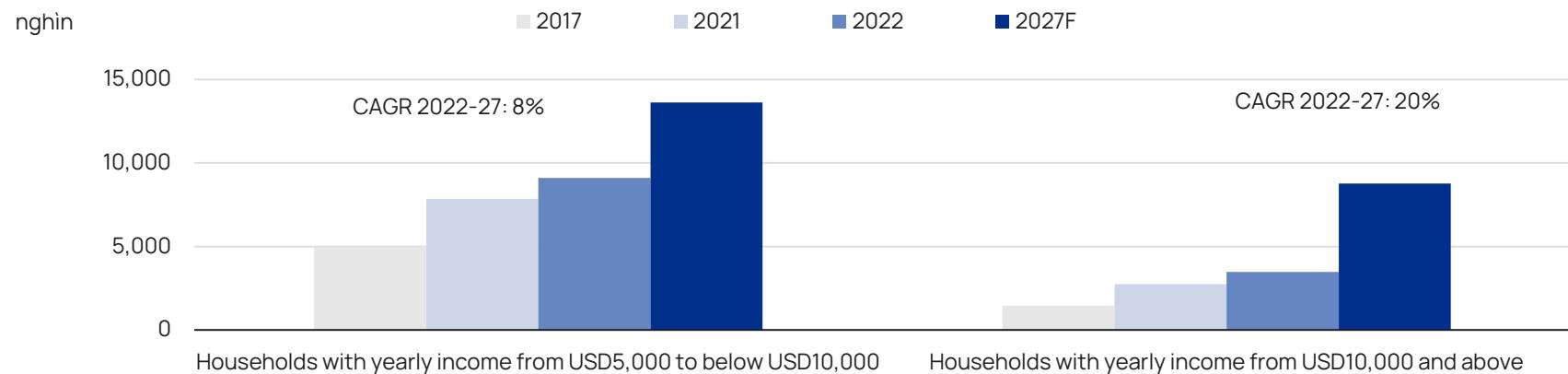


Đóng góp của thương mại hiện đại vào doanh thu bán lẻ tăng từ mức 17% trong năm 2015 lên 26% trong năm 2022



Sự tăng trưởng của tầng lớp trung lưu hỗ trợ cho tăng trưởng tiêu dùng

Tầng lớp tiêu dùng của Việt Nam* đã tăng gấp đôi trong 5 năm qua



Tầng lớp tiêu dùng với thu nhập hàng năm ở mức từ 5.000 USD trở lên chiếm 40% tổng số hộ gia đình Việt Nam trong năm 2023



Xu hướng và triển vọng chính của ngành

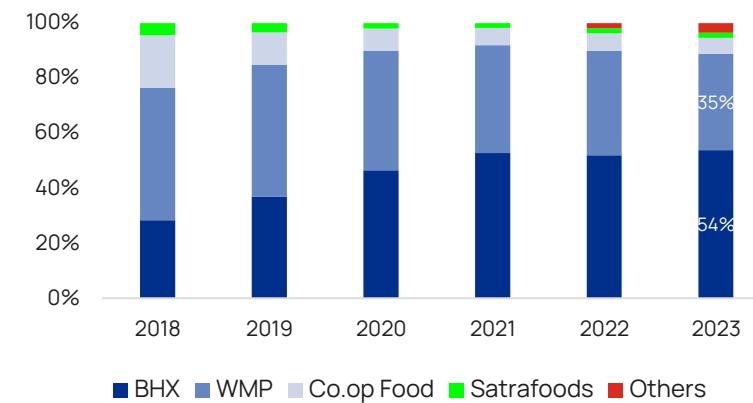
Tăng trưởng doanh thu minimart vượt trội so với doanh thu bán lẻ tạp hóa

Thị trường bán lẻ tạp hóa hiện đại đang được chi phối bởi 6 doanh nghiệp lớn, trong đó phân khúc minimart chủ yếu do WCM và BHX dẫn đầu

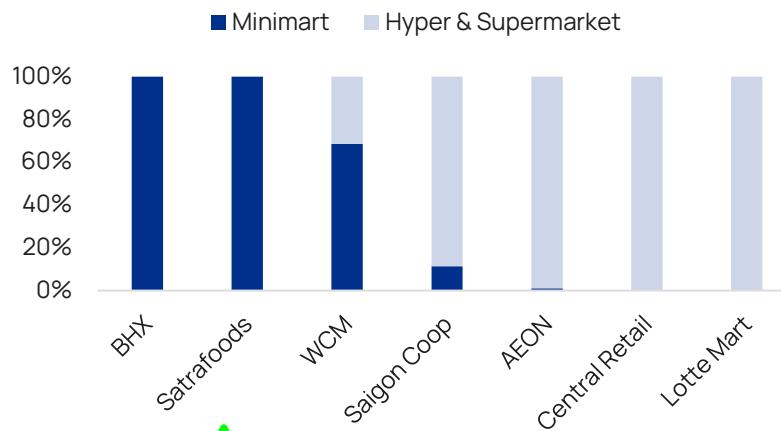
Thị phần giá trị trong mảng tạp hóa hiện đại



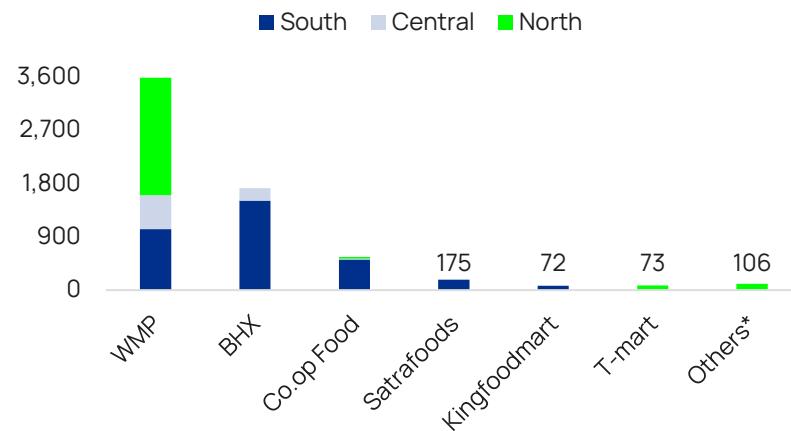
Thị phần giá trị mảng minimart



Cơ cấu doanh thu theo loại hình trong năm 2023

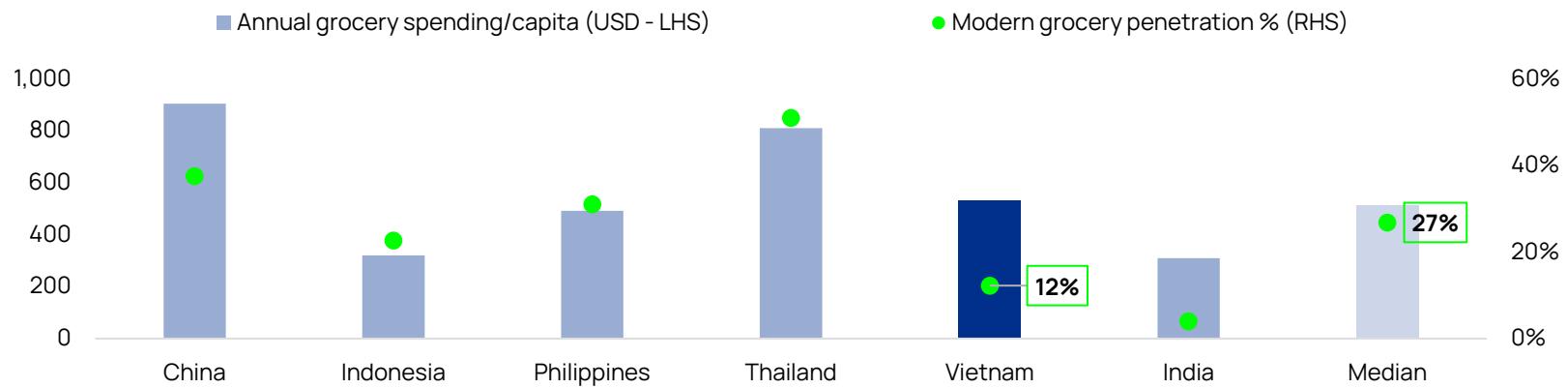


Số lượng cửa hàng minimart theo khu vực tính đến tháng 9/2024

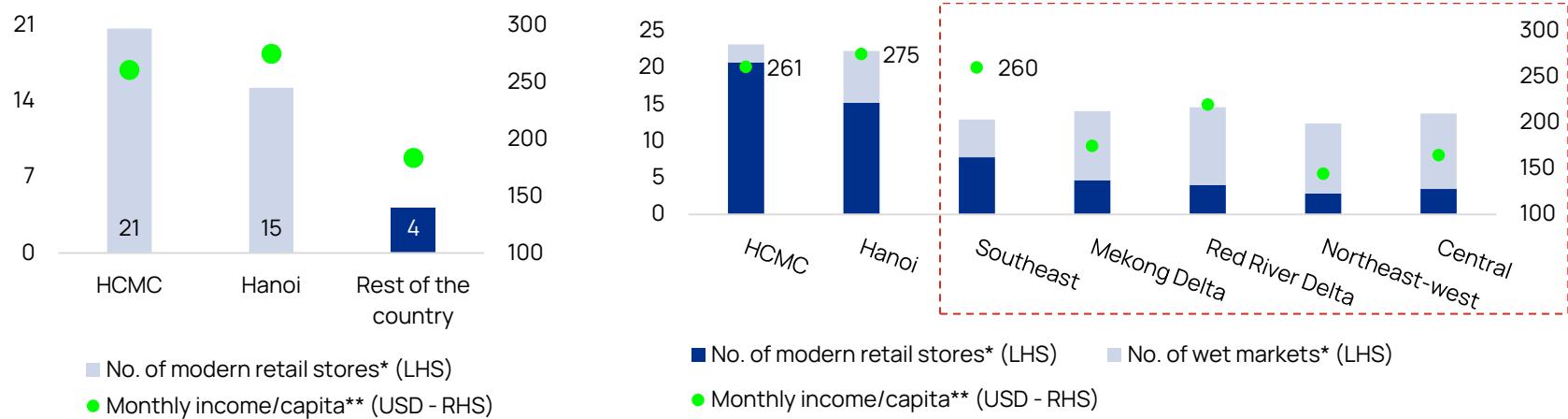


Dư địa phát triển lớn khi mà tỉ lệ thâm nhập của bán lẻ tạp hóa hiện đại còn thấp

Tỷ lệ thâm nhập của thị trường bán lẻ tạp hóa hiện đại ở một số quốc gia châu Á

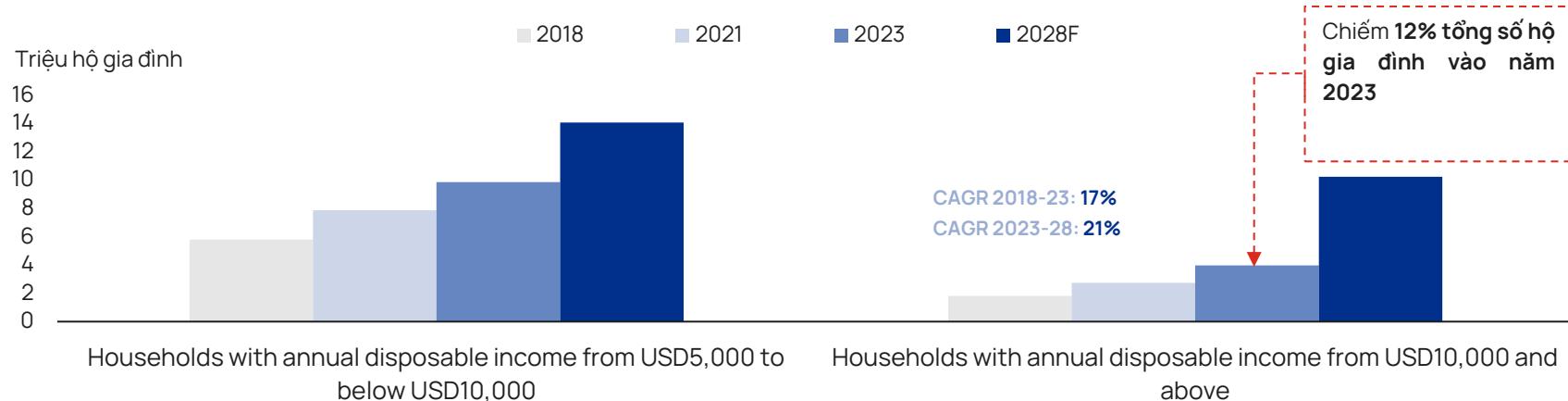


Số lượng cửa hàng bán lẻ tạp hóa trên 100 nghìn người theo khu vực¹

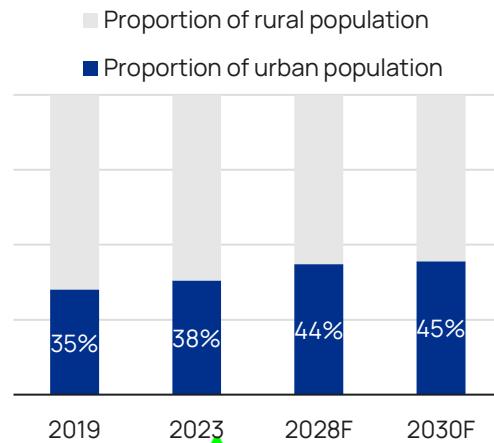


Tầng lớp trung lưu gia tăng, tốc độ đô thị hóa cao và dân số trẻ sẽ thúc đẩy nhu cầu đối với bán lẻ hiện đại theo xu hướng tiện lợi

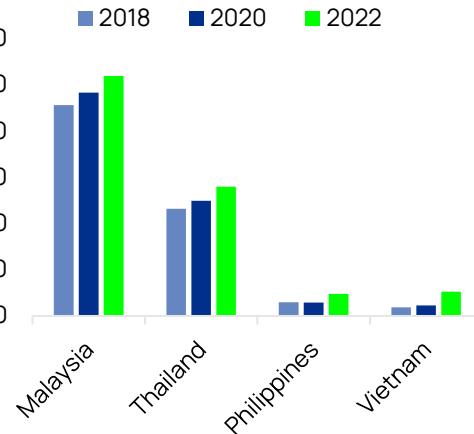
Tăng trưởng hộ gia đình theo thu nhập hàng năm của Việt Nam



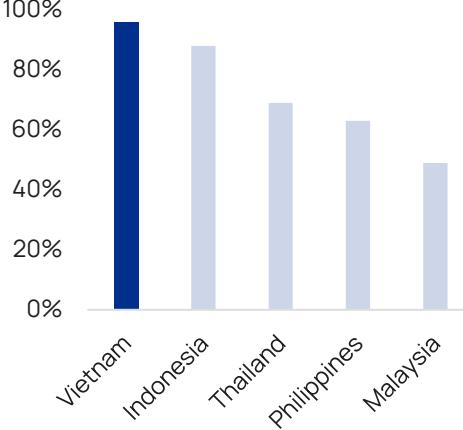
Đô thị hóa tại Việt Nam



Tỷ lệ thăm nhập xe hơi¹ thấp tại Việt Nam



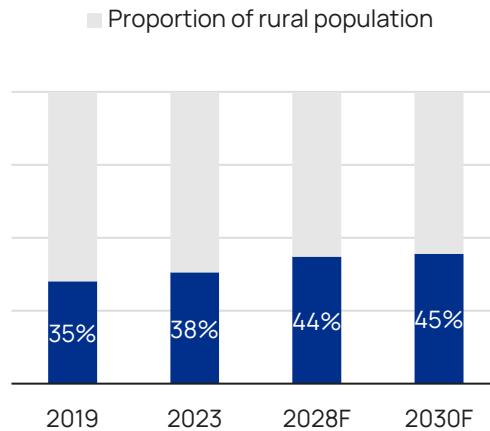
Tỷ lệ sử dụng xe máy² cao tại Việt Nam



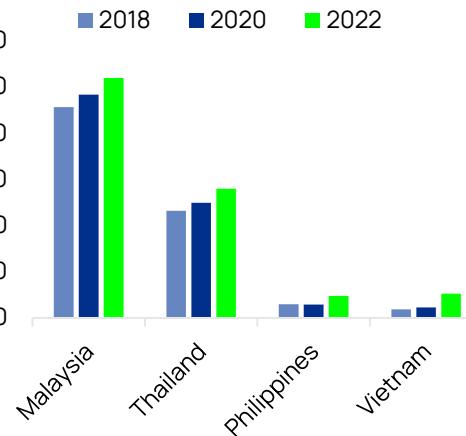
Minimart có lợi thế để nắm giữ thị phần lớn hơn

- Sự tiện lợi là động lực tăng trưởng**, đặc biệt là ở Việt Nam, nơi văn hóa lái xe máy vẫn chiếm ưu thế
- Gần gũi**: Với diện tích thường dưới 500 m², các minimart có thể **đặt tại hầu hết mọi khu dân cư**.
- Dễ tiếp cận**: Các minimart phục vụ tốt cho **người đi xe máy, những người thích mua sắm nhẹ, thường xuyên và ra vào nhanh chóng**, thuận tiện.
- Số lượng mặt hàng (SKU)**: Cung cấp tới 4.000 SKU nhu yếu phẩm hàng ngày, các cửa hàng tiện lợi **đáp ứng nhu cầu mua sắm hàng ngày của người dân địa phương**.
- Mô hình lưu lượng khách**: Các cửa hàng tiện lợi thu hút lượng khách đến mua sắm vào các khung giờ chính - (1) phụ huynh đón con và (2) công nhân sau giờ làm việc. Các cửa hàng này cũng được hưởng lợi từ lượng khách buỗi sáng do các chợ truyền thống tạo ra.
- Thực phẩm tươi sống là động lực chính**: Thịt tươi sống và các loại thực phẩm tươi sống khác mang lại lượng khách hàng cho các minimart, **tạo cơ hội bán chéo giúp tăng lợi nhuận chung**.
- Hạn chế đối với các mô hình cửa hàng lớn**: Các đại siêu thị và siêu thị lớn (thường yêu cầu diện tích >1.000 m²) khó thâm nhập vào các khu vực đông dân cư và phù hợp hơn với việc mua số lượng lớn (tức là các sản phẩm đóng gói, đồ gia dụng, đồ vệ sinh cá nhân, v.v.), nơi mô hình này cung cấp nhiều lựa chọn và giá cả cạnh tranh.

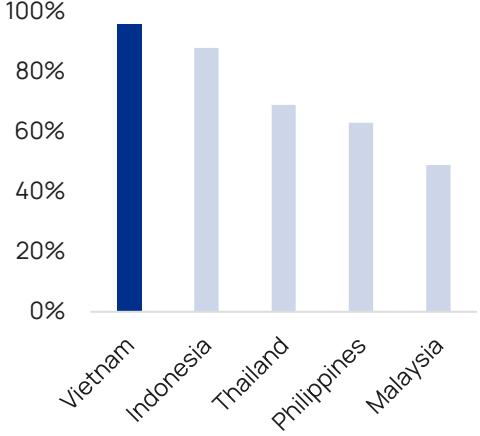
Đô thị hóa tại Việt Nam



Tỷ lệ thâm nhập xe hơi¹ thấp tại Việt Nam

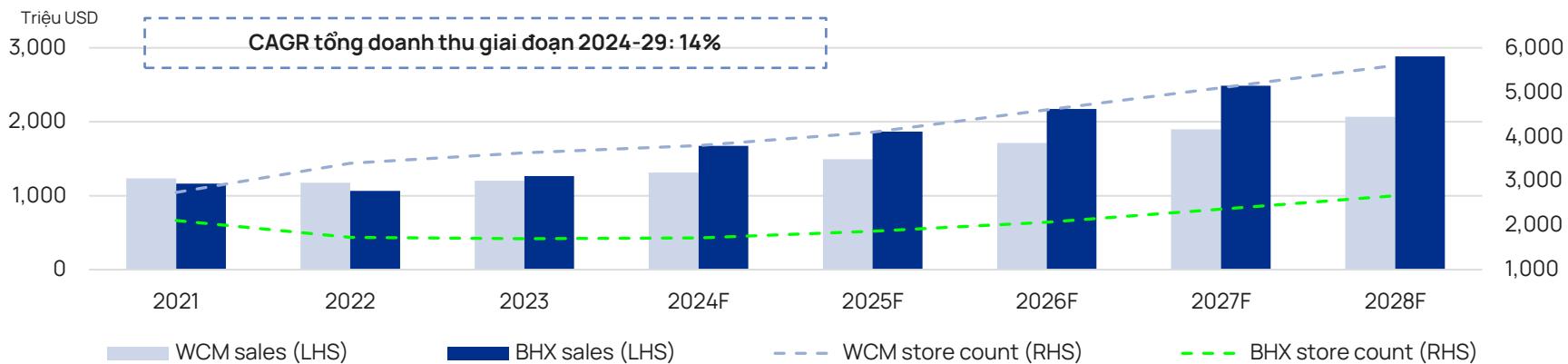


Tỷ lệ sử dụng xe máy² cao tại Việt Nam

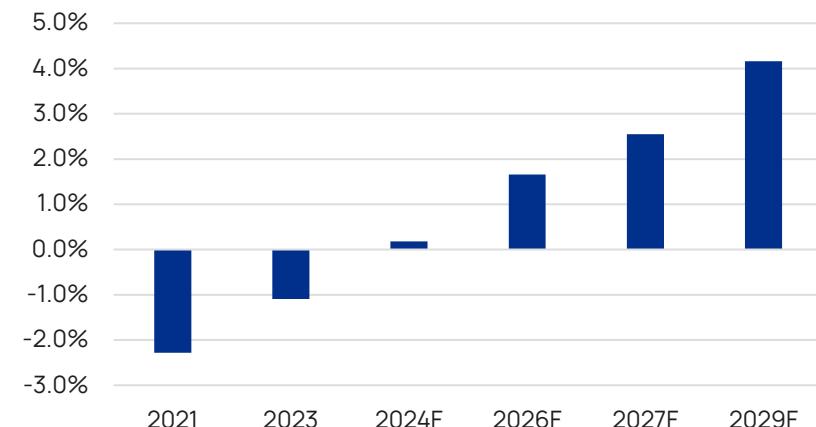


Chúng tôi dự báo WCM và BHX sẽ dẫn dắt đà tăng trưởng của ngành bán lẻ tạp hóa hiện đại

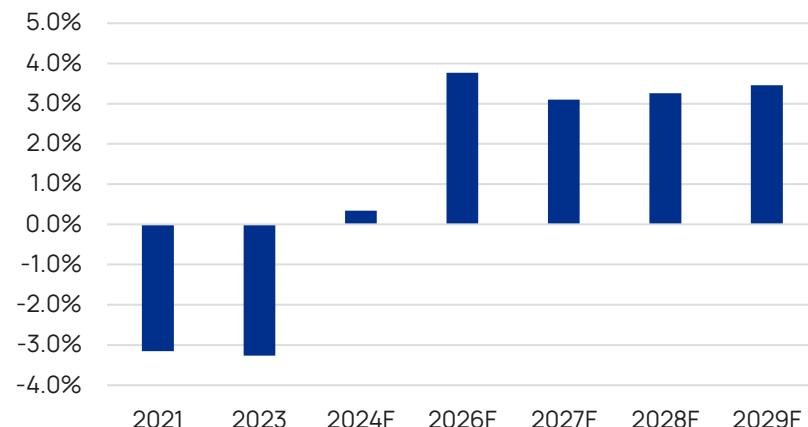
Dự báo của Vietcap đối với tổng doanh thu của BHX và WCM



Biên EBIT của WCM



Biên EBIT của BHX

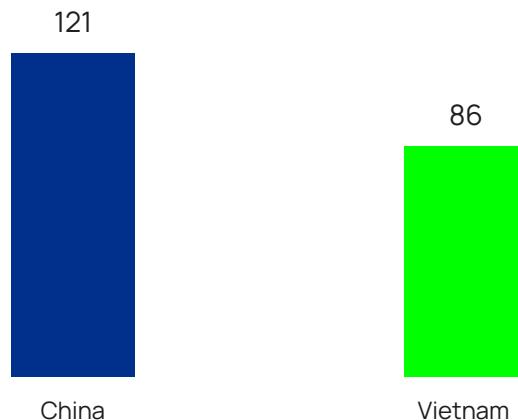


Xu hướng và triển vọng chính của ngành

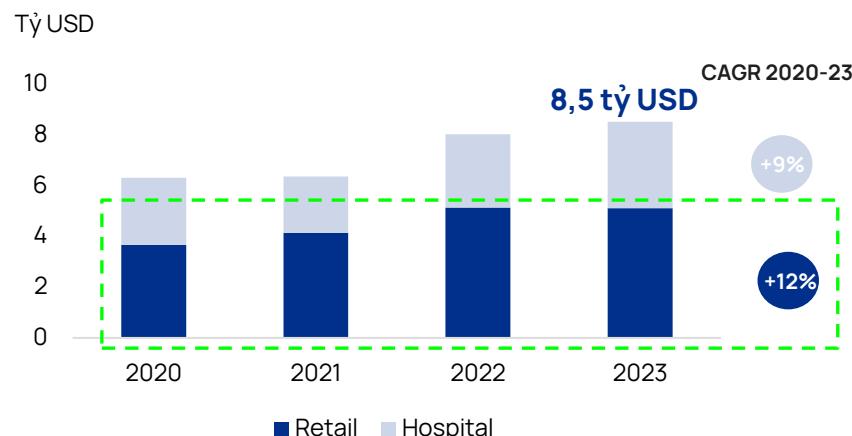
Doanh nghiệp đầu ngành tiếp tục củng cố vị thế thống trị trong bán lẻ dược phẩm

Ngành bán lẻ dược phẩm Việt Nam dự kiến sẽ duy trì mức tăng trưởng cao

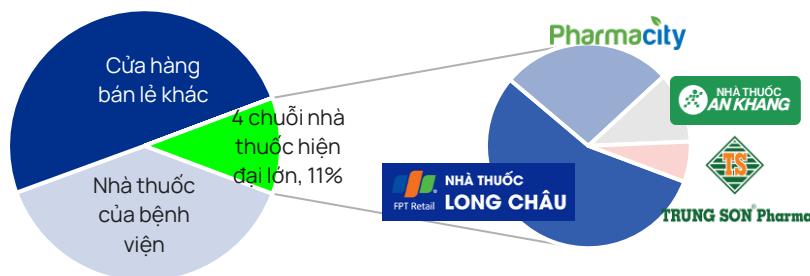
Chi tiêu dược phẩm/dầu người tính đến năm 2023 (USD)



Doanh thu dược phẩm qua kênh bán lẻ so với bệnh viện



4 chuỗi nhà thuốc hiện đại lớn chiếm khoảng 11% tổng thị phần



Thị trường dược phẩm Việt Nam vẫn chưa được thâm nhập nhiều so với Trung Quốc

Trung Quốc

1 nhà thuốc hiện đại phục vụ ~4.000 người

Việt Nam

1 nhà thuốc hiện đại phục vụ ~33.000 người

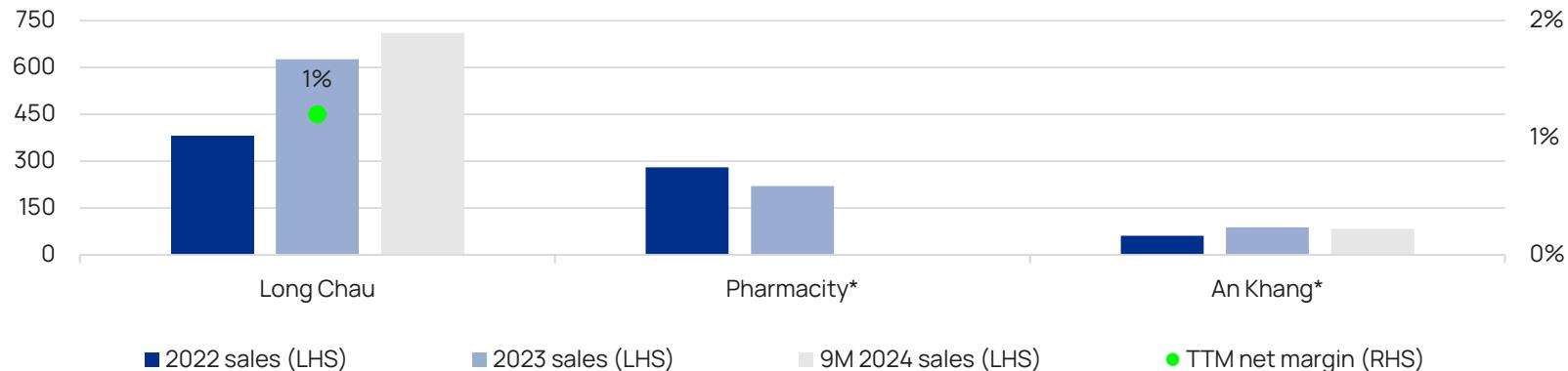
Số khách (nghìn) được phục vụ bởi 1 cửa hàng hiện đại ở từng khu vực của Việt Nam



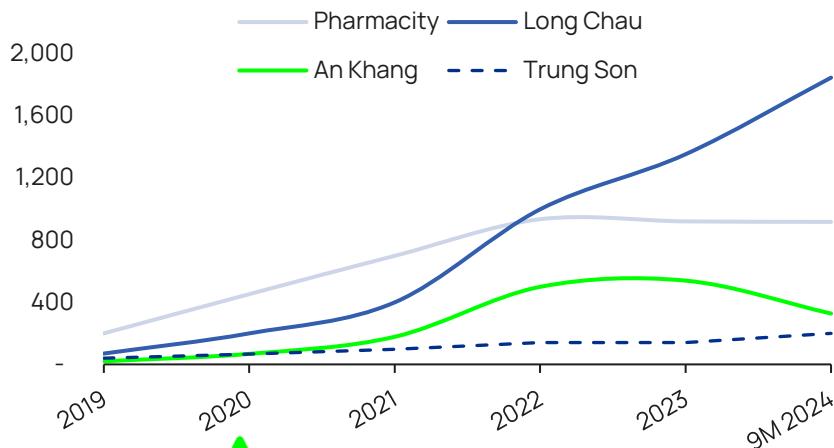
Long Châu (LC) mở rộng quy mô với lợi nhuận tăng trong bối cảnh các đối thủ cạnh tranh có ít triển vọng

So sánh doanh thu và tăng trưởng doanh thu của các chuỗi nhà thuốc hàng đầu

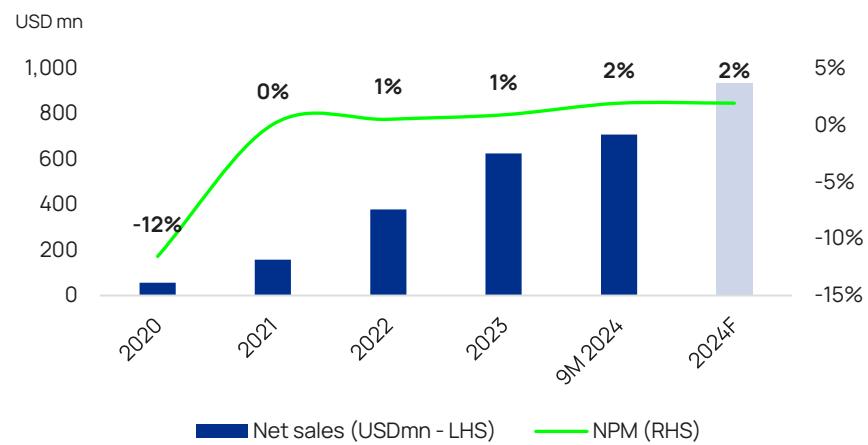
Triệu USD



Hoạt động mở rộng của các chuỗi nhà thuốc hiện đại lớn

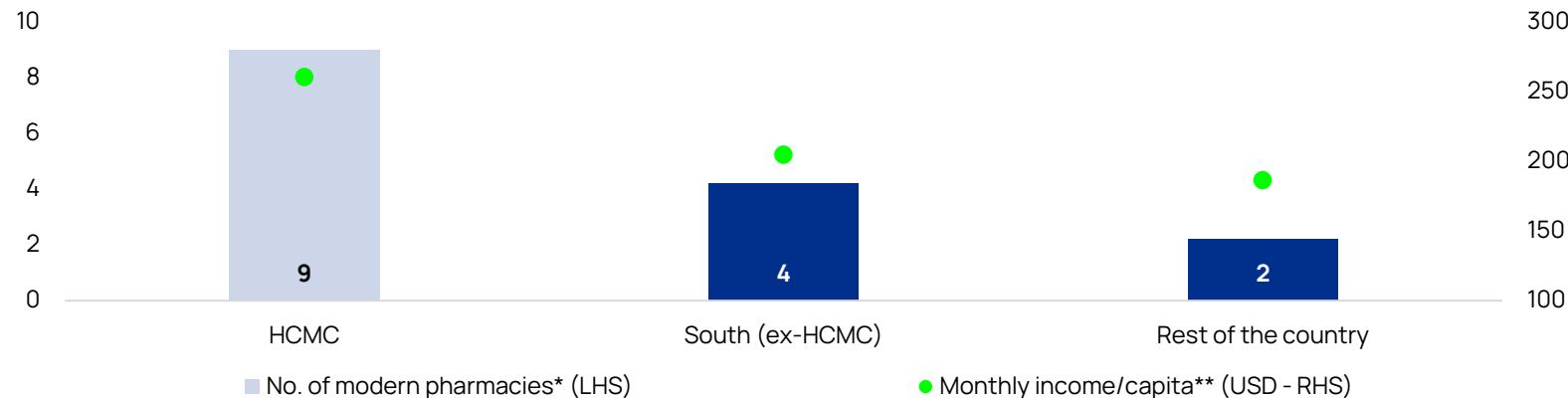


Doanh thu và biên LNST của LC

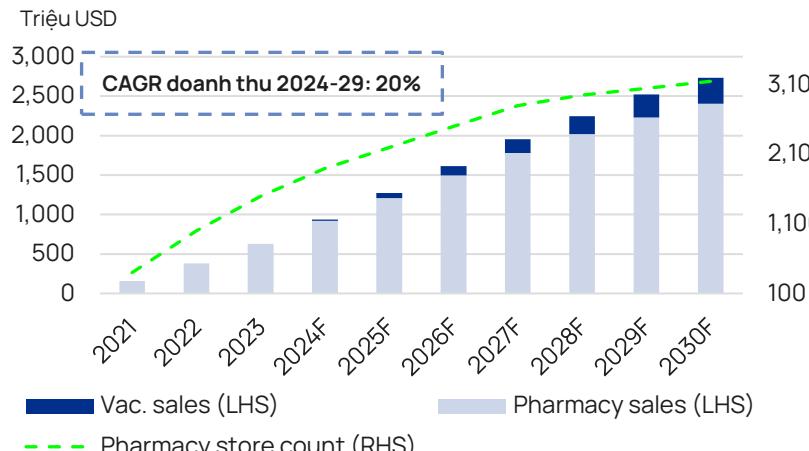


Tiềm năng tăng trưởng lớn của Long Châu với ít sự cạnh tranh từ các chuỗi nhà thuốc khác

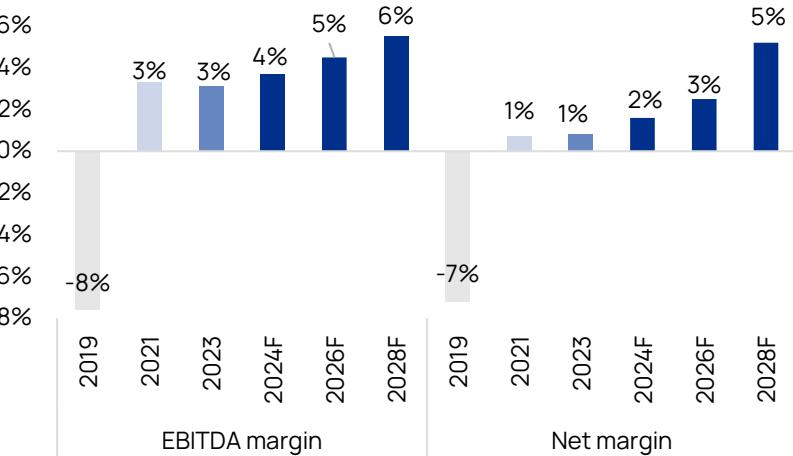
Số lượng nhà thuốc hiện đại/100.000 dân theo khu vực¹



Dự báo của Vietcap về tổng doanh thu của LC



Dự báo của Vietcap về lợi nhuận của LC



Vietcap

Nguồn: TCKT, Vietcap; ¹Số lượng nhà thuốc tính đến tháng 9/2024; *Số lượng nhà thuốc/100.000 dân; **Dữ liệu tính đến tháng 10/2024.

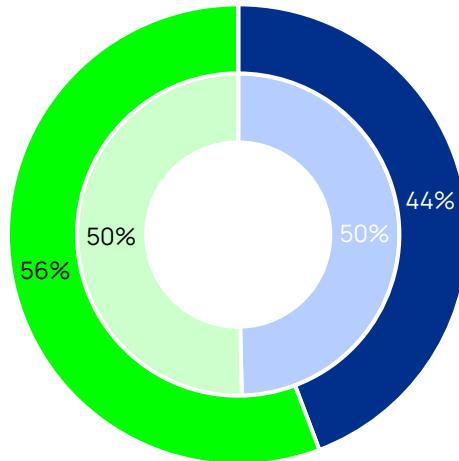
Xu hướng và triển vọng chính của ngành

Doanh thu kinh doanh trang sức dự kiến tăng cùng với thu nhập ngày càng lớn của người Việt Nam

Thu nhập tăng dẫn dắt nhu cầu chi tiêu không thiết yếu, bao gồm trang sức

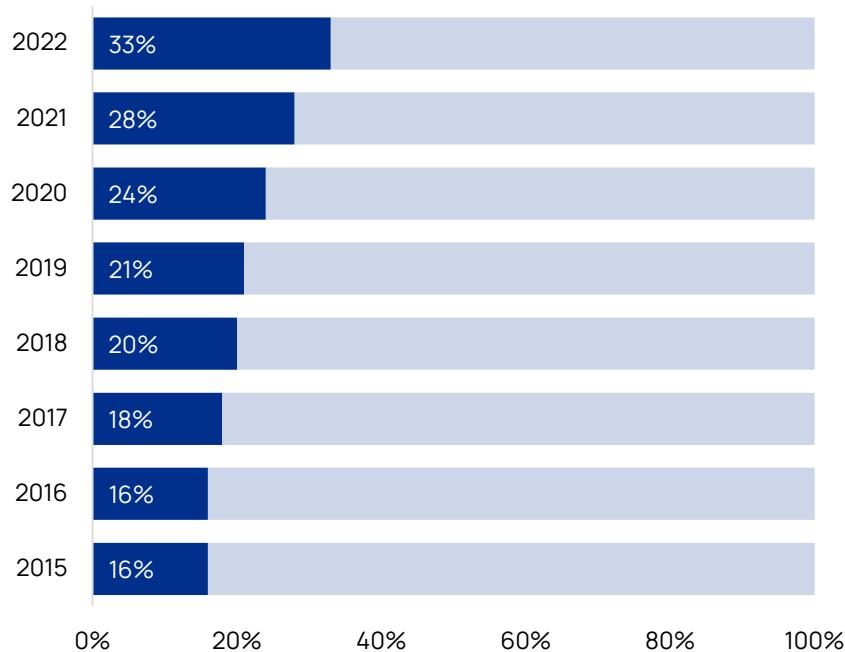
Cơ cấu chi tiêu tiêu dùng tại Việt Nam
(vòng tròn bên trong: 2023, vòng tròn bên ngoài: 2028)

■ Discretionary spending ■ Essential spending



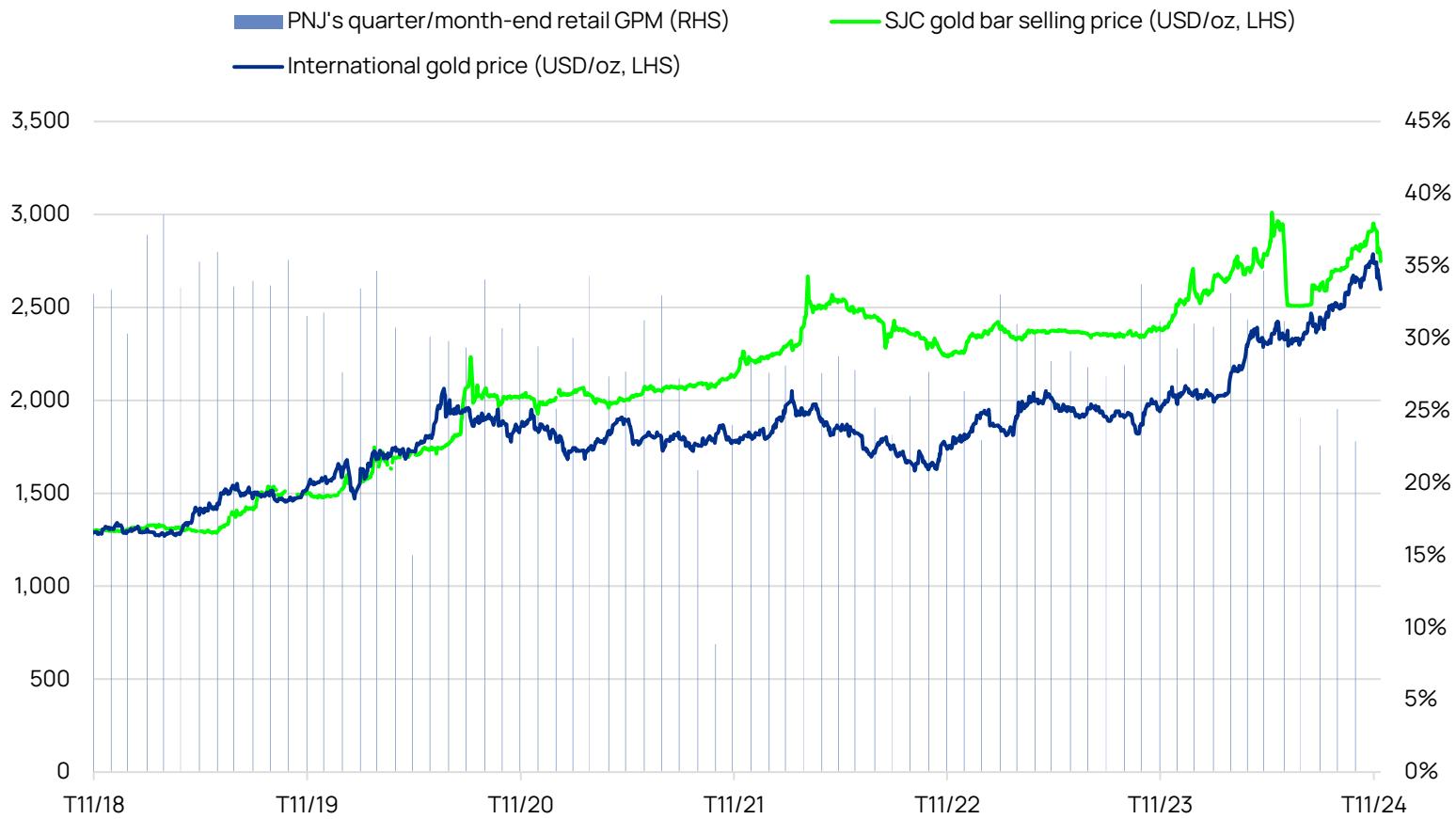
Tăng trưởng thị phần của mảng trang sức có thương hiệu

■ Branded jewelry ■ Unbranded jewelry



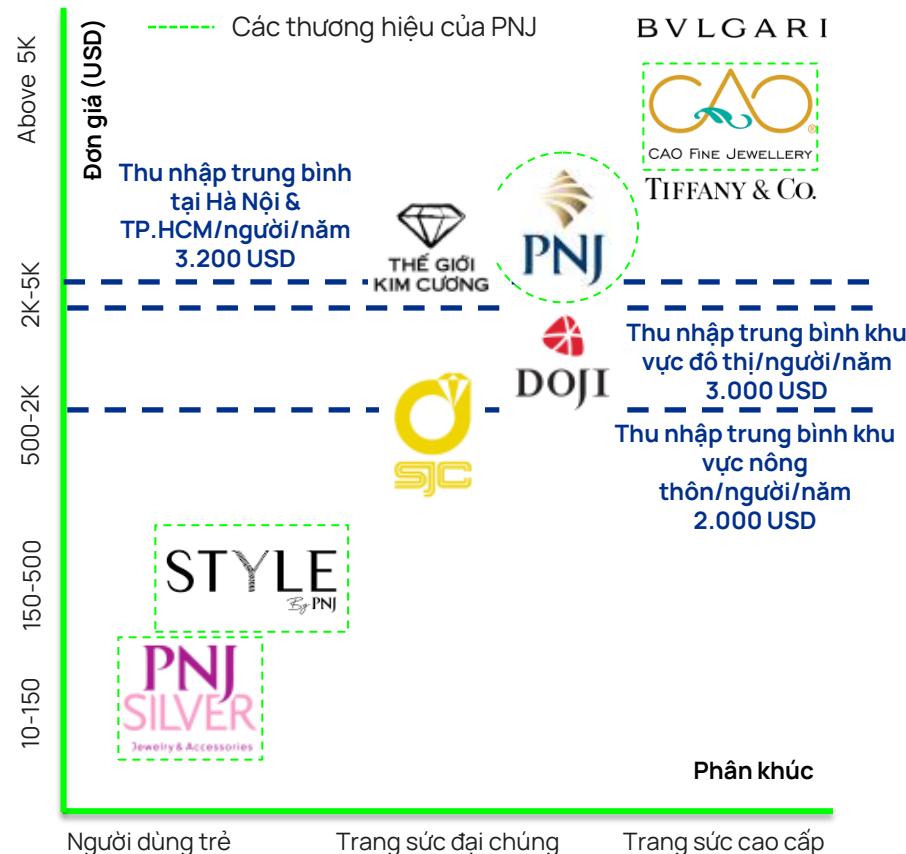
Các thách thức ngắn hạn sẽ giảm bớt; giải pháp bền vững tiềm năng có thể thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong trung hạn

Giá vàng quốc tế và giá vàng SJC so với biên lợi nhuận gộp bán lẻ của PNJ

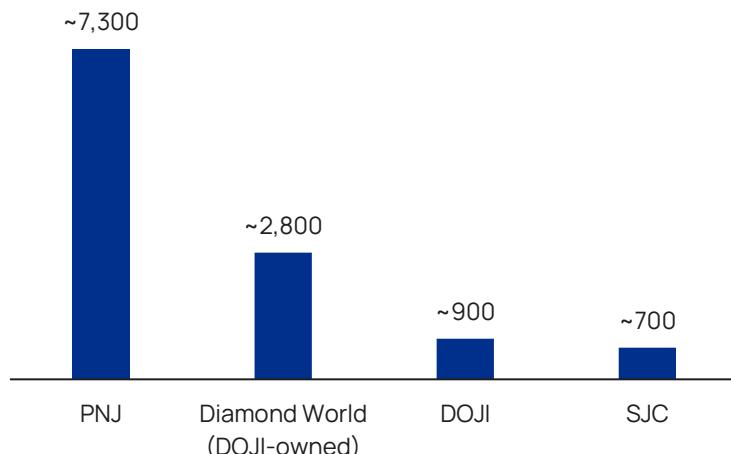


Lợi thế cạnh tranh lớn để duy trì tăng trưởng bền vững trong dài hạn

PNJ nổi bật trên thị trường trang sức có thương hiệu bằng cách cung cấp các dòng sản phẩm đa dạng phục vụ cho mọi mức thu nhập



PNJ cung cấp nhiều chủng loại hàng (SKU) hơn so với các đối thủ khác

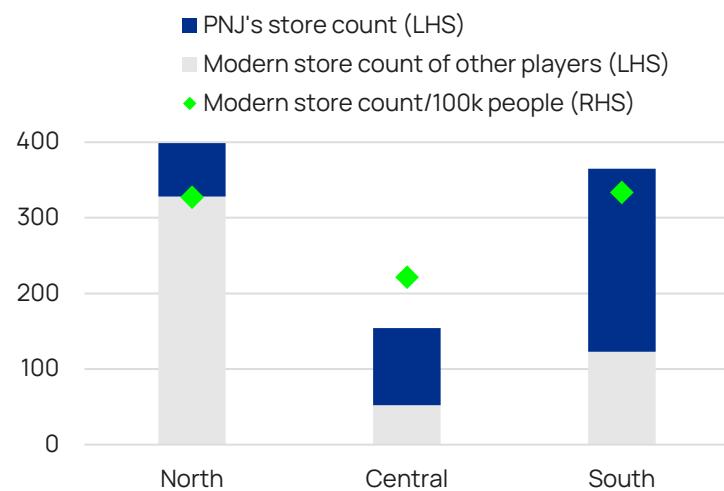


PNJ tự hào sở hữu đội ngũ nghệ nhân lớn bậc nhất với tay nghề chế tác đỉnh cao

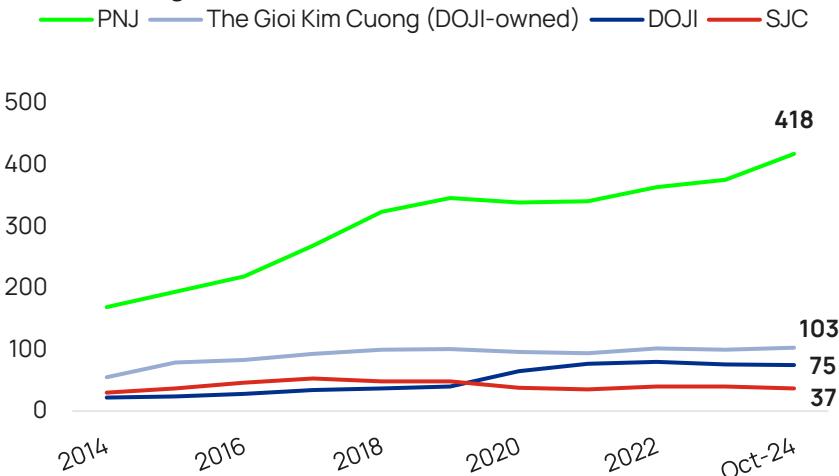
> 1,000	16	2/3
Các nghệ nhân và thợ kim hoàn chuyên nghiệp	Thợ kim hoàn lành nghề	PNJ chiếm khoảng 70% số lượng nghệ nhân lành nghề trong cả nước.

Dẫn đầu về số lượng cửa hàng, dư địa mở rộng cửa hàng vẫn dồi dào

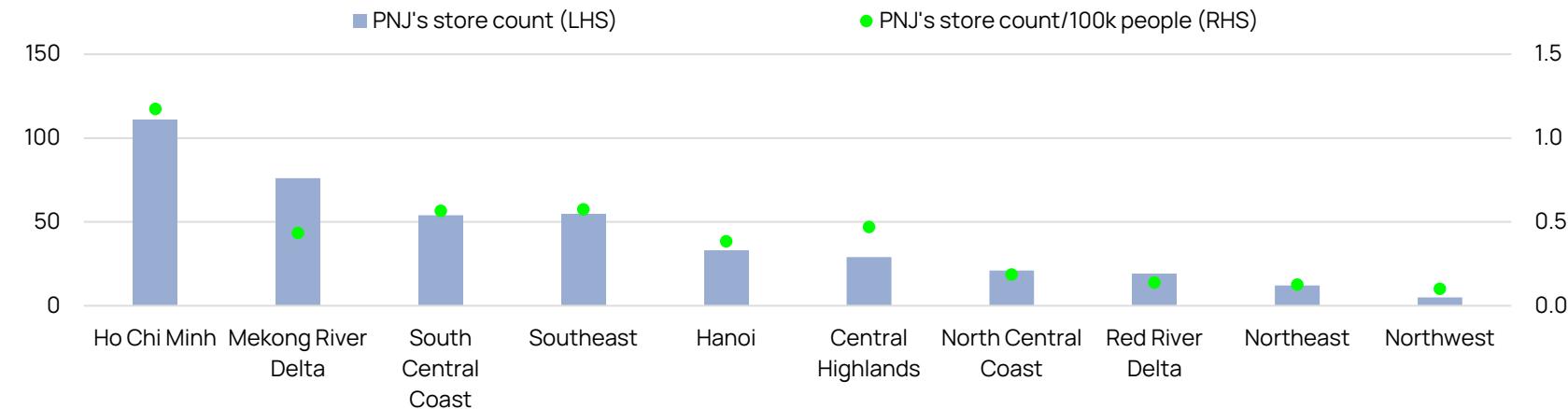
Số lượng cửa hàng trang sức hiện đại¹ theo khu vực



PNJ có số lượng cửa hàng cao nhất trong số 4 công ty hàng đầu về trang sức

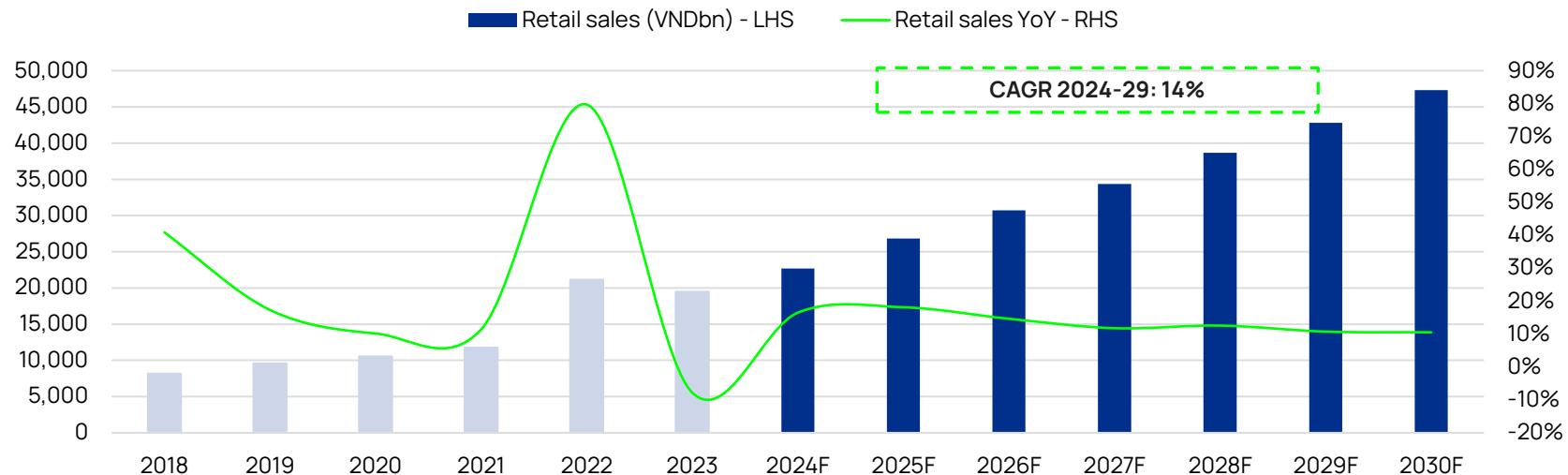


Mật độ cửa hàng của PNJ theo khu vực

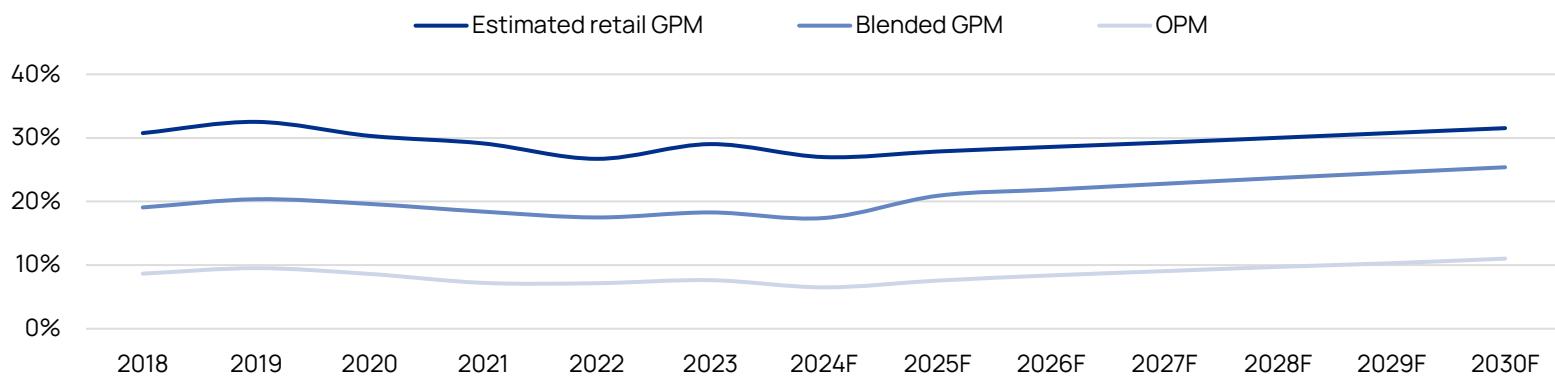


Doanh số bán lẻ tăng trưởng bền vững trong khi khả năng sinh lời phục hồi

Dự báo của Vietcap về doanh số bán lẻ và tăng trưởng doanh số bán lẻ của PNJ



Dự báo của Vietcap về khả năng sinh lời của PNJ

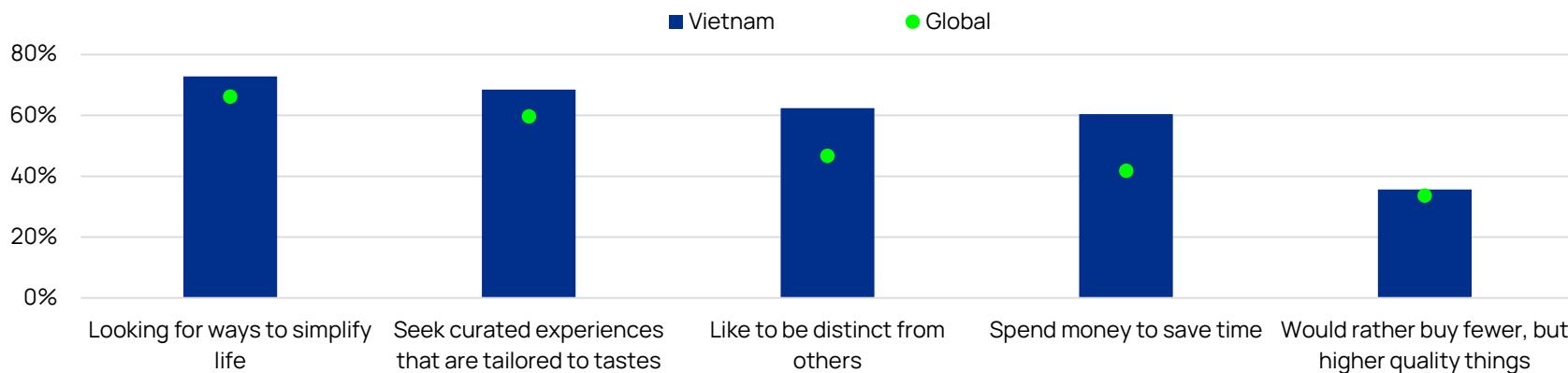


Xu hướng và triển vọng chính của ngành

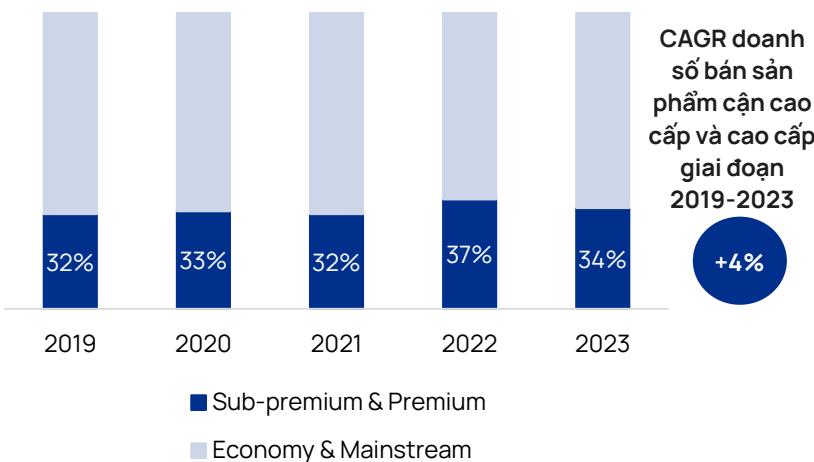
Xu hướng đổi mới, cao cấp hóa sản phẩm và hành vi tiêu dùng thay đổi sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho các nhà sản xuất hàng tiêu dùng nhanh (FMCG)

Tầng lớp trung lưu của Việt Nam sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho các sản phẩm cao cấp

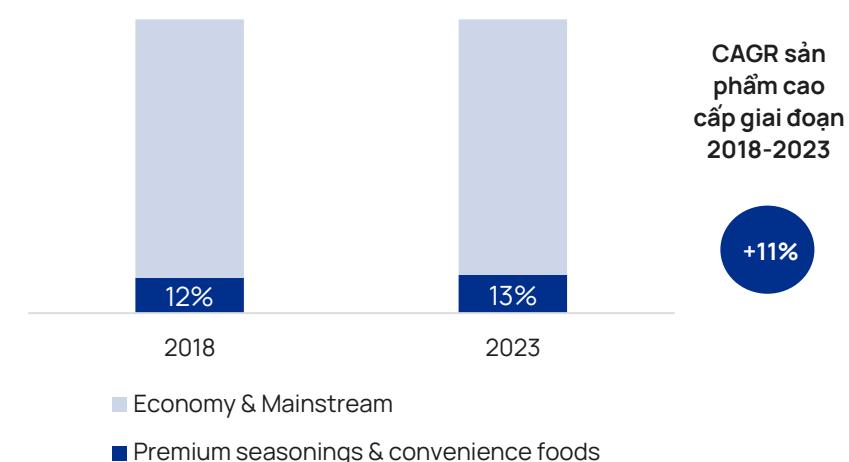
Người tiêu dùng Việt Nam đang đón nhận những trải nghiệm cao cấp¹



Thị phần bia² cận cao cấp và cao cấp tại thị trường bia Việt Nam vẫn duy trì ổn định.



MCH: Tăng trưởng ổn định trong tỷ trọng đóng góp của sản phẩm cao cấp vào doanh số bán hàng



Đề xuất thay đổi mức phạt vi phạm nồng độ cồn khi điều khiển phương tiện giao thông dự kiến có hiệu lực từ năm 2025

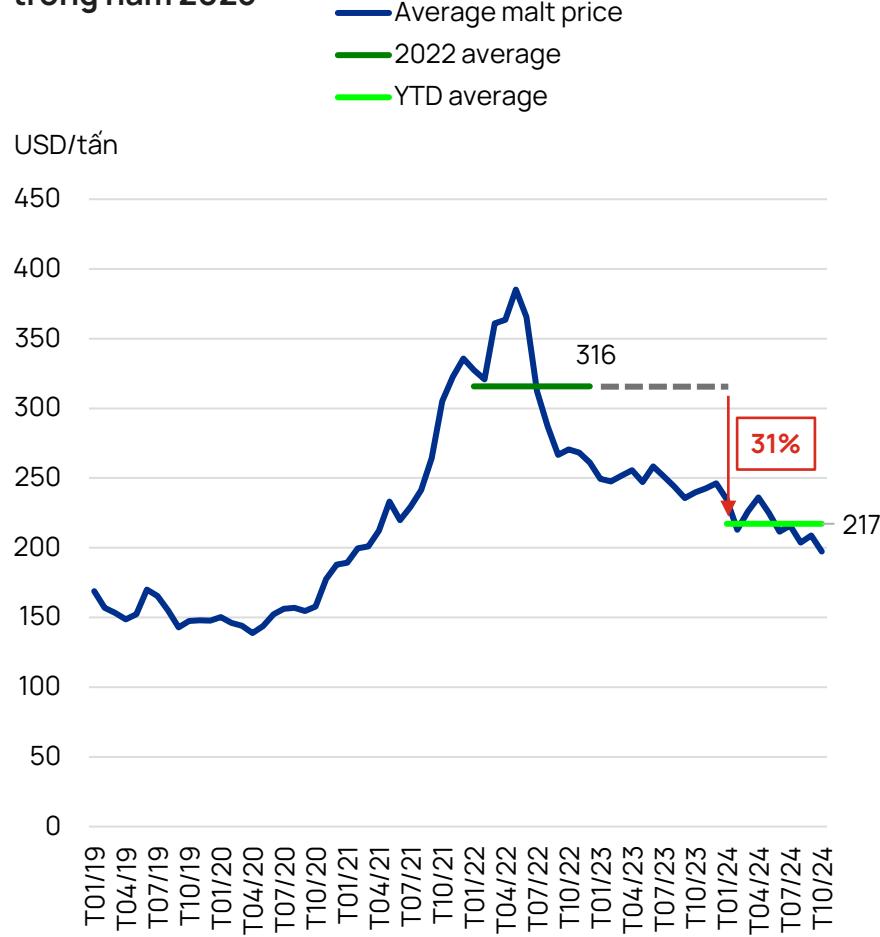
So sánh mức phạt nồng độ cồn khi lái xe trong Nghị định 100 và các nghị định dự kiến



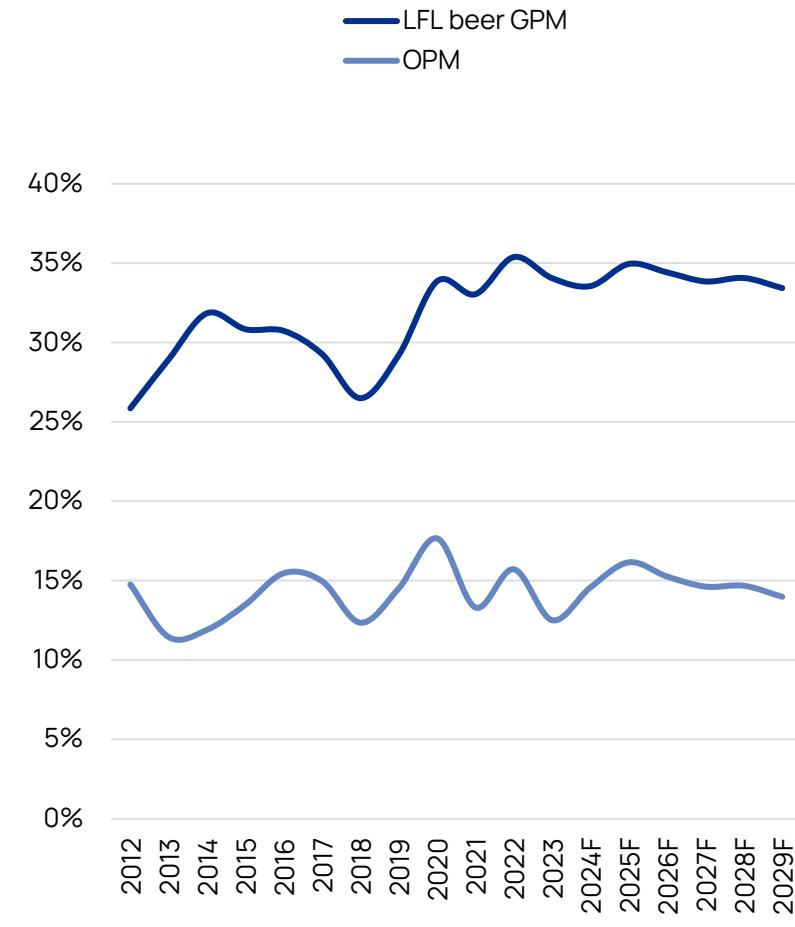
	Phạt tiền (USD)						Phạt tước GPLX (tháng)		Hệ thống điểm phạt (diểm)			
	Nghị định 100		Dự thảo Nghị định tháng 10/2024		Dự thảo Nghị định tháng 12/2024		Nghị định 100		Dự thảo Nghị định tháng 10/2024		Dự thảo Nghị định tháng 12/2024	
Nồng độ cồn trong máu (BAC)	Xe máy	Ô tô	Xe máy	Ô tô	Xe máy	Ô tô	Xe máy	Ô tô	Xe máy	Ô tô	Xe máy	Ô tô
Thấp hơn 0,05%	80-120	240-320	80-120	240-320	80-120	240-320	10-12		3		N/A	
Từ 0,05% đến 0,08%	160-200	640-720	160-200	640-720	240-320	640-720	16-18		10		12	
Trên 0,08%	240-320	1.200-1.600	240-320	1.200-1.600	320-400	1.200-1.600	22-24		12		12	

Khả năng sinh lời được cải thiện dẫn đến tăng trưởng trung hạn

Chi phí đại mạch¹ giảm sẽ giúp tăng biên lợi nhuận gộp trong năm 2025



Dự báo của Vietcap về biên lợi nhuận của SAB

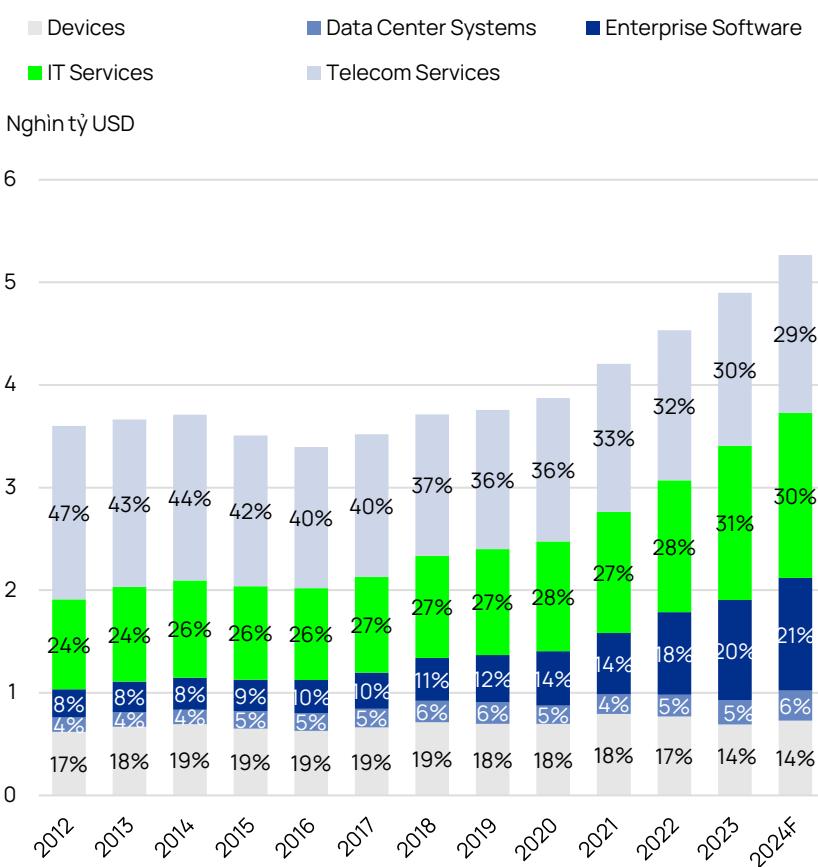


Xu hướng và triển vọng chính của ngành

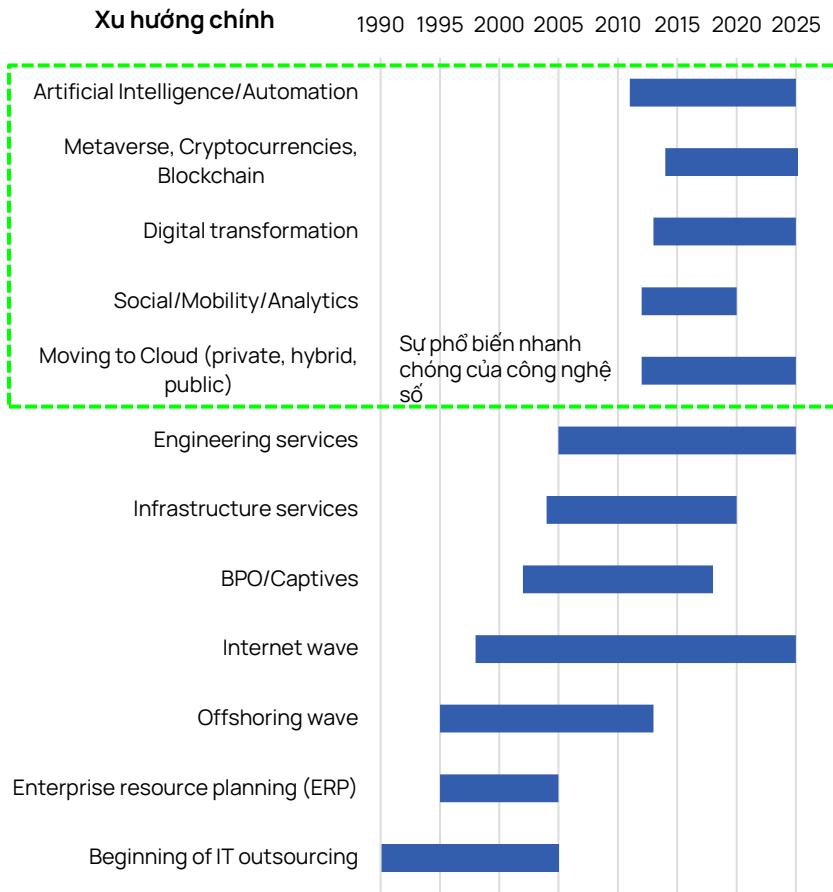
**Xu hướng ứng dụng kỹ thuật số sẽ thúc đẩy tăng trưởng trong dài hạn
của các công ty công nghệ Việt Nam**

Tỷ trọng chi tiêu cho dịch vụ CNTT toàn cầu vẫn ổn định qua các chu kỳ công nghệ, cho thấy nhu cầu đổi mới với các nhà cung cấp dịch vụ CNTT vẫn bền vững

Tổng chi tiêu CNTT trên toàn thế giới theo phân khúc, % tổng số



Những thay đổi và xu hướng chính trong ngành dịch vụ CNTT từ 1990-2025 và tương lai



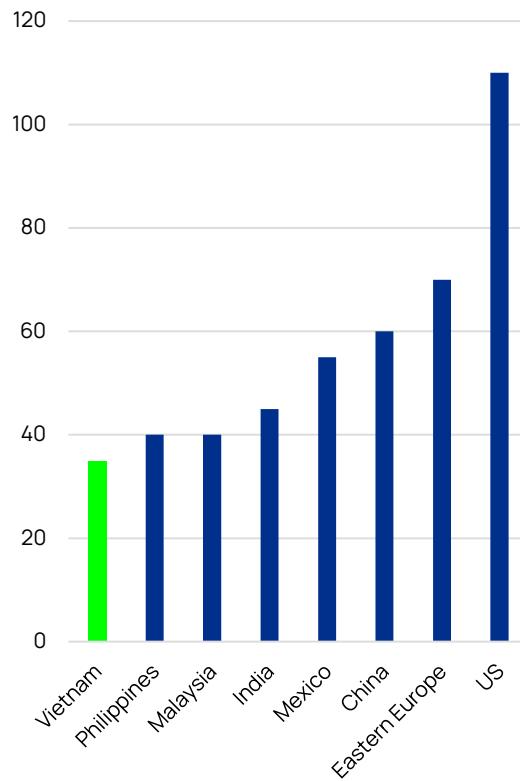
Ngành dịch vụ CNTT Việt Nam có quy mô lớn và đang phát triển nhanh chóng

Việt Nam được xếp hạng cao trong Chỉ số Vị trí Dịch vụ Toàn cầu của Kearney về dịch vụ CNTT năm 2023

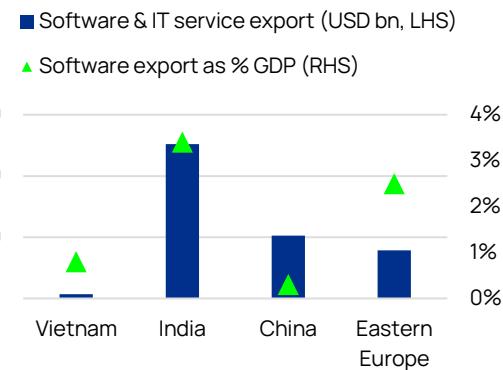
- Financial attractiveness
- People skills and availability
- Business environment
- Digital resonance

	Financial attractiveness	People skills and availability	Business environment	Digital resonance
India	2.9	2.1	1.2	0.8
China	2.1	2.2	1.5	0.9
Malaysia	2.6	1.3	1.6	0.7
Brazil	2.5	1.7	1.2	0.7
UK	1.0	2.0	2.0	1.0
Indonesia	2.9	1.1	1.3	0.7
Vietnam	2.8	1.1	1.4	0.7
US	0.3	2.3	2.0	1.1
Thailand	2.6	1.1	1.5	0.6
Mexico	2.4	1.4	1.4	0.6
Philippines	2.8	1.3	1.1	0.5
Colombia	2.7	1.2	1.3	0.5
Poland	2.1	1.3	1.5	0.6
Singapore	0.8	1.5	2.1	1.1
Portugal	1.8	1.2	1.8	0.7
Estonia	1.9	0.8	1.8	0.9
Japan	0.9	1.7	1.9	0.8
Hungary	2.3	0.9	1.6	0.6
Germany	0.6	1.9	1.8	1.0

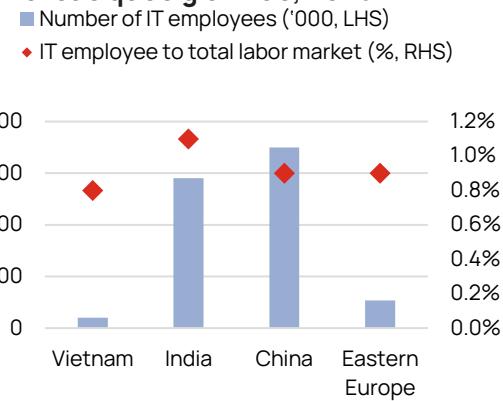
Giá giờ công phần mềm trung bình theo giờ ở Việt Nam với các nước khác, năm 2023 (USD/giờ)



Giá trị xuất khẩu phần mềm & dịch vụ CNTT của một số quốc gia và khu vực, năm 2023 (tỷ USD)

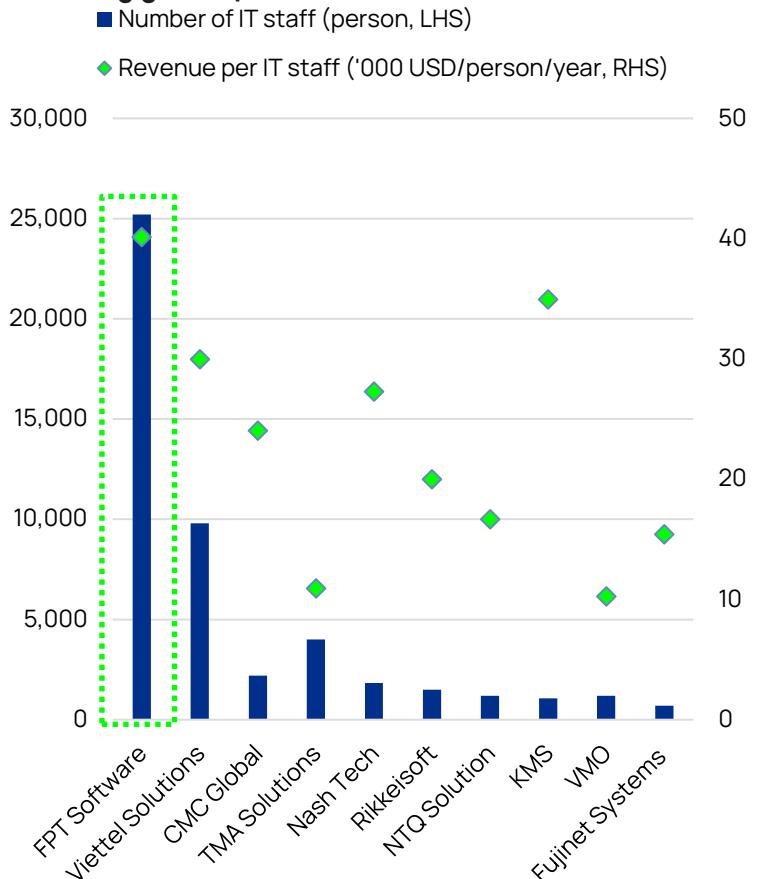


Số lượng lao động CNTT của Việt Nam so với các quốc gia khác, 2023

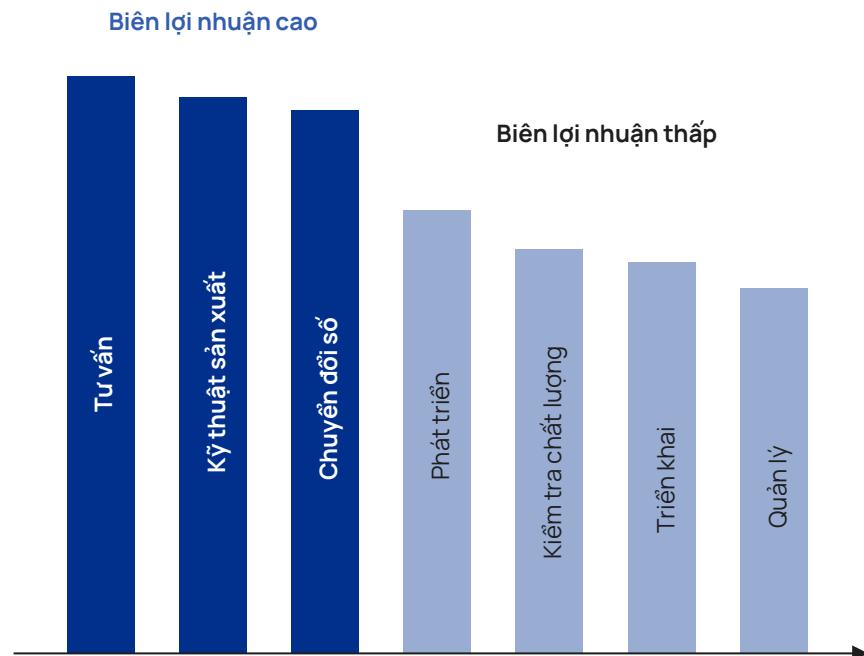


Ngành gia công phần mềm của Việt Nam còn phân mảnh và FPT Software đang chiếm ưu thế.

Số lượng nhân viên CNTT và doanh thu trên mỗi nhân viên CNTT¹ của các công ty gia công phần mềm hàng đầu Việt Nam trong giai đoạn 2022-2023²



Bước lên trong chuỗi giá trị dịch vụ CNTT là động lực tăng trưởng chiến lược chính cho các nhà cung cấp dịch vụ CNTT



Nguồn: CMG, FPT, VINASA, tổng hợp của Vietcap; ¹ Chia doanh thu cuối năm cho số lượng nhân viên cuối năm; ² Đối với FPT và CMG, chúng tôi thu thập thông tin và dữ liệu năm 2023; đối với các công ty khác của Việt Nam không niêm yết là TMA Solutions, Viettel Solutions, Nash Tech, Rikkeisoft, NTQ Solution, KMS, VMO, Fujinet Systems, dữ liệu mới nhất là từ năm 2022; 82% nhân viên của Viettel Solutions là nguồn lực được huy động/thuê ngoài.

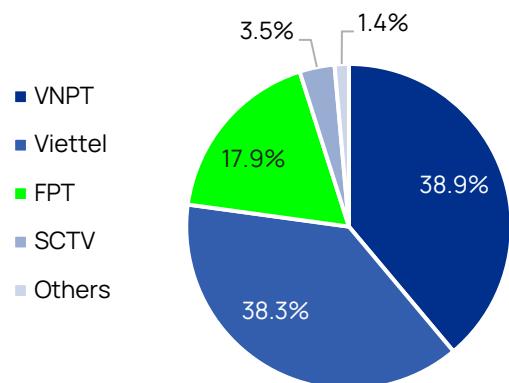
Để tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty trong nước, Chính phủ đã chủ động thực hiện các chính sách hỗ trợ cho lĩnh vực công nghệ

Tháng 10/2024, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quyết định số 1132/QĐ-TTg về Chiến lược Hạ tầng Số

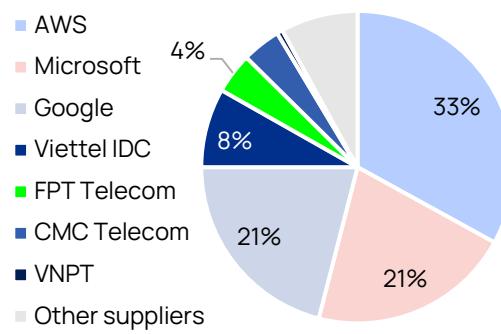
Ngành	Mục tiêu đến năm 2025	Mục tiêu đến năm 2030
Dịch vụ viễn thông	* Phổ cập internet cáp quang đến hộ gia đình; 100% các tỉnh, thành phố, khu công nghệ cao, trung tâm nghiên cứu phát triển, khu công nghiệp, cảng hàng không, cảng biển quốc tế được phủ sóng dịch vụ di động 5G; triển khai ít nhất 02 tuyến cáp quang biển quốc tế mới.	* Mạng băng rộng di động 5G sẽ phủ sóng 99% dân số, đồng thời xây dựng năng lực và sẵn sàng cho việc thử nghiệm mạng di động 6G. * Ít nhất 6 tuyến cáp quang biển mới sẽ được triển khai, với tổng dung lượng thiết kế tối thiểu là 350 Tbps.
Trung tâm dữ liệu	* Thành lập các trung tâm dữ liệu AI để hỗ trợ các ứng dụng AI; trung tâm dữ liệu xanh đạt tiêu chuẩn quốc tế với PUE dưới 1,4;	* Ưu tiên phát triển trung tâm dữ liệu siêu quy mô, trung tâm dữ liệu biên và trung tâm dữ liệu số khu vực.
Dịch vụ CNTT & phần mềm	* Các nền tảng cho IoT, AI, dữ liệu lớn, blockchain và an ninh mạng là hạ tầng số thiết yếu. * Trung bình một kết nối IoT trên mỗi công dân; mỗi công dân có một định danh số; trên 50% dân số trưởng thành có chữ ký số.	* Mỗi công dân sẽ có trung bình 4 kết nối IoT.

FPT có vị thế vững chắc trong thị trường trung tâm dữ liệu Việt Nam nhờ sở hữu mạng lưới viễn thông rộng khắp cả nước

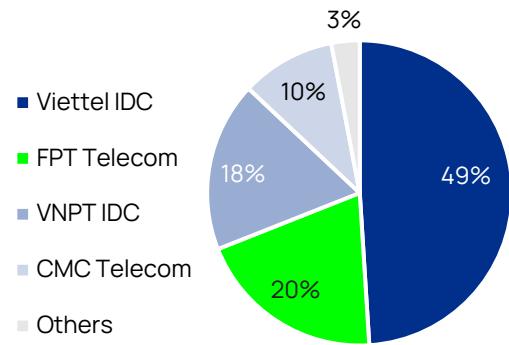
Thị phần của các nhà cung cấp dịch vụ viễn thông băng thông rộng chính tại Việt Nam theo doanh thu, năm 2023



Thị phần của các nhà cung cấp dịch vụ đám mây tại Việt Nam theo doanh thu, năm 2023



Thị phần trung tâm dữ liệu của những doanh nghiệp chủ chốt tại Việt Nam theo công suất (MW), năm 2023

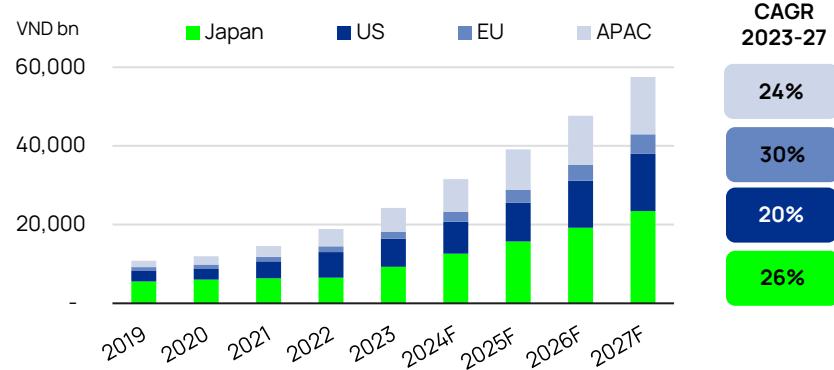


Các doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam về trung tâm dữ liệu cấp III, tính đến tháng 11/2024

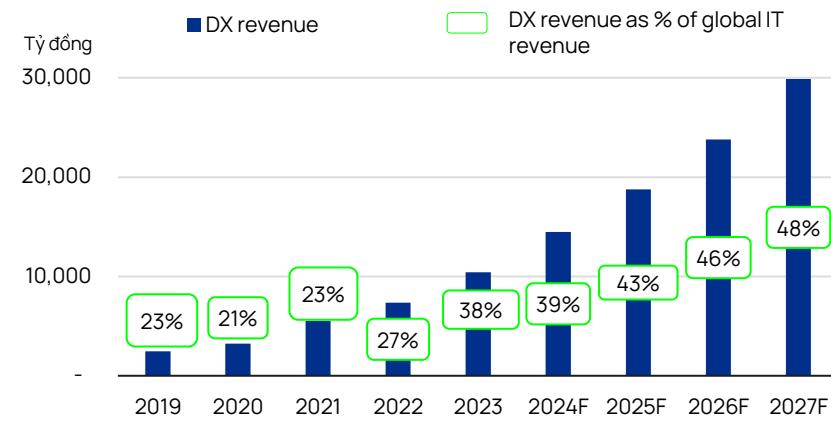
	FPT Telecom	Viettel IDC ¹	VNPT IDC	CMC Telecom
Số trung tâm dữ liệu	3	14	8	3
Tổng công suất rack thiết kế	3.640	11.500	4.520	2.800
Diện tích sàn (m ²)	4.473	81.000	57.800	16.500
Doanh thu dịch vụ trung bình hàng tháng (MSR, triệu đồng/rack/tháng)	32,7	31,7	27,3	31,5
Tài điện CNTT/năm (MW)	20	87	18	11
Hiệu quả sử dụng điện (PUE) ²		1,5 – 1,6		

FPT - Nhà cung cấp dịch vụ CNTT hàng đầu Việt Nam

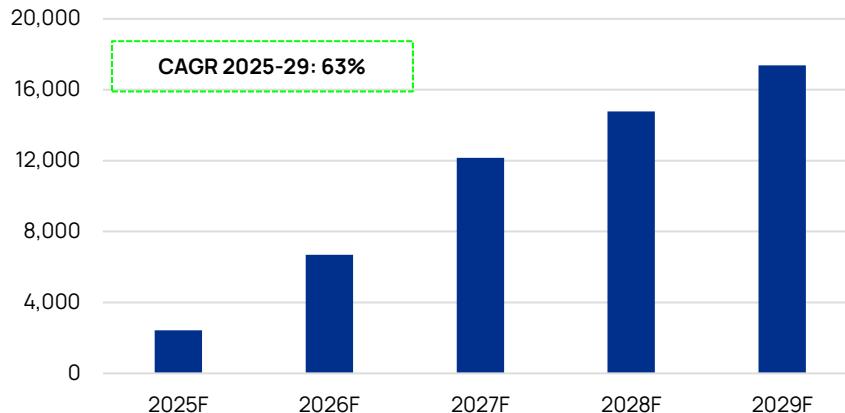
Doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT theo từng thị trường trong quá khứ và dự báo của Vietcap



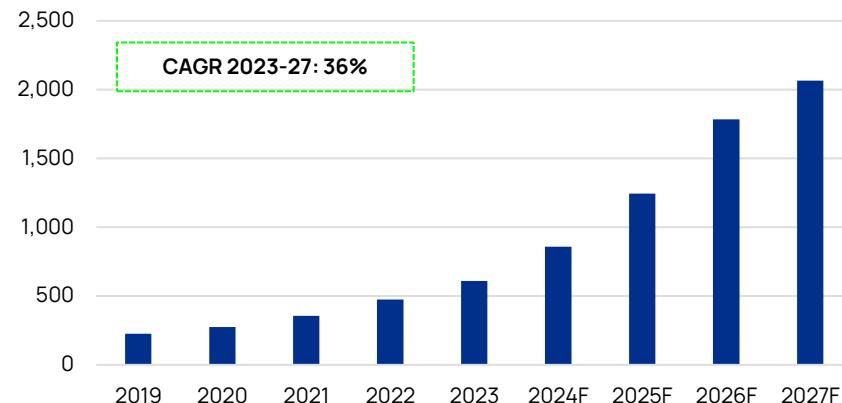
Doanh thu chuyển đổi số (DX) của FPT, dự báo của Vietcap



Dự báo của Vietcap đối với doanh thu dịch vụ GPU (GPUaaS)



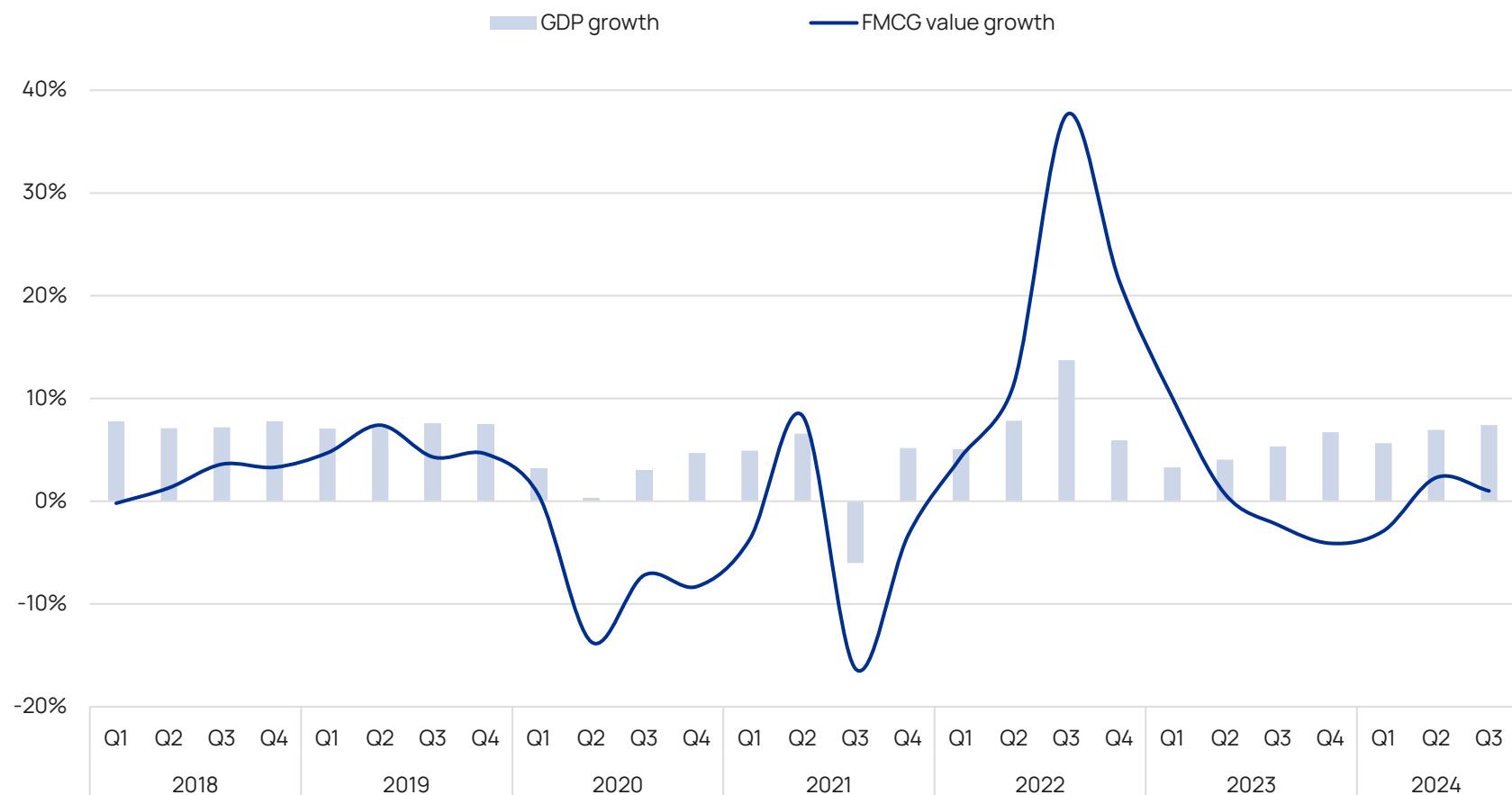
Doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT trong quá khứ và dự báo của Vietcap



**Bối cảnh kinh tế tích cực hơn sẽ thúc đẩy phục hồi dần của
ngành bán lẻ FMCG, thiết bị di động & điện máy**

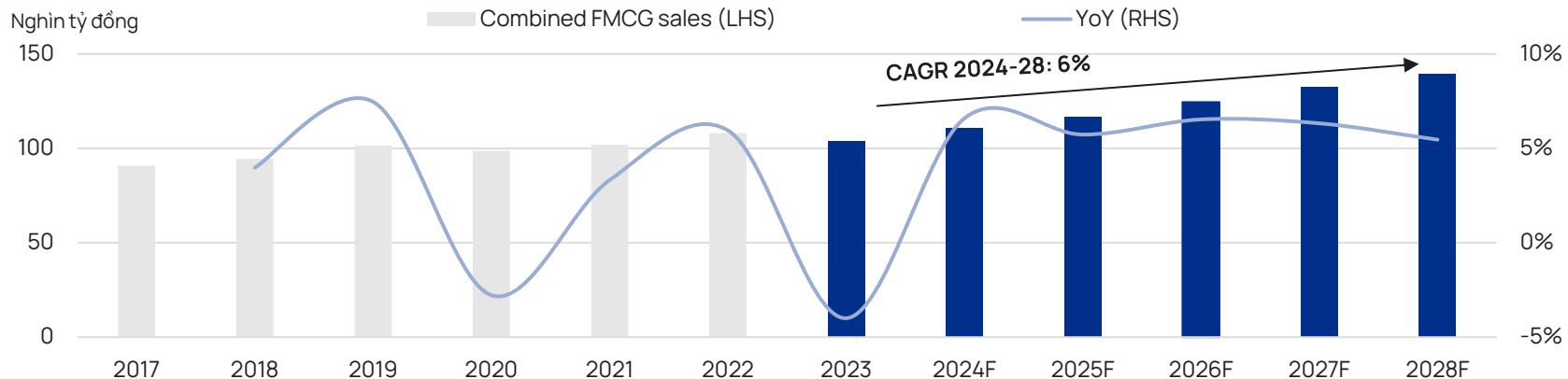
Doanh số FMCG trong danh mục theo dõi của chúng tôi¹ dự kiến sẽ tăng trưởng trung bình 6%/năm trong giai đoạn 2023-28 (1)

Xu hướng FMCG và GDP trong lịch sử tương đối phù hợp cho tới đầu năm 2024

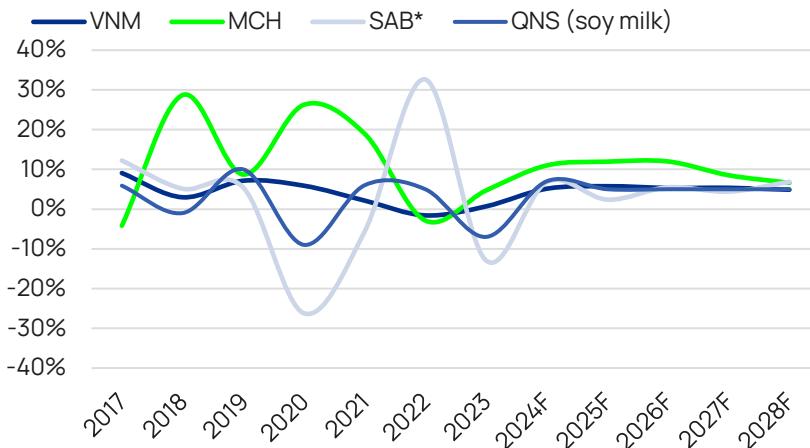


Doanh số FMCG trong danh mục theo dõi của chúng tôi¹ dự kiến sẽ tăng trưởng trung bình 6%/năm trong giai đoạn 2023-28 (2)

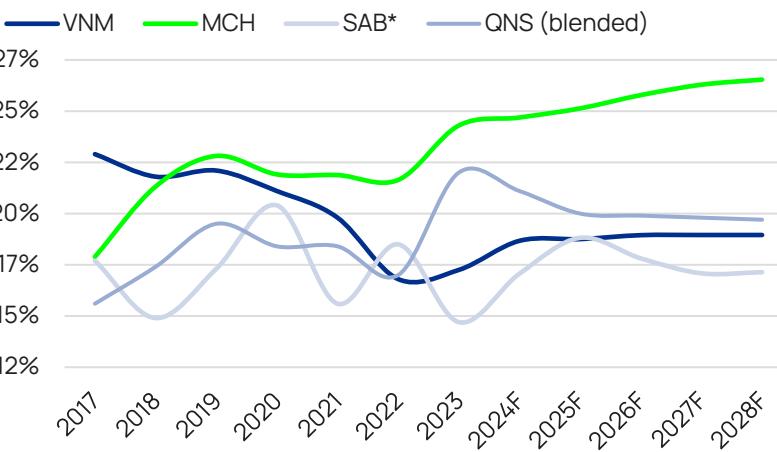
Dự báo tổng doanh thu FMCG trong danh mục theo dõi của chúng tôi¹



Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2023-28

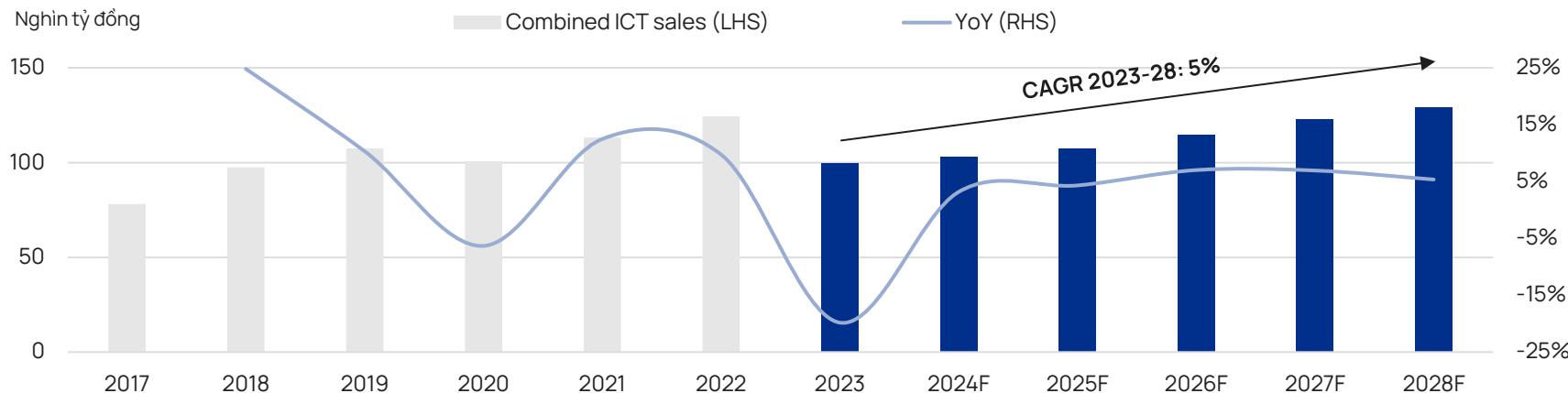


Biên lợi nhuận từ HĐKD giai đoạn 2023-28

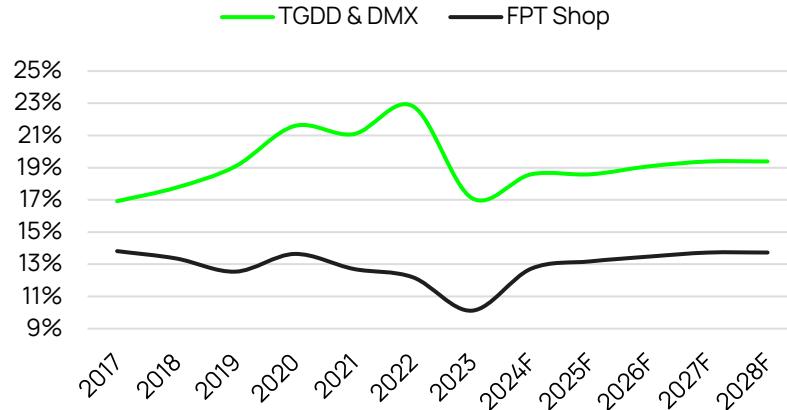


Doanh số bán lẻ ICT thuộc danh mục chúng tôi theo dõi dự kiến tăng trưởng trung bình 5%/năm trong 2023-28, sau khi giảm 19% vào năm 2023

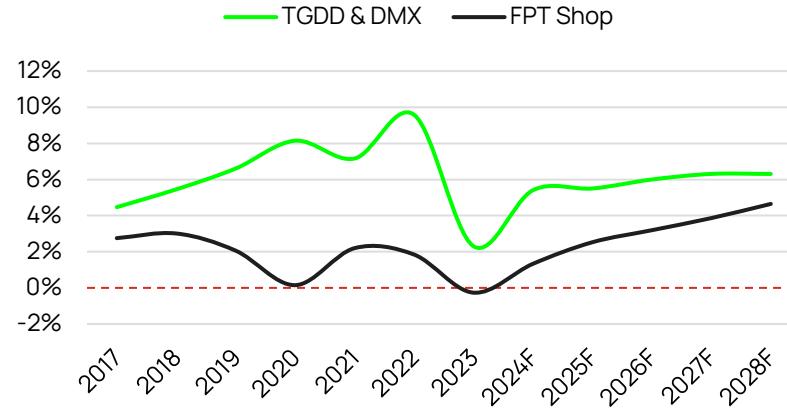
Tổng doanh số ICT và dự báo tăng trưởng của các công ty ICT mà chúng tôi theo dõi¹



Dự báo biên LN gộp của mảng CNTT & điện máy



Dự báo biên LN từ HĐKD mặt hàng CNTT & điện máy



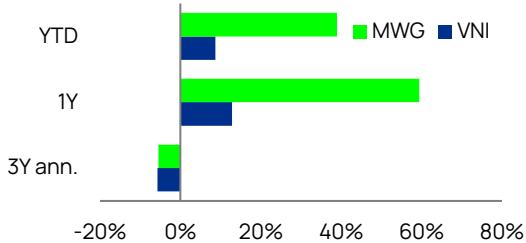
Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu trong ngành tiêu dùng

Cổ phiếu	Nhận định
FPT	FPT là công ty gia công phần mềm hàng đầu Việt Nam với lợi thế chi phí bền vững và năng lực công nghệ ngày càng tăng.
MSN	Hệ sinh thái tiêu dùng mạnh mẽ tập trung vào các nhu cầu thiết yếu hàng ngày của người tiêu dùng.
MWG	Doanh nghiệp bán lẻ hiện đại hàng đầu tại Việt Nam, đang trong giai đoạn tăng trưởng nhanh chóng và dài hạn.
PNJ	Công ty trang sức vàng thời trang hàng đầu tận dụng mức chi tiêu không thiết yếu ngày càng tăng.
SAB	Công ty bia hàng đầu tại Việt Nam với vị thế tài chính vững mạnh và khả năng tạo ra tiền mặt dồi dào.
FRT	Chuỗi nhà thuốc hàng đầu thúc đẩy sự phát triển của ngành dược phẩm hiện đại Việt Nam; chăm sóc sức khỏe sẽ là động lực tăng trưởng mới.

Cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

MWG – Nhà bán lẻ hiện đại nổi bật với hiện diện trên toàn quốc

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*		Doanh thu (tỷ đồng)	118.280	133.212	143.079	155.829
Giá cổ phiếu (05/12)	61.000 VND	%YoY	-11,3%	12,6%	7,4%	8,9%
Giá mục tiêu*	79.000 VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	168	3.784	5.775	7.764
		% YoY	-95,9%	2156,9%	52,6%	34,4%
TL tăng	29,5%	EPS	-95,9%	2156,9%	50,4%	31,8%
Lợi suất cổ tức	0,8%	Biên LN gộp	19,0%	20,3%	20,3%	20,8%
Tổng mức sinh lời	+30,3%	Biên EBITDA	2,9%	4,9%	6,0%	6,8%
		Biên LN từ HĐKD	0,3%	3,5%	4,1%	5,0%
Ngành	Bán lẻ	Biên LN ròng	0,1%	2,8%	4,0%	5,0%
GT vốn hóa	90 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	10,6%	4,7%	5,0%	5,7%
Room KN	2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	23,6x	12,5x	9,5x	7,7x
GTGD/ngày (30n)	500 tỷ đồng	P/E	532,4x	23,6x	15,7x	11,9x
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	0,7%	14,7%	18,7%	20,9%
SL cổ phiếu lưu hành	1.462 tr	ROIC	0,2%	7,3%	8,6%	10,4%
Pha loãng	1.462 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 04/12/2024				



Tổng quan Công ty

MWG sở hữu chuỗi bán lẻ ĐTDD và điện máy hàng đầu tại Việt Nam với thị phần năm 2022 lần lượt là 60% và 50%. MWG cũng vận hành một trong những chuỗi bách hoá bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam.

Chúng tôi cho rằng MWG đang trong vị trí thuận lợi để hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng đối với kênh bán lẻ tạp hóa hiện đại từ những người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến chất lượng.

BHX có vị thế vững chắc với vị thế là chuỗi minimart hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ về thực phẩm tươi sống để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng đối với bán lẻ tạp hóa tiện lợi. Sau khi ghi nhận biên lợi nhuận ròng dương đạt 0,1% trong quý 2/2024, BHX đã đạt được biên lợi nhuận ròng 0,8% trong quý 3/2024, với doanh số bán thực phẩm tươi sống tăng mạnh (chiếm 40% tổng doanh số bán hàng trong quý 3/2024). BHX vẫn còn nhiều cơ hội mở rộng lớn trên khắp Việt Nam, đặc biệt là ở miền Nam, nơi BHX là nhà bán lẻ hiện đại hàng đầu. Chúng tôi dự báo BHX sẽ đạt hơn 2.100/3.000 cửa hàng vào cuối năm 2026/cuối năm 2029. Chúng tôi dự báo BHX sẽ mở thêm 150/200 cửa hàng trong giai đoạn 2025/2026 và 300 cửa hàng/năm trong giai đoạn 2027-2029, thúc đẩy CAGR doanh số bán hàng giai đoạn 2024-2029 là 14% và biên lợi nhuận ròng tăng lên 3%. Chúng tôi dự báo BHX sẽ chiếm 21% LNST sau lợi ích CĐTS của MWG vào năm 2029.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận của TGĐĐ & ĐMX sẽ phục hồi ổn định trong giai đoạn 2024-2029. Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng của TGĐĐ & ĐMX sẽ tăng trưởng với CAGR giai đoạn 2024-2029 là 5%. Sự phục hồi hoàn toàn của hoạt động tiêu dùng Việt Nam sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp cải thiện thêm 50 điểm cơ bản/30 điểm cơ bản trong giai đoạn 2026-2027, đạt 19,4% vào năm 2027 và duy trì ổn định trong giai đoạn 2028-2029. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ HĐKD của mảng ICT sẽ tăng trưởng với CAGR giai đoạn 2024-2029 là 8%, với biên lợi nhuận từ HĐKD năm 2029 đạt gần 6,3%.

Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Lợi nhuận ICT cao hơn/thấp hơn dự kiến; hoạt động mở rộng cửa hàng và hiệu quả hoạt động tại BHX mạnh hơn/yếu hơn dự kiến.

MSN – Doanh nghiệp hưởng lợi từ đà tăng trưởng tiêu dùng của Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	Trend	
								MSN	VNI
Giá cổ phiếu (05/12)	73.700 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	78.252	83.309	86.870	97.066	YTD		
Giá mục tiêu*	108.000 VND	% YoY	2,7%	6,5%	4,3%	11,7%			
		LN từ HĐKD % YoY	-10,5%	37,9%	37,4%	23,1%	1Y		
		LNTT % YoY	-50,2%	126,4%	28,2%	35,9%			
TL tăng	+46,5%	LNST-CĐTS ¹ (tỷ đồng)	419	1.452	3.235	4.886	3Y ann.		
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS ¹ % YoY	-84,7%	226,9%	121,6%	50,4%			
Tổng mức sinh lời	+46,5%	Biên EBITDA ²	15,4%	10,6%	18,0%	18,2%		-20%	-10% 0% 10% 20%
		Biên LN từ HĐKD	5,3%	6,9%	9,1%	10,0%			
		Biên LN ròng ¹	0,5%	1,7%	3,7%	5,0%			
Ngành	Tiêu dùng								
GT vốn hóa	102,5 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-1,7%	-3,4%	-6,3%	2,0%			
Room KN	23,3 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA ²	17,3x	23,6x	13,4x	11,8x			
GTGD/ngày (30n)	400 tỷ đồng	P/E ¹	251,0x	72,8x	32,9x	21,9x			
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	4,0x	3,4x	3,1x	2,8x			
SL cổ phiếu lưu hành	1,43 tỷ	ROE ¹	1,6%	5,1%	9,9%	13,6%			
Pha loãng	1,51 tỷ								

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 22/11/2024

¹ Dựa trên lợi nhuận cốt lõi không bao gồm thu nhập tài chính bất thường;

² EBITDA cốt lõi không bao gồm lợi nhuận từ Techcombank (TCB).

Tổng quan Công ty

Tập đoàn Masan chuyên kinh doanh trong lĩnh vực tiêu dùng bao gồm FMCG, bán lẻ và chuỗi giá trị thịt. Các mảng kinh doanh khác bao gồm vật liệu từ kim loại và tỷ lệ sở hữu đáng kể tại Techcombank.

Chúng tôi cho rằng MSN là doanh nghiệp được hưởng lợi gián tiếp từ đà tăng trưởng tiêu dùng tại Việt Nam nhờ vào mức thu nhập ngày càng tăng, và quá trình đô thị hóa & hiện đại hóa đang diễn ra.

Công ty con của MSN – MCH (UpCOM) đã duy trì được thị phần dẫn đầu trong một số danh mục FMCG lớn nhất như mì ăn liền, gia vị, và nước tăng lực trong vòng 5 năm qua. MSN cũng sở hữu WCM, một công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực bán lẻ tạp hóa hiện đại.

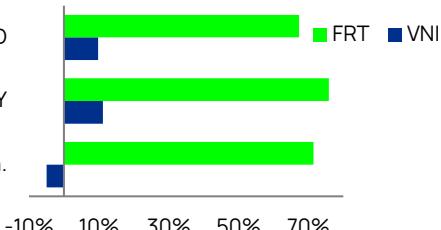
Trong năm qua, ban lãnh đạo đã định vị MSN rõ ràng hơn là một công ty tập trung vào người tiêu dùng, với việc tăng tỷ lệ sở hữu và đầu tư vào các doanh nghiệp liên quan đến người tiêu dùng và thoái vốn khỏi các mảng kinh doanh không cốt lõi. MSR đã công bố thỏa thuận khung với Mitsubishi Materials Corporation với ý định mua lại 100% H.C. Starck, với dự kiến giao dịch sẽ được hoàn tất vào cuối năm 2024. Ngoài ra, MSN gần đây đã tăng tỷ lệ sở hữu tại WCM bằng cách mua thêm 7,1%, nâng tỷ lệ sở hữu lên 79%. Do WCM đã đạt được LNST dương trong quý 3/2024 với dư địa tăng trưởng rộng lớn trong ngành bán lẻ tạp hóa hiện đại của Việt Nam, nên MSN có thể hợp nhất một phần lớn lợi nhuận của WCM trong dài hạn.

Chúng tôi dự báo CAGR lợi nhuận từ HĐKD giai đoạn 2024-2029 là 21%. Chúng tôi dự báo MCH UpCOM sẽ đạt CAGR lợi nhuận từ HĐKD giai đoạn 2024-2029 là 12%. Ngoài ra, chúng tôi dự báo WCM sẽ đóng góp lần lượt 14%/18% vào LNST sau lợi ích CĐTS của MSN trong giai đoạn 2028/2029.

Yếu tố hỗ trợ: Giảm tỷ lệ sở hữu tại MSR để giảm nợ vay ròng; hoạt động của doanh nghiệp sau khi chuyển niêm yết cổ phiếu MCH (UpCOM) từ UpCOM sang HOSE; Tăng trưởng lợi nhuận mạnh hơn dự kiến của MCH (UpCOM).

Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Khả năng sinh lời của MSR yếu hơn dự kiến; mức tăng trưởng doanh số bán hàng cùng cửa hàng (LFL) và khả năng sinh lời cải thiện thấp hơn dự kiến.

FRT - Mảng chăm sóc sức khỏe là động lực tăng trưởng mới

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F		
Khuyến nghị*								
Giá cổ phiếu (05/12)	181.000 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	31.850	37.835	46.344	54.537	YTD	
Giá mục tiêu*	220.800 VND	% YoY	5,6%	18,8%	22,5%	17,7%	1Y	
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	-346	240	691	1.056		
		% YoY	-188,5%	N.M.	187,6%	52,9%		
TL tăng	+22,0%	EPS	-187,2%	N.M.	183,4%	53,0%		
Lợi suất cổ tức	<u>0,0%</u>	Biên LN gộp	16,2%	19,5%	20,5%	21,4%		
Tổng mức sinh lời	+22,0%	Biên EBITDA	0,5%	2,4%	3,5%	4,0%		
Ngành	Bán lẻ	Biên LN từ HDKD	-0,3%	1,6%	2,7%	3,3%		
GT vốn hóa	24 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	-1,1%	0,6%	1,5%	1,9%		
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	0,7%	-0,3%	2,1%	2,5%		
GTGD/ngày (30n)	90 tỷ đồng	EV/EBITDA	183,0x	29,5x	16,8x	12,4x		
Cổ phần Nhà nước	0%	P/E	N.M.	101,9x	36,0x	23,5x		
SL cổ phiếu lưu hành	136 tr	ROE	-19,2%	14,0%	31,6%	35,3%		
Pha loãng	136 tr	ROIC	-1,3%	6,3%	13,5%	18,3%		

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 15/08/2024

FRT sở hữu (1) chuỗi nhà thuốc lớn nhất Việt Nam, Long Châu (LC) và (2) chuỗi bán lẻ ICT lớn thứ 2 Việt Nam, FPT Shop.

Long Châu đã mở rộng phạm vi chăm sóc sức khỏe bằng cách ra mắt dịch vụ tiêm chủng. LC có lợi thế cạnh tranh để nắm bắt tăng trưởng trong thị trường này bao gồm mạng lưới cửa hàng rộng khắp và quan hệ đối tác trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe, danh tiếng thương hiệu mạnh mẽ và hiểu biết sâu sắc về khách hàng. LC đã mở rộng các trung tâm tiêm chủng từ 10 trung tâm vào cuối năm 2023 lên 80 trung tâm hiện nay. Trong 5 năm tới, chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh tiêm chủng của LC sẽ đạt CAGR doanh thu giai đoạn 2024-2029 là 62%, đóng góp vào CAGR doanh thu của LC là 20%. Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh này sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận hoạt động chung của LC lên 6,3% vào cuối năm 2029, từ mức 2,7% vào năm 2024.

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2024-2029 của LC là 20% và đạt 2,1 tỷ USD vào năm 2029, với CAGR tương ứng của LNST sau lợi ích CDTS là 50% lên 90 triệu USD vào năm 2029.

Chúng tôi dự báo CAGR doanh thu giai đoạn 2024-2028 của FPT Shop là 6% do (1) tiêu dùng ICT dần phục hồi từ năm 2024 và (2) tỷ lệ ứng dụng kỹ thuật số ngày càng tăng của Việt Nam nhờ tầng lớp trung lưu đang phát triển.

Chúng tôi dự báo LC sẽ đóng góp phần lớn lợi nhuận do (1) hoạt động mở rộng tích cực và (2) biên lợi nhuận ICT phục hồi nhẹ trong 5 năm tới. Chúng tôi dự báo LC sẽ đóng góp khoảng 90% vào dự báo LNST sau lợi ích CDTS của chúng tôi cho FRT vào năm 2028.

Yếu tố hỗ trợ/rủi ro: Việc triển khai cửa hàng và khả năng sinh lời của LC mạnh hơn/yếu hơn dự kiến; lợi nhuận của mảng ICT phục hồi mạnh hơn/yếu hơn dự kiến.

Tổng quan Công ty

Được thành lập năm 2012, FPT Retail sở hữu (1) chuỗi nhà thuốc Long Châu hàng đầu tại Việt Nam và (2) FPT Shop - chuỗi bán lẻ ICT lớn thứ hai Việt Nam.

PNJ – Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trang sức thời trang Việt Nam

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	-5% 5% 15% 25%	PNJ VNI					
			Doanh thu (tỷ đồng)	33.137	38.254	37.370										
Giá cổ phiếu (05/12)	96.000 VND	% YoY	-2%	15%	-2%	12%										
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.971	1.993	2.292	2.850										
TL tăng	+18,2%	% YoY	9%	1%	15%	24%										
		EPS	4%	1%	15%	24%										
Lợi suất cổ tức	2,3%	Biên LN gộp	18,3%	17,4%	20,9%	21,9%										
		Biên EBITDA	7,9%	6,7%	7,8%	8,6%										
Tổng mức sinh lời	+20,5%	Biên LN từ HDKD	7,6%	6,5%	7,6%	8,4%										
		Biên LN ròng	5,9%	5,2%	6,1%	6,8%										
Ngành	Trang sức	DTTD/doanh thu	4,1%	8,1%	4,7%	5,4%										
GT vốn hóa	32,5 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	11,7x	11,9x	10,4x	8,5x										
Room KN	0 đồng	P/E	17,7x	17,6x	15,3x	12,3x										
GTGD/ngày (30n)	85 tỷ đồng	P/B	3,2x	2,8x	2,5x	2,2x										
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	21,6%	19,1%	19,5%	21,4%										
SL cổ phiếu lưu hành	338,0 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 29/10/2024														
Pha loãng	338,0 tr															

Tổng quan Công ty

PNJ là nhà sản xuất và bán lẻ trang sức hàng đầu tại Việt Nam với mạng lưới 400 cửa hàng tính đến cuối năm 2023.

PNJ, công ty trang sức thời trang hàng đầu Việt Nam, có vị thế tốt để hưởng lợi từ tăng trưởng dài hạn của ngành trang sức có thương hiệu. Chúng tôi dự báo thu nhập tăng và tỷ trọng chi tiêu không thiết yếu ngày càng lớn sẽ thúc đẩy tiêu thụ trang sức tại Việt Nam, đặc biệt là đối với trang sức có thương hiệu, với thị phần đã tăng gấp đôi từ 16% vào năm 2015 lên 33% vào năm 2022. Trên thị trường trang sức có thương hiệu, PNJ nổi bật với dòng sản phẩm đa dạng, năng lực thiết kế và sản xuất vượt trội, và dẫn đầu đáng kể về số lượng cửa hàng. Những lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ này sẽ duy trì tăng trưởng dài hạn của PNJ.

Mặc dù biên lợi nhuận gộp bán lẻ 9T 2024 của PNJ bị ảnh hưởng bởi những thách thức trong việc thu mua vàng nguyên liệu, nhưng chúng tôi kỳ vọng những khó khăn ngắn hạn này sẽ giảm bớt khi việc thanh tra thị trường vàng đang tiến đến sự kết thúc. PNJ có vị thế tốt để củng cố vị trí dẫn đầu thị trường, tận dụng việc mở rộng cửa hàng chập chạp của các đối thủ cạnh tranh và sự rời bỏ thị trường của những doanh nghiệp nhỏ hơn, không tuân thủ trong giai đoạn thị trường biến động ngắn hạn này. Ngoài ra, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp bán lẻ của PNJ sẽ phục hồi khi việc thu mua vàng nguyên liệu dễ dàng hơn. Việc NHNN xem xét sửa đổi Nghị định 24, với định hướng tạo điều kiện thuận lợi cho việc nhập khẩu vàng nguyên liệu, có thể giúp tháo gỡ khó khăn về nguồn cung và duy trì sự phục hồi của biên lợi nhuận gộp bán lẻ của PNJ trong trung hạn.

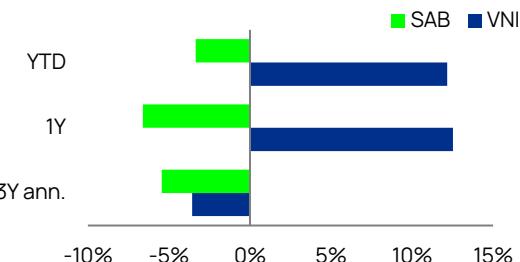
Chúng tôi dự báo PNJ sẽ đạt CAGR doanh thu bán lẻ là 14% trong giai đoạn 2024-2029, tương ứng với dự báo của chúng tôi về CAGR EPS là 18% trong giai đoạn này.

Định giá: Bội số P/E năm 2025 dự phóng của chúng tôi là 15,3 lần, thấp hơn bội số P/E trung bình 15 năm là 17,6 lần, mà chúng tôi tin rằng đang đánh giá thấp triển vọng tăng trưởng tích cực của công ty.

Rủi ro/Yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu trang sức và mở rộng cửa hàng yếu/mạnh hơn dự kiến; biên lợi nhuận bán lẻ cải thiện yếu hơn/mạnh hơn dự kiến.

SAB - Công ty bia với vị thế hàng đầu tại Việt Nam

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*		Doanh thu (tỷ đồng)	30.461	32.677	33.370	35.236
Giá cổ phiếu (05/12)	57.500 VND	% YoY	-12,9%	7,3%	2,1%	5,6%
Giá mục tiêu*	73.000 VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	4.118	4.429	4.899	5.161
		% YoY	-21,2%	7,6%	10,6%	5,4%
TL tăng	+27,0%	EPS	-21,6%	8,1%	10,6%	5,4%
Lợi suất cổ tức	6,1%	Biên LN gộp	29,8%	29,3%	31,9%	30,8%
Tổng mức sinh lời	+33,0%	Biên LN từ HDKD	12,5%	14,6%	16,2%	15,3%
		Biên EBITDA	14,3%	16,6%	18,1%	17,1%
Ngành	Bia	Biên LN ròng	13,5%	13,6%	14,7%	14,6%
GT vốn hóa	75 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	11,9x	9,6x	8,6x	8,6x
Room KN	30 nghìn tỷ đồng	P/E	18,4x	17,0x	15,4x	14,6x
GTGD/ngày (30n)	30 tỷ đồng	P/B	3,0x	3,1x	3,0x	3,0x
Cổ phần Nhà nước	36,0%	ROE	17,4%	18,3%	20,2%	20,9%
SL cổ phiếu lưu hành	1.282,6 tr	ROA	12,1%	12,5%	13,8%	13,9%
Pha loãng	1.282,6 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 08/11/2024				



Tổng quan Công ty

Sabeco là công ty bia lớn nhất Việt Nam. Công ty có 26 nhà máy bia trên cả nước, tổng công suất trên 2 tỷ lít/năm.

SAB là một lựa chọn phòng thủ hấp dẫn nhờ vị thế tài chính và dòng tiền vững chắc.

Với thương hiệu mạnh và mạng lưới phân phối rộng khắp, SAB có vị thế vững chắc để hưởng lợi từ đà phục hồi của tiêu thụ bia tại Việt Nam, dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi (1) nhân khẩu học thuận lợi trong dài hạn, bao gồm thu nhập tăng, dân số trẻ trong độ tuổi uống rượu và đô thị hóa, và (2) khả năng nới lỏng hình phạt đối với vi phạm nồng độ cồn khi lái xe từ năm 2025, điều này có thể hỗ trợ tâm lý người tiêu dùng. Mặc dù cạnh tranh vẫn gay gắt, nhưng chúng tôi tin rằng **SAB có vị thế tốt để giành lại thị phần**, do tiềm năng tăng thuế tiêu thụ đặc biệt vào năm 2026 sẽ dẫn đến mức tăng giá bán nhỏ hơn về mặt tuyệt đối đối với SAB so với đối thủ chính của hãng là Heineken (hãng này tập trung vào các sản phẩm cao cấp và cận cao cấp, trong khi SAB nhắm mục tiêu vào phân khúc phổ thông). Ngoài việc giành thị phần, **chúng tôi cũng nhận thấy tiềm năng cải thiện biên lợi nhuận** do (1) chi phí nguyên liệu dầu vào thấp hơn vào năm 2025, (2) tối ưu hóa hoạt động sản xuất và thương mại đang diễn ra và (3) kiểm soát chặt chẽ chi phí quảng cáo & khuyến mại (A&P).

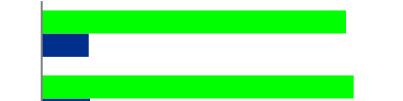
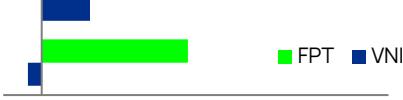
Chúng tôi dự báo SAB sẽ đạt CAGR EPS là 5% trong giai đoạn 2024-2029.

Chúng tôi dự báo SAB sẽ duy trì mức cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn là 3.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất khoảng 6%) trong giai đoạn 2024-2029.

Định giá: Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của SAB đang ở mức hấp dẫn với bội số P/E dự phóng năm 2025 là 15,4 lần so với mức P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 25,7 lần.

Rủi ro: Tiêu thụ bia yếu hơn; chi phí A&P cao hơn.

FPT - Nhà cung cấp dịch vụ CNTT hàng đầu Việt Nam

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F		
Khuyến nghị*								
Giá cổ phiếu (5/12)	148.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	52.618	63.234	77.321	95.013	YTD	
Giá mục tiêu*	159.700 VND	%YoY	19,5%	20,2%	22,3%	22,9%	1Y	
TL tăng	+7,5%	LNST-CDTS (tỷ đồng)	6.465	7.779	10.151	13.168	3Y ann.	
Lợi suất cổ tức	1,3%	% YoY	21,8%	20,3%	30,5%	29,7%		
Tổng mức sinh lời	+8,9%	EPS	21,0%	19,5%	29,6%	28,8%		
Ngành	CNTT/Viễn thông	Biên LN gộp	38,6%	38,6%	38,8%	38,9%		
GT vốn hóa	217 nghìn tỷ đồng	Biên EBITDA	20,4%	20,9%	21,6%	22,0%		
Room KN	5,9 nghìn tỷ đồng	Biên LNTT	17,5%	17,5%	18,2%	18,7%		
GTGD/ngày (30n)	450 tỷ đồng	Biên LN ròng	12,3%	12,3%	13,1%	13,9%		
Cổ phần Nhà nước	5,8%	Giá CP/DTHĐ	20,5x	17,1x	14,7x	11,6x		
SL CP lưu hành	1.471 tr	EV/EBITDA	17,0x	13,8x	10,9x	8,8x		
Pha loãng	1.471 tr	P/E	33,1x	27,5x	21,1x	16,3x		
		P/B	8,5x	7,1x	5,9x	4,7x		
		ROE	28,1%	28,3%	30,4%	31,8%		

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 28/10/2024

Tổng quan Công ty

FPT là tập đoàn Công nghệ/Viễn thông, nằm trong số 3 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trên thị trường Internet băng thông rộng của Việt Nam và dẫn đầu về dịch vụ công nghệ. Với chiến lược toàn cầu hóa, doanh thu từ thị trường quốc tế của FPT đạt tăng trưởng kép hàng năm lên đến 24% trong 3 năm qua.

FPT có lợi thế cạnh tranh bền vững trong các mảng kinh doanh chính của công ty.

Mảng dịch vụ CNTT toàn cầu của FPT tận dụng lợi thế chi phí lao động cạnh tranh của Việt Nam, đồng thời nâng cao chuỗi giá trị để cung cấp dịch vụ chuyển đổi số (DX) có biên lợi nhuận cao, được hỗ trợ bởi quan hệ đối tác với các công ty công nghệ hàng đầu thế giới.

FPT Education đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp nguồn nhân lực kỹ sư cho mảng CNTT toàn cầu, bên cạnh khả năng sinh lời hấp dẫn và ổn định.

Mảng Dịch vụ Viễn thông (ví dụ: băng thông rộng cố định và trung tâm dữ liệu) cũng có tiềm năng tăng trưởng vững chắc, được thúc đẩy bởi nhu cầu ngày càng tăng đối với AI, điện toán đám mây và bản địa hóa dữ liệu.

Chúng tôi dự báo **CAGR EPS là 27%** đối với FPT trong giai đoạn 2024F-2027 với hệ số PEG dự phóng 3 năm hấp dẫn là 0,8 và hệ số P/E dự phóng các năm 2024/2025 tại giá mục tiêu của chúng tôi lần lượt là 33 lần/26 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Chi tiêu CNTT toàn cầu cao hơn dự kiến trong ngắn hạn; kết quả khả quan đối với các dự án hiện tại và hợp tác mới với các đối tác toàn cầu trong bối cảnh công nghệ của Việt Nam đang phát triển.

Rủi ro: Ngành gặp khó khăn nhiều hơn dự kiến trong chi tiêu CNTT toàn cầu; tăng trưởng yếu hơn dự kiến trong các dự án hợp tác với Nvidia.

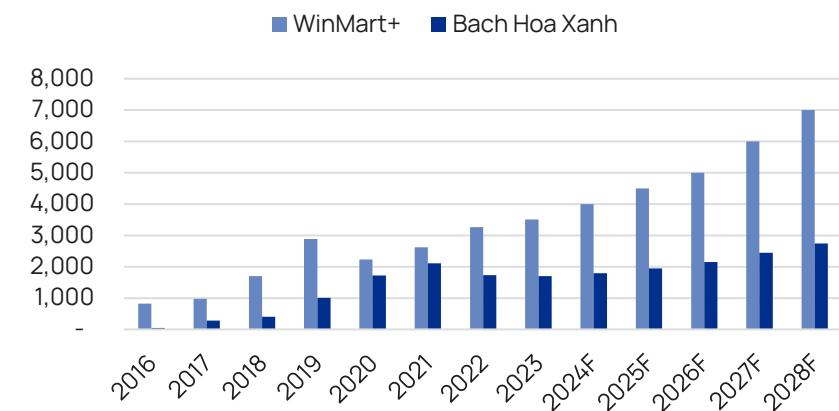
Phụ lục

Phụ lục 1: WinMart+ so với Bách Hóa Xanh

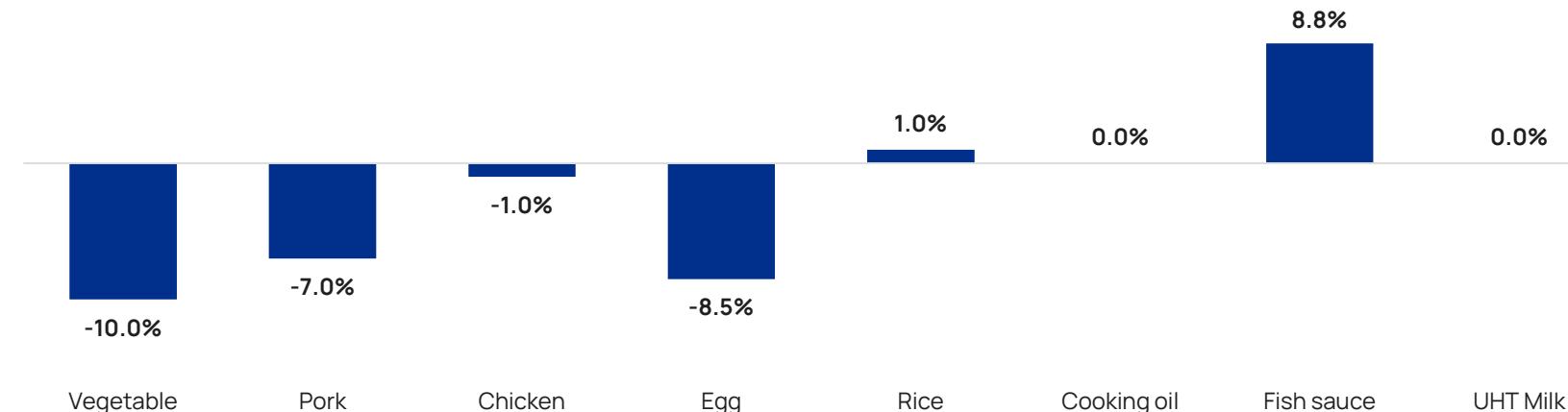
Tổng doanh thu của WinCommerce so với Bách Hóa Xanh



Số cửa hàng minimart của WinMart+ và Bách Hóa Xanh

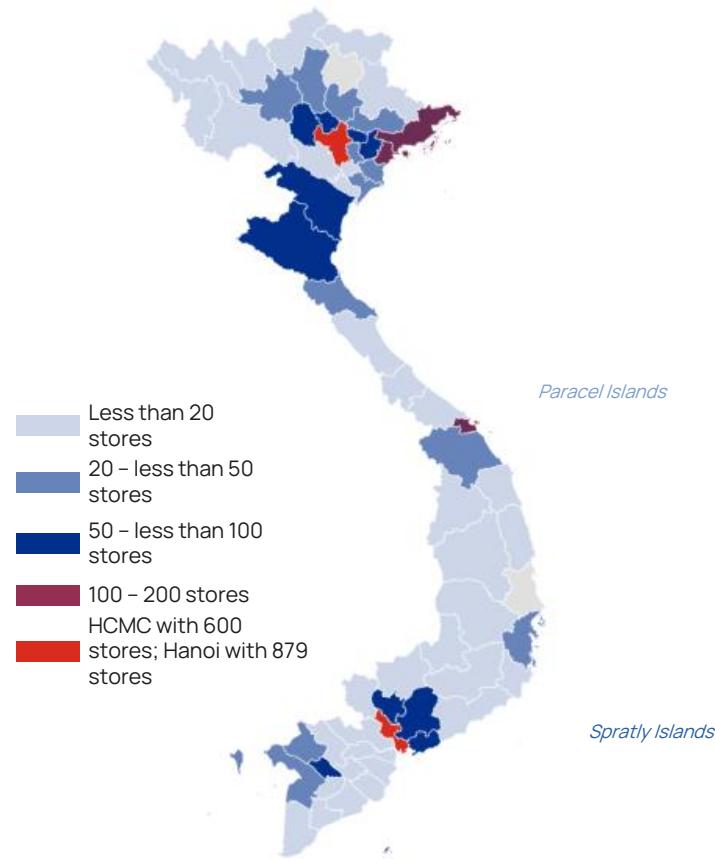


Giá bán của Bách Hóa Xanh so với WinMart+

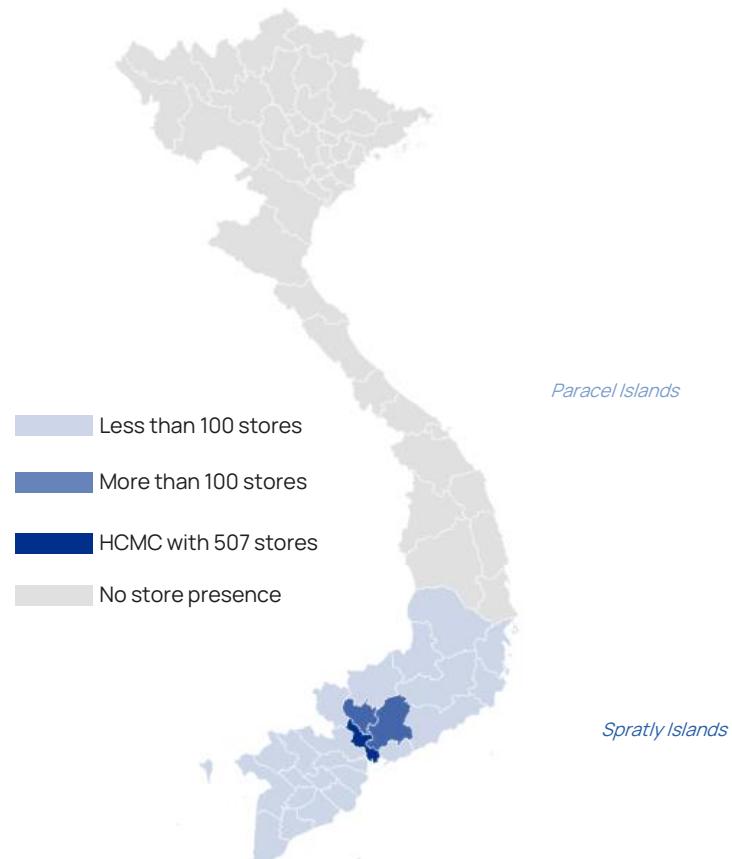


Phụ lục 2: WinMart+ so với Bách Hóa Xanh – Vị trí cửa hàng

Vị trí cửa hàng của WinMart+

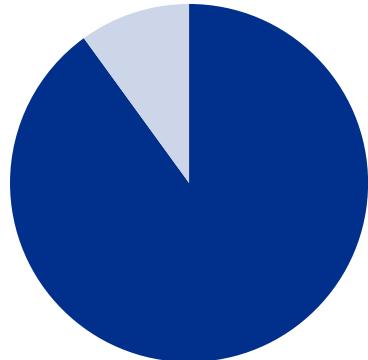


Vị trí cửa hàng của Bách Hóa Xanh



Phụ lục 3: Long Châu mở rộng mảng chăm sóc sức khỏe với các trung tâm tiêm chủng

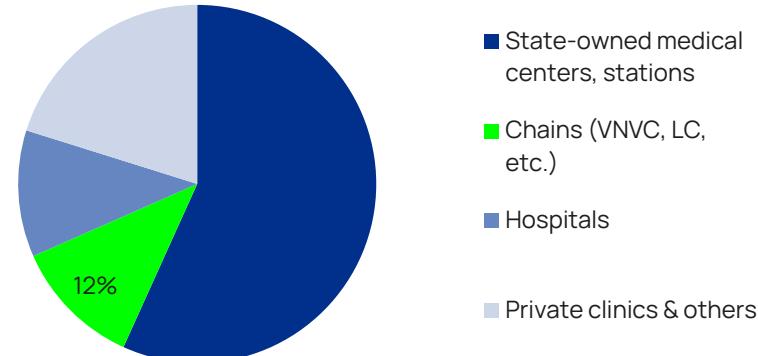
Thị trường vaccine Việt Nam đang bị chi phối bởi các nhà sản xuất nước ngoài¹



Quy mô thị trường¹:
khoảng 540 triệu USD

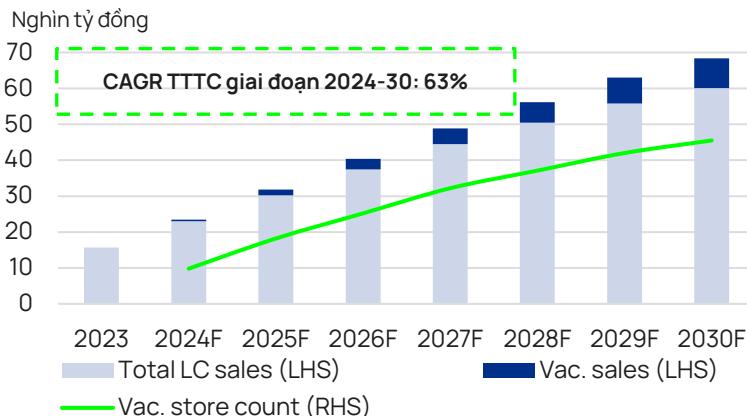
- MSD, GSK, Sanofi Pasteur, Pfizer
- Others

Các địa điểm tiêm chủng theo loại hình tại 4 thành phố lớn²

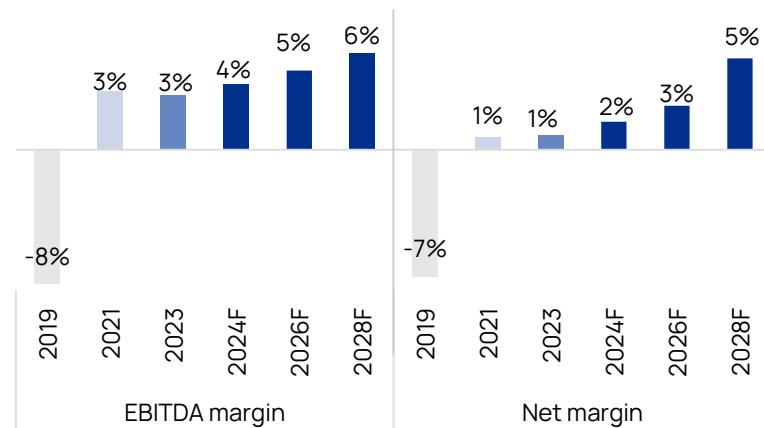


Tại 4 thành phố lớn¹, một cơ sở tiêm chủng phục vụ khoảng 6.000 trẻ em từ 0-10 tuổi³

Doanh thu tiêm chủng của LC và dự báo



Biên lợi nhuận của LC và dự báo (nhà thuốc + tiêm chủng)



Phụ lục 4: Các cơ hội xuất hiện từ sự chuyển dịch công nghệ di động

Việc triển khai mạng 5G sẽ thúc đẩy nhu cầu gia tăng mật độ trạm viễn thông

viettel
vinaphone
mobifone

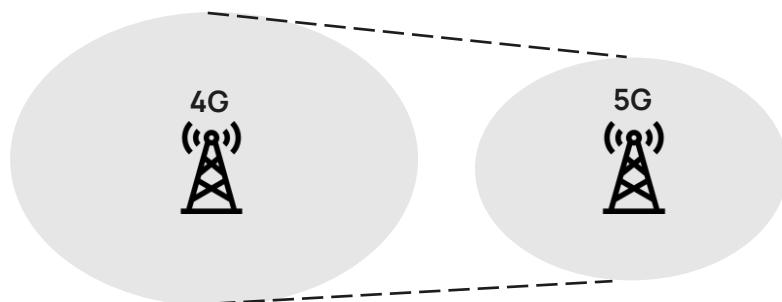


2G, 3G



4G, 5G

Sự chuyển dịch công nghệ di động từ 2G và 3G sang 4G và 5G đòi hỏi cơ sở hạ tầng viễn thông dày đặc hơn để duy trì kết nối



3G sẽ được tắt sóng trong trung hạn

Cuối 2022

Viettel tắt phần lớn các trạm phát sóng 3G của công ty

10/2024

Bắt buộc tắt sóng 2G tại Việt Nam

Trước cuối
2028*

Dự kiến tắt sóng 3G tại Việt Nam

viettel
construction

Chúng tôi kỳ vọng mạng 5G sẽ được triển khai tại Việt Nam sau thành công của các cuộc đấu giá băng tần

Ngày đấu giá

Tháng 5-6/2023

Tháng 12/2023

Tháng 3/2024

Tháng 7/2024

Số lượng
băng tần

3 băng tần

1 băng tần

3 băng tần

1 băng tần

Tình trạng

Thất bại

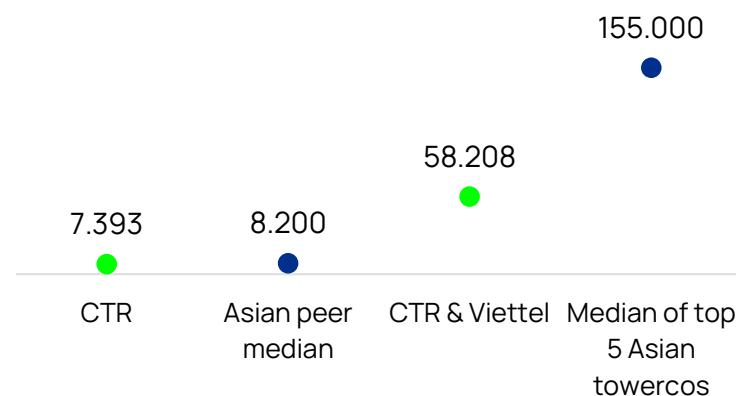
Hủy

2 trên 3:
Thành công

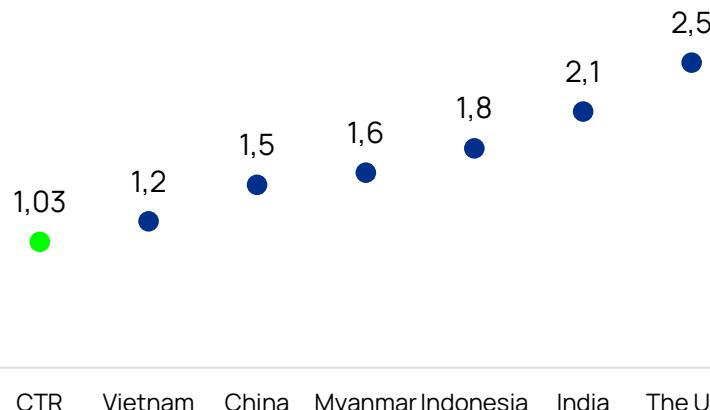
Thành công

Phụ lục 5: CTR dự kiến sẽ tận dụng cơ hội từ nhu cầu cải thiện vùng phủ sóng 4G và tiềm năng triển khai mạng 5G tại Việt Nam

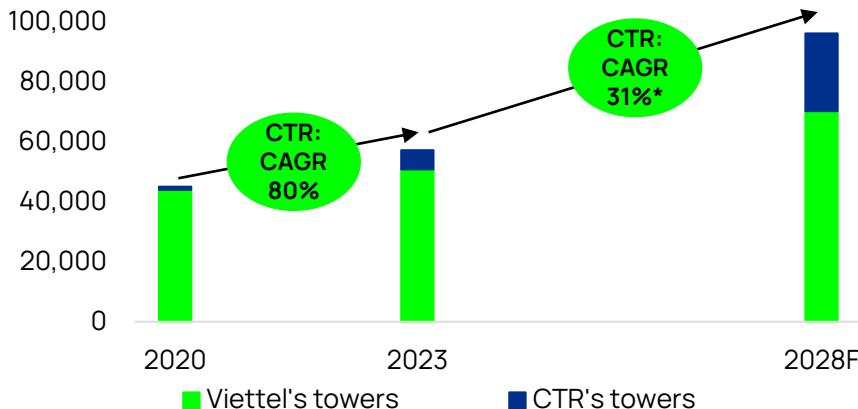
Công ty cho thuê trạm viễn thông số 1 Việt Nam tận dụng vị thế dẫn đầu của Viettel trong lĩnh vực viễn thông (**)



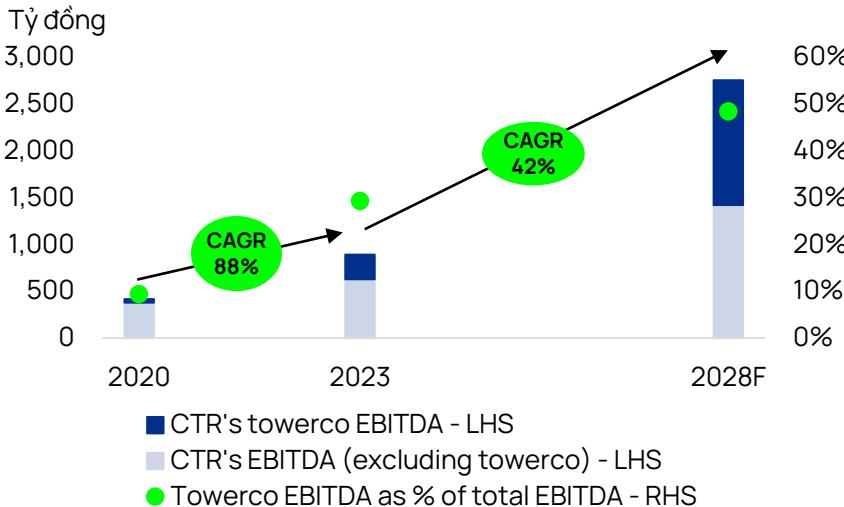
Dư địa dồi dào để tăng tỷ suất lợi nhuận từ tỷ lệ dùng chung ở mức thấp như hiện tại



CTR có vị thế tốt để nắm bắt nhu cầu lớn đối với trạm viễn thông mới



EBITDA của mảng hạ tầng cho thuê tăng trưởng sẽ dẫn đến lợi nhuận dài hạn của CTR



Ngành Bất động sản Khu công nghiệp

Doanh số cho thuê đất KCN được kỳ vọng sẽ phục hồi vào năm 2025

Tháng 12/2024

Ngành Bất động sản Khu Công nghiệp: Doanh số cho thuê đất KCN được kỳ vọng sẽ phục hồi vào năm 2025

Tóm tắt

Chúng tôi dự báo tổng doanh số cho thuê đất KCN của một số chủ đầu tư KCN sẽ tăng trưởng 40%/16% lên mức 768 ha/891 ha trong năm 2025/26F (so với mức giảm 23% dự kiến trong năm 2024F và mức tăng mạnh 69% trong năm 2023E). Chúng tôi kỳ vọng rằng các định hướng chính sách rõ ràng hơn từ Mỹ và các chính sách hỗ trợ FDI mới từ Việt Nam sẽ giúp thúc đẩy giải ngân đầu tư mở rộng sản xuất, từ đó gia tăng nhu cầu thuê đất KCN tại Việt Nam vào năm 2025. Ngoài ra, nhu cầu thuê đất KCN còn được cung cấp bởi xu hướng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, mà chúng tôi cho rằng có thể được đẩy mạnh hơn nếu Mỹ áp thuế cao hơn đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc dưới nhiệm kỳ của Tổng thống Donald Trump, so với hàng hóa nhập khẩu từ các quốc gia khác (bao gồm Việt Nam).

Chúng tôi kỳ vọng quy trình phê duyệt dự án KCN mới sẽ được đẩy nhanh, đặc biệt đối với các dự án mới, trong bối cảnh phần lớn các quy hoạch cấp tỉnh đã được phê duyệt, Luật Đất đai sửa đổi đã bắt đầu có hiệu lực từ tháng 08/2024, cùng với việc nới lỏng chỉ tiêu đất tại các tỉnh đang/sẽ gần chạm giới hạn về chỉ tiêu đất KCN vào năm 2025 theo Quyết định 227/QĐ-TTg (ngày 12/3/2024). Chúng tôi tin rằng việc quy trình phát triển dự án KCN dự kiến được đẩy nhanh có thể sẽ mang lại lợi ích cho (1) các chủ đầu tư KCN hàng đầu với vị thế tài chính mạnh và khả năng thu hút khách thuê tốt, như IDC và KBC, cùng với (2) các chủ đầu tư sở hữu quỹ đất cao su lớn dự kiến sẽ được chuyển đổi thành đất công nghiệp, bao gồm PHR và GVR.

Chúng tôi cho rằng Việt Nam đang được trang bị tốt để đón làn sóng vốn FDI tiếp theo nhờ vào các lợi thế cạnh tranh dài hạn. Những lợi thế này bao gồm các hiệp định thương mại tự do (FTA), mức chi phí lao động tương đối thấp, cơ sở hạ tầng ngày càng được cải thiện nhanh chóng, và lực lượng lao động trẻ ngày càng được đào tạo tốt hơn. Vào năm 2024, Việt Nam đã thu hút lượng vốn FDI đáng kể từ các ngành có giá trị cao như bán dẫn, điện tử, xe điện và năng lượng tái tạo. Các khoản đầu tư nổi bật từ Talway, Victory Giant Technology, Signetics, và Foxconn cho thấy sức hấp dẫn ngày càng gia tăng của Việt Nam đối với các ngành công nghiệp công nghệ cao. Chúng tôi cũng nhận thấy những triển vọng tích cực cho Việt Nam nếu Việt Nam thành công trong việc nâng cao chuỗi giá trị thông qua hoạt động chuyển giao công nghệ và các sáng kiến nhằm phát triển lực lượng lao động của quốc gia.

Chúng tôi kỳ vọng các thay đổi pháp lý sắp tới sẽ tiếp tục gia tăng khả năng cạnh tranh của Việt Nam. Quỹ Hỗ trợ Đầu tư dự kiến sẽ sớm được hoàn thiện và sẽ giảm bớt tác động của Thuế Tối thiểu Toàn cầu đối với các nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, Luật Quy hoạch và Luật Đầu tư sửa đổi (được phê duyệt vào tháng 11/2024), cùng với dự thảo Luật Khu công nghiệp và Khu kinh tế, với mục tiêu đơn giản hóa các thủ tục đầu tư và đồng bộ hóa quy trình phê duyệt cho các dự án KCN mới, có thể sẽ giúp thu hút nhiều dự án FDI chuyên biệt và có giá trị cao hơn vào các KCN hiện đại trong dài hạn.

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm IDC, KBC và SIP. Chúng tôi đánh giá cao IDC, KBC, và SIP vì các chủ đầu tư KCN này có thể tận dụng quỹ đất hiện có để hưởng lợi từ các điều kiện thị trường thuận lợi hiện tại, đồng thời có vị thế tài chính tốt để chuẩn bị cho các giai đoạn tăng trưởng trong dài hạn. Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng những diễn biến tích cực cho PHR, công ty sở hữu quỹ đất cao su lớn được quy hoạch chuyển đổi thành đất công nghiệp tại Bình Dương, và SJC, công ty có thể hưởng lợi từ sự phát triển cơ sở hạ tầng tại tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu trong bối cảnh khả năng thu hút vốn FDI của Việt Nam ngày càng gia tăng.

Các cổ phiếu BĐS KCN trong danh mục theo dõi của Vietcap

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp - Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
IDC	MUA	733	0%	49%	192,4	2,7	55.500	71.500	21/11/24	29%	7%	36%
KBC	MUA	881	0%	49%	265,8	8,6	28.700	37.700	08/11/24	31%	0%	31%
PHR	MUA	314	67%	49%	97,2	0,4	58.000	69.300	07/10/24	19%	3%	23%
SIP	MUA	710	2%	49%	324,8	2,3	84.300	95.800	07/10/24	14%	2%	16%
GVR	PHTT	5.016	97%	13%	635,0	3,2	31.350	34.600	07/10/24	10%	1%	11%
SZC	MUA	306	58%	20%	54,4	4,4	42.550	44.200	07/10/24	4%	2%	6%
BCM	KDG	2.815	95%	34%	898,3	0,7	68.000	84.700*	30/7/24	N.A.	N.A.	N.A.
VGC	KDG	788	39%	49%	357,4	2,6	43.950	51.400*	04/12/24	N.A.	N.A.	N.A.

Ngành Bất động sản Khu công nghiệp - Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2025F x	P/E 2026F x	P/B điều chỉnh quý gần nhất (x)	P/B điều chỉnh 2025F x	P/B điều chỉnh 2026F x	ROE 2025F %	Nợ vay ròng/ CSH quý gần nhất
IDC	55.500	45%	6%	32%	8,4	8,7	6,6	2,2	1,9	1,6	36%	-4%
KBC	28.700	-75%	194%	127%	48,2	14,9	6,6	1,2	1,1	0,9	8%	-8%
PHR	58.000	-45%	18%	65%	24,3	21,8	13,2	1,8	1,9	1,7	11%	-46%
SIP	84.300	5%	6%	11%	16,6	18,0	16,2	1,9	1,8	1,6	24%	-22%
GVR	31.350	24%	9%	16%	34,7	35,2	30,5	2,2	2,1	2,0	7%	-25%
SZC	42.550	13%	42%	32%	30,2	19,4	14,7	2,4	2,2	2,0	14%	41%
BCM	68.000	-4%	N.A.	N.A.	27,6	N.A.	N.A.	3,7	N.A.	N.A.	12% [^]	98%
VGC	43.950	-29%	32%	51%	34,4	18,2	12,0	2,1	2,1	1,9	14%	28%

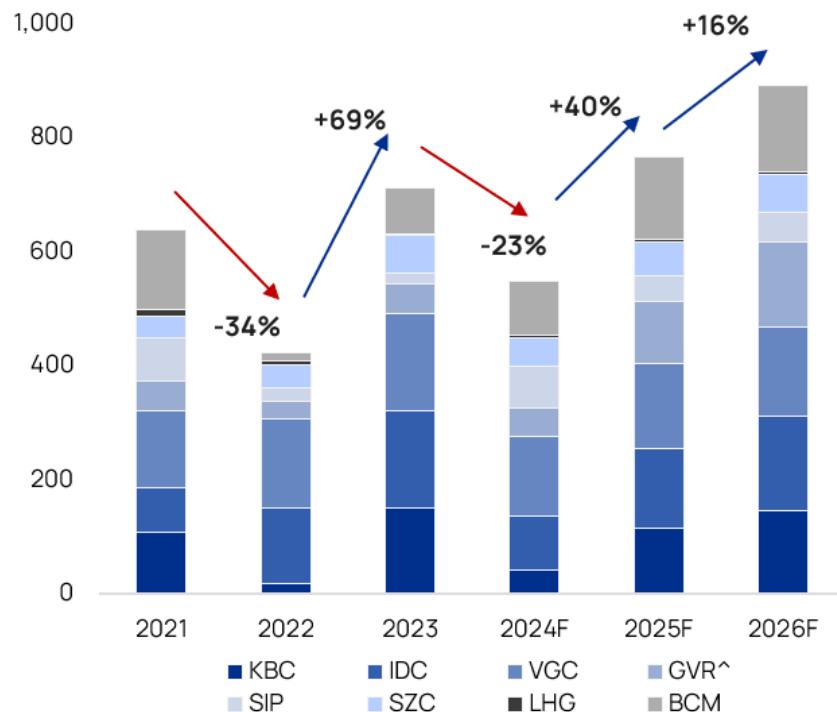
Vietcap

Nguồn: Dữ liệu công ty, dự báo của Vietcap. Lưu ý: Giá cổ phiếu cập nhật ngày 05/12/2024; Dự báo cho VGC là từ dự báo của GEX do chuyên viên ngành Năng lượng của chúng tôi nhận định; (*) ước tính của chúng tôi về giá trị hợp lý; (^) dự báo năm 2024 của chúng tôi.

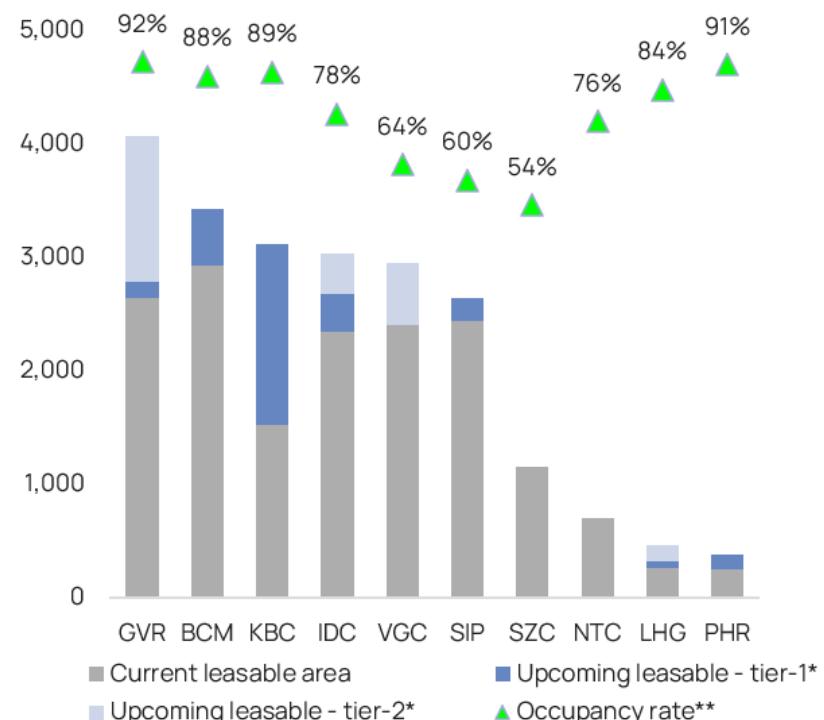
Doanh số cho thuê đất KCN được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2025

- ✓ Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN của KBC, GVR và BCM sẽ tăng mạnh so với năm trước, chủ yếu nhờ vào các dự án KCN mới tại các khu vực công nghiệp trọng điểm, bao gồm dự án KCN Tràng Duệ 3 của KBC, KCN Cây Trường của BCM và KCN NTU3 của NTC (công ty con của GVR).
- ✓ Chúng tôi cũng kỳ vọng IDC sẽ ghi nhận sự phục hồi đối với doanh số cho thuê đất KCN năm 2025, nhờ quỹ đất lớn đã được giải phóng mặt bằng tại các khu vực công nghiệp trọng điểm, qua đó tạo điều kiện để IDC hưởng lợi từ sự gia tăng nhu cầu dự kiến.

Dự báo của Vietcap về tổng doanh số cho thuê đất KCN (ha) trong giai đoạn 2024-26 của một số chủ đầu tư KCN



Diện tích cho thuê (ha) và tỷ lệ lấp đầy (%) của một số chủ đầu tư KCN tính đến quý 3/2024.

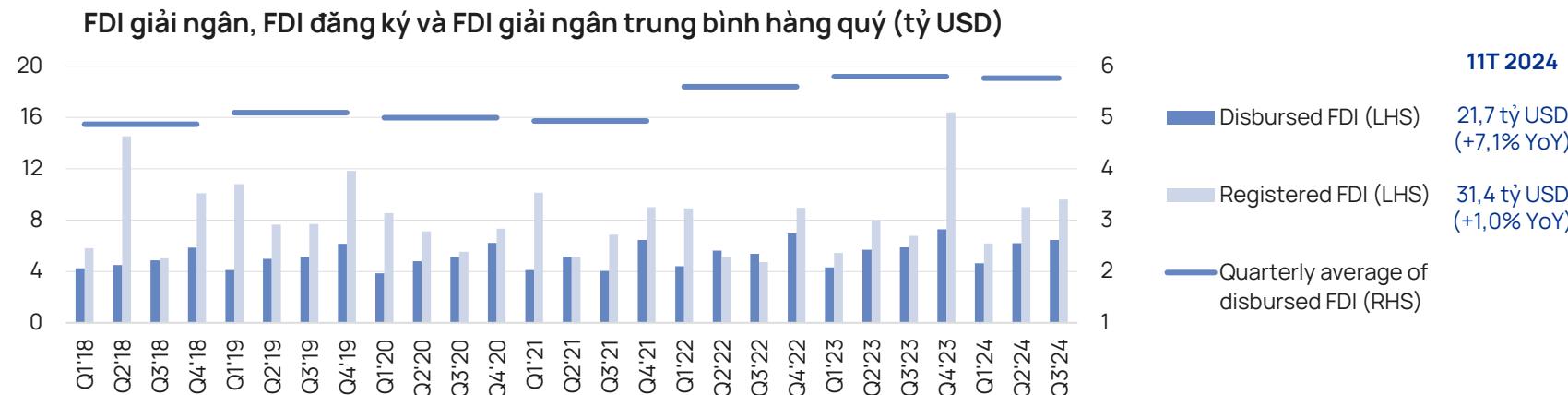


Vietcap

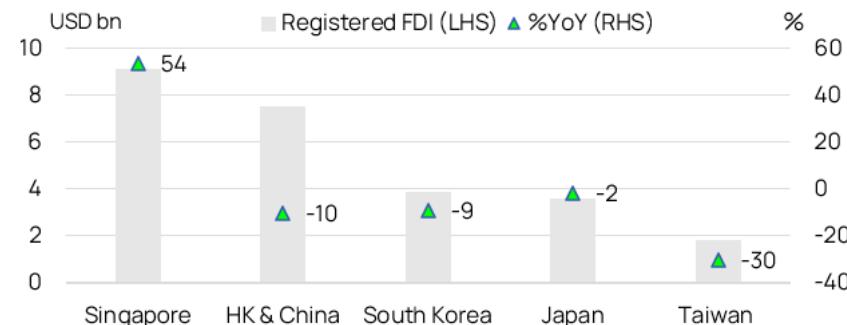
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap. Lưu ý: (^) Bao gồm doanh số cho thuê đất KCN của PHR và NTC, cả hai đều là công ty con của GVR; (*) diện tích cho thuê sắp tới từ các dự án mà chúng tôi kỳ vọng có thể bắt đầu mở cho thuê trong giai đoạn 2025-26; chúng tôi xem các KCN cấp 1 là những KCN có giá đất trung bình trên 100 USD/m²/kỳ hạn (biểu đồ bên phải); (**) chỉ tính các dự án KCN hiện đang mở cho thuê.

Triển vọng kinh tế vĩ mô thuận lợi hơn sẽ thúc đẩy sự phục hồi của doanh số cho thuê đất KCN

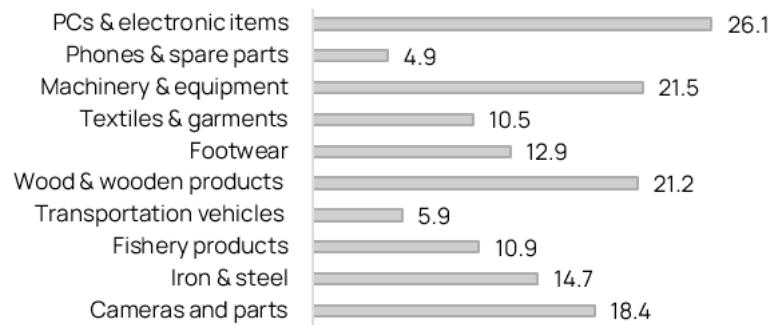
- ✓ Các định hướng chính sách rõ ràng hơn từ Mỹ và các chính sách FDI mang tính hỗ trợ hơn sẽ thúc đẩy sự phục hồi của doanh số cho thuê đất KCN.
- ✓ Dự kiến triển vọng kinh tế vĩ mô sẽ thuận lợi hơn trong năm 2025, khi Fed đã bắt đầu cắt giảm lãi suất.
- ✓ Chúng tôi dự báo FDI giải ngân của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức trung bình 7,5%/năm, đạt 26,5-31 tỷ USD trong các năm 2025/26/27F.



Các quốc gia dẫn đầu về FDI vào Việt Nam, 11T 2024



Các ngành xuất khẩu hàng đầu giai đoạn 10T 2024 (% YoY)



Việt Nam tiếp tục nhận được sự quan tâm lớn từ các công ty đa quốc gia

Các khoản đầu tư vào sản xuất lớn được công bố trong giai đoạn 11T 2024

Công ty	Quốc gia	Ngành	Đầu tư (triệu USD)	Tổng diện tích (ha)	Tỉnh*	Khu công nghiệp	Chủ đầu tư
Các hợp đồng/biên bản ghi nhớ cho thuê đất KCN mới							
Victory Giant Tech	Trung Quốc	Sản xuất PCB	800	10	Bắc Ninh	VSIP Bắc Ninh	VSIP
Talway	Trung Quốc	Thiết bị xe điện	700	3	Bắc Ninh	Nam Sơn Hợp Lĩnh	KBC
Mega Textile	Singapore	Dệt may	590	51	Nghệ An	Thọ Lộc	VSIP
Trina Solar Cell	Trung Quốc	Tấm pin mặt trời	454	14	Thái Nguyên	Yên Bình	Yên Bình
Foxconn	Đài Loan	Sản xuất PCB	383	14,3	Bắc Ninh	Nam Sơn Hợp Lĩnh	KBC
Kumho Tire	Hàn Quốc	Sản xuất lốp xe	300	5,6	Bình Dương	Mỹ Phước 3	BCM
Casetek	Singapore	Sản phẩm điện tử	473	11	Nghệ An	VSIP Nghệ An	VSIP
Sunwoda	Trung Quốc	Pin xe điện	300	N/A	Bắc Giang	Yên Lư	Tuấn Quỳnh
Foxconn	Đài Loan	Sản phẩm thông minh	287	12,4	Quảng Ninh	Deep C Quảng Ninh 2	Deep C
Gokin Solar	Trung Quốc	Tấm pin mặt trời	275	N/A	Quảng Ninh	Texhong Hải Hà	Hải Hà Jsc
Foxconn	Đài Loan	Sản phẩm thông minh	264	21,5	Quảng Ninh	Sông Khoai	Amata
Tripod	Trung Quốc	Sản xuất PCB	250	18	BR-VT	Châu Đức	SZC
CS Wind	Hàn Quốc	Điện gió	200	50	Long An	Đông Nam Á	Đồng Tâm
Kine SIC Semi	Mỹ	Bán dẫn	200	0,75	Bắc Ninh	N/A	N/A
Geely Auto	Trung Quốc	Lắp ráp ô tô	168	30	Thái Bình	Tiền Hải	VGC
SLP	Singapore	Logistics	121	16	Đồng Nai	Lộc An - Bình Sơn	SIP
Nien Made	Đài Loan	Nội thất	124	N/A	Phú Thọ	Phú Hà	VGC
Signetics	Hàn Quốc	Bán dẫn	100	5	Vĩnh Phúc	Bá Thiện Subzone 1	HDT
Johnson Group	Đài Loan	Thiết bị thể thao	100	20	Bắc Ninh	Thuận Thành 1	VGC
Yangjie Technology	Trung Quốc	Thiết bị điện tử	90	8	Bắc Ninh	Yên Phong II-C	VGC
Công ty	Quốc gia	Ngành	Đầu tư (triệu USD)	Địa điểm nhà máy đáng chú ý			Ngày công bố**
Kế hoạch đầu tư tiềm năng của một số nhà sản xuất							
Hyosung Group	Hàn Quốc	Vật liệu, nhiên liệu sinh học	4.000	Đồng Nai, BR-VT			T10/2024
LG Electronics	Hàn Quốc	Điện tử	4.000	Hải Phòng			T12/2022
Samsung	Hàn Quốc	Điện tử	1.000/năm	Thái Nguyên, Bắc Ninh			T05/2024
3TI Progetti Asia	Ý	Năng lượng tái tạo	700	N/A			T10/2024
Sailun Group	Trung Quốc	Sản xuất lốp xe	200	Thái Ninh			T07/2024
Hualian	Trung Quốc	Gốm sứ	200	Thái Bình			T08/2024

Nguồn cung đất KCN dự kiến sẽ gia tăng nhờ kỳ vọng quy trình phê duyệt dự án được đẩy nhanh và chuyển đổi đất cao su

- Hầu hết các **quy hoạch tổng thể** của tỉnh đã được phê duyệt.
- **Luật Đất đai sửa đổi** có hiệu lực vào tháng 8 năm 2024.
- Điều chỉnh một số chỉ tiêu sử dụng đất theo **Quyết định 227/QĐ-TTg**.
- **Luật Đầu tư sửa đổi** trao quyền cho Ủy ban Nhân dân cấp tỉnh trong việc phê duyệt đầu tư cho các dự án KCN mới.



- Chúng tôi kỳ vọng quy trình phê duyệt phát triển KCN sẽ **được đẩy nhanh**, đặc biệt đối với các dự án mới.
- Kỳ vọng sẽ có thêm nguồn cung đất KCN mới từ năm 2026.



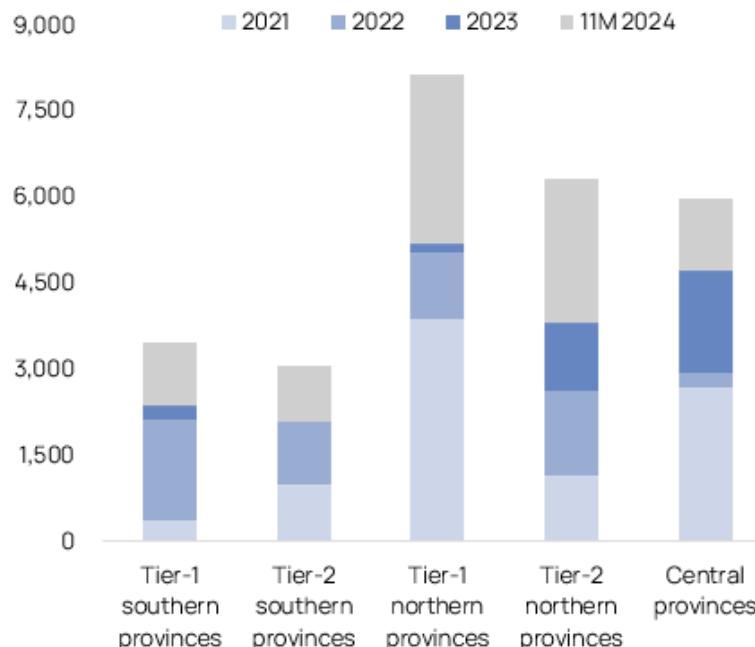
Quy trình phát triển dự án KCN nhanh hơn dự kiến có thể **mang lại lợi ích** cho:

- (1) các nhà phát triển KCN hàng đầu có năng lực tài chính mạnh và khả năng thu hút khách thuê cao, như **IDC** và **KBC**, và
- (2) các chủ đầu tư có quỹ đất cao su lớn được chuyển đổi sang đất công nghiệp, bao gồm **PHR** (~3.400 ha chuyển đổi) và **GVR** (ít nhất ~30.000 ha chuyển đổi).

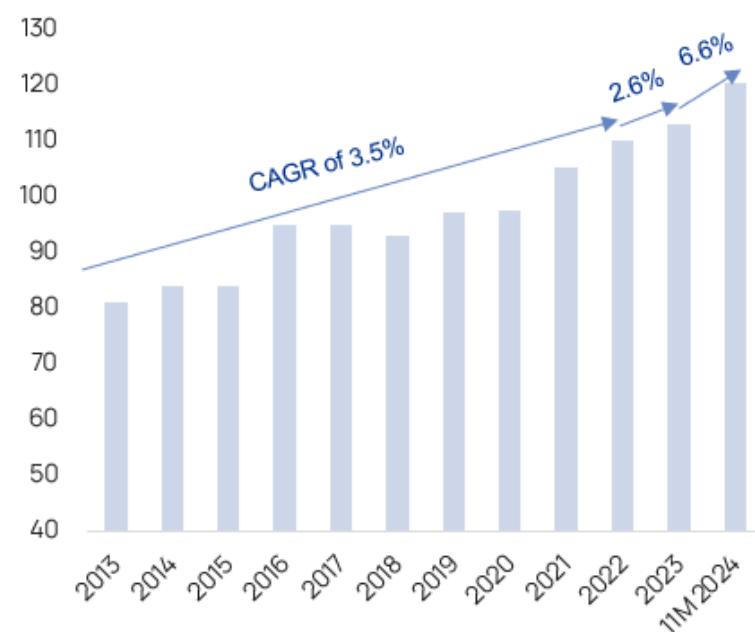
Kỳ vọng sẽ có thêm nhiều nguồn cung đất KCN mới từ năm 2026

- ✓ Mặc dù Chính phủ đã đẩy nhanh đáng kể tiến độ phê duyệt các KCN trong năm 2024, chúng tôi dự báo rằng các KCN mới được phê duyệt từ năm 2024 sẽ cần thêm thời gian để thực hiện đền bù giải phóng mặt bằng và các thủ tục pháp lý cần thiết khác, với khả năng sẽ bắt đầu mở cho thuê từ năm 2026.
- ✓ Trong 11T 2024, diện tích KCN mới được Chính phủ phê duyệt đã đạt mức 8.744 ha (+6,6% YoY), cao hơn nhiều so với mức 3.411 ha (+2,6% YoY) được phê duyệt trong cả năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng phần lớn nguồn cung mới sẽ bắt đầu mở cho thuê từ năm 2026.
- ✓ Nguồn cung đối với các KCN cấp 1 dự kiến vẫn sẽ tương đối hạn chế hơn so với các khu công nghiệp cấp 2.

Phê duyệt của Chính phủ về việc mở rộng và thành lập mới các KCN (ha) trong giai đoạn 2021-11T 2024



Tổng diện tích KCN (ha) của các KCN được thành lập* tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-11T 2024



Chỉ tiêu đất được cập nhật sẽ mang lại lợi ích cho một số chủ đầu tư KCN

- ✓ Quyết định 227/QĐ-TTg đã cập nhật chỉ tiêu đất KCN năm 2025 tại các tỉnh đang chạm giới hạn về chỉ tiêu đất KCN như Bắc Ninh (KBC, VGC), Bình Phước (DPR, GVR, BCM) và Tiền Giang (IDC).
- ✓ Ngoài ra, Chính phủ đang xem xét điều chỉnh chỉ tiêu sử dụng đất cho giai đoạn 2025-2030, và có khả năng sẽ gia tăng thêm nguồn cung trong trung hạn.

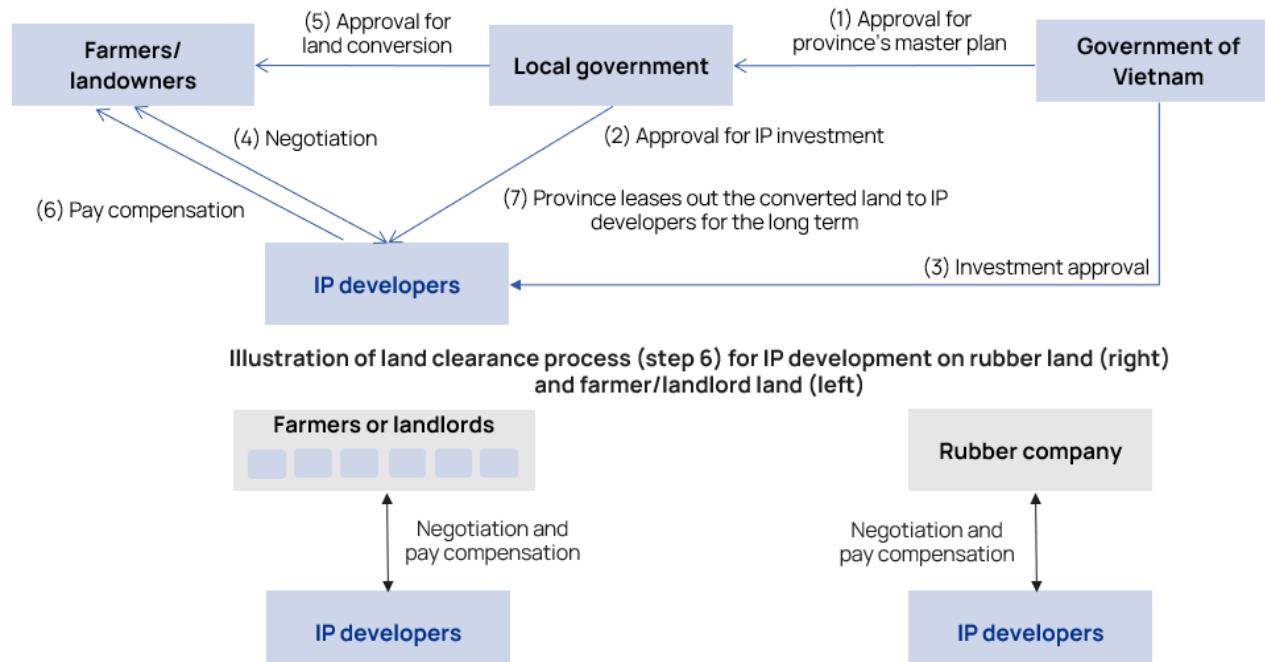
Bảng chỉ tiêu đất KCN của một số tỉnh (ha) theo Quyết định 227/QĐ-TTg và 326/QĐ-TTg.

Regions	Listed IP developers that plan/possess land banks in the area	Total site area of established IPs [A]	Land use quota until 2025 [B]	Land use quota until 2030 [C]	[B] compared to [A]**	[C] compared to [A]**
Northern						
Hanoi*	VCG	2,200	2,800	3,800	600	1,600
Bac Ninh	KBC, VGC, IDC, SGT	6,100	5,500	6,400	-600	300
Hai Phong	KBC, IDC	6,100	7,300	8,700	1,200	2,600
Hung Yen*	KBC, VGC, HPG	4,600	4,200	5,000	-400	400
Ha Nam	DTD	3,500	4,200	4,600	700	1,100
Bac Giang	KBC, Western Pacific	3,300	3,400	7,000	100	4,600
Vinh Phuc	IDV, SHI	3,200	3,200	4,800	0	1,600
Hai Duong	KBC, VGC, IDV, AAA	2,800	3,400	5,700	600	2,900
Quang Ninh	KBC, VGC	3,200	3,800	5,900	600	2,700
Thai Nguyen	KBC, VGC, TNG	1,800	3,000	4,200	1,200	2,400
Central						
Da Nang	KBC	1,100	2,000	2,400	900	1,300
Thanh Hoa		2,000	3,300	6,000	1,300	4,000
Ha Tinh		3,500	2,700	6,000	-800	2,500
Nghe An		2,800	3,500	4,400	700	1,600
Quang Nam		3,700	2,700	3,500	-1,000	-200
Thue Thien Hue	VGC	2,000	2,300	2,700	300	700
Southern						
HCMC*	SIP, KBC, KDH, ITA	4,500	5,000	5,900	500	1,400
Binh Duong*	BCM, GVR, PHR, NTC	12,700	12,000	15,000	-700	2,300
Dong Nai*	GVR, SIP, SNZ, TID, IDC	12,200	12,500	18,500	300	6,300
Long An	GVR, IDC, KBC, LHG	9,700	10,500	12,400	800	2,700
Ba Ria - Vung Tau	GVR, IDC, SZC	8,200	8,100	10,800	-100	2,600
Binh Phuoc	BCM, GVR, DPR, MH3	4,100	4,900	7,600	800	3,500
Tay Ninh	GVR, SIP	4,000	3,600	4,300	-400	300
Tien Giang	IDC	1,800	1,700	1,800	-100	0

Hoạt động chuyển đổi đất cao su sẽ là nguồn cung chính cho đất KCN mới tại các tỉnh công nghiệp phía Nam của Việt Nam

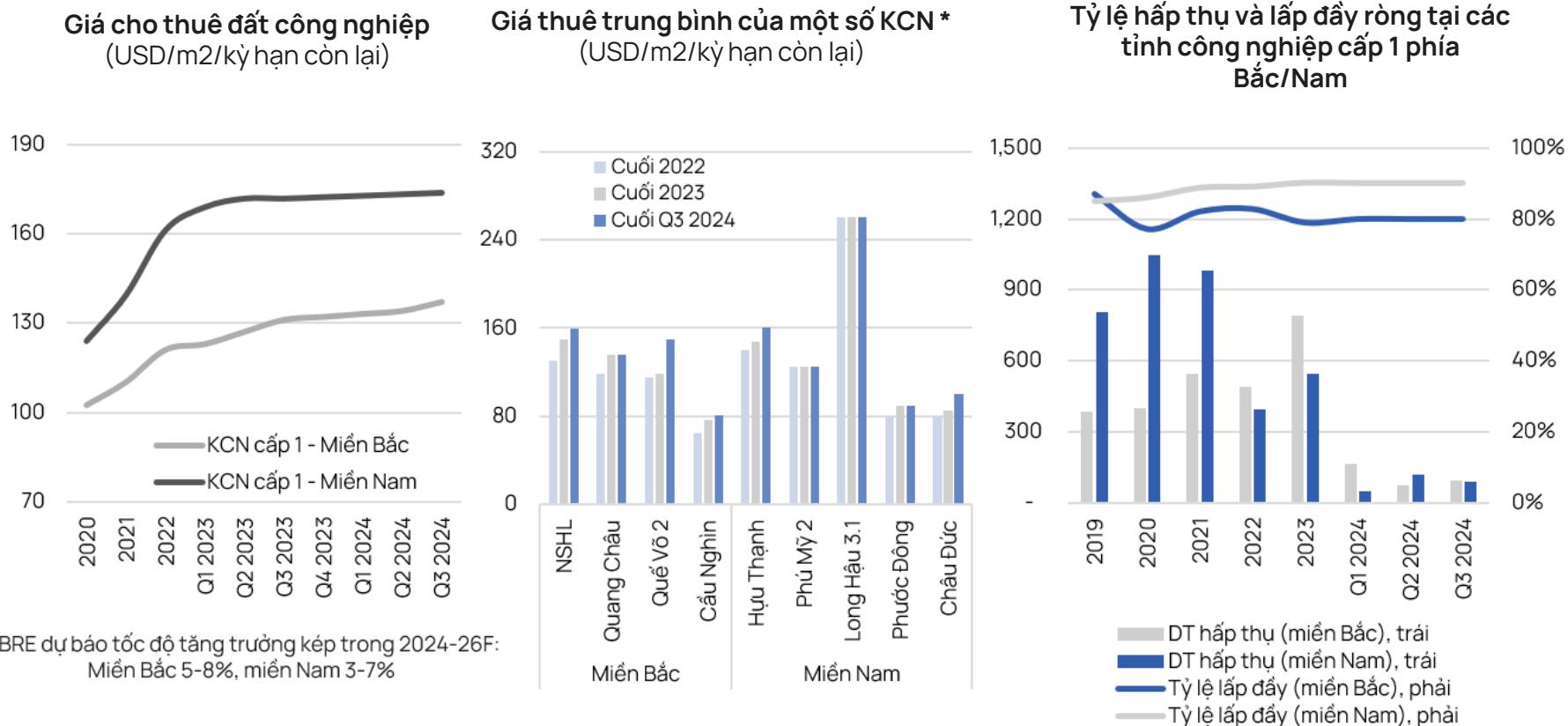
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng quy trình phê duyệt cho các KCN mới, được chuyển đổi từ đất cao su, sẽ được đẩy nhanh nhờ vào các yếu tố sau: (1) các quy hoạch tỉnh cho giai đoạn 2021-2030 đã được hoàn thiện và (2) hoạt động chuyển đổi đất cao su tự nhiên sang đất KCN có khả năng rút ngắn quy trình giải phóng mặt bằng.
- ✓ Dựa trên các quy hoạch tỉnh đã được phê duyệt, ít nhất khoảng 30.000 ha đất tại tỉnh Bình Dương sẽ được lên kế hoạch chuyển đổi cho GVR và khoảng 3.400 ha cho PHR.
- ✓ Luật Đầu tư sửa đổi trao quyền phê duyệt chủ trương đầu tư KCN mới cho Ủy ban Nhân dân tỉnh, trong khi trước đây các dự án vượt quá 75 ha phải được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt.

Quy trình thủ tục thông thường đối với việc phê duyệt các dự án KCN mới



Tỷ lệ lấp đầy cao và xu hướng tăng của giá thuê sẽ tiếp tục duy trì ở các KCN cấp 1

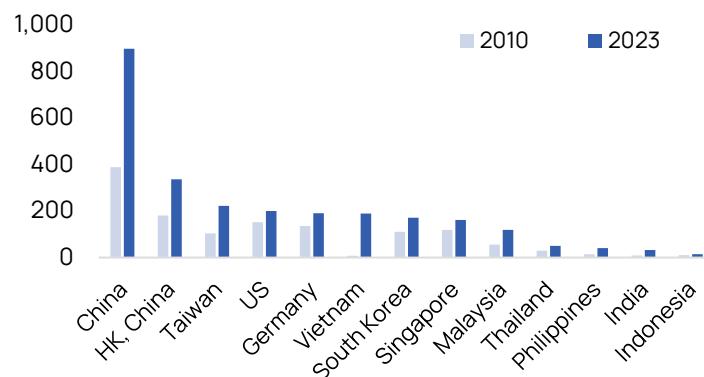
- ✓ Trong các KCN thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi, chúng tôi dự báo giá thuê trung bình hàng năm sẽ tăng 7% trong giai đoạn 2025-26 (so với mức tăng 12% YoY vào năm 2023 và 6% vào năm 2024).
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy vẫn sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao tại các KCN cấp 1.



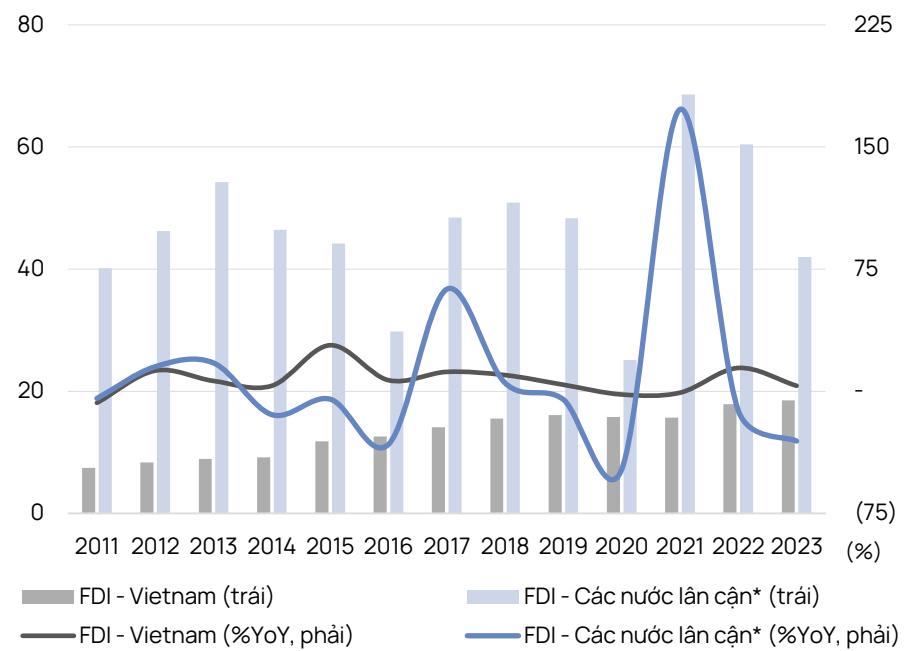
Triển vọng dài hạn: Sự chuyển dịch cơ cấu trong chuỗi cung ứng và nâng cấp trong chuỗi giá trị sẽ thúc đẩy nhu cầu đất KCN

- ✓ Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu cho thuê đất KCN trong dài hạn sẽ được thúc đẩy bởi (1) xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng của các nhà sản xuất toàn cầu sang Việt Nam và (2) nỗ lực của Việt Nam trong việc nâng cao vị thế trong chuỗi giá trị toàn cầu.
- ✓ Các chính sách và sáng kiến mới từ Chính phủ Việt Nam dự kiến sẽ hỗ trợ ngành bán dẫn và các ngành công nghệ cao khác.

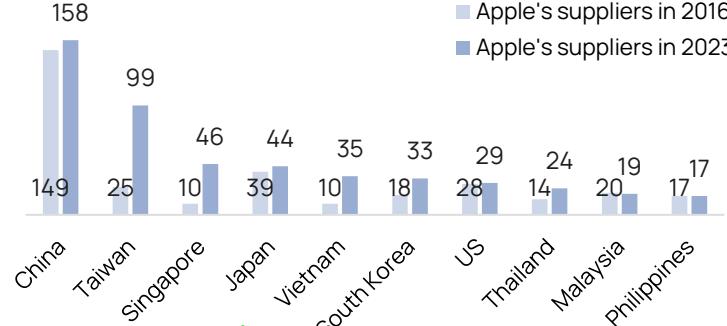
Giá trị xuất khẩu điện tử trong năm 2010 & 2023 (tỷ USD)



Dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI), dòng vốn ròng (BoP, tỷ USD hiện hành) vào Việt Nam và các nước cùng khu vực.



Số lượng đại lý chính thức của Apple trong các năm 2016 & 2023



Các thay đổi pháp lý tích cực dự kiến sẽ giúp thu hút thêm FDI

- ✓ Quỹ Hỗ trợ Đầu tư dự kiến sẽ thúc đẩy khả năng thu hút FDI và gia tăng niềm tin của các nhà đầu tư.
- ✓ Luật Đầu tư sửa đổi cùng với dự thảo Luật Khu công nghiệp và Khu kinh tế có thể làm đơn giản hóa các thủ tục hành chính và đồng bộ hóa quy trình phê duyệt cho các dự án khu công nghiệp mới.

Cập nhật tác động đến ngành BĐS KCN từ các Luật & Nghị định sắp tới

Các Nghị định và Luật	Tình trạng hiện tại	Mục tiêu	Các Nghị định và Luật hướng dẫn hiện hành	Nhận định của Vietcap
Quỹ hỗ trợ đầu tư	Chính phủ đặt mục tiêu ban hành Nghị định trong giai đoạn 2024-2025.	Giảm tác động của Thuế Tối thiểu Toàn cầu và khuyến khích đầu tư công nghệ cao vào Việt Nam.	Hiện chưa có nghị định hướng dẫn việc sử dụng thu nhập bổ sung từ Thuế Tối thiểu Toàn cầu.	Chúng tôi kỳ vọng Quỹ hỗ trợ đầu tư sẽ có tác động tích cực đến tâm lý nhà đầu tư và khuyến khích dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam.
Luật Đầu tư sửa đổi	Có hiệu lực từ ngày 15/01/2025.	Đồng bộ hóa và đơn giản hóa quy trình đầu tư thông qua việc trao thêm quyền phê duyệt cho chính quyền địa phương.	Luật 57/2024/QH15, được Quốc hội phê duyệt vào ngày 29/11/2024.	Luật này đưa ra các quy định nhằm thành lập Quỹ hỗ trợ đầu tư, tạo khung pháp lý cho việc phê duyệt Quỹ hỗ trợ đầu tư, dự kiến hoàn thành trong giai đoạn 2024-2025. Ngoài ra, Luật còn trao quyền cho UBND cấp tỉnh phê duyệt chủ trương đầu tư KCN mới, thay vì phải được Thủ tướng phê duyệt cho các dự án trên 75 ha như trước đây. Điều này có khả năng sẽ giúp đơn giản hóa các quy trình và thủ tục đầu tư.
Luật Khu công nghiệp và Khu kinh tế	Chưa ban hành dự thảo.	Thiết lập khung pháp lý toàn diện hỗ trợ phát triển các khu công nghiệp và khu kinh tế tại Việt Nam.	Chủ yếu dựa vào các nghị định hướng dẫn, nổi bật nhất là Nghị định 35/2022/NĐ-CP được ký năm 2022.	Luật sắp tới có thể sẽ giúp đơn giản hóa các thủ tục hành chính cho việc phê duyệt các dự án KCN. Ngoài ra, Luật này có thể sẽ khuyến khích việc đầu tư vào các KCN chuyên ngành, cung cấp các gói hỗ trợ nhằm thu hút dòng vốn FDI có giá trị cao hơn.
Quy định giá đất (Luật Đất đai sửa đổi, phê duyệt vào tháng 01/2024)	Bảng giá đất cập nhật hàng năm sẽ có hiệu lực từ ngày 01/01/2026.	Cập nhật bảng giá đất thường xuyên để sát với thị trường hơn và tạo điều kiện thuận lợi cho việc đền bù cũng như thực hiện dự án.	Theo Luật Đất đai sửa đổi, bảng giá đất sẽ được cập nhật hàng năm thay vì theo chu kỳ nhiều năm như trước.	Điều này có thể sẽ khiến chi phí đất tăng cao hơn cho các chủ đầu tư KCN. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng quy trình phát triển sẽ được cải thiện nhờ bảng giá sát với giá thị trường. Đồng thời, các chủ đầu tư KCN có quỹ đất lớn đã được giải phóng mặt bằng hoặc quỹ đất cao su lớn để chuyển đổi thành đất công nghiệp có thể sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ quy định này.

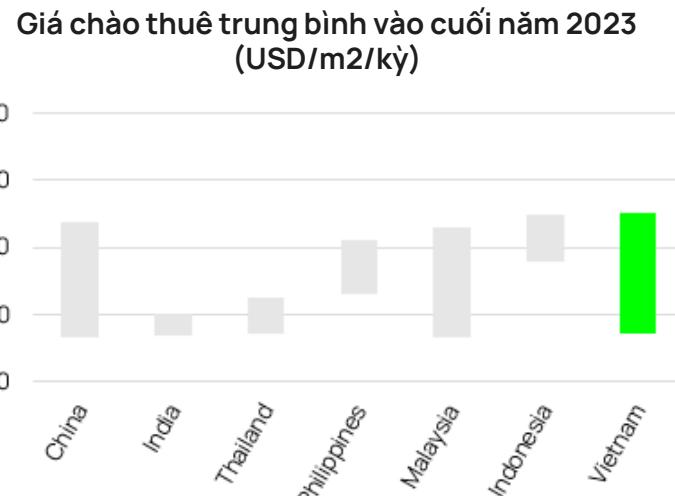
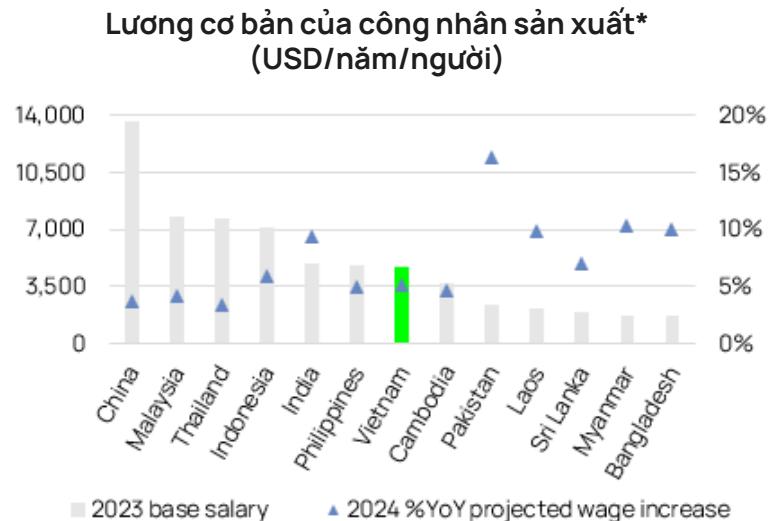
Lợi thế cạnh tranh của Việt Nam từ nguồn cung đất KCN dồi dào trong dài hạn

- ✓ Tính đến cuối năm 2023, Việt Nam sở hữu khoảng 92.000 ha đất KCN đang hoạt động (trên tổng diện tích khoảng 135.700 ha đất khu công nghiệp theo quy hoạch tổng thể cấp tỉnh giai đoạn 2021-2030), cao nhất trong khu vực ASEAN, và đủ lớn để đáp ứng nhu cầu của các nhà đầu tư FDI quy mô lớn.
- ✓ Chính phủ đặt kế hoạch sẽ tăng trưởng 55% diện tích đất KCN lên mức xấp xỉ 210.900 ha vào năm 2030, theo Nghị quyết 39/2021/QH15.
- ✓ Các hợp đồng FDI lớn thường yêu cầu hàng chục hecta đất tại các khu vực có mức độ kết nối hạ tầng tốt, mang lại lợi thế cho một số chủ đầu tư KCN có quỹ đất sẵn có đủ lớn và kinh nghiệm lâu năm trong ngành, như VSIP, BCM, KBC, IDC và VGC.

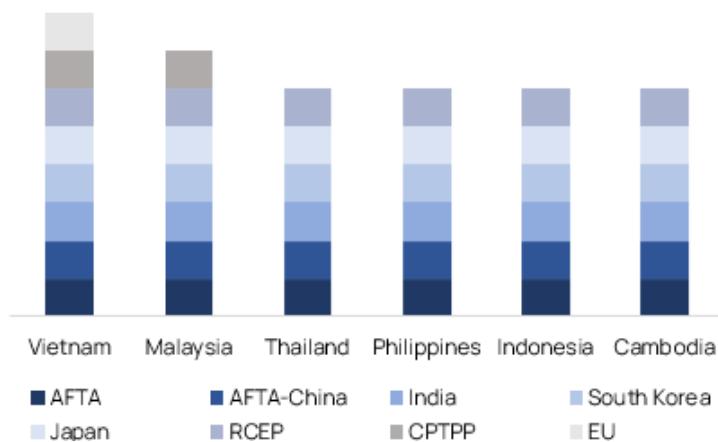
So sánh nguồn cung quỹ đất KCN tại một số quốc gia Châu Á

Quốc gia	Tổng diện tích KCN (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Tổng số KCN đang hoạt động	Nhận định của Vietcap
Việt Nam	~92.000	72%	296	Tỷ lệ lấp đầy hiện tại ở các KCN cấp 1 đạt khoảng hơn 80-90%. Tuy nhiên, triển vọng nguồn cung dài hạn vẫn khá khả quan khi Chính phủ đặt mục tiêu đạt khoảng 210.900 ha diện tích đất KCN vào năm 2030 và thành lập các cụm KCN chuyên ngành điện tử.
Thái Lan	~30.000	78%	70	Hệ sinh thái công nghiệp ô tô được thiết lập, chiếm khoảng 10% GDP. Tuy nhiên, số lượng KCN lại thấp hơn so với các quốc gia khác.
Indonesia	~66.000	46%	135	Có nguồn trữ lượng các khoáng sản chiến lược lớn cho pin xe điện. Theo nghiên cứu của Tractus, nguồn đất công nghiệp tại các khu vực có kết nối tốt cho các dự án quy mô lớn vẫn còn hạn chế.
Malaysia	N/A	~90%	247	Cơ sở hạ tầng phát triển và nguồn lao động có chuyên môn cao. Tuy nhiên, nguồn cung đất công nghiệp còn hạn chế và chi phí lao động ở mức cao hơn so với các nước cùng khu vực.
Philippines	N/A	N/A	N/A	Việc phát triển đất KCN còn gặp nhiều khó khăn do đặc thù địa lý là quốc đảo, gây ra các vấn đề về kết nối hậu cần và cơ sở hạ tầng.
Trung Quốc	N/A	N/A	>20.000	Trung tâm sản xuất hiện tại của thế giới. Tuy nhiên, các nhà sản xuất đang có xu hướng đa dạng hóa ra khỏi Trung Quốc.
Ấn Độ	~471.000	77%	3.857	Một trong những điểm đến hàng đầu cho chiến lược chuyển dịch sản xuất "Trung Quốc + 1".

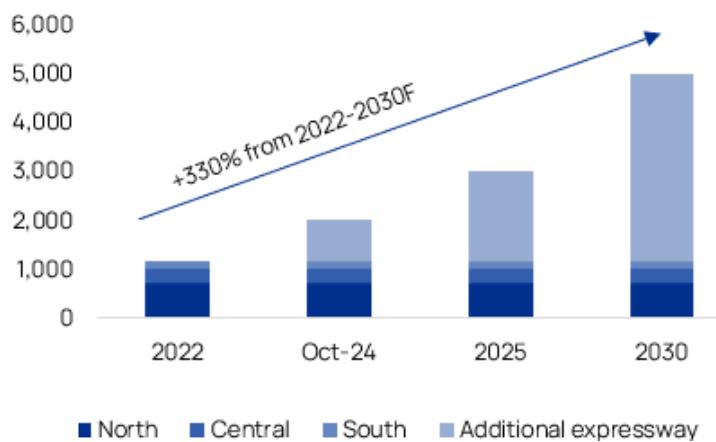
Việt Nam tiếp tục giữ vững lợi thế cạnh tranh để thu hút vốn FDI



FTA giữa các nước Đông Nam Á



Km đường cao tốc ở Việt Nam (Đơn vị: km)



Nguồn: Jetro (dữ liệu năm 2023), JLL, Tổ chức Thương mại Thế Giới, CEIC, Bộ Giao thông Vận tải (BGTVT), Vietcap tổng hợp. Lưu ý: (*) công nhân phổ thông chính quy có 3 năm kinh nghiệm làm việc.

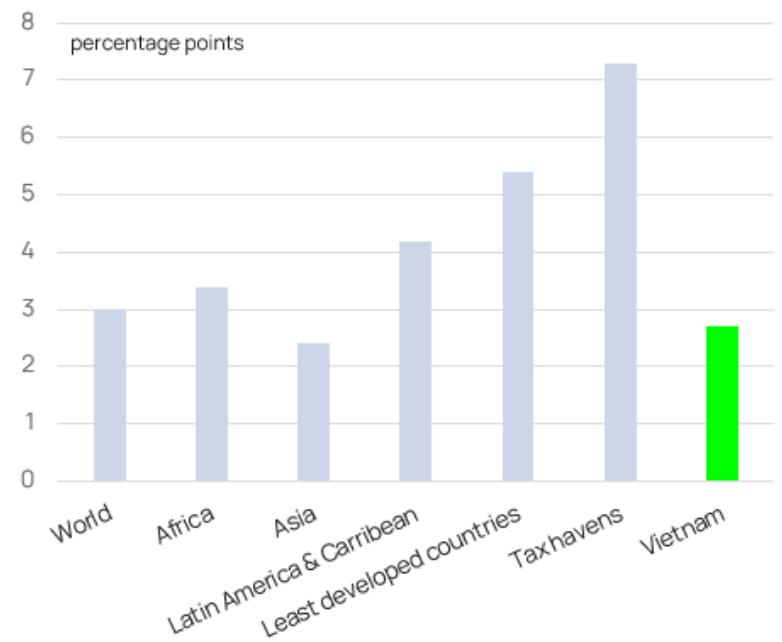
Rủi ro: Tiến độ cải cách pháp lý và các ưu đãi đầu tư chậm hơn dự kiến là những rủi ro chính ảnh hưởng đến khả năng thu hút FDI

- ✓ Theo EuroCham, việc giảm bớt sự phức tạp về thủ tục hành chính là ưu tiên hàng đầu để nâng cao sức hấp dẫn của Việt Nam đối với FDI. Mặc dù Việt Nam gần đây đã thể hiện nỗ lực trong việc cắt giảm các thủ tục hành chính thông qua Luật Đầu tư sửa đổi và việc sáp nhập các bộ, nhưng những cải cách pháp lý này có thể cần thêm thời gian để có thể được thực hiện hiệu quả.
- ✓ Khi các mức thuế suất nổi lên như một yếu tố ngày càng quan trọng trong việc ảnh hưởng đến khả năng hấp dẫn FDI, việc trì hoãn triển khai các biện pháp hỗ trợ này sang sau năm 2025 có thể sẽ tạo ra rủi ro điều chỉnh giảm cho triển vọng FDI trong trung hạn.

Khảo sát quý 2/2024 về các tiêu chí mà Việt Nam cần cải thiện để thu hút FDI.

Factors	% of participants	2024 ranking	2023 Ranking*
Reduce administrative difficulties for foreign firms	37%	1 st	1
Make laws clearer and more precise to reduce arbitrary interpretation	32%	2 nd	N/A
Infrastructure development	23%	3 rd	3 rd
Reduce visa difficulties for foreign experts	22%	4 th	4 th
Increase political stability and security	17%	5 th	N/A
Improved e-government services and digital infrastructure	17%	6 th	8 th
More favorable tax rates for FDI firms	16%	7 th	N/A
Enhance the enforcement of laws and regulations	15%	8 th	N/A
Increasing the quality and availability of skilled labor	11%	9 th	5 th
Providing more financial incentives for foreign investors	11%	10 th	10 th
Upgrading the electrical grids and infrastructure	10%	11 th	7 th

Dự báo mức tăng điểm phần trăm trong thuế suất hiệu quả đối với nhà đầu tư FDI sau khi áp dụng Thuế Tối thiểu Toàn cầu



Các rủi ro khác ảnh hưởng đến triển vọng dài hạn của ngành BĐS KCN

- ✓ **Rủi ro về lợi thế cạnh tranh:** Chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn có lợi thế về chi phí so với Trung Quốc và các nước khác, đồng thời đã có những nỗ lực cải thiện các yếu tố phi chi phí như cơ sở hạ tầng và hiệu quả lao động. Tuy nhiên, nếu các yếu tố này không được cải thiện đủ nhanh, Việt Nam có thể mất lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia có chi phí thấp tương tự như Ấn Độ, Philippines và Indonesia.
- ✓ **Biến động ngày càng gia tăng do các thay đổi dự kiến trong đội ngũ lãnh đạo và chính sách của Mỹ:** Chúng tôi cho rằng chính quyền Trump có thể sẽ tiếp tục tăng thuế nhập khẩu cao hơn đối với hàng hóa từ Trung Quốc, so với các quốc gia khác. Điều này có thể sẽ thúc đẩy sự chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam và giúp Việt Nam chiếm thị phần lớn hơn trong một thị trường đang dần thu hẹp. Tuy nhiên, bất kỳ thay đổi nào trong các giả định chính sách này đều có thể tạo ra rủi ro cho triển vọng tích cực đối với ngành của chúng tôi.
- ✓ **Xu hướng năng lượng xanh:** Vì Việt Nam đã cam kết đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 theo COP26, cùng với việc tuân thủ các yêu cầu nghiêm ngặt hơn về năng lượng xanh đối với hàng hóa xuất khẩu sang EU và Mỹ, nên các chủ đầu tư KCN cần phải thích nghi và giảm dấu chân carbon. Nếu không, họ có thể bị tụt lại so với các đối thủ cạnh tranh.
- ✓ **Bảng giá đất được cập nhật hàng năm theo Luật Đất đai sửa đổi:** Điều này có thể sẽ dẫn đến mức chi phí đất cao hơn cho các chủ đầu tư KCN. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng quy trình phát triển sẽ trở nên hiệu quả hơn với bảng giá đất sát với giá thị trường. Ngoài ra, các chủ đầu tư KCN có quỹ đất lớn đã được giải phóng mặt bằng, và/hoặc các chủ đầu tư có quỹ đất cao su lớn để chuyển đổi thành đất KCN, có thể sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ bộ luật sửa đổi này.

Diễn biến giá cổ phiếu và chỉ số P/B của các cổ phiếu KCN

Diễn biến giá cổ phiếu

	VN-Index	GVR	BCM	VGC	KBC	IDC	SIP	PHR	SZC	NTC	LHG
H1 2022	-20%	-39%	5%	-1%	-28%	-24%	-26%	-9%	-34%	-12%	-38%
H2 2022	-16%	-39%	20%	-36%	-26%	-37%	-34%	-39%	-42%	-33%	-35%
H1 2023	11%	41%	-2%	26%	21%	34%	67%	18%	38%	46%	25%
H2 2023	1%	9%	-21%	29%	8%	23%	12%	7%	48%	17%	14%
11M 2024	11%	48%	6%	-23%	-13%	6%	42%	13%	11%	-1%	20%

Cổ phiếu KCN mà chúng tôi theo dõi:
ROE dự phóng năm 2024 (trục x) và P/B điều chỉnh dự
phóng năm 2024 (trục y)

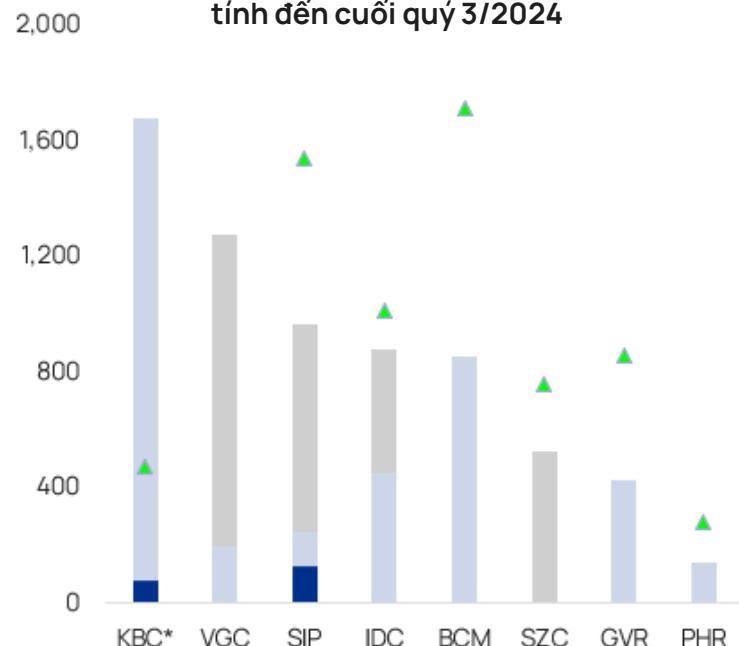


P/B điều chỉnh của một số cổ phiếu KCN*

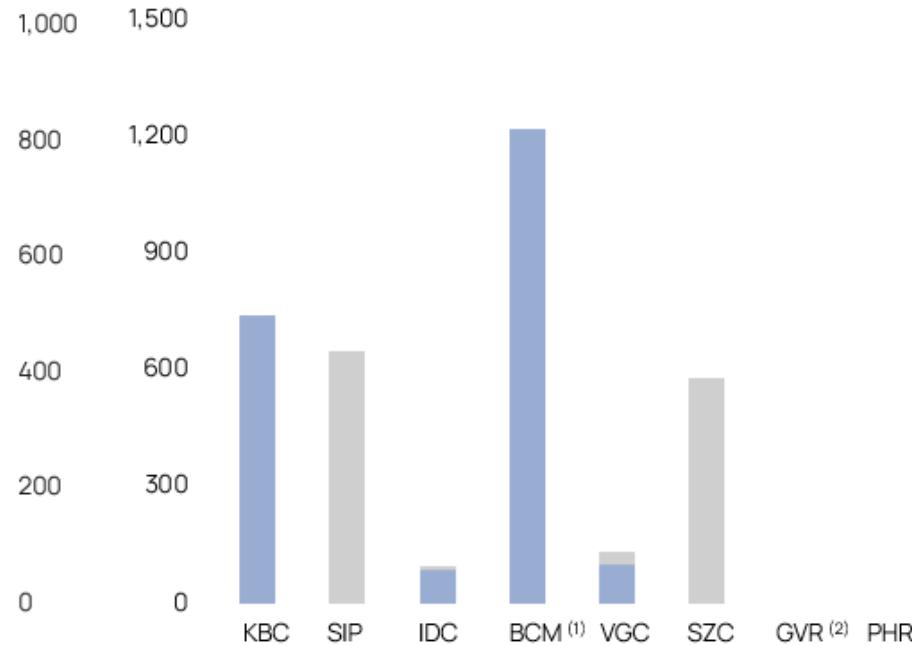


Quỹ đất của một số chủ đầu tư KCN

Tổng diện tích cho thuê còn lại (đơn vị: ha) của các dự án KCN của một số chủ đầu tư KCN đã được chấp thuận chủ trương đầu tư tính đến cuối quý 3/2024



Tổng diện tích (đơn vị: ha) của các dự án khu đô thị trong kế hoạch của một số chủ đầu tư KCN tính đến cuối quý 3/2024



- Tỉnh công nghiệp cấp 2^{^^} (trái)
- Tỉnh công nghiệp cấp 1[^] (trái)
- HCM (trái)
- ▲ Diện tích còn có thể cho thuê đã GPMB (phải)

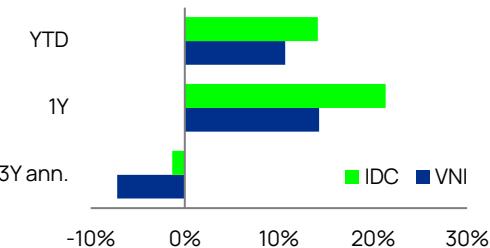
- Gần tỉnh công nghiệp cấp 1
- Gần tỉnh công nghiệp cấp 2

Nguồn: Vietcap, Công thông tin chính phủ. Lưu ý: (*) Bao gồm KCN Tràng Duệ 3 của KBC, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ bắt đầu mở cho thuê đất KCN vào năm 2025; Không bao gồm các KCN của các công ty liên kết/công ty liên doanh; (^) chúng tôi coi các khu vực công nghiệp trong điểm là những khu có giá thuê đất KCN trung bình trên 100 USD/m²/ky, bao gồm các tỉnh cấp 1 hoặc các khu vực gần hệ thống cảng và các tỉnh cấp 1; (^^) các tỉnh cấp 2 có giá cho thuê đất KCN trung bình dưới 100 USD/m²/ky; (1) diện tích còn lại có thể cho thuê; (2) không có sẵn.

IDC – Triển vọng phục hồi tích cực cho doanh số cho thuê đất KCN; quỹ đất tiếp tục được mở rộng

	MUA	2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*					
Giá CP (05/12)	55.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	7.237	8.984	9.619
Giá mục tiêu*	71.500 VND	% YoY	-3,3%	24,1%	7,1%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.061	2.996	3.127
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	1.394	2.019	2.133
TL tăng	+28,8%	% YoY	-21,2%	44,9%	5,7%
Lợi suất cổ tức	7,2%	EPS	-21,2%	44,9%	5,7%
Tổng mức sinh lời	+36,0%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	3.227	4.611	4.260
Ngành	KCN & BDS	Biên LN gộp	33,5%	37,7%	36,8%
GT vốn hóa	18,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	28,5%	33,4%	32,5%
Room KN	4,8 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	19,3%	22,5%	22,2%
GTGD/ngày (30n)	67,5 tỷ đồng	ROE	28,1%	38,6%	36,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	20,6%	-7,0%	-4,3%
SL CP lưu hành	330,0 tr	P/E	13,3x	9,2x	8,7x
Pha loãng	330,0 tr	P/B điều chỉnh	2,4x	2,1x	1,9x

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 21/11/2024



Tổng quan Công ty

Tổng CT IDICO (HNX: IDC) là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại Việt Nam với tổng diện tích hiện tại là 3.268 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm miền Nam và miền Bắc. IDC cũng đầu tư vào các nhà máy thủy điện, phân phối điện, xây dựng, thu phí đường bộ và các dự án bất động sản.

Khả năng thu hút khách thuê FDI: IDC là một trong những chủ đầu tư KCN hàng đầu tại Việt Nam, hiện sở hữu quỹ đất KCN cho thuê rộng khoảng 961 ha tại các tỉnh công nghiệp trọng điểm. Công ty có khả năng tận dụng vị trí dẫn đầu và sở hữu quỹ đất nằm tại các vị trí đắc địa để thu hút các khách thuê chiến lược như Hyosung, PepsiCo, Hòa Phát, và Kính Nối.

Doanh số cho thuê đất KCN dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2025: Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN của IDC sẽ giảm xuống mức 94 ha trong năm 2024 nhưng sẽ phục hồi lần lượt lên các mức 140 ha/165 ha vào các năm 2025/26F khi nhu cầu đất KCN phục hồi trong bối cảnh IDC tiếp tục sở hữu quỹ đất cho thuê lớn (khoảng 961 ha với xấp xỉ 53% đã được giải phóng mặt bằng vào cuối quý 3/2023). Dự báo phục hồi của chúng tôi được hỗ trợ bởi (1) kỳ vọng của chúng tôi rằng các chính sách rõ ràng hơn từ Mỹ và các chính sách FDI mang tính hỗ trợ hơn từ Việt Nam sẽ thúc đẩy dòng vốn đầu tư từ các nhà sản xuất, và (2) KCN Tân Phước 1 (470 ha tại Tiền Giang, được phê duyệt đầu tư vào tháng 05/2024) dự kiến sẽ bắt đầu mở cho thuê đất vào năm 2026.

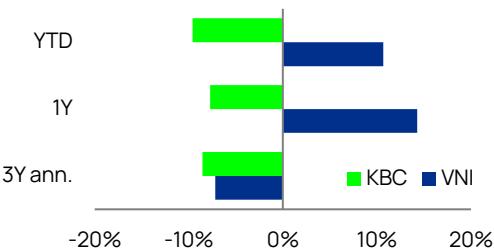
Triển vọng tăng trưởng bền vững: Chúng tôi dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2023-26 sẽ đạt mức 27%, chủ yếu nhờ vào (1) doanh số cho thuê đất KCN (trung bình 133 ha/năm) và lượng bàn giao đất (trung bình 120 ha/năm) ổn định trong giai đoạn 2024-26, và (2) mức đóng góp giá tăng từ mảng BDS trong giai đoạn dự báo.

Mở rộng quỹ đất KCN: IDC đang tìm cách mở rộng tổng quỹ đất KCN của mình thêm ít nhất ~1.850 ha, bao gồm KCN Vinh Quang (350 ha tại Hải Phòng; dự án đã hoàn tất quy hoạch 1/2000 và đang chờ phê duyệt đầu tư từ Thủ tướng Chính phủ).

Rủi ro: Tiến độ phê duyệt và phát triển các dự án KCN trong tương lai diễn ra chậm hơn dự kiến.

KBC – KCN Tràng Duệ 3 được kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh số cho thuê đất KCN phục hồi trong năm 2025

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
			Doanh thu (tỷ đồng)	5.618	2.621	7.521
Giá CP (05/12)	28.700 VND	% YoY	491,3%	-53,4%	187,0%	57,2%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	2.883	700	2.105	4.675
TL tăng	+31,4%	% YoY	N.M.	-75,7%	200,8%	122,1%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	2.031	503	1.477	3.349
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	33,0%	-75,2%	193,9%	126,7%
		EPS	33,0%	-75,2%	193,9%	126,7%
Tổng mức sinh lời	+31,4%	% YoY	65,8%	47,6%	42,2%	50,0%
		Biên LN gộp	51,3%	26,7%	28,0%	39,6%
Ngành	KCN & BDS	Biên LN từ HĐKD	36,1%	19,2%	19,6%	28,3%
GT vốn hóa	22 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	11,9%	2,7%	7,6%	15,3%
Room KN	6,6 nghìn tỷ đồng	ROE	13,9%	-9,0%	31,2%	32,8%
GTGD/ngày (30n)	215 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	10,8x	43,8x	14,9x	6,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	1,2x	1,2x	1,1x	0,9x
SL CP lưu hành	767,6 tr	P/B điều chỉnh				
Pha loãng	767,6 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 08/11/2024				



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 2002, KBC là một chủ đầu tư phát triển KCN tại Việt Nam. KBC và các công ty liên kết sở hữu khoảng 5.700 ha đất công nghiệp. Phần lớn đất đai của KBC nằm ở các trung tâm công nghiệp tại miền Bắc. Các khách hàng chính của KBC bao gồm LG, Foxconn, Canon và GoerTek.

Chúng tôi kỳ vọng KBC sẽ được hưởng lợi từ sự chuyển dịch sản xuất toàn cầu sang Việt Nam, nhờ sở hữu quỹ đất lớn (khoảng 5.700 ha tổng diện tích) tại các trung tâm công nghiệp trọng điểm và khả năng thu hút các khách thuê chiến lược như LG, Foxconn, và Canon

Tràng Duệ 3 dự kiến sẽ bắt đầu cho thuê vào năm 2025 và thúc đẩy sự phục hồi doanh số cho thuê đất KCN của công ty: Chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất KCN năm 2025 sẽ đạt 115 ha, tăng từ mức thấp 43 ha dự kiến trong năm 2024. Sự phục hồi này dự kiến sẽ được dẫn dắt bởi kỳ vọng: (1) KCN Tràng Duệ 3 bắt đầu cho thuê (khoảng 50 ha) và (2) sự phục hồi doanh số cho thuê/bàn giao đất KCN dự kiến tại KCN Nam Sơn Hợp Lĩnh (NSHL) (khoảng 50 ha so với khoảng 17 ha trong năm 2024) và KCN Tân Phú Trung (khoảng 15 ha so với khoảng 10 ha trong năm 2024). LG có thể sẽ là khách thuê chiến lược tiềm năng cho Tràng Duệ 3 vì (1) LG cam kết sẽ mở rộng cơ sở sản xuất tại Việt Nam, và (2) nhiều nhà cung cấp và công ty con của LG, bao gồm LG Innotek, đã hiện diện tại KCN Tràng Duệ 1 & 2 của KBC, hiện đã được lấp đầy và nằm liền kề với Tràng Duệ 3.

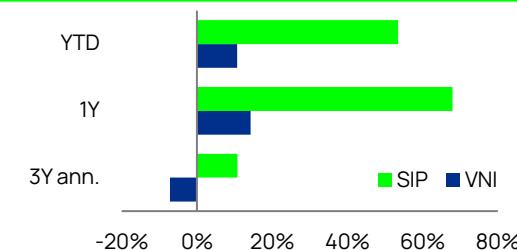
Khu đô thị Phúc Ninh và Tràng Cát dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận đóng góp vào lợi nhuận tương ứng từ các năm 2025 và 2026. Chúng tôi dự báo diện tích bàn giao đất khu đô thị các năm 2025/26F sẽ lần lượt tăng lên mức 16 ha/23 ha, so với mức 3 ha dự kiến trong năm 2024. Dự báo tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi hoạt động tái mở bán và tiếp tục quá trình bàn giao đất tại khu đô thị Phúc Ninh (diện tích 115 ha tại Bắc Ninh) vào năm 2025 và việc bắt đầu mở bán khu đô thị Tràng Cát (diện tích 585 ha tại Hải Phòng) từ năm 2026.

Quỹ đất KCN tiếp tục được duy trì ở mức cao: Ngoài KCN Tràng Duệ 3 sắp ra mắt và các KCN đang mở cho thuê, chúng tôi ước tính KBC đang sở hữu khoảng 1.300 ha đất có thể cho thuê, nằm tại các khu vực công nghiệp cấp 1. Chúng tôi dự kiến các cụm KCN tại Hưng Yên và các KCN tại Long An sẽ bắt đầu ghi nhận đóng góp vào doanh số từ năm 2026.

Rủi ro: Trì hoãn trong việc mở các dự án mới và/hoặc trì hoãn trong đầu tư từ các khách hàng tiềm năng; rủi ro pha loãng từ kế hoạch phát hành riêng lẻ của KBC.

SIP - Dòng tiền từ mảng KCN vững chắc; mảng dịch vụ tiện ích KCN duy trì tăng trưởng trong năm 2025

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*						
Giá CP (05/12)	84.300 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	6.673	7.591	8.228	8.845
Giá mục tiêu*	95.800 VND	% YoY	10,6%	13,7%	8,4%	7,5%
		LN từ HDKD (tỷ đồng)	820	922	1.045	1.182
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	956	1.005	1.067	1.185
TL tăng	+13,6%	% YoY	-2,1%	5,1%	6,1%	11,1%
Lợi suất cổ tức	2,2%	EPS	-2,1%	5,1%	6,1%	11,1%
Tổng mức sinh lời	+16,0%	Dòng tiền từ KCN (tỷ đồng)	626	1.046	1.164	1.722
Ngành	KCN & Điện	Biên LN gộp	13,9%	13,7%	14,4%	15,1%
GT vốn hóa	17,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HDKD	12,3%	12,2%	12,7%	13,4%
Room KN	8,1 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	14,3%	13,2%	13,0%	13,4%
GTGD/ngày (30n)	57,5 tỷ đồng	ROE	28,1%	26,1%	24,0%	23,2%
Cổ phần Nhà nước	1,8%	Nợ vay ròng/CSH	-53,5%	-21,9%	-22,0%	-34,3%
SL CP lưu hành	181,8 tr	P/E	20,0x	19,1x	18,0x	16,2x
Pha loãng	181,8 tr	P/B điều chỉnh	2,2x	2,0x	1,8x	1,6x



Tổng quan Công ty

CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG (SIP) là nhà phát triển khu công nghiệp (KCN) niêm yết hàng đầu có quỹ đất nằm ở các tỉnh công nghiệp phía Nam. SIP được thành lập bởi Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR) và các đơn vị liên quan vào năm 2007. HDKD chính của công ty là phát triển KCN, BDS nhà ở và các lĩnh vực liên quan như dịch vụ tiện ích KCN.

SIP là một trong những chủ đầu tư KCN niêm yết lớn nhất tại trung tâm công nghiệp phía Nam Việt Nam: SIP hiện sở hữu bốn KCN tại tỉnh Tây Ninh (khoảng 2.200 ha), TP. HCM (khoảng 500 ha), và tỉnh Đồng Nai (khoảng 500 ha), với tổng diện tích đất KCN rơi vào khoảng 3.200 ha. SIP cũng đang vận hành bốn trạm biến áp và trạm cung cấp nước cùng các tiện ích khác tại các KCN của mình, qua đó tạo ra nguồn thu nhập cốt lõi ổn định.

Khả năng tạo ra dòng tiền mạnh từ doanh số cho thuê đất KCN và các khoản thu nhập cốt lõi: Chúng tôi dự báo dòng tiền trung bình từ doanh số cho thuê đất KCN sẽ đạt mức 1,3 nghìn tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2024-26 (gấp đôi so với dòng tiền từ doanh số cho thuê đất KCN năm 2023), nhờ kỳ vọng của chúng tôi về việc doanh số cho thuê đất KCN và giá cho thuê trung bình sẽ ghi nhận tăng trưởng. Mức tăng của doanh số cho thuê đất KCN cũng sẽ giúp thúc đẩy dự báo lợi nhuận gộp trung bình từ các dịch vụ tiện ích trong KCN (điện, nước và các dịch vụ khác) đạt mức 820 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2024-26 (tăng 33% so với năm 2023).

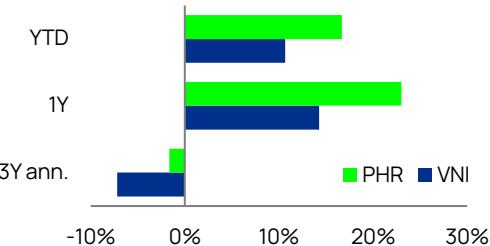
Quỹ đất KCN và khu đô thị còn lại lớn: Tính đến cuối quý 3/2024, SIP sở hữu quỹ đất KCN có thể cho thuê còn lại khoảng 966 ha, trong đó chúng tôi ước tính khoảng 770 ha trong số đó đã được giải phóng mặt bằng. Chúng tôi kỳ vọng SIP sẽ hoàn thành cơ bản việc bồi thường đất trên toàn bộ quỹ đất của công ty trong giai đoạn 2024-25. Ngoài ra, SIP cũng đang phát triển quỹ đất khu dân cư với tổng diện tích ở mức khoảng 700 ha, phần lớn nằm tại khu đô thị Phước Đông.

Doanh số cho thuê đất KCN vượt kỳ vọng: SIP đã ghi nhận sự tăng trưởng lên mức 74 ha đối với doanh số cho thuê đất KCN trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024, vượt xa dự báo doanh số bán đất KCN năm 2024 của chúng tôi là 30 ha và mức doanh số thấp 19 ha ghi nhận trong năm 2023. Điều này cũng cố quan điểm của chúng tôi về việc doanh số cho thuê đất KCN của công ty dự kiến sẽ đạt mức khả quan trong năm 2025.

Rủi ro: Doanh số cho thuê đất KCN và/hoặc doanh thu từ các dịch vụ tiện ích tăng trưởng chậm hơn dự kiến.

PHR – Hướng lợi từ việc quỹ đất cao su lớn có thể chuyển đổi

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*		Doanh thu (tỷ đồng)	1.351	1.550	1.570	2.083
Giá CP (05/12)	58.000 VND	% YoY	-20,9%	14,7%	1,3%	32,7%
Giá mục tiêu*	69.300 VND	LN từ HDKD (tỷ đồng)	193	167	156	388
		% YoY	-21,0%	-13,8%	-6,4%	148,5%
TL tăng	+19,5%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	620	340	401	660
Lợi suất cổ tức	3,4%	% YoY	-30,3%	-45,1%	17,8%	64,8%
Tổng mức sinh lời	+22,9%	EPS	-30,3%	-45,1%	17,8%	64,8%
		Biên LN gộp	24,2%	20,0%	19,1%	27,8%
Ngành	Cao su & KCN	Biên LN từ HDKD	14,3%	10,8%	9,9%	18,6%
GT vốn hóa	7,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	45,9%	21,9%	25,5%	31,7%
Room KN	2,4 nghìn tỷ đồng	ROE	17,9%	9,4%	11,0%	16,9%
GTGD/ngày (30n)	10 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	-47,8%	-47,0%	-35,6%	-22,3%
Cổ phần Nhà nước	66,6%	P/E	14,1x	25,7x	21,8x	13,2x
SL CP lưu hành	135,5 tr	P/B điều chỉnh	1,9x	1,9x	1,9x	1,7x
Pha loāng	135,5 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 07/10/2024				



Tổng quan Công ty

PHR là một trong những công ty sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất tại Việt Nam. Công ty hiện sở hữu quỹ đất 15.000 ha tại tỉnh Bình Dương. Ngoài ra, PHR cũng vận hành các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương thông qua các công ty con và công ty liên kết. PHR là công ty con của Tập đoàn Cao su Việt Nam (HOSE: GVR). GVR sở hữu 66,6% cổ phần tại PHR.

Chuyển đổi chiến lược sang phát triển KCN để đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn: PHR đã tích lũy khoảng 15.000 ha quỹ đất cao su tại tỉnh Bình Dương ở các khu vực có kết nối hạ tầng tốt, trong đó một phần lớn trong số này có thể sẽ được chuyển đổi thành đất KCN và đất khu dân cư.

Quy hoạch tỉnh Bình Dương dự kiến sẽ chuyển đổi một phần đáng kể quỹ đất cao su. Theo quy hoạch tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021-2030 dựa trên Quyết định 790/QĐ-TTg tháng 8/2024, PHR có thể chuyển đổi tổng cộng khoảng 2.800 ha diện tích đất thành KCN, khoảng 580 ha thành cụm công nghiệp (CCN), khoảng 1.150 ha thành đất khu đô thị, cùng với đất cho các mục đích khác. Chúng tôi giả định PHR có thể sẽ tự phát triển khoảng 650 ha KCN/CCN trong giai đoạn 2026-36 và chuyển đổi khoảng 2.450 ha đất cao su thành đất KCN/CCN và đất khu đô thị trong giai đoạn 2027-40.

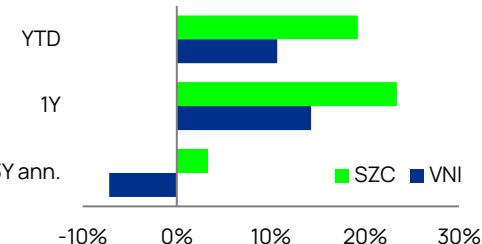
Thu nhập từ các công ty liên kết dự kiến sẽ tăng vào năm 2025: Chúng tôi dự báo VSIP III và NTU3 sẽ đóng góp mức lợi nhuận 241 tỷ đồng (46% LNTT dự báo của PHR) trong năm 2025, cao hơn so với mức lợi nhuận 140 tỷ đồng dự kiến trong năm 2024 (31% LNTT), chủ yếu nhờ vào (1) khoản đầu tư vào 20% cổ phần của VSIP III sắp tới và (2) mức tăng so với cùng kỳ năm trước của lượng bàn giao đất KCN (NTU3 dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao đất vào năm 2025 và doanh số cho thuê đất KCN của VSIP III dự kiến sẽ tăng gấp đôi so với mức cơ sở thấp dự kiến của năm 2024).

Các KCN và CCN tự phát triển sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của PHR lần lượt từ các năm 2026/27F: Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 của công ty sẽ tăng 65% so với năm 2025, được thúc đẩy bởi việc khánh thành KCN Tân Lập 1 (tổng diện tích 200 ha) sau khi hoàn thành quy hoạch 1/2000 và nhận được phê duyệt đầu tư từ Thủ tướng Chính phủ. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng PHR cũng có thể sẽ khánh thành các CCN (tổng diện tích khoảng 450 ha) vào năm 2027, nhờ thủ tục pháp lý tương đối ít phức tạp hơn so với thủ tục cho các KCN. Chúng tôi kỳ vọng việc phê duyệt gần đây đối với quy hoạch tỉnh Bình Dương có thể sẽ giúp đơn giản hóa các thủ tục pháp lý cho các dự án sắp tới.

SZC – KCN Châu Đức sẽ tăng sức hút đối với FDI

	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*						
Giá CP (05/12)	42.550 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	818	929	1.165	1.426
Giá mục tiêu*	44.200 VND	% YoY	-4,8%	13,6%	25,3%	22,5%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	295	399	557	744
		% YoY	13,8%	35,1%	39,7%	33,4%
TL tăng	+3,9%	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	219	303	428	566
Lợi suất cổ tức	2,4%	% YoY	10,9%	38,2%	41,5%	32,1%
Tổng mức sinh lời	+6,2%	EPS	10,9%	12,6%	41,5%	32,1%
Ngành	KCN & BDS	Biên LN gộp	42,8%	50,0%	54,9%	59,1%
GT vốn hóa	7,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	36,1%	42,9%	47,9%	52,1%
Room KN	1,4 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	26,8%	32,6%	36,8%	39,7%
GTGD/ngày (30n)	110 tỷ đồng	ROE	13,4%	12,7%	13,6%	16,5%
Cổ phần Nhà nước	57,7%	Nợ vay ròng/CSH	139,0%	53,7%	64,4%	62,6%
SL CP lưu hành	180,0 tr	P/E	31,0x	27,5x	19,4x	14,7x
Pha loãng	180,0 tr	P/B điều chỉnh	3,4x	2,4x	2,2x	2,0x

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 07/10/2024



Tổng quan Công ty

SZC là chủ đầu tư khu công nghiệp (KCN) và khu đô thị (KDT) hàng đầu tại tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu (cách trung tâm TP.HCM 60-85 km) với tổng diện tích quỹ đất ~2.300 ha. SZC là công ty con của Tổng Công ty cổ phần Phát triển Khu Công nghiệp (UPCoM: SNZ), là tập đoàn cổ phần Nhà nước do tỉnh Đồng Nai thành lập.

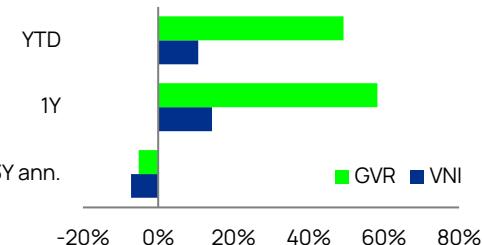
Chúng tôi cho rằng SZC là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ các dự án hạ tầng trọng điểm, bao gồm cụm cảng Cái Mép đang được thi công khá nhanh, Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) sắp hoàn thành tại tỉnh Đồng Nai và tiềm năng phát triển của cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu. SZC đã giải phóng mặt bằng cho khoảng 82% tổng quỹ đất (khoảng 2.300 ha) với chi phí giải phóng mặt bằng trung bình ước tính rơi vào khoảng 8 USD/m². Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đẩy nhanh việc khai thác quỹ đất chi phí thấp đã giải phóng của công ty (đặc biệt là cho các dự án khu đô thị (KDT) của SZC), qua đó mang lại mức tăng trưởng lợi nhuận đáng kể cho công ty.

Doanh số cho thuê đất KCN và giá thuê trung bình dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng trong các năm 2024/25F, được thúc đẩy bởi nhu cầu từ các khách thuê chủ chốt: Chúng tôi dự báo doanh số cho thuê đất KCN trung bình giai đoạn 2024-26 sẽ đạt 58 ha (+21% so với mức trung bình giai đoạn 2021-23 là 48 ha), được thúc đẩy bởi nhu cầu dự kiến từ các khách thuê chủ chốt mới. Trong 10 tháng đầu năm 2024, SZC đã đảm bảo cho thuê khoảng 40 ha từ các biên bản ghi nhớ/hợp đồng đã ký, trong đó có 18 ha được thuê bởi Tripod Electronics và 6 ha được thuê bởi HPG. Theo SZC, Tripod có thể sẽ mở rộng mức đầu tư lên khoảng 100 ha trong các giai đoạn tương lai, qua đó thúc đẩy nhu cầu KCN trong tương lai của SZC và các chủ đầu tư KCN tiềm năng khác. Chúng tôi cũng kỳ vọng giá cho thuê trung bình của SZC trong giai đoạn 2024-26 sẽ tăng trưởng ở mức 10%/năm từ mức xấp xỉ 80 USD/m² vào năm 2023 (ước tính của chúng tôi), so với mức báo giá cuối trong quý 2/2024 là khoảng 100 USD/m² (theo SZC), tương đối thấp hơn so với mức giá cho thuê trung bình của KCN tại Bà Rịa-Vũng Tàu (khoảng 131 USD/m² vào quý 2/2024, theo CBRE).

Các dự án KDT/khu dân cư dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận từ năm 2025: Tính đến cuối quý 2/2024, SZC đã bán khoảng 120 căn shophouse tại KDT Hữu Phước (tổng diện tích 41 ha; khoảng 160 căn shophouse và khoảng 500 căn nhà phố), còn lại khoảng 50 căn chưa được ghi nhận. Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng nhà ở sẽ tăng vào năm 2025, được thúc đẩy bởi (1) tâm lý người mua nhà được cải thiện nhờ lãi suất thấp và (2) nhu cầu gia tăng nhờ sự phát triển hạ tầng và tỷ lệ lấp đầy cao hơn của các KCN. Chúng tôi cũng dự báo dự án KDT Châu Đức (539 ha) sẽ bắt đầu được mở bán vào năm 2027, dựa trên tiến độ giải phóng mặt bằng nhanh hơn tại các dự án KCN/KDT Châu Đức. SZC dự kiến cần khoảng 1,8-2,0 nghìn tỷ đồng để giải phóng hoàn toàn quỹ đất còn lại tại các dự án KCN/KDT của công ty.

GVR – Lợi nhuận từ mảng cao su ổn định; tiến độ chuyển đổi đất cao su dự kiến tăng tốc

Khuyến nghị*	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F
			Doanh thu (tỷ đồng)	22.138	26.573	27.591
Giá CP (05/12)	31.350 VND	% YoY	-12,9%	20,0%	3,8%	7,9%
		LN từ HDKD (tỷ đồng)	2.507	3.782	3.896	4.344
TL tăng	+10,4%	% YoY	-38,0%	50,9%	3,0%	11,5%
		LNST-CDTS (tỷ đồng)	2.623	3.262	3.563	4.118
Lợi suất cổ tức	1,0%	% YoY	-32,4%	24,4%	9,2%	15,6%
		EPS	-32,4%	24,4%	9,2%	15,6%
Tổng mức sinh lời	+11,4%	% YoY	Biên LN gộp	22,4%	25,3%	25,0%
			Biên LN từ HDKD	11,3%	14,2%	14,1%
Ngành	Cao su & KCN		Biên LN ròng	11,8%	12,3%	12,9%
GT vốn hóa	125 nghìn tỷ đồng		ROE	5,3%	6,4%	6,7%
Room KN	15,9 nghìn tỷ đồng		Nợ vay ròng/CSH	-18,8%	-21,4%	-25,2%
GTGD/ngày (30n)	80 tỷ đồng		P/E	47,8x	38,4x	35,2x
Cổ phần Nhà nước	96,8%		P/B điều chỉnh	2,3x	2,2x	2,1x
SL CP lưu hành	4,0 tỷ					
Pha loãng	4,0 tỷ		* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 07/10/2024			



Tổng quan Công ty

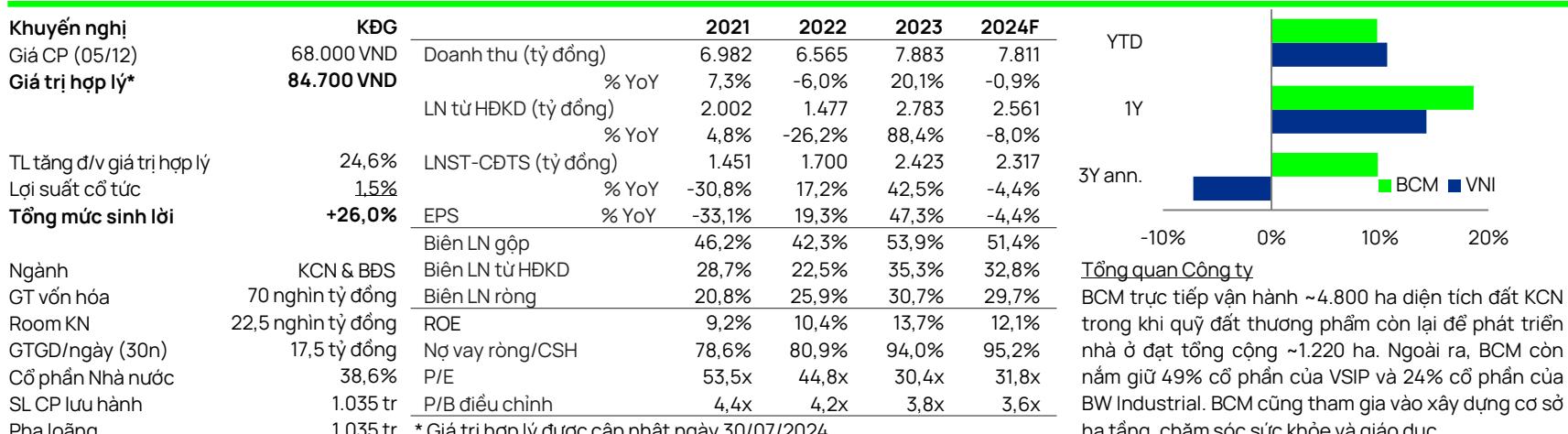
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) và công ty liên kết quản lý quỹ đất lớn khoảng 407.800 ha (trong đó có khoảng 97% là đất trồng cao su) tại Việt Nam, Cambodia và Lào. Các mảng kinh doanh của GVR bao gồm lõi gồm cao su tự nhiên, các sản phẩm cao su, khu công nghiệp và chế biến gỗ.

Chuyển đổi chiến lược sang phát triển KCN nhằm đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn: GVR là nhà xuất khẩu cao su tự nhiên lớn nhất Việt Nam với quỹ đất cao su đáng kể, khoảng 280.000 ha. GVR có kế hoạch sẽ chuyển đổi một phần lớn quỹ đất này sang đất KCN.

Mảng cao su được hưởng lợi từ mức giá bán trung bình cao: Chúng tôi dự báo giá bán cao su trung bình của GVR sẽ tăng 24% YoY lên mức 40 triệu đồng/tấn trong năm 2024, nhờ sự sụt giảm của nguồn cung do điều kiện thời tiết bất lợi. Theo Hiệp hội Các quốc gia sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC), nhu cầu toàn cầu dự kiến sẽ đạt 15,74 triệu tấn trong khi nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu dự kiến sẽ chỉ đạt 14,5 triệu tấn, từ đó dẫn đến mức thiếu hụt lên tới 1,24 triệu tấn cao su tự nhiên trên thị trường toàn cầu vào năm 2024. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá bán cao su trung bình của GVR sẽ giảm 4% so với năm 2024 vì nguồn cung được cải thiện nhờ điều kiện thời tiết ổn định hơn. Đối với mảng gỗ, chúng tôi kỳ vọng doanh thu chế biến gỗ của GVR sẽ lần lượt phục hồi 25%/20% YoY trong các năm 2024/25 từ mức cơ sở thấp trong năm 2023.

Hoạt động chuyển đổi đất cao su sang đất KCN dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng trong trung và dài hạn: Dựa trên các quy hoạch tổng thể đã được phê duyệt của tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu, Bình Phước, Tây Ninh, Bình Dương, và Đồng Nai, chúng tôi ước tính sẽ có ít nhất khoảng 30.000 ha đất cao su có thể được chuyển đổi sang đất công nghiệp. Chúng tôi đã đưa dự báo của chúng tôi rằng khoảng 24.000 ha đất sẽ được chuyển đổi sang đất KCN trong năm 2040 vào định giá cho GVR của chúng tôi. Ngoài ra, chúng tôi dự báo dòng tiền từ doanh số cho thuê đất KCN và hoạt động chuyển đổi đất cao su sẽ đạt mức trung bình 2,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2026, tăng 49% so với mức trung bình giai đoạn 2021-2023 là 1,9 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng tiến độ chuyển đổi đất cao su sẽ tăng tốc từ năm 2025 khi hầu hết các quy hoạch tổng thể cấp tỉnh đã được hoàn thành trong giai đoạn từ năm 2023 đến nay.

BCM – Quỹ đất lớn tại Bình Dương; đóng góp lợi nhuận tích cực từ các công ty liên doanh/liên kết



Chủ đầu tư KCN hàng đầu cùng các liên doanh/công ty liên kết: BCM hiện đang trực tiếp quản lý khoảng 4.800 ha diện tích đất KCN, đồng thời khoảng 1.220 ha quỹ đất còn lại của công ty hiện đang được dùng để phát triển các khu dân cư. Ngoài ra, BCM cũng sở hữu 49% cổ phần tại VSIP (quỹ đất KCN lớn nhất Việt Nam) và 24% cổ phần tại BW Industrial (nhà phát triển logistics hàng đầu).

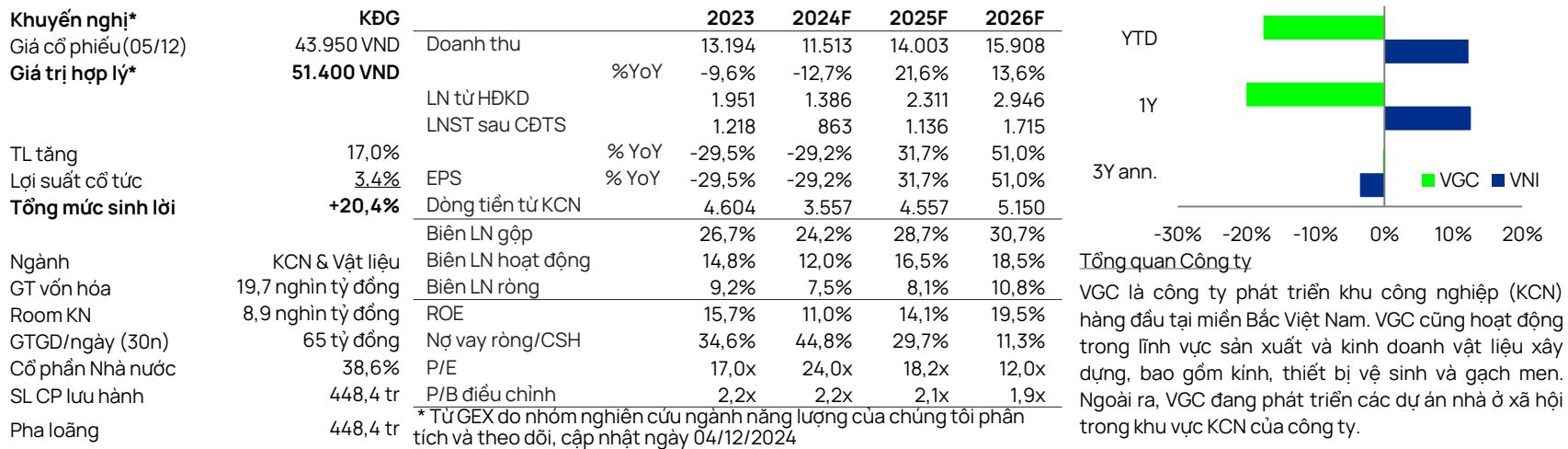
Quỹ đất dồi dào dự kiến sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng doanh số cho thuê đất KCN & Khu đô thị (KĐT) của công ty: Quỹ đất KCN/KĐT lớn tại tỉnh Bình Dương của BCM được kỳ vọng sẽ thúc đẩy doanh số cho thuê/bán đất tăng trưởng mạnh trong thập kỷ tới. Lợi thế chiến lược này, cùng với lượng nguồn cung đất KCN hạn chế trong khu vực, cho thấy một triển vọng doanh số cho thuê đất khả quan đối với BCM. Ngoài ra, quá trình đô thị hóa, phát triển cơ sở hạ tầng và sự khan hiếm nguồn cung đất tại TP.HCM dự kiến sẽ tiếp tục hỗ trợ triển vọng doanh số bán đất KĐT của công ty. Dự án Thành phố mới Bình Dương (với quy mô 1.000 ha do BCM phát triển, và đóng vai trò là trung tâm hoạt động của tỉnh Bình Dương) gần đây đã thu hút được các chủ đầu tư nước ngoài như CapitaLand và Gamuda Land.

Các công ty liên kết có giá trị dự kiến sẽ gia tăng tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận: Thu nhập từ các công ty liên kết đã đóng góp đáng kể 798 tỷ đồng vào LNTT năm 2023 (tương đương 30% LNTT của BCM). Chúng tôi kỳ vọng các công ty liên kết sẽ gia tăng thêm mức đóng góp vào lợi nhuận của BCM trong trung hạn vì chúng tôi cho rằng (1) VSIP dự kiến sẽ tăng gấp đôi quỹ đất KCN và đạt mức doanh số cho thuê đất cao hơn, và (2) lợi nhuận của BW Industrial có thể sẽ được cải thiện khi càng có nhiều đất công nghiệp/logistics được lấp đầy.

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý đối với BCM là 84.700 đồng/cổ phiếu. Cần lưu ý rằng chúng tôi chưa tính đến kế hoạch đấu giá cổ phần đã được thông qua tại ĐHCĐ với 300 triệu cổ phiếu mới (29% số lượng cổ phiếu đang lưu hành), dự kiến thực hiện vào năm 2025 do kế hoạch này chưa được Ủy ban Chứng khoán Nhà nước phê duyệt. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kế hoạch này có thể sẽ mang lại tác động tích cực cho định giá của BCM vì nó sẽ cho phép công ty đẩy nhanh tiến độ phát triển các dự án KCN và KCN liên kết của công ty.

Rủi ro: Tiến độ phát triển các dự án KCN & KĐT diễn ra chậm hơn dự kiến.

VGC - Chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mới dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2025



Tổng quan Công ty

VGC là công ty phát triển khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại miền Bắc Việt Nam. VGC cũng hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng, bao gồm kính, thiết bị vệ sinh và gạch men. Ngoài ra, VGC đang phát triển các dự án nhà ở xã hội trong khu vực KCN của công ty.

VGC hiện sở hữu khoảng ~1.270 ha đất khu công nghiệp có thể cho thuê tính đến cuối quý 3/2024. Tính đến nay, VGC đã thu hút hơn 200 tập đoàn vào các khu công nghiệp của mình, bao gồm các thương hiệu nổi tiếng như Samsung và Amkor. Chúng tôi dự báo VGC sẽ cho thuê trung bình 154 ha đất KCN mỗi năm trong giai đoạn 2025-2029.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của VGC sẽ phục hồi ở mức 32% YoY vào năm 2025, chủ yếu nhờ (1) sự phục hồi mạnh mẽ của mảng vật liệu xây dựng và (2) mức tăng so với cùng kỳ năm trước của lợi nhuận từ hoạt động cho thuê KCN, với giá cho thuê trung bình dự kiến đạt 110 USD/m² (+21% YoY), mà chủ yếu được thúc đẩy bởi (3) doanh thu từ các KCN cấp 1, bao gồm Thuận Thành (Bắc Ninh) và Sông Công (Thái Nguyên) và (4) mức tăng 7% YoY lên mức 149 ha của diện tích bàn giao.

VGC sở hữu danh mục KCN với tiềm năng mạnh mẽ: VGC đã nhận được phê duyệt cho các KCN Sông Công II Giai đoạn 2, Dốc Đá Trắng và Trần Yên, với kế hoạch khởi công vào năm 2025. VGC cũng kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt cho 3 KCN mới (~1.000 ha) vào năm 2025, qua đó mang lại tiềm năng điều chỉnh tăng đối với dự báo lợi nhuận dài hạn của chúng tôi.

Việc thoái vốn Nhà nước dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối năm 2025. Theo VGC, công ty dự kiến việc thoái vốn Nhà nước sẽ được hoàn tất vào tháng 12/2025.

Yếu tố hỗ trợ: Đóng góp từ các dự án KCN và dự án khu dân cư mới trong tương lai.

Ngành Bất động sản nhà ở

Cung và cầu tiếp tục phục hồi tích cực

Tháng 12/2024

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp

hong.luu@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.120

Thân Như Đoan Thục

Chuyên viên

thuc.than@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.174

Phạm Nhật Anh

Chuyên viên

anh.pham@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.140

Ngành Bất động sản nhà ở: Cung và cầu tiếp tục phục hồi tích cực

Tổng quan

- **Chúng tôi dự báo lượng giao dịch BDS sơ cấp trong năm 2025 sẽ tăng trưởng so với năm trước, được dẫn dắt bởi kỳ vọng của chúng tôi cho các yếu tố sau:** (1) nhu cầu ổn định từ mục đích mua ở thực, đặc biệt tập trung tại các dự án căn hộ phân khúc trung cấp; (2) nhu cầu mua với mục đích đầu tư bắt đầu phục hồi đối với một số sản phẩm BDS liền thổ; (3) nguồn cung sơ cấp gia tăng nhờ nhiều dự án sẽ được mở bán và thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn, cùng với (4) niềm tin của người mua nhà tiếp tục cải thiện nhờ triển vọng phục hồi của thị trường BDS, triển vọng mặt bằng lãi suất vay mua nhà ổn định, và việc đẩy nhanh phát triển cơ sở hạ tầng trọng yếu. Trong danh mục theo dõi của chúng tôi, chúng tôi dự báo tổng doanh số bán hàng của KDH, NLG, DXG và HDC sẽ tăng 178%/25% trong năm 2025/26F, và doanh số bán hàng của VHM dự báo giảm 13% trong năm 2025F và tăng 11% trong năm 2026F.
- **Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình (ASP) ròng tại thị trường sơ cấp đổi với sản phẩm căn hộ và BDS liền thổ sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025, với mức tăng trưởng 1 chữ số.** Chúng tôi quan sát thấy rằng các chủ đầu tư tiếp tục tập trung vào các phân khúc trung cấp và cao cấp, với chất lượng bàn giao tốt trong bối cảnh nguồn cung mới bị hạn chế và chi phí phát triển có xu hướng tăng. Để giải quyết thách thức về khả năng chi trả nhà ở, chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư sẽ tiếp tục áp dụng các chương trình thanh toán, gói vay linh hoạt và/hoặc mở rộng nguồn cung mới ở các tỉnh vệ tinh, nơi có mặt bằng giá thấp hơn và hạ tầng kết nối đang phát triển.
- **Chúng tôi cho rằng phát hành cổ phiếu và hoạt động M&A sẽ là các lựa chọn huy động vốn cho một số chủ đầu tư muốn củng cố vị thế tài chính.** Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng các kênh vay tín dụng ngân hàng và phát hành trái phiếu sẽ tiếp tục thuận lợi cho các chủ đầu tư uy tín, với dự án có tình trạng pháp lý rõ ràng, phù hợp với triển vọng nguồn cầu, và có tài sản đảm bảo đầy đủ.
- **Chúng tôi kỳ vọng việc thực thi Luật Đất đai sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 01/08/2024) sẽ giúp các thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn và tạo điều kiện thuận lợi cho nhiều dự án mới được mở bán trên thị trường sơ cấp từ năm 2025 trở đi.** Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tốc độ phê duyệt pháp lý sẽ phụ thuộc vào từng tình và tình trạng của dự án cụ thể. Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư uy tín như VHM, KDH và NLG sẽ có lợi thế tốt trước các cải cách pháp lý sắp tới.
- **Trong dài hạn, chúng tôi giữ quan điểm cho rằng các động lực tăng trưởng chính cho ngành BDS nhà ở Việt Nam vẫn vững chắc,** bao gồm phát triển cơ sở hạ tầng, đô thị hóa, sự gia tăng của tầng lớp trung lưu và tỷ lệ thâm nhập của thị trường cho vay mua nhà thế chấp.
- **Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi bao gồm KDH và NLG.** Chúng tôi tin rằng KDH và NLG sẽ được hưởng lợi sớm trong quá trình phục hồi của thị trường BDS nhà ở nhờ vị thế mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi bề dày thành tích phát triển dự án, năng lực tài chính vững vàng, và tên tuổi trên thị trường.

Ngành Bất động sản: Tóm tắt định giá và chỉ số chính

Ngành Bất động sản nhà ở - Các chỉ số chính

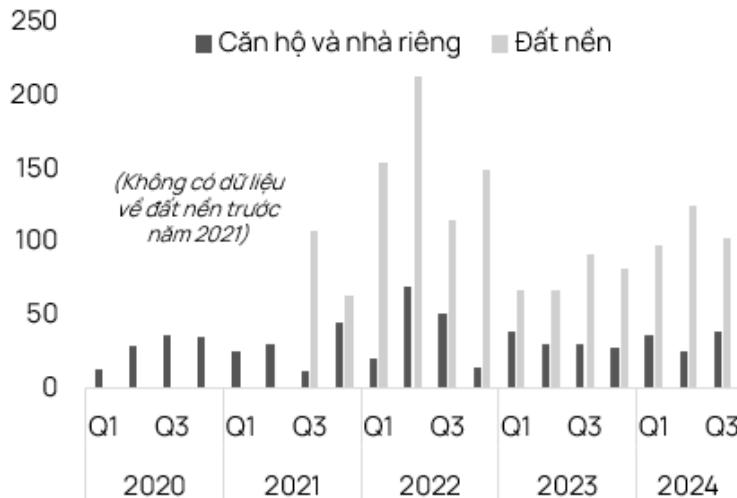
Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
NLG	MUA	589	0%	50%	14	1,9	38.300	48.700	29/10/24	27%	2%	29%
KDH	MUA	1.347	0%	50%	182	3,4	33.300	42.100	19/11/24	26%	0%	26%
VRE	KQ	1.622	0%	49%	464	4,4	17.850	21.500	26/11/24	20%	0%	20%
HDC	KQ	193	0%	49%	89	2,2	27.000	29.400	30/8/24	9%	0%	9%
DXG	KQ	517	0%	50%	166	11,5	17.950	19.000	29/10/24	6%	0%	6%
VIC	PHTT	6.079	0%	48%	2.368	5,4	40.850	43.100	26/11/24	6%	0%	6%
VHM	PHTT	6.802	0%	50%	2.607	27,9	41.400	42.300	26/11/24	2%	0%	2%
DXS	KQ	180	0%	50%	56	0,7	7.770	6.600	29/10/24	-15%	0%	-15%

Ngành Bất động sản nhà ở - Tóm tắt định giá

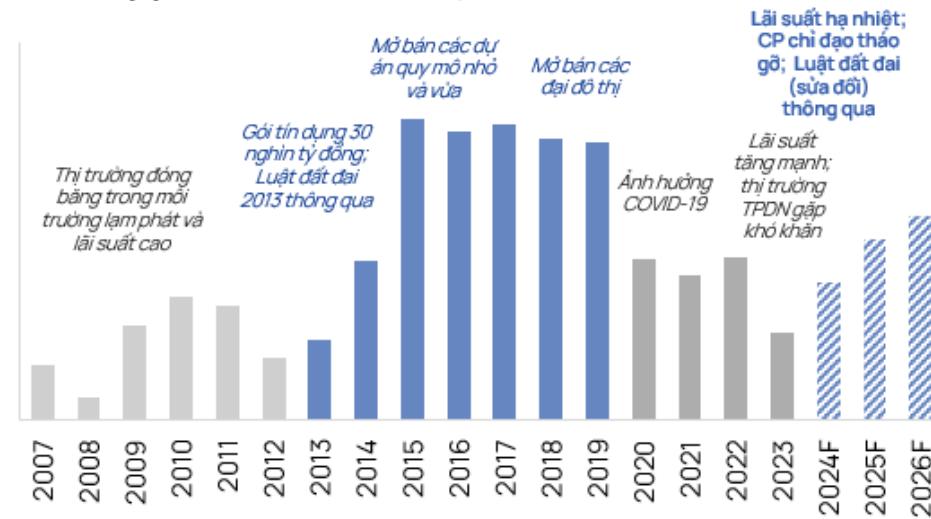
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024 %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2025F (x)	P/E 2026F (x)	P/B quý gần nhất (x)	P/B 2025F (x)	P/B 2026F (x)	ROE 2025F %	Nợ vay ròng/ CSH quý gần nhất
NLG	38.300	-2%	27%	32%	51,1	26,1	19,8	1,6	1,5	1,4	6%	31%
KDH	33.300	18%	3%	30%	68,7	36,1	27,7	2,0	1,8	1,7	6%	24%
VRE	17.850	-6%	3%	20%	9,9	9,5	7,9	1,0	0,9	0,8	10%	-2%
HDC	27.000	74%	36%	1%	40,7	14,6	14,4	2,1	1,8	1,6	13%	72%
DXG	17.950	-36%	97%	58%	91,4	51,9	32,8	1,2	1,2	1,1	2%	27%
VIC	40.850	14%	82%	49%	15,9	34,7	23,3	1,1	1,3	1,2	4%	111%
VHM	41.400	-18%	21%	3%	8,7	5,4	5,3	0,8	0,7	0,7	15%	22%
DXS	7.770	N.M.	93%	51%	1.109,4	17,7	11,8	0,8	0,7	0,7	5%	19%

Nhìn lại: Thị trường BDS nhà ở tại Việt Nam đã chạm đáy vào năm 2023 và lượng giao dịch BDS sơ cấp đang trên đà phục hồi

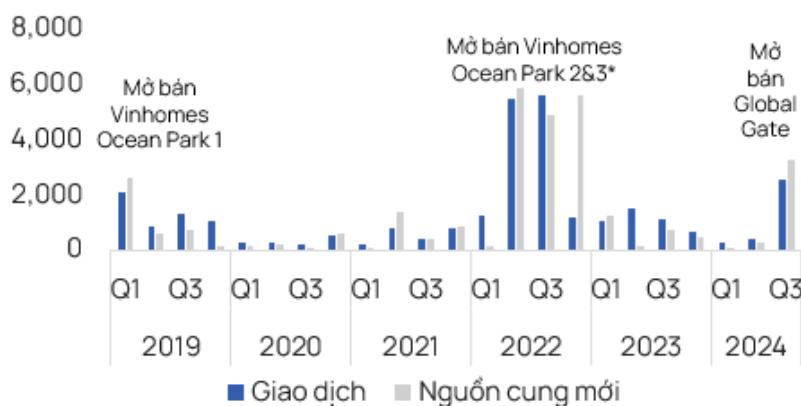
Tổng số lượng giao dịch trên toàn quốc ('000 căn)



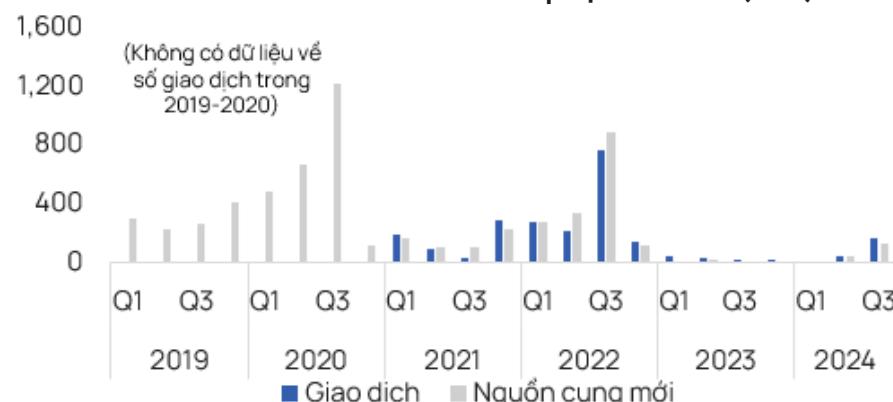
Số lượng giao dịch căn hộ sơ cấp tại Hà Nội và TP.HCM ('000 căn)



BDS liền thổ sơ cấp tại Hà Nội (căn)



BDS liền thổ sơ cấp tại TP. HCM (căn)

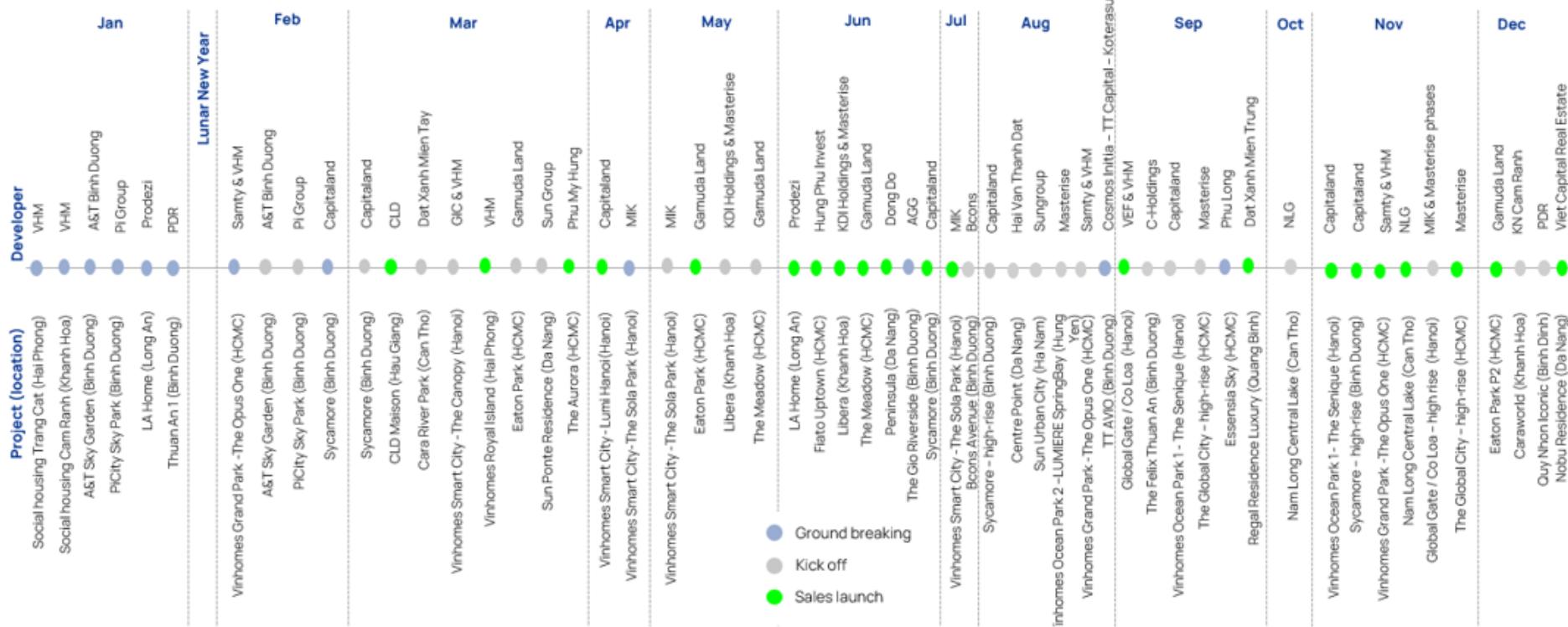


Vietcap

Nguồn: Bộ Xây dựng, dữ liệu và dự báo lượng giao dịch căn hộ sơ cấp của CBRE tại quý 3/2024, Vietcap tổng hợp.
Lưu ý: (*) CBRE phân loại các dự án Vinhomes Ocean Park 2 & 3 (tại Văn Giang - Hưng Yên) thuộc khu vực Hà Nội.

Nhìn lại: Hoạt động chuẩn bị cho việc mở bán dự án trên toàn quốc diễn ra sôi động (1)

Các sự kiện khởi công, giới thiệu và mở bán dự án mới trong năm 2024



Nhìn lại: Hoạt động chuẩn bị cho việc mở bán dự án trên toàn quốc diễn ra sôi động (2)

Các sự kiện mở bán dự án đáng chú ý từ đầu năm 2024 đến nay

Project	Developer	Location	Total units	Launch time	Launched units	Absorption rate at end-Q3 2024 (% of launched units)
Vinhomes Royal Island	VHM	Hai Phong	10,000 low-rise units	March 2024	~4,200 low-rise units for retail	90% presold
Global Gate	VEF	Hanoi	4,100 low-rise and 12,600 high-rise units	September 2024	2,600 low-rise units	> 50% presold
The Privia	KDH	HCMC	~1,040 condo units	November 2023	~1,040 units	~100% presold
The Opus One	Samty & VHM	HCMC	~2,000 condo units	November 2024	~890 units	~70% presold within the first 30 hours
Eaton Park	Gamuda Land	HCMC	~2,000 condo units	May 2024	P1: 800 units P2: 550 units	P1: 99% presold P2: ~98% presold*
The Meadow	Gamuda Land	HCMC	212 low-rise units	August 2024	> 130 units	> 90% presold
Lumi Hanoi (Smart City)	CapitaLand	Hanoi	~4,000 condo units	April 2024	~4,000 units	~99% presold
The Senique (Ocean Park 1)	CapitaLand	Hanoi	2,150 condo units	November 2024	2,150 units	92% presold
Sycamore	CapitaLand	Binh Duong	~460 low-rise and ~3,300 condo units	June 2024	368 low-rise units 774 condo units	~70% low-rise presold* ~90% condo presold*
Global City (condo phase)	Masterise	HCMC	~10,000 high-rise units	November 2024	P1: 616 units	~99% presold*
Lumiere Springbay (Ocean Park 2)	Masterise	Hung Yen	~1,800 condo units	September 2024	~1,000 units	~ 50% presold

Triển vọng năm 2025: Cung và cầu tiếp tục phục hồi tích cực

Quan điểm của Vietcap về triển vọng tăng trưởng của thị trường BDS nhà ở trong năm 2025

Lượng giao dịch	Nguồn cung	Giá	Doanh số bán hàng của các công ty thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi	Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi
<ul style="list-style-type: none">Tăng trưởng giao dịch sơ cấp so với năm 2024 nhờ nhu cầu ở thực vững chắc và nhu cầu đầu tư bắt đầu phục hồi ở một số sản phẩm BDS liền thổ.Các giao dịch trên thị trường Hà Nội sẽ tiếp tục vượt trội; TP.HCM và các khu vực vệ tinh sẽ dần phục hồi trong năm 2025.	<ul style="list-style-type: none">Tăng nguồn cung sơ cấp mới được hỗ trợ bởi kỳ vọng thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn.	<ul style="list-style-type: none">Giá sơ cấp: giá bán trung bình rộng của căn hộ và BDS liền thổ tiếp tục tăng, nhưng tốc độ tăng giá sẽ chậm lại ở mức tăng trưởng một chữ số so với mức cơ sở cao của năm 2024.Giá thứ cấp: Theo xu hướng của thị trường sơ cấp.	<ul style="list-style-type: none">Dự báo tổng doanh số bán hàng năm 2025F của KDH, NLG, DXG và HDC tăng 178% so với năm 2024F, và dự báo doanh số bán hàng năm 2025F của VHM giảm 13% so với năm 2024F.Dự báo doanh số bán hàng giai đoạn 2025-26F của chúng tôi được thúc đẩy bởi kỳ vọng mở bán các dự án mới và/hoặc các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu.	<ul style="list-style-type: none">Rủi ro từ áp lực tỷ giá cao hơn dự kiến dưới nhiệm kỳ tổng thống Donald Trump có thể dẫn đến lãi suất trong nước và lãi suất cho vay mua nhà cao hơn dự kiến, từ đó làm chậm tốc độ phục hồi của ngành BDS trong năm 2025.

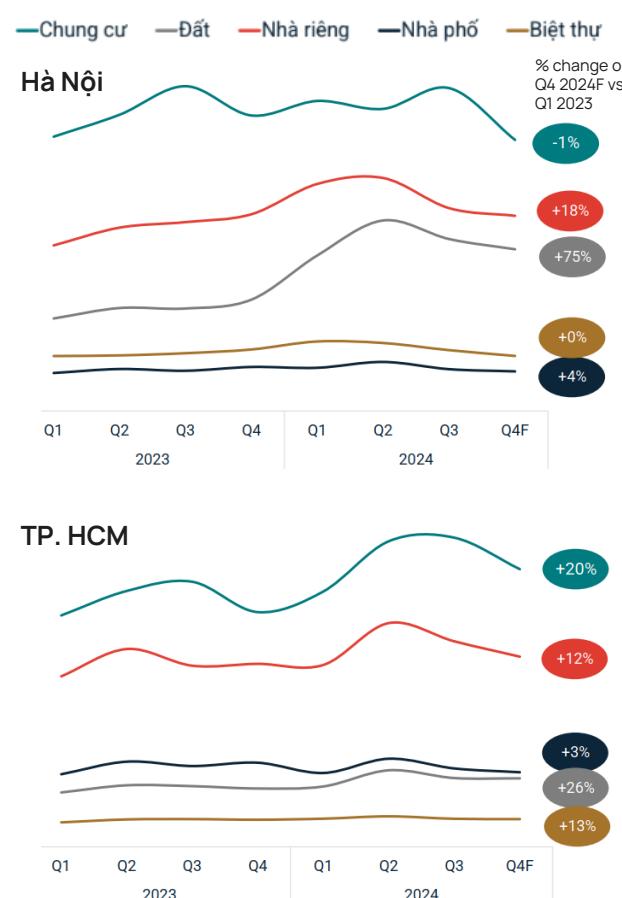
Nguồn cung BĐS sơ cấp gia tăng

Một số dự án mở bán mới/mở bán giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu dự kiến trong quý 4/2024 và năm 2025

Project	Developer	Location	Total units	Launched units (% presales of launched units)
Hanoi and HCMC				
Global Gate	VEF	Hanoi	4,100 low-rise and 12,600 condos	2,600 low-rise units (>50%)*
Vinhomes Wonder Park	VHM	Hanoi	2,300 low-rise and 600 condos	Not yet launched
Charm Villa	HDG	Hanoi	528 low-rise units	420 units (100%)
Van La-Van Khe	SJS	Hanoi	Includes low-rise and condos	Not yet launched
No11	NTL	Hanoi	364 condos	Not yet launched
Noble Crystal	Sunshine Group	Hanoi	~1,000 condos	Not yet launched
Leman Golf	VHM	HCMC	~200 low-rise units	Not yet launched
Emeria and Clarita	KDH & Keppel	HCMC	220 low-rise units and 600 condos	Not yet launched
Mizuki Park Phase 3 (CC5 & LK11)	NLG	HCMC	817 condos and 24 low-rise	Not yet launched
Gem Riverside	DXG	HCMC	3,200 condos	Recovering presold units for future sales**
The Opus One – Vinhomes Grand Park	Samty & VHM	HCMC	~2,000 condos	~890 units (~70%)
Global City – high rise	Masterise	HCMC	~10,000 condos	~616 units (~99%)
King Crown Infinity	BCG	HCMC	780 condos	Not yet launched
The Forest Gem	C.T Group	HCMC	62 condos	Not yet launched
Second-tier provinces				
Vinhomes Royal Island	VHM	Hai Phong	10,000 low-rise units	~4,200 units for retail presales (90%)
Lumiere Springbay (Ocean Park 2)	Masterise	Hung Yen	~1,800 condo units	~1,000 units (~50%)*
Can Tho	NLG	Can Tho	880 low-rise/land plots and 1,590 Ehomes condos	~1,000 Ehomes condos (~40%)
Izumi City	NLG	Dong Nai	2,700 low-rise and 3,700 condos	270 low-rise units (100%)
Gem Sky World	DXG	Dong Nai	3,900 low-rise units	2,300 units (~100%)
Sycamore	CapitaLand	Binh Duong	~460 low-rise and ~3,300 condos	368 low-rise units (~70%) 774 condos (~90%)
The Gio Riverside	AGG	Binh Duong	3,000 condos	Not yet launched
Thuan An 1&2	PDR	Binh Duong	5,900 condos	Not yet launched
Quy Nhon Iconic (Bac Ha Thanh)	PDR	Binh Dinh	1,422 land plots and low rise units	Not yet launched

Nhu cầu ở thực mạnh mẽ và sự phục hồi nhu cầu mua với mục đích đầu tư trong năm 2025

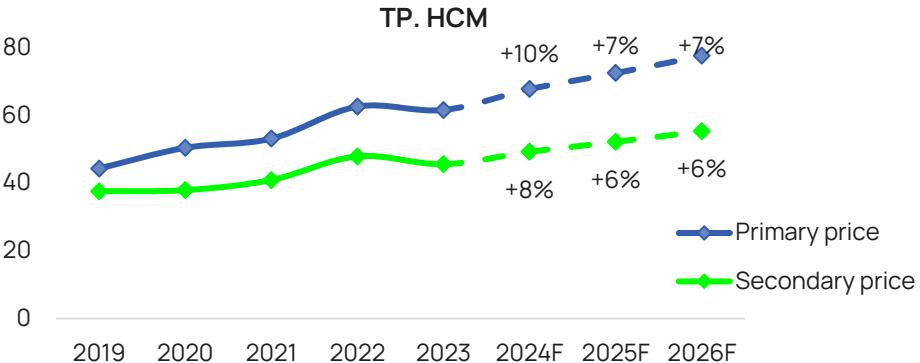
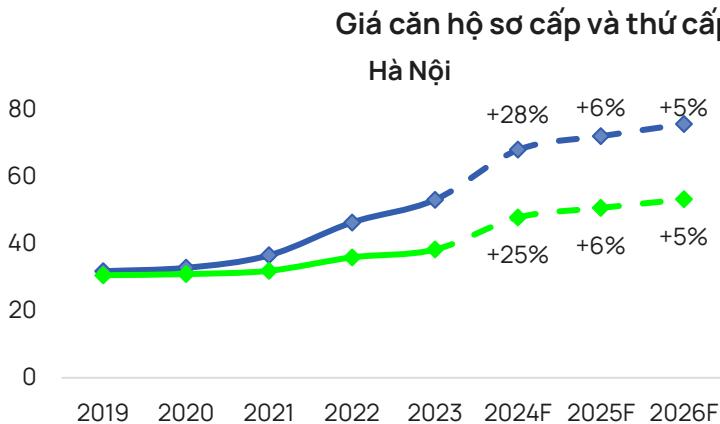
Chỉ số quan tâm của Batdongsan.com.vn (^)
theo từng phân khúc BDS



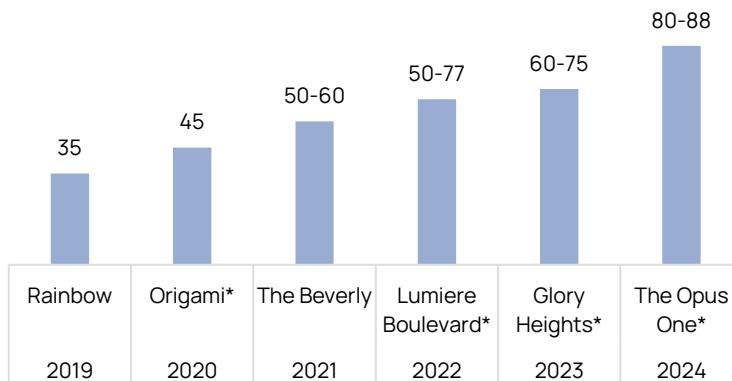
Nhóm người mua nhà cho từng loại sản phẩm BDS

Nhóm khách	Nhu cầu ở thực (sở hữu nhà để ở hoặc cho thuê)	Nhà đầu tư (tích sản)	Nhà đầu cơ (lướt sóng)
Sàn BDS	Căn hộ trung cấp	Căn hộ cao cấp và nhà phố/biệt thự	Đất nền hoặc lướt cọc giai đoạn đầu mở bán căn hộ
Vị trí	Gần các tiện ích đô thị hiện hữu và cơ sở hạ tầng tốt	Cơ sở hạ tầng và kết nối tốt; hoặc hưởng lợi từ các kế hoạch phát triển cơ sở hạ tầng đang triển khai	Để hưởng lợi từ các kế hoạch phát triển cơ sở hạ tầng đang triển khai hoặc đô thị hóa
Pháp lý	Pháp lý rõ ràng với tiến độ xây dựng được đảm bảo	Pháp lý rõ ràng với tiến độ xây dựng được đảm bảo	Có giấy chứng nhận quyền sử dụng đất cho các lô đất
Chủ đầu tư	Thành tích phát triển dự án (bao gồm việc bàn giao sổ hồng)	Thành tích phát triển dự án (bao gồm việc bàn giao sổ hồng)	Không chú trọng
Giá*	Căn hộ trung cấp: 2,5-4,2 tỷ đồng/căn hộ 2 phòng ngủ (2PN); phương thức thanh toán, gói vay mua nhà phù hợp.	Căn hộ cao cấp: trên 4,2 tỷ đồng/căn hộ 2PN. Nhà phố/biệt thự: đa dạng tùy theo vị trí và chủ đầu tư	Chi phí vốn thấp
Thời gian nắm giữ tài sản BDS	Dài hạn	Dài hạn	Ngắn hạn
Triển vọng năm 2025 (quan điểm của Vietcap)	Nhu cầu bền vững	Đang phục hồi đối với một số sản phẩm BDS liền thổ chọn lọc	Phục hồi chậm: nhu cầu sẽ chuyển sang các dự án đất nền từ các chủ đầu tư uy tín, có cơ sở hạ tầng và tình trạng pháp lý được đảm bảo

Tốc độ tăng giá BDS sơ cấp sẽ chậm lại ở mức tăng trưởng một chữ số so với cơ sở cao của năm 2024



Giá bán căn hộ sơ cấp⁽²⁾ (triệu đồng/m²) đợt đầu mở bán của mỗi phân khu tại Vinhomes Grand Park (TP.HCM)



VHM lần đầu mở bán lẻ tại Vinhomes Grand Park (TP.HCM) vào năm 2019 với phân khu Rainbow; (*) được phát triển bởi các chủ đầu tư thứ cấp (các đối tác mua lô lớn của VHM). Chúng tôi nhận thấy các phân khu sau này được hưởng lợi từ các tiện ích toàn diện đã phát triển, nội thất chất lượng cao và vị trí tốt hơn so với các phân khu trước.

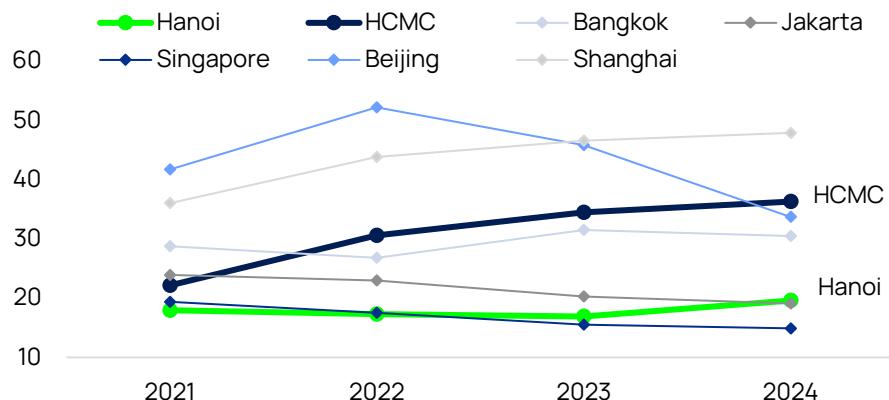
Chính sách bán hàng ưu đãi từ các dự án mới mở bán trong năm 2024

Dự án	Phương thức thanh toán linh hoạt	Chương trình thanh toán hỗ trợ từ ngân hàng	Ưu đãi chiết khấu khi thanh toán nhanh bằng 100% vốn
Royal Island (Vinhomes)	Trả góp lãi suất cố định trong 15 năm, với 2 năm đầu: 6,5%/năm và 13 năm tiếp theo: 8,5%/năm.	Lãi suất 0% và không thanh toán gốc trong tối đa 36 tháng.	10.5%
Eaton Park (Gamuda Land)	Thời gian thanh toán giãn lên đến 5 năm; thanh toán 30% trong 2 năm đầu.	Hỗ trợ lãi suất lên đến 7% từ chủ đầu tư và không thanh toán gốc trong 24 tháng (giới hạn 50 căn).	4%
Global City - Cao tầng (Masterise)	2 phương án thanh toán: nhanh và theo lịch chuẩn.	Lãi suất 0% và không thanh toán gốc trong tối đa 30 tháng (khoảng 1 năm sau khi nhận bàn giao).	16%
Lumi Hà Nội (CapitaLand)	Thanh toán 50% khi nhận bàn giao BDS (dự kiến trong năm 2026).	Lãi suất 0% cho đến khi nhận bàn giao.	10%

Gói vay thế chấp và sự gia tăng nguồn cung mới ở các đô thị vệ tinh để từng bước cải thiện khả năng tiếp cận nhà ở

- ✓ Hầu hết các thành phố lớn trên thế giới đều đang đối mặt với thách thức về thiếu hụt nguồn cung nhà ở giá hợp lý.
- ✓ Tình hình này cũng được phản ánh tại Hà Nội và TP.HCM, nơi giá nhà sơ cấp tăng gần đây, kết hợp với sự thiếu hụt nguồn cung mới, đã làm trầm trọng thêm khả năng tiếp cận nhà ở, thể hiện qua tỷ lệ giá nhà/thu nhập ngày càng tăng.
- ✓ Chúng tôi dự báo rằng các chủ đầu tư sẽ đưa ra chương trình thanh toán kết hợp gói vay linh hoạt và tăng nguồn cung mới tại các tỉnh vệ tinh, vốn ngày càng thu hút nhờ mức giá hợp lý hơn và cơ sở hạ tầng được cải thiện.

Tỷ lệ giá nhà/thu nhập của một số thành phố tại Châu Á



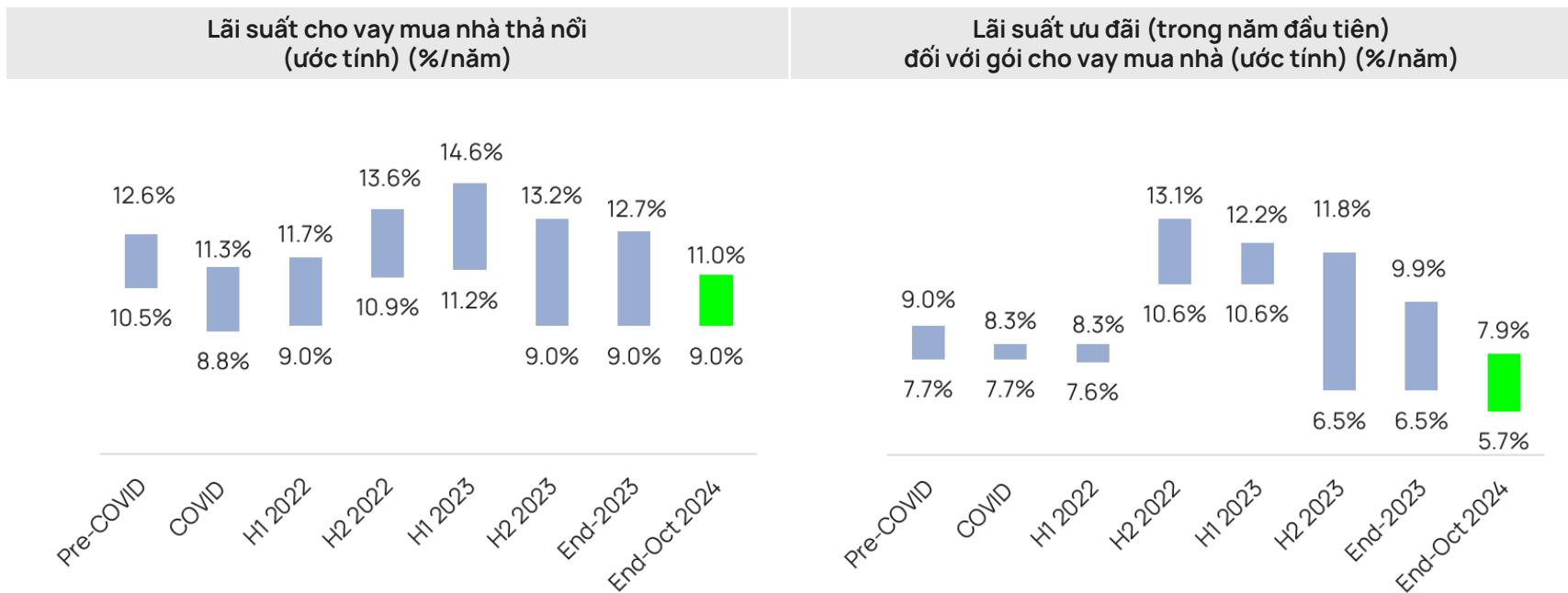
Thách thức về khả năng tiếp cận nhà ở tại một số quốc gia châu Á

Quốc gia	Vấn đề khả năng tiếp cận nhà ở	Các biện pháp của Chính phủ (gợi ý của Savills dành cho Việt Nam)
Trung Quốc	Tập trung vào Thượng Hải và Bắc Kinh do dòng người di cư, mặc dù dân số Trung Quốc đang giảm. Nhiều BDS bị bỏ trống vì nhà ở được xem như một kênh đầu tư ưu tiên.	Thúc đẩy phát triển nhà ở cho thuê.
Nhật Bản	Tokyo và Osaka đối mặt với giá thuê và giá BDS cao do dòng người di cư tăng, mặc dù dân số quốc gia giảm và các nỗ lực tăng nguồn cung nhà ở.	Mặc dù những nỗ lực của quốc gia, tình hình vẫn gặp khó khăn do nguồn cung mới hạn chế tại các khu vực đô thị có nhu cầu cao.
Singapore	Nhà ở bình dân phục vụ hơn 75% dân số, đảm bảo khả năng sở hữu nhà của công dân. Tuy nhiên, giá thuê và giá nhà ở tư nhân tăng mạnh, bất chấp thuế trước bạ 60% áp dụng cho người nước ngoài.	(i) Hội đồng Phát triển Nhà ở (HDB), một cơ quan chính phủ, chịu trách nhiệm phát triển nhà ở công; (ii) Thuế BDS bao gồm Thuế trước bạ của người mua (BSD) và Thuế trước bạ bổ sung (ABSD, áp dụng từ năm 2011) nhằm hạn chế đầu cơ và điều tiết khả năng chi trả.
Việt Nam	Thị trường nhà ở Hà Nội và TP. HCM đối mặt với thiếu hụt nguồn cung ở mọi phân khúc, do hạn chế pháp lý, vấn đề của chủ đầu tư, thị trường tài chính biến động và sự trì trệ trong quá trình phê duyệt pháp lý.	(i) Nhà ở giá hợp lý đang xuất hiện tại các khu vực vệ tinh; (ii) Mô hình phát triển đô thị gắn kết với giao thông công cộng (TOD) có thể giúp các chủ đầu tư tiếp cận đất với chi phí thấp hơn; (iii) Các cải cách pháp lý được kỳ vọng sẽ giải quyết khó khăn trong việc tiếp cận đất để phát triển.

Lãi suất cho vay mua nhà sẽ duy trì ở mức hấp dẫn

- Chúng tôi dự báo sẽ có một lần tăng lãi suất điều hành (50 điểm cơ bản đối với lãi suất chiết khấu và tái cấp vốn và 25 điểm cơ bản đối với trần lãi suất tiền gửi có kỳ hạn đến dưới 6 tháng) trong năm 2025. Mức tăng dự kiến này thấp hơn đáng kể so với mức tăng 200 điểm cơ bản đối với lãi suất tái cấp vốn vào cuối năm 2022.
- Chúng tôi tin rằng **mức lãi suất này vẫn hấp dẫn**, sẽ tiếp tục **củng cố niềm tin của người mua nhà** trong năm 2025.
- Rủ ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi:* Áp lực tỷ giá cao hơn dự kiến dưới nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ của Donald Trump có thể dẫn đến lãi suất VND trong nước và lãi suất cho vay thế chấp cao hơn dự kiến, từ đó làm chậm tốc độ phục hồi của ngành BĐS trong năm 2025.

Lãi suất cho vay mua nhà thả nổi và ưu đãi tại một số ngân hàng*



Cải cách pháp lý nhằm thúc đẩy ngành BDS phát triển bền vững (1)

Các diễn biến quan trọng trong quá trình thông qua Luật Đất đai (sửa đổi)

Tháng 06/2022

Nghị quyết 18-NQ/TW:
Đặt mục tiêu Luật Đất đai (sửa đổi) được thông qua vào năm 2023.

Kỳ họp Quốc hội bất thường vào tháng 01/2024

Thông qua Luật Đất đai (sửa đổi) có hiệu lực từ ngày 01/01/2025.

Kỳ họp Quốc hội vào tháng 05-06/2024

Thông qua 3 luật bất động sản (sửa đổi) có hiệu lực sớm hơn

Kỳ họp Quốc hội vào tháng 10-11/2024

Đã phê duyệt Nghị quyết thí điểm sử dụng đất khác làn các dự án nhà ở thương mại.

Tháng 10-11/2022

Trình Quốc hội lấy ý kiến lần đầu về các đề xuất sửa đổi.

Kỳ họp Quốc hội vào tháng 10-11/2023

Hoãn thông qua Luật Đất đai (sửa đổi) tại kỳ họp này.

Tháng 03/2024

Thủ tướng có văn bản hướng dẫn về trình đề xuất thay đổi ngày hiệu lực của luật.

Tháng 08/2024

3 luật BDS sửa đổi đã có hiệu lực. Tính đến tháng 9/2024, 15 nghị định và 4 thông tư đã được ban hành liên quan đến ngành BDS.

Quan sát và quan điểm của chúng tôi:

- ✓ Một số dự án từ các chủ đầu tư thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi đã có tiến triển pháp lý tích cực từ tháng 9/2024 (ví dụ: Cần Thơ của NLG, Gem Riverside của DXG, Izumi City của NLG, và Aqua City của NVL). Ngoài ra, kể từ tháng 8/2024, một số tỉnh thành, bao gồm TP.HCM, đã ban hành bảng giá đất mới áp dụng đến cuối năm 2025.
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng rằng việc triển khai Luật Đất đai sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 01/08/2024) sẽ giúp các thủ tục pháp lý suôn sẻ hơn và tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở bán các dự án mới trên thị trường sơ cấp vào năm 2025.
- ✓ Chúng tôi cũng tin rằng tốc độ phê duyệt pháp lý sẽ phụ thuộc vào từng tỉnh cụ thể và tình trạng của các dự án.
- ✓ *Chúng tôi kỳ vọng các chủ đầu tư uy tín như VHM, KDH và NLG sẽ có lợi thế trong việc thích ứng với các cải cách pháp lý sắp tới.*

Cải cách pháp lý nhằm thúc đẩy ngành BĐS phát triển bền vững (2)

Quốc hội thông qua Luật Đất đai sửa đổi vào tháng 1/2024

Quy định	Luật Đất đai năm 2013	Luật Đất đai sửa đổi (có hiệu lực từ ngày 01/08/2024)	Nhận định của Vietcap
Giá đất	Ban hành Khung giá đất và bảng giá đất mỗi 5 năm.	Bỏ khung giá đất. UBND cấp tỉnh sẽ xây dựng bảng giá đất hàng năm và được thực hiện từ ngày 01 tháng 01 năm 2026.	Bảng giá đất được cập nhật thường xuyên hơn sẽ sát với thị trường và tạo điều kiện thuận lợi cho công tác bồi thường và triển khai các dự án.
Thời gian xác định giá đất	Không đề cập	UBND phải ban hành quyết định giá đất trong thời gian không quá 180 ngày kể từ thời điểm có quyết định giao đất, cho thuê đất, cho phép chuyển mục đích sử dụng đất.	Đưa ra cụ thể thời gian xác định giá đất để đẩy nhanh quá trình xác định TSDĐ mà cơ quan có thẩm quyền phải tuân theo.
Phương pháp xác định giá đất	Không quy định rõ trên văn bản Luật. Theo Nghị định 44/2014, có 5 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh trực tiếp, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, (iv) chiết trừ, và (v) thặng dư.	Có 4 phương pháp định giá đất gồm: (i) so sánh, (ii) thu nhập, (iii) hệ số điều chỉnh giá đất, và (iv) thặng dư.	Luật hóa quy định về phương pháp định giá đất và hướng dẫn cụ thể có thể giúp việc thi hành luật rõ ràng hơn.
Căn cứ để giao đất, cho thuê đất, cho phép chuyển mục đích sử dụng đất	Dựa trên 1) Kế hoạch sử dụng đất hàng năm của cấp huyện đã được phê duyệt và 2) Nhu cầu sử dụng đất thể hiện trong dự án đầu tư, đơn xin giao đất, thuê đất, chuyển mục đích sử dụng đất.	Dựa trên 1) Đấu giá quyền sử dụng đất, 2) Đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư, 3) Kế hoạch sử dụng đất hàng năm của cấp huyện đã được phê duyệt, 4) Quyết định phê duyệt dự án đầu tư, và các căn cứ khác.	Cơ chế đấu giá/đấu thầu sẽ thúc đẩy sự minh bạch trong thủ tục giao đất, cho thuê đất. Các CĐT có bối cảnh tích cực phát triển dự án và tình hình tài chính vững mạnh sẽ có ưu thế hơn khi tham gia đấu giá/đấu thầu.
Cơ chế tự đàm phán giữa chủ sở hữu QSDĐ và chủ đầu tư trong dự án NOTM	Không quy định rõ	CĐT thực hiện dự án NOTM có thể thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất ở ; nhận chuyển nhượng đất ở và đất khác .	Khuyến khích CĐT chủ động trong việc thỏa thuận về đất thực hiện dự án. Có thể giải quyết những vướng mắc pháp lý đối với các dự án NOTM có gồm đất mục đích sử dụng khác ngoài đất ở.

Phát hành cổ phiếu sẽ tiếp tục sôi động

Kế hoạch tăng vốn của một số công ty bất động sản

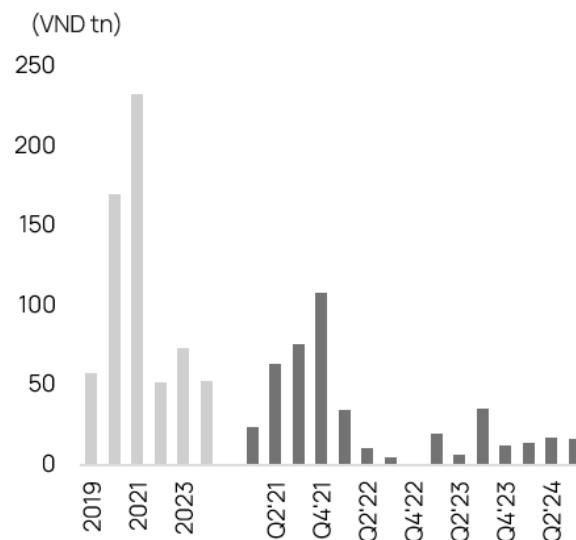
Mã	Nợ vay ròng/ VCSH quý gần nhất	Phát hành trái phiếu	Phát hành quyền mua cho cổ đông hiện hữu	Phát hành riêng lẻ	Mục đích sử dụng vốn
VHM	22%	Đã phát hành 18,4 nghìn tỷ đồng (trong nước; lãi suất cố định là 12%/năm). Dự kiến huy động thêm 500 triệu USD (quốc tế).			Không công bố - chúng tôi tin rằng mục đích chủ yếu để tái cơ cấu nợ vay và phát triển dự án trong trung hạn.
Vinpearl	44%*		Tối đa 5 nghìn tỷ đồng		Nhận chuyển nhượng cổ phần trong CTCP Vinpearl Cửa Hội và hạng mục khách sạn - trung tâm thương mại của dự án Hà Giang từ VIC, thanh toán nợ vay, góp vốn vào CTCP Vinwonders Nha Trang và bổ sung vốn lưu động. Mục tiêu niêm yết trong 12 tháng tới.
BCM	98%	Đã phát hành 2,1 nghìn tỷ đồng (trong nước; lãi suất là 10,2-12%/năm). Dự kiến huy động thêm 1,08 nghìn tỷ đồng .	Tối thiểu 15,0 nghìn tỷ đồng (thông qua đấu giá công khai)		Phát triển Khu công nghiệp Bàu Bàng mở rộng và Khu công nghiệp Cây Trường, góp vốn vào các công ty liên kết và tái cơ cấu nguồn vốn.
KDH	24%			Hoàn tất 3 nghìn tỷ đồng	Chúng tôi tin rằng việc phát hành riêng lẻ, cùng với nguồn tài trợ từ nợ vay dự kiến tăng của KDH, sẽ cho phép công ty khai thác được nhiều hơn giá trị của quỹ đất đang sở hữu tại TP. HCM.
NVL	138%		Tối đa 11,7 nghìn tỷ đồng	Tối đa 2 nghìn tỷ đồng	Tái cơ cấu nợ vay, thanh toán các khoản nợ đến hạn và phát triển dự án.
KBC	-8%			Dự kiến 6,25 nghìn tỷ đồng	Đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án sắp tới và cho các nỗ lực tài chính khác như M&A và đầu tư vào các công ty con hoặc liên doanh.
PDR	38%		Hoàn tất 1,34 nghìn tỷ đồng		Cấp vốn cho các dự án trọng điểm gồm Bắc Hà Thành, Cadia Quy Nhơn, Thuận An và Nhơn Hội.
DIG	15%	Tối đa 2,1 nghìn tỷ đồng (trong nước; đã phát hành 1,6 nghìn tỷ đồng; lãi suất là 11,25%/năm).	Tối đa 3 nghìn tỷ đồng	Tối đa 3 nghìn tỷ đồng	Chưa giải ngân tiền trái phiếu tính đến tháng 9/2024; để tài trợ cho các dự án Long Tân, Chí Linh và Cap Saint Jacques Giai đoạn 2 & 3, Vị Thanh, Lam Ha Centre Point và Nam Vĩnh Yên.
NLG	31%	Đã phát hành 2,5 nghìn tỷ đồng (trong nước; lãi suất cố định trong năm đầu: 9,5-10,11%/năm).			Phát triển dự án và tái cơ cấu nợ vay.
VPI	133%	Đã phát hành 650 tỷ đồng (trái phiếu chuyển đổi trong nước; lãi suất cố định trong năm đầu: 11%/năm).			Bổ sung vốn góp vào công ty con Văn Phú – Giảng Võ.
DXG	27%	Đã phát hành 235 tỷ đồng (trong nước; lãi suất cố định là 10,2%/năm).	Tối thiểu 1,8 nghìn tỷ đồng	Tối thiểu 1,74 nghìn tỷ đồng	Để thanh toán nợ vay, thanh toán trái phiếu, tăng vốn lưu động, tăng vốn điều lệ/quyền sở hữu tại công ty con của DXG.
HDC	72%	Tối đa 500 tỷ đồng (trong nước).	Hoàn tất 299,85 tỷ đồng		Số tiền thu được từ việc phát hành quyền dùng để thanh toán nợ vay; phương án phát hành trái phiếu để tài trợ cho hoạt động kinh doanh.

Kênh vay tín dụng và phát hành trái phiếu sẽ duy trì thận trọng

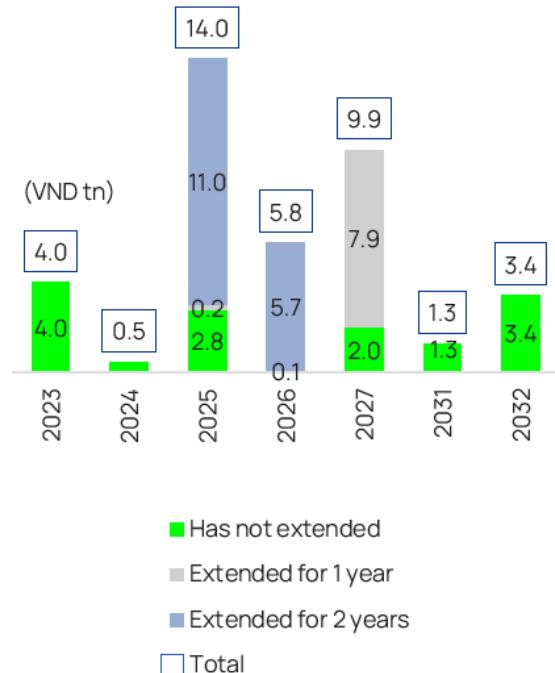
Dư nợ tín dụng ngân hàng đối với BDS



Phát hành trái phiếu BDS mới



Dư nợ trái phiếu của NVL theo kỳ hạn và tình trạng gia hạn kỳ hạn tại cuối quý 3/2024



Triển vọng M&A lạc quan

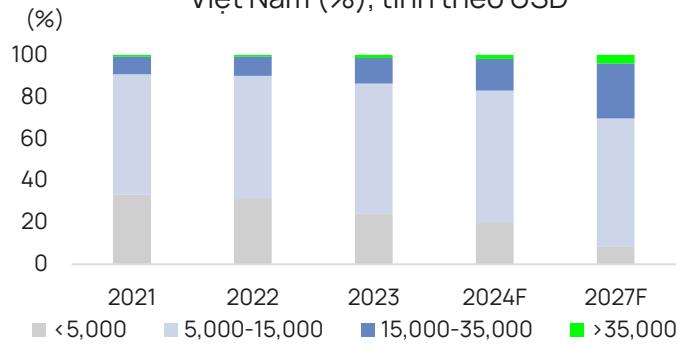
Một số giao dịch chuyển nhượng quỹ đất/dự án và liên doanh trong năm 2024

Bên bán	Bên mua	Quốc tịch bên mua	Dự án	Giá trị giao dịch	Vị trí	Thời gian thực hiện/ghi nhận	Loại hình dự án
VHM	Không công bố	Nước ngoài	Royal Island	16,6 nghìn tỷ đồng	Hải Phòng	Hợp tác vào quý 2/2024	BĐS nhà ở
VHM	Không công bố	Nước ngoài	Ocean Park 3	3,4 nghìn tỷ đồng	Hưng Yên	Hợp tác vào quý 3/2024	BĐS nhà ở
VEF	Không công bố	Không công bố	Cổ Loa (Vinhomes Global Gate)	Dự kiến 40 nghìn tỷ đồng	Hà Nội	VEF sẽ thực hiện các thủ tục để điều chỉnh/cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất của dự án cho một bên mua tiềm năng với thời hạn hoàn thành dự kiến là quý 1/2025, được gia hạn 90 ngày.	BĐS nhà ở
NVL	Không công bố	Không công bố	Không công bố	1,0 nghìn tỷ đồng	Không công bố	Hoàn thành	Không công bố
SkyVenue	SkyWorld Development Berhad	Malaysia	Guocoland (các lô đất còn lại)	Không công bố, cho 49% cổ phần	Bình Dương	Đã ký biên bản ghi nhớ vào tháng 8/2024	BĐS nhà ở & thương mại
Keppel	HTV Dai Phuoc & Vinobly	Việt Nam	Saigon Sports City	7,4 nghìn tỷ đồng, cho 70% cổ phần	TP.HCM	Đã ký biên bản ghi nhớ vào tháng 10/2024	BĐS nhà ở & thương mại
Kim Oanh	Sumitomo Forestry, Kumagai Gumi, NTT Urban Development	Nhật Bản	The One World	Không công bố	Bình Dương	Đã ký biên bản ghi nhớ vào tháng 5/2024, thỏa thuận liên doanh.	BĐS nhà ở

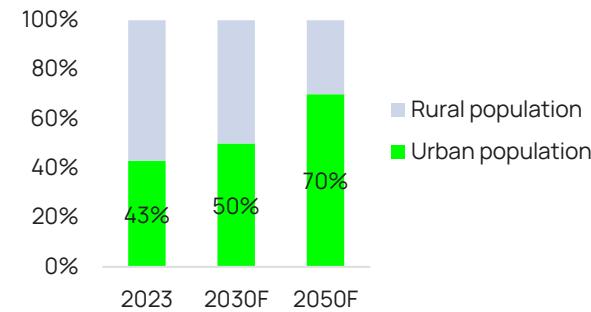
Triển vọng dài hạn: Động lực tăng trưởng cho lĩnh vực BĐS nhà ở duy trì vững chắc (1)

Dân số trung lưu và quá trình đô thị hóa ngày càng tăng tiếp tục thúc đẩy nhu cầu nhà ở

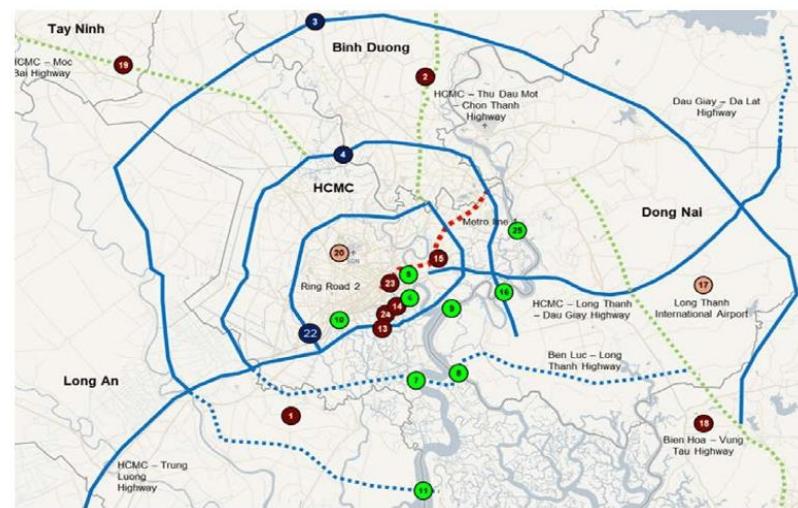
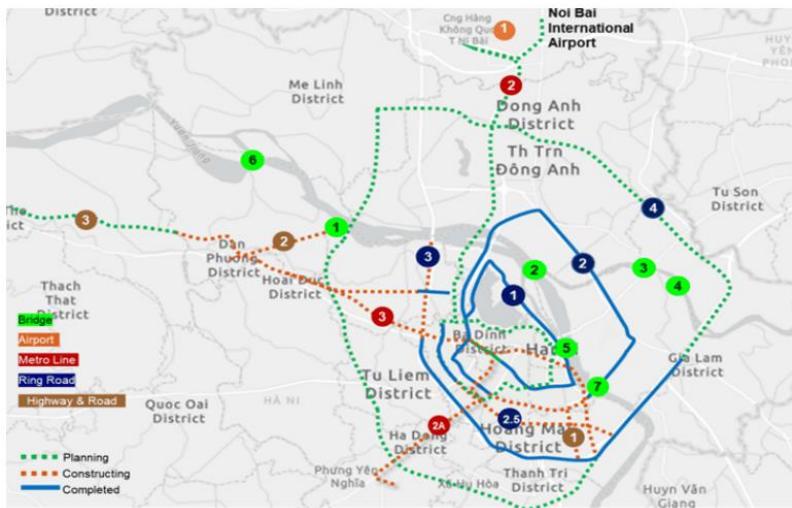
Phân bổ thu nhập hộ gia đình dự kiến của Việt Nam (%), tính theo USD



Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam (%)



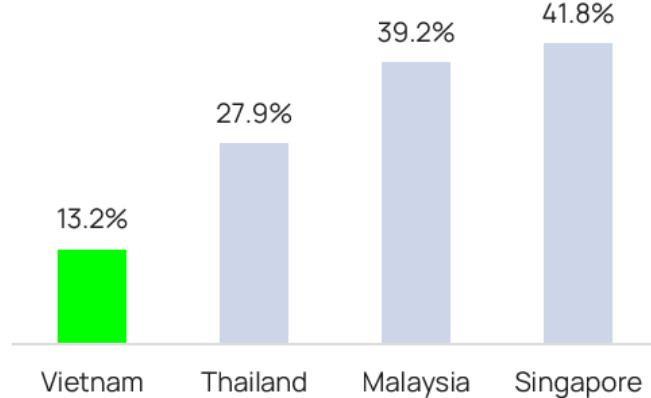
Cải thiện cơ sở hạ tầng để kích thích nhu cầu ở các khu vực xung quanh trung tâm Hà Nội và TP.HCM



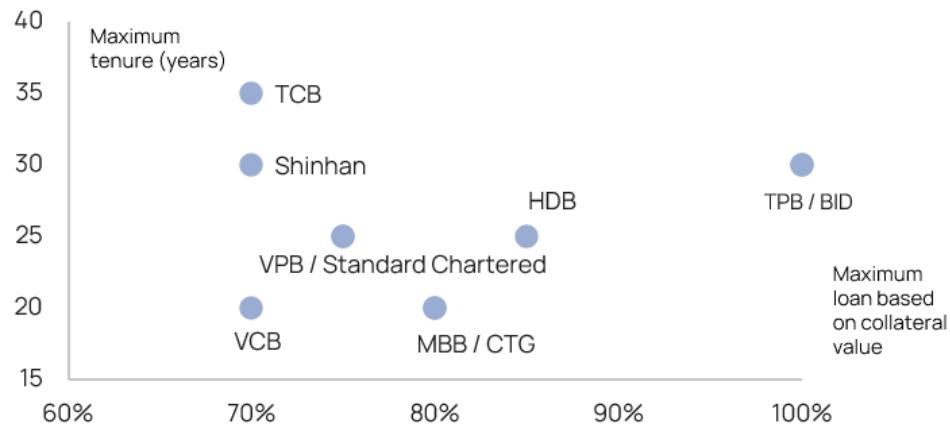
Triển vọng dài hạn: Động lực tăng trưởng cho lĩnh vực BĐS nhà ở duy trì vững chắc (2)

Sự phát triển của thị trường cho vay mua nhà thế chấp tại Việt Nam hiện có tỷ lệ thâm nhập thấp sẽ giúp hỗ trợ thêm nhu cầu của người mua nhà

Tổng dư nợ vay mua nhà theo tỷ lệ phần trăm GDP vào năm 2023



Kỳ hạn cho vay thế chấp mua nhà (năm) tối đa và giá trị khoản vay tối đa dựa trên giá trị tài sản thế chấp

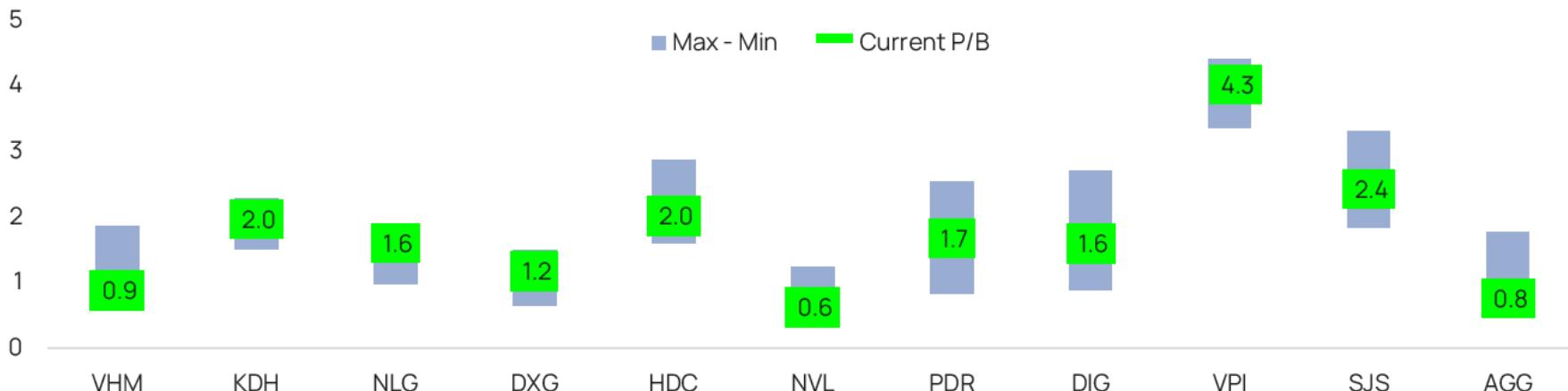


Diễn biến giá cổ phiếu và chỉ số P/B của cổ phiếu ngành BĐS

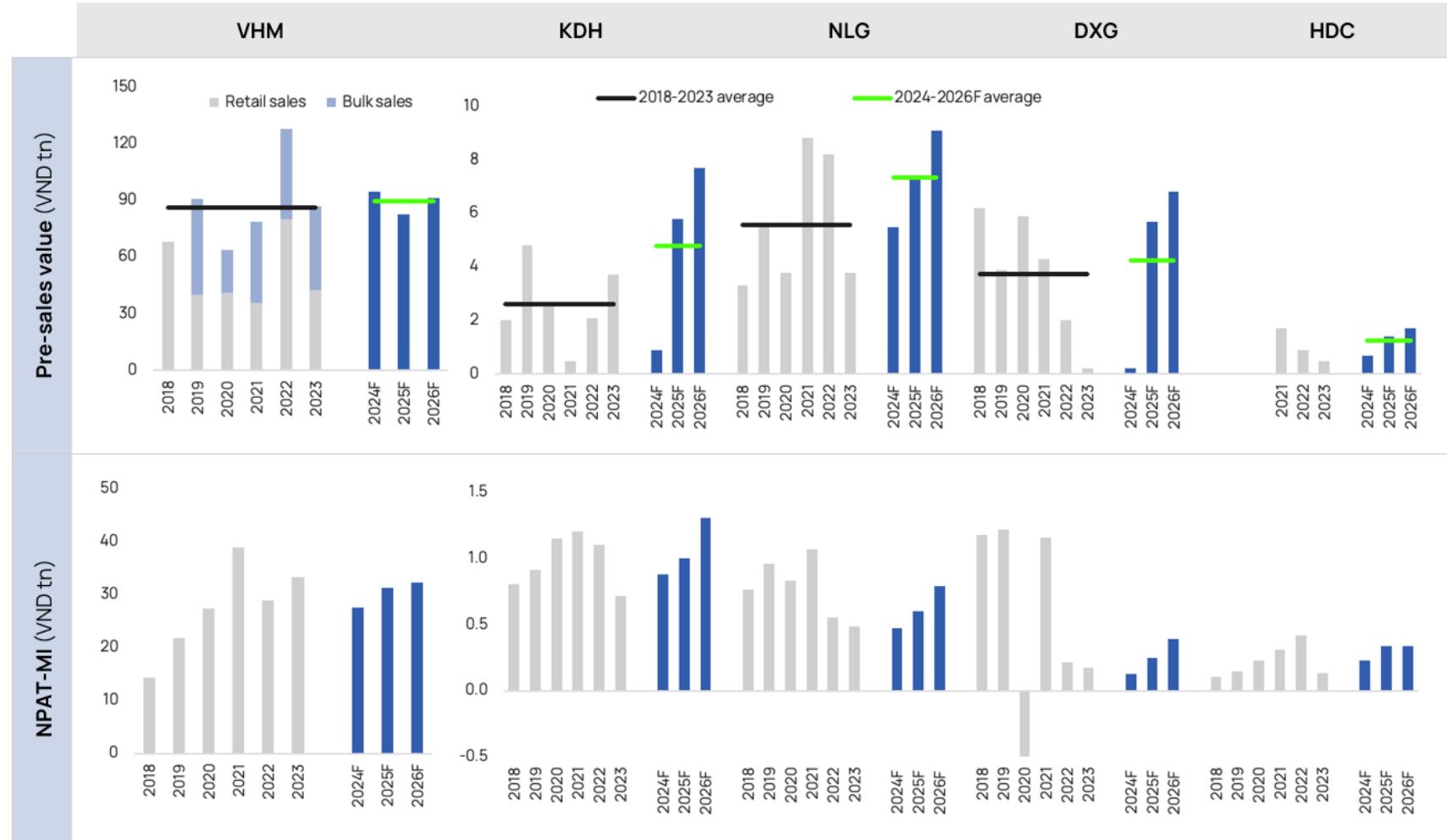
Diễn biến giá cổ phiếu

VN-Index	VIC	VRE	VHM	KDH	NLG	HDC	DXG	DXS	NVL	PDR	DIG	VPI	SJS	AGG	
H1 2022	-20%	-23%	-5%	-24%	-24%	-44%	-51%	-44%	-43%	-18%	-26%	-63%	15%	-12%	-3%
H2 2022	-16%	-27%	-8%	-23%	-25%	-13%	-22%	-35%	-60%	-81%	-74%	-51%	-6%	-37%	-12%
H1 2023	11%	-5%	2%	15%	16%	6%	21%	16%	35%	6%	24%	47%	-4%	-8%	-6%
H2 2023	1%	-13%	-13%	-21%	12%	11%	17%	38%	5%	15%	66%	27%	6%	66%	-8%
H1 2024	10%	-8%	-12%	-13%	18%	13%	-5%	-17%	-6%	-22%	-6%	-1%	6%	-9%	-10%
11M 2024	11%	-9%	-23%	-6%	16%	5%	-4%	-10%	3%	-36%	-16%	-24%	28%	-12%	-29%

Diễn biến chỉ số P/B trong 2 năm qua



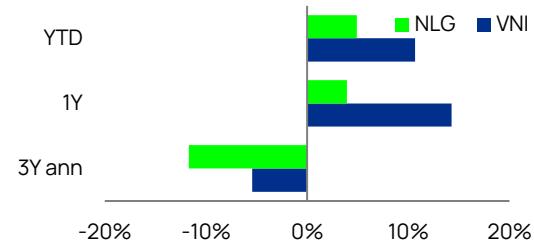
Các cổ phiếu BĐS thuộc danh mục theo dõi của Vietcap: Dự báo doanh số bán hàng và lợi nhuận



NLG – Mizuki Park, Southgate, Cần Thơ dự kiến sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng năm 2025

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá CP(05/12)	38.300VND	Doanh thu (tỷ đồng)	3.181	5.112	7.106	6.256
Giá mục tiêu*	48.700VND	% YoY	-26,7%	60,7%	39,0%	-12,0%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	582	955	1.722	1.726
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	484	475	601	791
TL tăng	+27,2%	% YoY	-13,0%	-1,9%	26,7%	31,6%
Lợi suất cổ tức	2,0%	EPS	% YoY	-16,9%	-2,4%	26,7%
Tổng mức sinh lời	+29,1%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	3.800	5.500	7.400	9.100
Ngành	BDS	Biên LN gộp	49,1%	41,5%	43,6%	46,5%
GT vốn hóa	14,7 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	18,3%	18,7%	24,2%	27,6%
Room KN	350 tỷ đồng	Biên LN ròng	15,2%	9,3%	8,5%	12,7%
GTGD/ngày (30n)	48 tỷ đồng	ROE	5,3%	5,0%	6,1%	7,7%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	18,6%	20,8%	22,2%	17,1%
SL CP lưu hành	384,8 tr	P/E	32,3x	33,0x	26,1x	19,8x
Pha loãng	384,8 tr	P/B	1,6x	1,5x	1,5x	1,4x

* cập nhật ngày 29/11/2024



Tổng quan công ty

NLG là chủ đầu tư BDS với hơn 30 năm kinh nghiệm. Sau khi xây dựng vị thế vững chắc là chủ đầu tư BDS phân khúc vừa túi tiền hàng đầu ở TP.HCM, NLG đã đang chuyển hướng sang căn hộ trung cấp và nhà phố/biệt thự tại TP.HCM, Hải Phòng, Đồng Nai và Long An.

NLG là chủ đầu tư giàu kinh nghiệm với các sản phẩm có vị thế tốt nhằm tận dụng nhu cầu ở thực đối với phân khúc trung cấp và chiến lược phát triển bền vững hợp tác với các chủ đầu tư Nhật Bản. Chúng tôi kỳ vọng NLG sẽ tiếp tục tập trung vào phân khúc căn hộ trung cấp và bất động sản liền thổ, vốn có thành tích vượt trội trong những năm qua xét về diễn biến giá và nhu cầu. Chúng tôi cũng kỳ vọng NLG sẽ tiếp tục thành công với chiến lược hợp tác phát triển với quỹ đất tại TP.HCM, Đồng Nai và Long An.

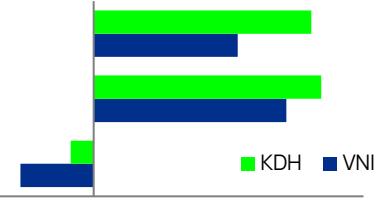
Việc mở bán các giai đoạn tiếp theo tại 5 dự án hiện hữu sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng trong giai đoạn từ quý 4/2024-2026: Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2024-26 của NLG sẽ đạt 22,0 nghìn tỷ đồng (cao hơn so với mức 20,8 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong giai đoạn 2021-23). Mức tăng này được thúc đẩy bởi việc mở bán các giai đoạn tiếp theo tại các dự án hiện hữu bao gồm: Cần Thơ (phân khu đất nền) trong quý 4/2024, Mizuki Park giai đoạn 3 và Izumi City trong năm 2025, Akari City giai đoạn 3 trong năm 2026, cùng với việc tiếp tục ghi nhận doanh số bán hàng tại dự án Southgate.

Giá trị doanh thu bất động sản chưa ghi nhận (backlog) lớn tại Akari City giai đoạn 2 và Southgate sẽ hỗ trợ lợi nhuận quý 4/2024 và năm 2025: Backlog cuối quý 3/2024 của NLG vào khoảng 10,3 nghìn tỷ đồng (theo NLG), với 2 dự án chiếm tỷ trọng lớn là Akari City giai đoạn 2 (khoảng 60%) và Southgate (khoảng 20%). Chúng tôi kỳ vọng backlog tại Akari City giai đoạn 2 sẽ được ghi nhận vào quý 4/2024 và năm 2025, và backlog tại dự án Southgate sẽ chủ yếu ghi nhận vào năm 2025. Lượng backlog này dự kiến sẽ lần lượt đóng góp khoảng 80% và 77% vào dự báo doanh thu BDS cốt lõi của chúng tôi trong quý 4/2024 và năm 2025.

Tiến triển pháp lý tích cực tại dự án Izumi City sẽ hỗ trợ việc mở bán các giai đoạn tiếp theo trong năm 2025: TP. Biên Hòa đã được phê duyệt quy hoạch 1/10.000 vào tháng 11/2024, đây là bước tích cực để điều chỉnh quy hoạch 1/500 cho dự án Izumi City của NLG. NLG dự kiến quy hoạch 1/500 của dự án Izumi City sẽ được phê duyệt trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi dự báo việc mở bán giai đoạn tiếp theo của Izumi City trong nửa cuối năm 2025 sẽ đóng góp 19% vào dự báo doanh số bán hàng năm 2025 của chúng tôi.

Rủi ro: Hoạt động mở bán giai đoạn mới của các dự án trọng điểm diễn ra chậm hơn dự kiến.

KDH - Dự án liên doanh với Keppel dự kiến thúc đẩy doanh số bán hàng và lợi nhuận năm 2025

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F		
Giá CP(05/12)	33.300VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	2.088	3.432	5.160	6.193	YTD	
Giá mục tiêu*	42.100VNĐ	% YoY	-28,3%	64,4%	50,4%	20,0%		
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	1.220	1.326	2.625	3.154	1Y	
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	716	879	1.003	1.308		
TL tăng	+26,4%	% YoY	-35,1%	22,8%	14,1%	30,4%	3Y ann	
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	% YoY	-36,0%	18,4%	3,0%	30,4%	
Tổng mức sinh lời	+26,4%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	3.700	900	5.800	7.700		
Ngành	BDS	Biên LN gộp	76,0%	52,4%	62,3%	62,9%	Tổng quan công ty	
GT vốn hóa	32,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	58,4%	38,6%	50,9%	50,9%	KDH là chủ đầu tư bất động sản dân dụng uy tín tại TP.	
Room KN	4,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	34,3%	25,6%	19,4%	21,1%	HCM. Năm 2017, công ty mở rộng sang phát triển kinh	
GTGD/ngày (30n)	85 tỷ đồng	ROE	5,7%	5,7%	5,6%	6,8%	doanh các dự án căn hộ trung cấp. KDH hiện sở hữu	
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	16,8%	23,2%	24,5%	15,0%	quỹ đất khoảng 600 ha tại Thành phố Thủ Đức, Quận	
SL CP lưu hành	1,0 tỷ	P/E	44,0x	37,2x	36,1x	27,7x	Bình Chánh và Quận Bình Tân thuộc TP.HCM.	
Pha loãng	1,0 tỷ	P/B	2,2x	1,9x	1,8x	1,7x		

* cập nhật ngày 19/11/2024

KDH sở hữu quỹ đất có định giá hấp dẫn, thuộc một trong những quỹ đất lớn nhất TP.HCM. Chúng tôi tin rằng các sản phẩm nhà ở từ các CĐT giàu kinh nghiệm với thương hiệu mạnh – như KDH với vị thế thống trị ở phân khúc BDS liền thổ tại TP.HCM – sẽ dẫn đầu sự phục hồi của thị trường.

Các dự án quy mô trung bình mới thúc đẩy doanh số bán hàng năm 2025/26 so với mức cơ sở thấp của năm 2024: Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo dự án liên doanh với Keppel (11,8 ha; bao gồm khoảng 200 căn thấp tầng và khoảng 600 căn hộ) sẽ mở bán phần thấp tầng và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của KDH, do phần xây dựng của hạng mục này đã hoàn thành phần lớn. Đối với năm 2026, chúng tôi kỳ vọng The Solina (khoảng 500 căn thấp tầng hoặc khoảng 13 ha dự kiến cho Giai đoạn 1; đã hoàn tất đóng tiền sử dụng đất cho Giai đoạn 1) và KCN Lê Minh Xuân Mở rộng (tổng diện tích đất khoảng 110 ha) sẽ bắt đầu đóng góp doanh số bán hàng cho KDH.

Dự án Tân Tạo sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2026: Chúng tôi kỳ vọng dự án Tân Tạo (khoảng 329 ha; Quận Bình Tân, TP.HCM) sẽ bắt đầu mở bán từ năm 2026, do KDH đã hoàn tất hơn 85% việc GPMB tính đến cuối quý 3/2024. Chúng tôi tin rằng dự án Tân Tạo sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng dài hạn của KDH nhờ (1) uy tín thương hiệu và vị thế tài chính vững mạnh của công ty, và (2) nhu cầu dự kiến cao trong bối cảnh nguồn cung mới hạn chế tại TP.HCM.

KDH hiện giao dịch với P/B dự phóng các năm 2024/2025 lần lượt là 1,9 lần/1,8 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), so với P/B trung bình 3 năm là 2,2 lần, mà chúng tôi cho là hấp dẫn do KDH có quỹ đất tiềm năng tại TP.HCM.

Rủi ro: Việc triển khai các dự án quy mô lớn như Tân Tạo chậm hơn dự kiến.

HDC - Sở hữu quỹ đất lớn để đón đầu sự phục hồi kỳ vọng tại Vũng Tàu

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	HDC		VNI	
								% YoY			
Giá CP(05/12)	27.000VNĐ	Doanh thu (tỷ đồng)	665	573	1.024	1.447					
Giá mục tiêu*	29.400VNĐ	% YoY	-48,7%	-13,9%	78,7%	41,3%					
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	240	148	346	496	1Y				
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	132	230	334	337					
TL tăng	+8,9%	% YoY	-68,6%	74,9%	45,2%	0,9%	3Y ann				
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	% YoY	-65,1%	74,4%	35,8%	0,9%				
Tổng mức sinh lời	+8,9%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	500	700	1.400	1.700					
Ngành	BĐS	Biên LN gộp	44,7%	29,9%	40,0%	40,9%	<u>Tổng quan Công ty</u>				
GT vốn hóa	4,8 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	36,0%	25,8%	33,8%	34,3%	HDC là chủ đầu tư bất động sản với 34 năm kinh nghiệm. HDC hiện sở hữu các dự án với tổng diện tích				
Room KN	2,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	19,8%	40,2%	32,6%	23,3%	đất khoảng 430 ha, chủ yếu tại tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu.				
GTGD/ngày (30n)	55 tỷ đồng	ROE	7,1%	10,7%	12,9%	11,6%					
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	88,6%	56,9%	57,6%	60,7%					
SL CP lưu hành	178,4 tr	P/E	34,5x	19,8x	14,6x	14,4x					
Pha loãng	178,4 tr	P/B	2,1x	2,0x	1,8x	1,6x					

* cập nhật ngày 30/08/2024

HDC là chủ đầu tư phát triển bất động sản giàu kinh nghiệm tại Bà Rịa - Vũng Tàu (BRVT). HDC hiện sở hữu tổng quỹ đất khoảng 430 ha đang được phát triển, chủ yếu tại BRVT (và một dự án tại Bình Thuận). Trong dài hạn, chúng tôi tin rằng HDC có thể tận dụng được quỹ đất lớn của mình nhờ vào kinh nghiệm phát triển bất động sản tại BRVT và sự cải thiện cơ sở hạ tầng tại miền Nam.

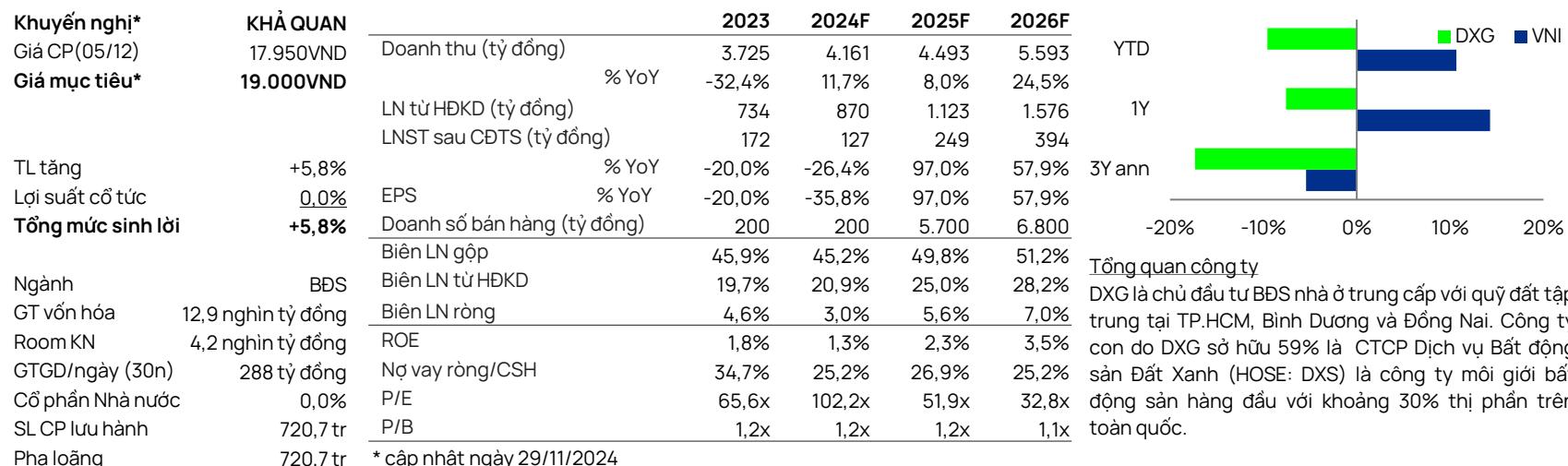
Các dự án đang triển khai và việc ghi nhận bán cổ phần sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong trung hạn. Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2024/25/26 lần lượt là 75%/45%/1% YoY. Chúng tôi dự phóng HDC sẽ tiếp tục ghi nhận chuyển nhượng phần 11 ha tại dự án Đại Dương vào giai đoạn 2024-25 (đóng góp 46% vào dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-25 của chúng tôi). Chúng tôi kỳ vọng các dự án đã mở bán gồm The Light City GĐ 1, Ngọc Tước 2 và khu nhà ở Tây 3/2 sẽ đóng góp 56% vào dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-26 của chúng tôi.

Các dự án quy mô lớn dự kiến thúc đẩy triển vọng dài hạn. Hiện tại, HDC đang tiến hành các thủ tục pháp lý cho các dự án quy mô lớn khác bao gồm The Light City GĐ 2 (21,8 ha), Long Điền (36 ha), Phước Thắng (50 ha) và Vũng Tàu Wonderland (234 ha). Chúng tôi tin rằng quỹ đất lớn của HDC có thể hỗ trợ ít nhất 15 năm phát triển. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HDC sẽ cần huy động vốn để phát triển các dự án quy mô lớn này từ năm 2025 trở đi.

HDC có định giá hấp dẫn với P/B dự phóng năm 2024/2025 là 2,0 lần/1,8 lần (dựa theo dự báo của chúng tôi), so với P/B trung bình 2 năm của công ty là 2,2 lần.

Rủi ro: Tiến độ phát triển dự án kéo dài hơn dự kiến; thách thức trong việc huy động vốn để phát triển dự án quy mô lớn.

DXG – GSW và GR được tái khởi động sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng phục hồi



Tổng quan công ty

DXG là chủ đầu tư BDS nhà ở trung cấp với quỹ đất tập trung tại TP.HCM, Bình Dương và Đồng Nai. Công ty con do DXG sở hữu 59% là CTCP Dịch vụ Bất động sản Đất Xanh (HOSE: DXS) là công ty môi giới bất động sản hàng đầu với khoảng 30% thị phần trên toàn quốc.

Mở bán trở lại dự án Gem Sky World (GSW) và Gem Riverside (GR) sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng trong giai đoạn 2025-26 so với mức doanh số bán thấp trong giai đoạn 2023-24: Đối với GR, dự án đã nhận được giấy phép xây dựng vào tháng 9/2024, chúng tôi dự kiến DXG sẽ bắt đầu mở bán vào năm 2025 sau khi hoàn tất xây dựng phần móng và nhận được giấy phép bán hàng. Đối với GSW, ưu tiên hiện tại của công ty là hoàn thiện bàn giao và ký kết hợp đồng mua bán với các khách hàng hiện hữu; chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tăng vào năm 2025, nhờ sự cải thiện của cơ sở hạ tầng trong khu vực và tác động tiềm năng của Sân bay Quốc tế Long Thành trong tương lai đối với sự phát triển của khu vực.

Mảng môi giới sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025: Chúng tôi dự báo doanh thu từ mảng môi giới của DXG sẽ tăng trưởng mạnh vào năm 2024/25, lần lượt tăng 83%/45% YoY và đóng góp 26%/36% vào tổng doanh thu dự báo của chúng tôi trong các năm này, khi các hoạt động môi giới và giao dịch bất động sản phục hồi từ mức thấp trong năm 2023.

Các dự án đã được quy hoạch tại Bình Dương sẽ hỗ trợ triển vọng dài hạn: Chúng tôi kỳ vọng quỹ đất tại Bình Dương (bao gồm Opal Luxury: 8,4 ha, Park View: 5 ha, và Park City: 10 ha) sẽ thúc đẩy triển vọng tăng trưởng dài hạn của DXG. Chúng tôi hiện chưa đưa các dự án này vào dự báo của chúng tôi.

Rủi ro: Mở bán dự án mới chậm hơn dự kiến; rủi ro pha loãng từ các kế hoạch huy động vốn.

DXS - Giao dịch môi giới BĐS dự kiến tiếp tục hồi phục trong năm 2025

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann	DXS	VNI
			Doanh thu (tỷ đồng)								
Giá CP(05/12)	7.770VNĐ		1.978	2.593	2.669	3.238					
Giá mục tiêu*	6.600VNĐ		% YoY	-51,7%	31,1%	2,9%	21,3%				
TL tăng	-15,1%		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	106	443	691	971				
Lợi suất cổ tức	0,0%		% YoY	-85,4%	316,1%	56,2%	40,5%				
Tổng mức sinh lời	-15,1%		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	-168	147	282	425				
Ngành	BĐS		EPS	N.M.	N.M.	92,5%	50,6%				
GT vốn hóa	4,5 nghìn tỷ đồng		Biên LN gộp	34,9%	44,1%	52,9%	57,0%				
Room KN	1,4 nghìn tỷ đồng		Biên LN từ HĐKD	5,4%	17,1%	25,9%	30,0%				
GTGD/ngày (30n)	18 tỷ đồng		Biên LN ròng	N.M.	5,7%	10,6%	13,1%				
Cổ phần Nhà nước	0,0%		ROE	N.M.	2,5%	4,6%	6,5%				
SL CP lưu hành	579,1 tr		Nợ vay ròng/CSH	24,0%	19,0%	11,8%	3,3%				
Pha loãng	579,1 tr		P/E	N.M.	34,1x	17,7x	11,8x				
			P/B	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x				

* cập nhật ngày 29/11/2024

Giao dịch môi giới bất động sản dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025: Chúng tôi dự báo doanh thu mảng môi giới của DXS sẽ tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, và đạt 1,3 nghìn tỷ đồng vào năm 2024 (chiếm 50% tổng doanh thu), theo sau là mức tăng 45%/30% tương ứng trong các năm 2025/26. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ lần lượt đạt 64%/67% vào các năm 2025/26, cao hơn so với mức dự kiến trong năm 2024 là 60%. Các dự báo này được hỗ trợ bởi kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi từ mức cơ sở thấp trong năm 2023 của thị trường BĐS.

Lượng backlog chưa ghi nhận lớn dự kiến sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong trung hạn: Tính đến cuối quý 3/2024, số tiền đặt cọc cho các hợp đồng marketing và phân phối sản phẩm BĐS là 4,8 nghìn tỷ đồng (+5% so với đầu năm). Khoản tiền này cho thấy công ty đang sở hữu một danh mục dự án phân phối chưa ghi nhận lớn, từ đó giúp hỗ trợ đà tăng trưởng của mảng môi giới BĐS của công ty. Ngoài ra, giá trị hàng tồn kho của DXS là 4,1 nghìn tỷ đồng (đi ngang so với đầu năm), chủ yếu đến từ các dự án tự phát triển như Regal Legend (21 ha; Quảng Bình), Regal Pavilion (2,1 ha; Đà Nẵng), và Regal Maison (4,1 ha; Phú Yên), dự kiến sẽ thúc đẩy việc ghi nhận doanh thu của mảng bán BĐS trong trung hạn.

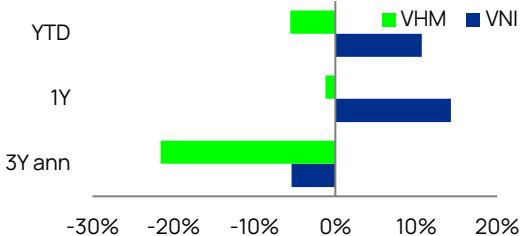
Mở bán trở lại các dự án Gem Sky World và Gem Riverside dự kiến sẽ hỗ trợ mảng môi giới: Chúng tôi kỳ vọng các dự án này (do DXG – công ty mẹ của DXS làm chủ đầu tư) sẽ được mở bán trở lại vào năm 2025 và đóng góp khoảng 20% vào dự báo doanh thu mảng môi giới của DXS trong các năm 2025/26. Doanh thu từ các giao dịch với các bên liên quan lần lượt chiếm 21%/15% tổng doanh thu của DXS trong các năm 2020-2021.

Rủi ro: Hoạt động bán bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến.

VHM - Các dự án ở miền Nam hỗ trợ triển vọng doanh số bán hàng giai đoạn 2025-26

	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*		Doanh thu (tỷ đồng)	103.557	95.640	86.169	85.903
Giá CP(05/12)	41.400VND	% YoY	66,0%	-7,6%	-9,9%	-0,3%
Giá mục tiêu*	42.300VND	LN từ HĐKD (tỷ đồng)**	38.600	35.000	38.000	40.100
		LNST sau CDTs (tỷ đồng)	33.371	27.504	31.314	32.289
TL tăng	+2,2%	% YoY	15,7%	-17,6%	13,9%	3,1%
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	15,7%	-17,6%	20,7%	3,1%
Tổng mức sinh lời	+2,2%	Doanh số bán hàng (tỷ đồng)	87.000	94.900	82.700	91.500
Ngành	BDS	Biên LN gộp	34,5%	34,1%	35,5%	37,5%
GT vốn hóa	170 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD**	35,8%	35,5%	37,0%	39,4%
Room KN	65 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	32,2%	28,8%	36,3%	37,6%
GTGD/ngày (30n)	698 tỷ đồng	ROE	20,6%	14,6%	14,8%	13,2%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	21,2%	30,1%	15,3%	6,7%
SL CP lưu hành	4,11 tỷ	P/E	5,4x	6,6x	5,4x	5,3x
Pha loãng	4,11 tỷ	P/B	1,0x	0,9x	0,7x	0,7x

* cập nhật ngày 26/11/2024; ** LN từ HĐKD cốt lõi bao gồm BCC và doanh số bán lô lớn được ghi nhận là thu nhập tài chính.



Tổng quan về công ty

Vinhomes (VHM), công ty con do Tập đoàn Vingroup (VIC) sở hữu 73,5%, đã khẳng định vị thế là chủ đầu tư BDS nhà ở hàng đầu Việt Nam khi phát triển thành công một số dự án quy mô lớn.

VHM là công ty dẫn đầu ngành và có vị thế tốt để tận dụng đà phục hồi của ngành. Trên thị trường BDS vốn có tính phân mảnh cao, chúng tôi kỳ vọng VHM sẽ cùng cố vị thế dẫn đầu và giành thị phần từ các chủ đầu tư nhỏ hơn thông qua việc tận dụng các lợi thế của công ty như mô hình dự án phức hợp với đầy đủ các sản phẩm/dịch vụ phụ trợ, quỹ đất lớn nhất nước, uy tín thương hiệu đã được chứng minh và các gói cho vay mua nhà linh hoạt dành cho khách hàng. Tại Việt Nam, thị phần của VHM là 41% ở phân khúc chung cư cao cấp (2016-quý 3/2024) và 38% ở phân khúc chung cư trung cấp (2019-quý 3/2024), theo CBRE.

Lượng backlog lớn và các đợt mở bán dự án mới sẽ hỗ trợ lợi nhuận năm 2025: Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CDTs năm 2025 sẽ tăng 14% so với năm 2024 lên 31,3 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi việc bàn giao tại các dự án đã mở bán (chiếm khoảng 89% dự báo doanh thu BDS cốt lõi năm 2025 của chúng tôi) và các dự án mới dự kiến mở bán (bao gồm Wonder Park).

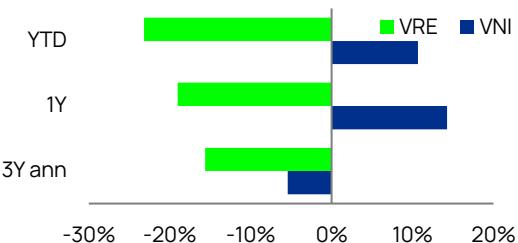
Chúng tôi kỳ vọng các dự án ở miền Nam sẽ đóng góp cao hơn vào doanh số bán hàng của VHM. Chúng tôi dự báo giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2024-2026 của VHM sẽ đạt 269 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi doanh số bán hàng dự kiến từ các dự án đang triển khai (bao gồm Royal Island) và các dự án mới (bao gồm Wonder Park tại Hà Nội và các dự án tại TP.HCM và các tỉnh thành cấp 2). Chúng tôi kỳ vọng rằng bối cảnh pháp lý thuận lợi hơn tại TP.HCM, những cải thiện về cơ sở hạ tầng ở miền Nam (cụ thể, tuyến tàu điện ngầm số 2 trong tương lai và Đường vành đai 3 & 4) và khả năng chi trả cao hơn so với phía Trung và phía Đông TP.HCM sẽ thúc đẩy doanh số bán dự án mới trong khu vực. Chúng tôi dự báo các dự án ở miền Nam sẽ đóng góp 3%/13%/49% vào doanh số bán hàng năm 2024/25/26 của VHM, được thúc đẩy bởi các đợt mở bán dự án mới ở phía bắc và phía nam TP.HCM (bao gồm Long Beach Cần Giờ, Khu đô thị Đại học Quốc tế, Leman Golf) và Long An - Đức Hòa Hậu Nghĩa (Tỉnh Long An), sau đại dự án gần nhất tại TP.HCM, Grand Park, được mở bán vào năm 2018.

Yếu tố hỗ trợ: Doanh số bán hàng cao hơn dự kiến tại các đại dự án mới. **Rủi ro:** các dự án theo BCC với VIC phát triển chậm hơn dự kiến .

VRE – Lợi nhuận cho thuê bán lẻ ổn định, khai trương trung tâm thương mại mới trong năm 2025

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2023	2024F	2025F	2026F
Giá CP(05/12)	17.850VND	Doanh thu (tỷ đồng)	9.791	9.010	9.171	11.135
Giá mục tiêu*	21.500VND	% YoY	33,0%	-8,0%	1,8%	21,4%
		LN từ HĐKD (tỷ đồng)	4.566	4.135	4.424	5.409
		NOI cho thuê (tỷ đồng)	5.746	5.793	6.338	7.285
TL tăng	+20,4%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	4.409	4.166	4.278	5.134
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	58,8%	-5,5%	2,7%	20,0%
Tổng mức sinh lời	+20,4%	EPS	58,8%	-5,5%	2,7%	20,0%
Ngành	BĐS	Biên LN gộp	54,6%	54,2%	56,2%	56,4%
GT vốn hóa	40 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	46,6%	45,9%	48,2%	48,6%
Room KN	11,6 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	45,0%	46,2%	46,6%	46,1%
GTGD/ngày (30n)	110 tỷ đồng	ROE	12,4%	10,4%	9,7%	10,5%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	-3,3%	-1,6%	-9,6%	-14,3%
SL CP lưu hành	2,3 tỷ	P/E	9,2x	9,7x	9,5x	7,9x
Pha loãng	2,3 tỷ	P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x

* cập nhật ngày 26/11/2024



Tổng quan công ty

VRE là nhà phát triển, chủ sở hữu và vận hành trung tâm thương mại bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Công ty vận hành 4 mô hình trung tâm thương mại bao gồm Vincom Center, Vincom Mega Mall, Vincom Plaza và Vincom+ với tổng diện tích GFA sàn bán lẻ đạt 1.84 triệu m2.

VRE, là nhà phát triển trung tâm thương mại (TTTM) hàng đầu, có vị thế tốt để tận dụng quá trình chuyển đổi của ngành bán lẻ hiện đại tại Việt Nam trong dài hạn với vị thế thống lĩnh và bề dày thành tích.

Lợi nhuận cho thuê bán lẻ sẽ tăng vào năm 2025. Trong 9 tháng đầu năm 2024, VRE báo cáo lợi nhuận gộp và thu nhập hoạt động ròng (NOI) cho thuê giảm YoY, chủ yếu do 1) chi phí năng lượng theo mùa tăng, 2) tiền thuê đất cao hơn sau khi các miễn trừ COVID-19 của Chính phủ hết hạn và 3) chi phí dự phòng và chi phí bán hàng & marketing tăng, theo ban lãnh đạo. Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ năm 2024 sẽ đi ngang YoY. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp cho thuê bán lẻ của VRE đạt 5,1 nghìn tỷ đồng (+10% so với năm 2024), được hỗ trợ bởi (1) sự cải thiện dần về doanh số và tỷ lệ lấp đầy của khách thuê và (2) đóng góp cả năm từ các trung tâm thương mại mới mở vào năm 2024 – bao gồm cả Vincom Mega Grand Park.

Các trung tâm thương mại VMM mới sẽ mở cửa trong năm 2025: Ban lãnh đạo đặt mục tiêu mở 3 trung tâm thương mại mới với tổng diện tích sàn bán lẻ (GFA) đạt khoảng 120.000 m2 vào năm 2025, bao gồm: 2 trung tâm thương mại VMM – Ocean City (Hưng Yên) và Royal Island (Hải Phòng) và 1 trung tâm thương mại VCP (Nghệ An). Chúng tôi kỳ vọng tổng GFA cho thuê bán lẻ của VRE sẽ tăng lên 1,96 triệu m2 vào cuối năm 2025 so với 1,84 triệu m2 vào cuối năm 2024.

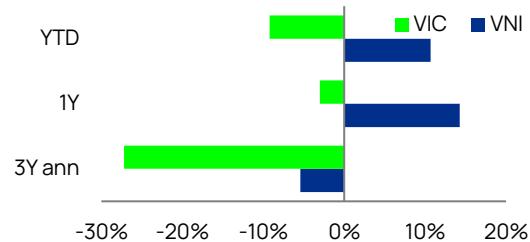
VRE có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 9,5 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi) so với P/E trung bình 3 tháng của các công ty cùng ngành trong khu vực năm 2025 là 17,1 lần, bên cạnh dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi là 10% cho VRE. Chúng tôi tiếp tục dự báo GFA cho thuê bán lẻ mới ở mức GFA bổ sung trung bình là khoảng 105.000 m2/năm trong giai đoạn 2025-28.

Rủi ro: Biên lợi nhuận cải thiện chậm hơn dự kiến; phát triển các dự án theo BCC với VIC/VHM chậm hơn dự kiến.

VIC – Nhu cầu vốn cho giai đoạn 2025-26 sẽ được hỗ trợ bởi các khoản tài trợ của Chủ tịch

Khuyến nghị*	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F
Giá CP(05/12)	40.850VND	Doanh thu (tỷ đồng)	161.428	154.819	153.845	162.682
Giá mục tiêu*	43.100VND	% YoY	58,6%	-4,1%	-0,6%	5,7%
		LN từ HDKD (tỷ đồng)	-2.469	-8.152	-8.477	-5.122
		LNTT (tỷ đồng)	13.769	8.236	26.916	23.863
TL tăng	+5,5%	LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	2.157	2.401	4.379	6.526
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	-75,4%	11,3%	82,4%	49,0%
Tổng mức sinh lời	+5,5%	EPS^	% YoY	-76,1%	14,3%	82,4%
Ngành	Đa ngành	Biên LN gộp	14,6%	14,2%	14,2%	15,6%
GT vốn hóa	152,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HDKD	-1,5%	-5,3%	-5,5%	-3,1%
Room KN	60 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	1,3%	1,6%	2,8%	4,0%
GTGD/ngày (30n)	135 tỷ đồng	ROE	1,9%	2,1%	3,7%	5,3%
Cổ phần Nhà nước	0,0%	Nợ vay ròng/CSH	120,3%	140,6%	132,3%	127,5%
SL CP lưu hành	3,7 tỷ	P/E^	72,3x	63,3x	34,7x	23,3x
Pha loãng	3,8 tỷ	P/B^	1,3x	1,3x	1,3x	1,2x

* cập nhật ngày 26/11/2024. ^ không bao gồm cổ phiếu VIC thuộc sở hữu của công ty con



Tổng quan công ty

Vingroup là 1 tập đoàn hoạt động trong nhiều lĩnh vực, bao gồm đầu tư BDS nhà ở, cho thuê BDS bán lẻ, đầu tư và vận hành khách sạn nghỉ dưỡng, sản xuất và nghiên cứu công nghệ ô tô.

Vị thế dẫn đầu ngành BDS: Chúng tôi kỳ vọng **Vinhomes** sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng nhu cầu nhà ở từ tầng lớp trung lưu mới nổi. Chúng tôi dự báo tổng giá trị hợp đồng bán hàng giai đoạn 2024-2026 của VHM sẽ đạt 269 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi các dự án đang triển khai (bao gồm Royal Island mới mở bán) và các dự án mới dự kiến (bao gồm Wonder Park).

Mảng khách sạn nghỉ dưỡng đang phục hồi: Chúng tôi kỳ vọng khoản lỗ từ HDKD của mảng này sẽ giảm vào năm 2024 và hòa vốn vào năm 2025.

Sản lượng bán xe điện tăng mạnh: **VinFast** bắt đầu vận hành nhà máy sản xuất ô tô đầu tiên vào tháng 9/2017 và chuyển đổi hoàn toàn thành nhà sản xuất xe điện thuần túy vào tháng 7/2022. Chúng tôi dự báo lượng bàn giao xe sẽ tăng 105%/24% YoY trong năm 2024/25, đạt lần lượt 68.000 và 85.000 xe, chủ yếu từ thị trường Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng rằng mảng công nghiệp sẽ tiếp tục lỗ trong trung hạn khi công ty đặt mục tiêu tăng trưởng thị phần.

Khoản tài trợ của Chủ tịch HDQT hỗ trợ dòng tiền: Chúng tôi cho rằng Chủ tịch HDQT sẽ cung cấp các khoản tài trợ mới trong giai đoạn 2025-26 cho VinFast theo công bố vào tháng 11/2024 rằng Chủ tịch HDQT sẽ tài trợ 50 nghìn tỷ đồng dưới dạng các khoản tài trợ mới.

Nhu cầu vốn vẫn duy trì: Chúng tôi dự báo khoản vốn đầu tư XDCB (bao gồm R&D) và khoản lỗ EBITDA của mảng công nghiệp (chủ yếu là VinFast) trong giai đoạn 2025-26 lần lượt đạt trung bình 23,5 nghìn tỷ đồng và 17,9 nghìn tỷ đồng mỗi năm. Những khoản này chủ yếu sẽ được tài trợ bởi dự báo của chúng tôi về mức tăng nợ vay ròng trung bình của VIC (không bao gồm VHM) ở mức 25,7 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong cùng kỳ. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng VIC/VinFast sẽ cân bằng khoản đầu tư vốn với tiến độ của các kế hoạch huy động vốn, bao gồm cả tái cấp vốn nợ.

Yếu tố hỗ trợ: Doanh số ô tô cao hơn dự kiến và triển vọng huy động vốn. **Rủi ro:** Doanh số và biên lợi nhuận của mảng công nghiệp cải thiện chậm hơn dự kiến; khó khăn trong việc huy động vốn để tài trợ cho các nghĩa vụ nợ.

NVL – Tái cơ cấu nợ vay là trọng tâm chính; giải quyết các vấn đề pháp lý và xây dựng cần thêm thời gian

Khuyến nghị	KĐG		2021	2022	2023	9M'24*	YTD		NVL	VNI
Giá CP(05/12)	10.850VND	Doanh thu (tỷ đồng)	14.903	11.134	4.757	4.295				
Lợi suất cổ tức	0,0%	% YoY	196,5%	-25,3%	-57,3%	57,3%				
		LNST(tỷ đồng)	3.455	2.182	486	-4.377	1Y			
		LNST sau CĐTS (tỷ đồng)	3.225	2.162	606	-4.104				
		% YoY	-17,7%	-33,0%	-72,0%	N.M.	3Y ann			
		EPS	% YoY	-24,6%	-38,9%	-72,1%	N.M.			
		Nợ vay gộp (tỷ đồng)	60.518	64.869	57.712	59.837				
		Biên LN gộp	41,2%	38,2%	27,8%	-43,3%				
Ngành	BĐS	Biên LN từ HĐKD	23,6%	15,8%	-9,7%	-73,6%	Tổng quan về công ty			
GT vốn hóa	21,2 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	21,6%	19,4%	12,7%	-95,6%	NVL là một trong những chủ đầu tư bất động sản lớn nhất tại Việt Nam, chủ yếu tập trung vào các dự án nhà ở và khách sạn tại khu vực miền Nam. NVL đã tái cấu trúc doanh nghiệp kể từ quý 4/2022.			
Room KN	9,3 nghìn tỷ đồng	ROE	10,6%	6,0%	1,6%	-3,1%				
GTGD/ngày (30n)	93 tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	103,1%	124,8%	119,8%	137,8%				
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	6,0x	9,8x	34,9x	N.M.				
SL CP lưu hành	1,95 tỷ	P/B	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x				

(*) BCTC quý 3/2024 trước kiểm toán của NVL

Việc giải quyết các vấn đề pháp lý tại các dự án trọng điểm cần có thời gian: Vào tháng 11/2024, TP. Biên Hòa đã nhận được phê duyệt quy hoạch 1/10.000 điều chỉnh, đây là điều kiện cần để điều chỉnh quy hoạch 1/5.000 của thành phố và quy hoạch 1/500 của dự án Aqua City. Đối với Novaworld Phan Thiết, Tỉnh Bình Thuận đã phê duyệt điều chỉnh diện tích đất được phân bổ cho từng thành phần của dự án, mà chúng tôi tin rằng đây là một bước tiến tích cực của NVL trong việc xử lý và xin phê duyệt thanh toán một lần cho dự án. Chúng tôi nhận thấy tiến độ phê duyệt pháp lý chậm hơn so với kỳ vọng trước đó của NVL đã nêu trong cuộc họp vào tháng 7/2024.

Áp lực thanh toán trái phiếu tái diễn: Vào cuối quý 3/2024, tổng số dư trái phiếu của NVL là 38,6 nghìn tỷ đồng, với khối lượng trái phiếu đáng kể dự kiến đáo hạn vào năm 2025, chủ yếu do gia hạn thời gian đáo hạn từ năm 2023 và 2024. Vào cuối quý 3/2024, trái phiếu của NVL dự kiến đáo hạn vào năm 2025 là khoảng 14 nghìn tỷ đồng, trong đó 11 nghìn tỷ đồng đã được gia hạn đến thời hạn tối đa 2 năm theo Nghị định 08/2023/NĐ-CP. Chúng tôi dự báo rằng NVL sẽ tiếp tục phải đối mặt với những thách thức về tái cấp vốn vào năm 2025 và có thể sẽ cần thêm phương án tài trợ thay thế hoặc chiến lược tái cấu trúc khác.

Tiến độ bàn giao đang diễn ra với tốc độ khiêm tốn: Vào cuối quý 3/2024, tổng số căn hộ đã bàn giao tích lũy tại Aqua City, Novaworld Phan Thiết, Novaworld Hồ Tràm lần lượt là khoảng 650/1.100/400 căn, chiếm khoảng 6%/16%/15% tổng số căn hộ đã bán trước tích lũy (theo cập nhật gần nhất của NVL tính đến quý 2/2023).

Quan điểm của chúng tôi: Chúng tôi tin rằng tiến độ cơ bản của NVL, bao gồm tái cấu trúc nợ vay, giải quyết các vấn đề pháp lý và xây dựng, và khôi phục niềm tin của người mua nhà, sẽ cần thời gian để giải quyết. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NVL sẽ tiếp tục tập trung vào (1) tái cấu trúc nợ, bao gồm đàm phán với các chủ trái phiếu để gia hạn thời hạn đáo hạn/hoán đổi tài sản và (2) giải quyết từng bước các vấn đề pháp lý và xây dựng để bàn giao nhà (căn hộ đã bán trước) cho người mua nhà.

Theo quan điểm của chúng tôi, các rủi ro chính: (1) Sự chậm trễ trong việc thanh toán trước khi mua nhà của người mua, (2) những thách thức trong việc huy động vốn để tài trợ cho trái phiếu đáo hạn cao vào năm 2025 và (3) rủi ro pha loãng từ các kế hoạch phát hành quyền mua và chào bán riêng lẻ.

Ngành Giao thông Vận tải & Logistics

Công suất mới trên toàn ngành

Tháng 12/2024

Nguyễn Thị Ngọc Hân

Chuyên viên

han.nguyenngoc@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.191

Hoàng Gia Huy

Chuyên viên

huy.hoang@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.526

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp

vy.nguyen@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.147

Hoàng Nam

Giám đốc

nam.hoang@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.124

Tóm tắt

- **Sản lượng khách hàng không: Sự cải thiện trong chi tiêu tiêu dùng và sự sụt giảm của giá vé máy bay sẽ giúp thúc đẩy đà phục hồi trong nước.** Chúng tôi dự báo số lượng hành khách quốc tế, bao gồm người Việt Nam, sẽ lần lượt đạt mức 49/53/60 triệu người vào các năm 2025/26/27 (+8%/+8%/+15% YoY), nhờ các chính sách visa thuận lợi và các nỗ lực tích cực nhằm phát triển du lịch. Chúng tôi dự báo lượng hành khách trong nước sẽ lần lượt đạt mức 75/84/90 triệu người vào các năm 2025/26/27 (+9%/+9%/+12% YoY), được hỗ trợ bởi sự phục hồi của chi tiêu du lịch trong nước và mức giá vé ổn định. Hàn Quốc dự kiến sẽ tiếp tục đóng vai trò là nguồn du khách quốc tế lớn nhất của Việt Nam trong ngắn hạn. Tuy nhiên, nền kinh tế yếu của Trung Quốc có thể sẽ làm chậm quá trình phục hồi lượng khách từ quốc gia này.
- **Hàng hóa hàng không: Tăng trưởng thông lượng hàng hóa dự kiến sẽ chậm lại khi hoạt động thương mại trở về mức bình thường từ mức cơ sở cao của năm 2024.** Dự báo của chúng tôi phản ánh (1) hiệu ứng của mức cơ sở cao từ năm 2024, (2) đà tăng trưởng chậm lại của Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam), với GDP dự kiến giảm từ mức 2,6% trong năm 2024 xuống mức 1,9% trong năm 2025, và (3) tác động tiềm ẩn từ việc ông Donald Trump tái đắc cử và đề xuất áp thuế quan đối với Việt Nam của ông. ACV dự kiến sẽ đầu tư vào nhà ga hàng hóa số 1 (LTA-C1) của sân bay quốc tế Long Thành, và SCS sẽ không có cổ phần trong nhà ga này. Chúng tôi dự báo LTA-C1 sẽ đi vào hoạt động vào quý 1/2027.
- **Sân bay: Tiến độ thi công của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) dự kiến sẽ được đẩy nhanh.** Các gói thầu quan trọng: Tính đến tháng 11/2024, đã chọn được nhà thầu cho 3/5 gói thầu quan trọng. Chúng tôi kỳ vọng việc đấu thầu cho LTA-C1 và bãi đỗ xe sẽ bắt đầu vào cuối quý 4/2024. Quốc hội đã phê duyệt việc điều chỉnh (1) gia hạn mục tiêu hoàn thành đến ngày 31/12/2026 (so với kế hoạch ban đầu là cuối năm 2025), (2) tăng số lượng đường băng ở khu vực phía Bắc lên 2 (từ kế hoạch ban đầu là 1), và (3) ủy quyền cho Chính phủ phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi điều chỉnh cho Giai đoạn 1 mà không cần sự phê duyệt thêm từ Quốc hội.
- **Cảng biển:** Vào năm 2025, chúng tôi dự báo áp lực cạnh tranh tại Hải Phòng sẽ gia tăng khi mức công suất mới là khoảng 2,8 triệu TEU được đưa vào hoạt động (+33% so với mức hiện tại là 8,4 triệu TEU), trong đó bao gồm 2,2 triệu TEU từ 4 bến cảng mới tại cảng nước sâu Lạch Huyện (HICT) vào đầu năm 2025 và 600.000 TEU từ giai đoạn 3 cảng Nam Đình Vũ vào cuối năm 2025. Tại khu vực phía Nam, chúng tôi dự kiến mức độ cạnh tranh sẽ không gia tăng đáng kể do (1) không có công suất mới và (2) nhu cầu cao cùng với hiệu suất hoạt động cao.
- **Giá cước vận tải và tình trạng tắc nghẽn cảng tại khu vực Đông Nam Á:** Chúng tôi kỳ vọng giá cước container và tình trạng tắc nghẽn cảng biển tại Đông Nam Á sẽ giảm bớt trong năm 2025 nhờ (1) mức nước cao hơn tại kênh đào Panama nhờ vào hiện tượng La Niña và (2) nguồn cung tàu toàn cầu tăng 6,4%, và vượt qua mức tăng trưởng nhu cầu là 4,0%. Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại một số rủi ro đối với dự báo của chúng tôi do những bất ổn địa chính trị toàn cầu.
- **Tác động từ nhiệm kỳ tổng thống của Donald Trump:** Nhiệm kỳ tổng thống của ông Trump có thể sẽ gây gián đoạn thương mại giữa Việt Nam và Mỹ thông qua các chính sách tăng thuế quan, từ đó gây tác động tiêu cực đến doanh thu và lợi nhuận của các công ty cảng biển và logistics. Cụ thể, cảng nước sâu Gemalink của GMD có nguy cơ sẽ bị ảnh hưởng vì cảng này chủ yếu phục vụ các tuyến Mỹ-EU. Đồng thời, việc thương mại quốc tế suy yếu sẽ đe dọa đến mức thông lượng tại cảng Nam Đình Vũ. Đối với công ty điều hành nhà ga hàng hóa hàng không SCS, thì Mỹ và EU đã chiếm khoảng 20% tổng thông lượng hàng hóa. Tuy nhiên, tình hình có thể sẽ tương đối khả quan hơn nếu mức thuế quan áp dụng cho Việt Nam ở mức thấp hơn so với các nước khác trong khu vực.
- **Cổ phiếu được chọn:** AST sẽ chứng kiến sự phục hồi đối với chi tiêu của hành khách và sự gia tăng đối với tốc độ mở thêm các cửa hàng mới tại nhà ga T3 tại Tân Sơn Nhất, T2 tại Nội Bài và LTA trong giai đoạn 2025-2027, qua đó thúc đẩy LNST sau lợi ích CDTS dự kiến của công ty lần lượt tăng trưởng ở mức 30%/20%/22% YoY trong các năm 2025/26/27. Định giá của AST là khá hấp dẫn với P/E các năm 2025/26 lần lượt ở mức 13,1 lần/10,9 lần (so với P/E trượt trung bình của giai đoạn 2018-2019 là 15,0 lần).

Ngành Giao thông Vận tải & logistics : Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

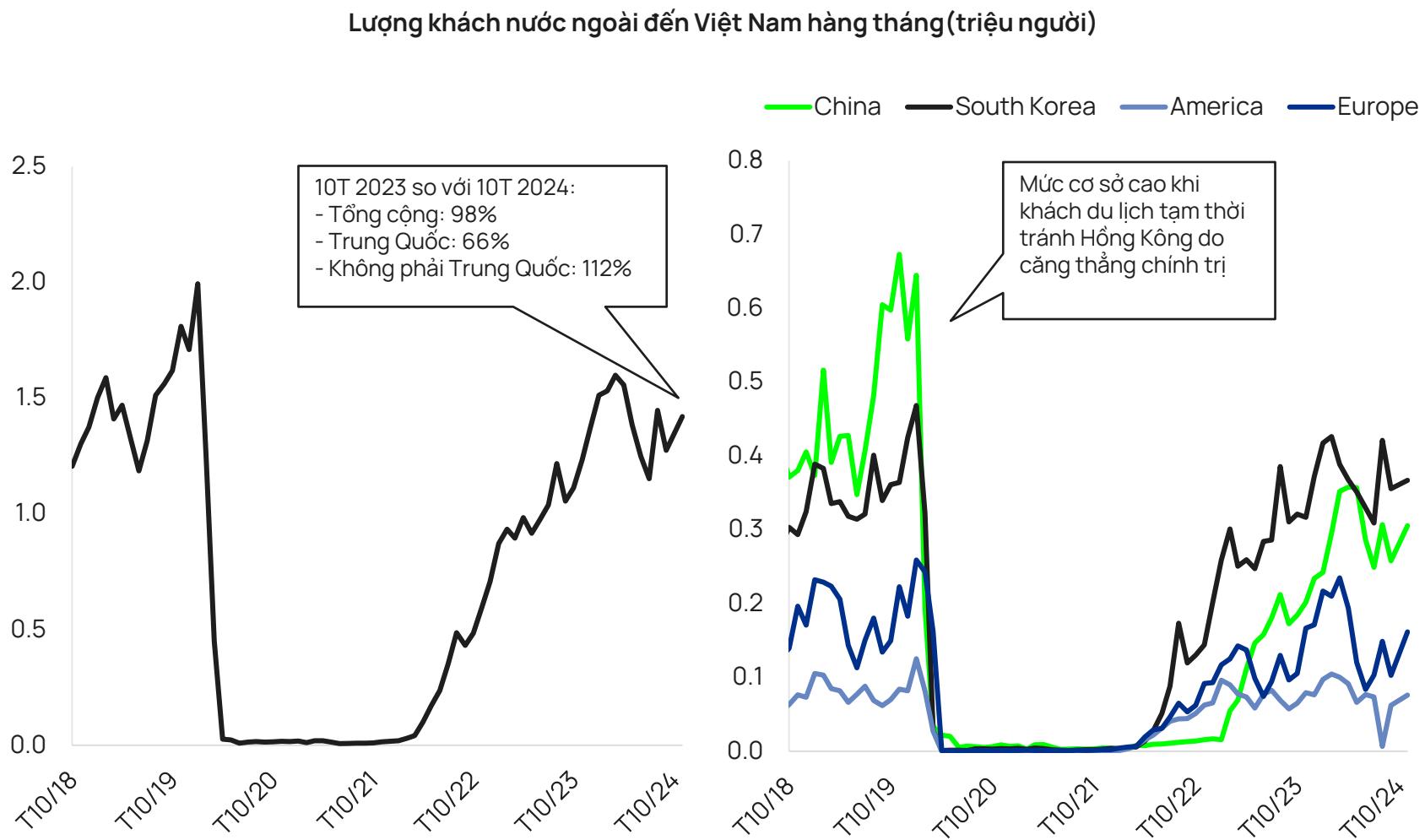
Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
AST	MUA	96	0%	49%	5	0,0	53.400	60.600	03/12/2024	13,5%	4,7%	18,2%
VJC	KQ	2.231	0%	30%	373	3,7	103.000	114.000	15/03/2024	10,7%	0,0%	10,7%
GMD	PHTT	1.093	0%	49%	1	3,2	66.000	69.800	12/11/2024	5,8%	2,3%	8,0%
ACV	PHTT	10.667	95%	49%	4.836	1,6	122.500	130.800	12/11/2024	6,8%	0,0%	6,8%
SCS	KQ	304	0%	30%	26	0,8	80.200	71.400	07/11/2024	-11,0%	8,7%	-2,2%
HVN	PHTT	2.316	0%	30%	514	3,6	26.150	14.700	25/03/2024	-43,8%	0,0%	-43,8%
VTP	PHTT	684	61%	49%	284	6,4	140.400	69.000	06/09/2024	-50,9%	1,1%	-49,8%

Tóm tắt định giá

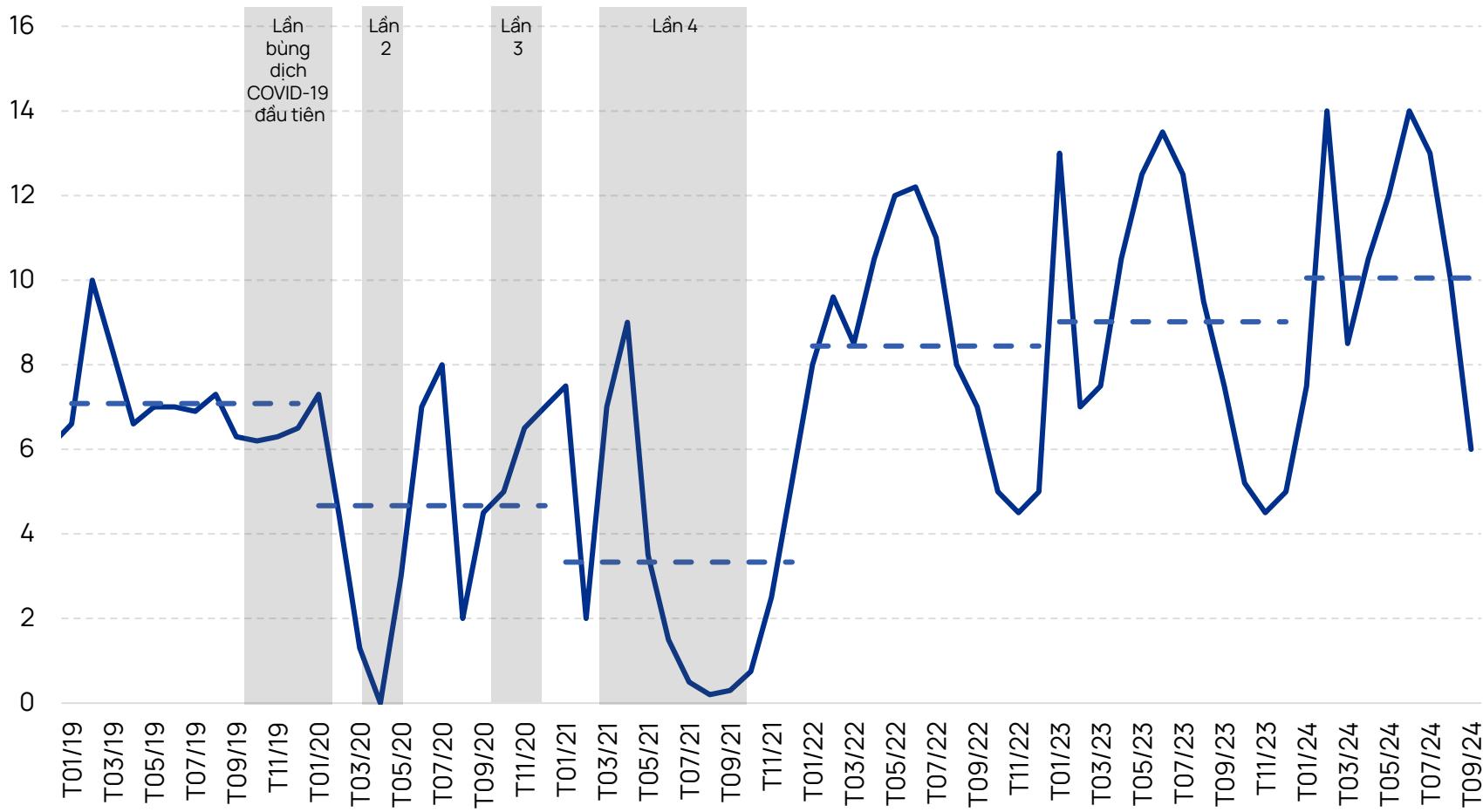
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2024F x	P/E 2025F x	P/E 2026F x	EV/EBITDA* 2025F x	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
AST	53.400	26%	30%	20%	17,7x	17,0x	13,1x	10,9x	8,5x	25%	3,7x	-0,1x
VJC	103.000	586%	59%	29%	30,8x	23,7x	14,9x	11,5x	7,3x	18%	3,3x	2,3x
GMD	66.000	-26%	-23%	17%	20,4x	15,7x	20,3x	17,4x	11,6x	11%	2,3x	0,1x
ACV	122.500	35%	11%	12%	26,6x	25,2x	22,7x	20,3x	14,7x	19%	4,7x	0,2x
SCS	80.200	49%	0%	7%	11,7x	11,6x	11,6x	10,9x	6,4x	52%	4,9x	-0,7x
HVN	26.150	N.M.	N.M.	164%	14,6x	N.M.	172,0x	65,0x	7,4x	N.M.	-5,2x	-2,0x
VTP	140.400	30%	15%	13%	56,8x	55,5x	48,4x	41,3x	23,3x	23%	10,6x	-0,1x

Lượng khách quốc tế: Lượng khách Hàn Quốc vẫn duy trì ở mức cao; lượng khách Trung Quốc đang trên đà phục hồi

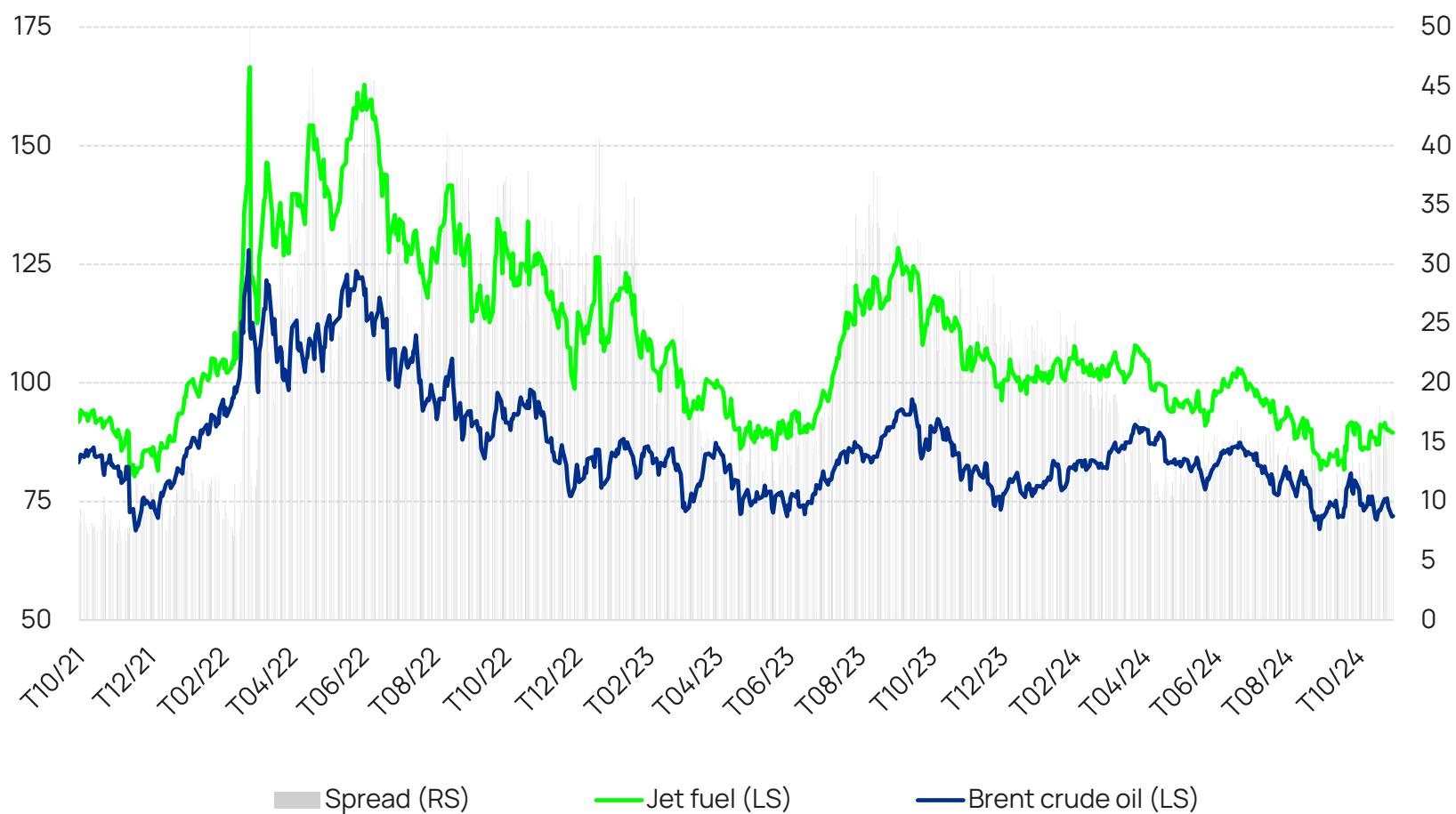


Đà phục hồi được thúc đẩy bởi chi tiêu tiêu dùng tăng và giá vé máy bay giảm

Số lượng khách du lịch trong nước hàng tháng tại Việt Nam (triệu người)

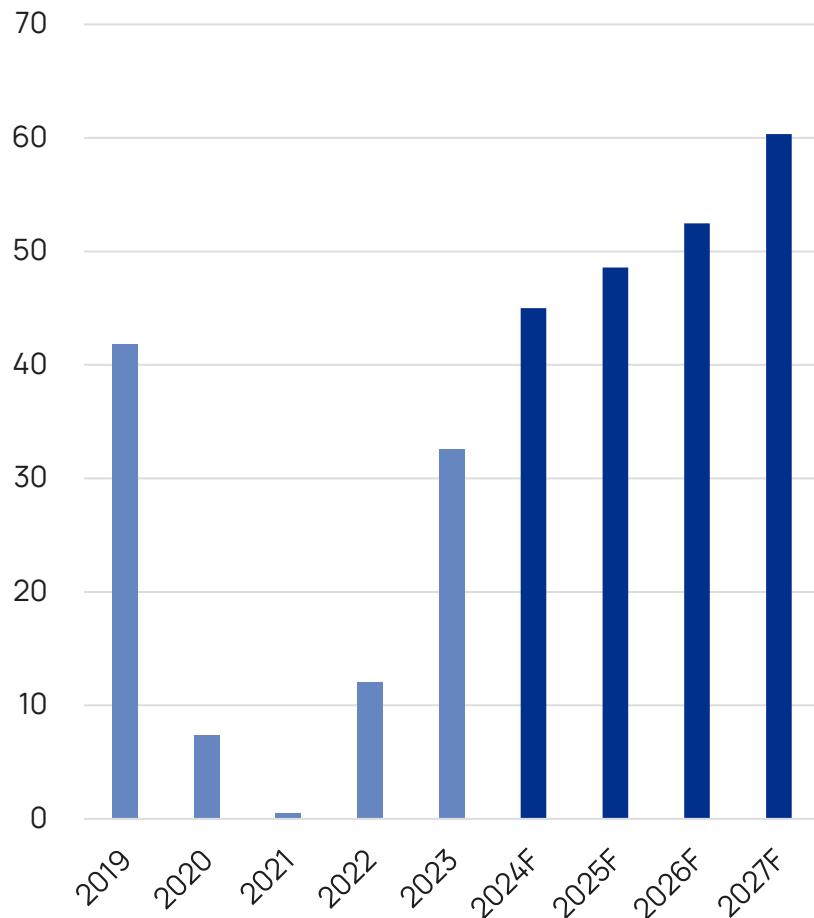


Việc chi phí nhiên liệu giảm sẽ thúc đẩy lợi nhuận của các hãng hàng không, qua đó giúp giảm dần áp lực lên giá vé máy bay

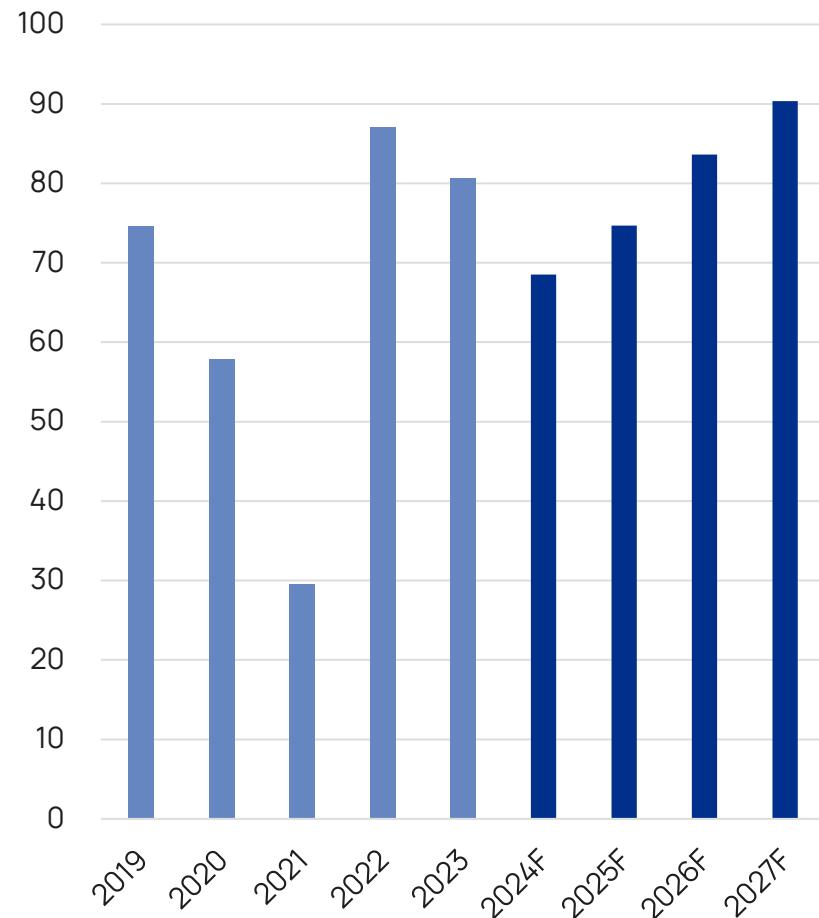


Dự báo của Vietcap về số lượng hành khách hàng không

Tổng số hành khách quốc tế (triệu người)



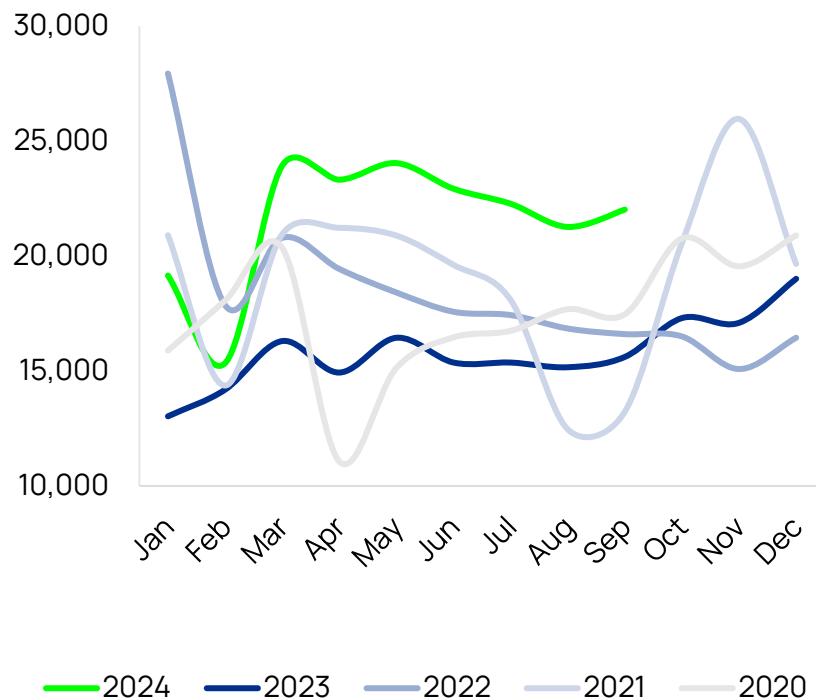
Tổng số hành khách trong nước (triệu người)



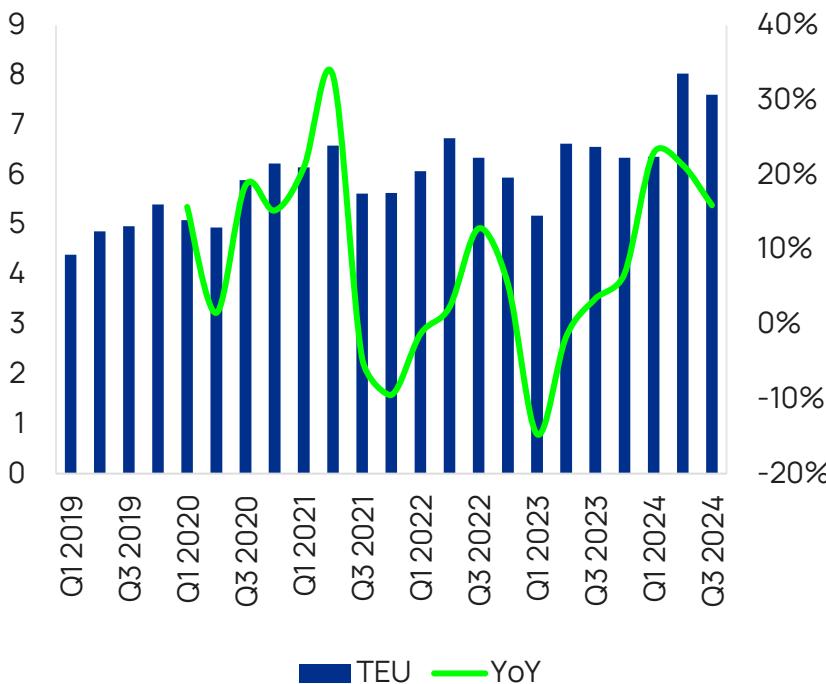
Hàng hóa: Thông lượng tăng trưởng ở mức vừa phải khi các hoạt động thương mại quay trở lại mức bình thường từ mức cơ sở cao của năm 2024

- Chúng tôi dự báo tăng trưởng thông lượng năm 2025 sẽ chững lại ở mức một con số. Dự báo của chúng tôi phản ánh (1) hiệu ứng của mức cơ sở cao từ năm 2024, (2) mức tăng trưởng chậm lại của Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam), với GDP dự kiến giảm từ mức 2,6% trong năm 2024 xuống mức 1,9% vào năm 2025, và (3) các tác động tiềm ẩn từ việc ông Trump tái đắc cử và các mức thuế quan đối với Việt Nam do ông đề xuất.

Thông lượng hàng hóa của SCS trong 9 tháng đầu năm 2024 đã cải thiện 42% YoY lên mức 194.300 tấn.



Tổng thông lượng container đường biển của Việt Nam trong 9 tháng đầu năm 2024 đã tăng 20% YoY, đạt hơn 22 triệu TEU.



Tiến độ thi công của Sân bay Quốc tế Long Thành được đẩy nhanh

Chúng tôi kỳ vọng gói thầu nhà ga hàng hóa số 1 của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA-C1) (gói thầu quan trọng cuối cùng) sẽ được mở vào cuối quý 4/2024. Tính đến tháng 11/2024, các nhà thầu đã được lựa chọn cho 3/5 gói thầu quan trọng, bao gồm sân đỗ nhà ga hành khách, đường nội bộ và cơ sở hạ tầng cung cấp nhiên liệu. Gói thầu bãi đỗ xe đã được mở vào giữa quý 4/2024.

Quốc hội đã phê duyệt kế hoạch đối với:

- Điều chỉnh tiến độ: Hoàn thành và đưa vào vận hành giai đoạn 1 trước ngày 31/12/2026 (so với ngày 31/12/2025 trong kế hoạch ban đầu);
- Điều chỉnh quy mô: Xây dựng 2 đường băng tại khu vực phía Bắc (tăng từ mức 1 đường băng trong kế hoạch ban đầu);
- Ủy quyền: Chính phủ được ủy quyền phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi điều chỉnh cho giai đoạn 1 mà không cần sự thông qua của Quốc hội.

Nhà ga số 3 (T3) của Sân bay Tân Sơn Nhất (SGN): ACV kỳ vọng nhà ga T3 của Tân Sơn Nhất sẽ đi vào hoạt động vào ngày 30/04/2025, sớm hơn 2 tháng so với kế hoạch. Nhà ga T3 được thiết kế với công suất 20 triệu hành khách trong nước và có thể giảm tình trạng quá tải tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất sau khi hoàn thành.

Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA)

Tóm tắt dự án LTA

	Dự án thành phần 1	Dự án thành phần 2	Dự án thành phần 3	Dự án thành phần 4	Tổng cộng
Loại công trình	Công trình của chính phủ	Tòa nhà quản lý không lưu	Xây dựng sân bay thiết yếu, bao gồm hạ tầng chung và nhà ga hàng hóa số 1	Các tòa nhà cung cấp dịch vụ hàng không bổ sung, bao gồm nhà ga hàng hóa số 2	
Nhà đầu tư	Các cơ quan chính phủ và/hoặc nhà đầu tư PPP nếu cơ quan chính phủ không thể bố trí vốn	Tổng công ty Quản lý bay Việt Nam	ACV	Bộ Giao thông Vận tải sẽ phụ trách đấu thầu dự án thành phần thứ tư	
Tổng chi phí đầu tư (tỷ đồng)	293,26	3.435,25	99.019,26	6.363,97	109.111,74
Tổng chi phí đầu tư (triệu USD) (theo tỷ giá VND/USD là 23.390)	12,54	146,87	4.233,40	272,08	4.664,89

Các gói thầu xây dựng đáng chú ý của dự án thành phần số 3 tại LTA

Hạng mục	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Thắng thầu / Dự thầu / Hưởng lợi tiềm năng
San lấp mặt đất & thoát nước	3.4	4.412	Đang thi công	Thắng thầu: CTCP Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Công ty Công trình Hàng không ACC Tập đoàn Phúc Lộc Cienco 8 Vinaconex (HOSE: VCG)
Nhà ga hành khách	5.10 - Thân nhà ga hành khách	35.234	Đang thi công	Thắng thầu: Liên doanh VIETUR Các công ty hưởng lợi tiềm năng: HOSE: DHA UPCOM: VLB
Nhà ga hàng hóa số 1	7.8	N/A	Dự kiến đấu thầu vào quý 4/2024 Dự kiến khởi công vào quý 1/2025	N/A

Các gói thầu xây dựng đáng chú ý của dự án thành phần số 3 tại LTA

Hang mục	Gói thầu	Giá trị (tỷ đồng)	Tình trạng	Thắng thầu / Dự thầu / Hướng lợi tiềm năng
Cơ sở hạ tầng	4.6 – Đường băng, sân đỗ khác	8.136	Đang thi công	Thắng thầu (1 liên doanh) Vinaconex (HOSE: VCG) CTCP Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Công ty Công trình Hàng không ACC Cienco 4 (UPCoM: C4G) Tổng công ty Xây dựng Đầu tư và Phát triển Việt Nam CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bổn Bảy
	4.7 – Sân đỗ nhà ga hành khách	6.268	Đang thi công	Thắng thầu: CTCP Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Công ty Công trình Hàng không ACC Tổng công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam Tổng công ty Xây dựng Đầu tư và Phát triển Việt Nam Tập đoàn Cienco4 CTCP Xây dựng công trình hàng không Sáu Bổn Bảy
	4.8 – Đường bộ nội	11.066	Khởi công xây dựng vào quý 4/2024	Thắng thầu: CTCP Tư vấn & Xây dựng Trường Sơn Công ty cổ phần Đầu tư và Xây dựng Giao thông Phương Thành Tổng công ty Xuất nhập khẩu và Xây dựng Việt Nam Tổng công ty xây dựng Số 1 CTCP Thiết bị và Dịch vụ công nghiệp Á Châu Công ty TNHH Ứng dụng và Phát triển Công nghệ Thông tin Tổng công ty Xây dựng Đầu tư và Phát triển Việt Nam Công ty TNHH Đầu tư Xây dựng DACINCO Công ty Cổ phần Xây lắp 368
	4.9 – Cơ sở hạ tầng cung cấp nhiên liệu	2.880	Đang thi công	Tổng công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PTSC) Công ty TNHH MTV BCA Thăng Long
	6.12 – Đường nối T1, T2	2.785	Đang thi công	Thắng thầu: Tập đoàn Đèo Cả (HOSE: HHV) CTCP Thăng Long (HNX: TTL) CTCP Đầu tư Xây dựng Hạ tầng Khang Nguyễn CTCP Tư vấn Thương mại & Xây dựng Hoàng Long CTCP Xây dựng 368
	11.5 – Bãi đậu xe	N/A	Dự kiến đấu thầu vào quý 4/2024 Dự kiến khởi công vào quý 1/2025	N/A

Nhà ga số 3 tại Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất

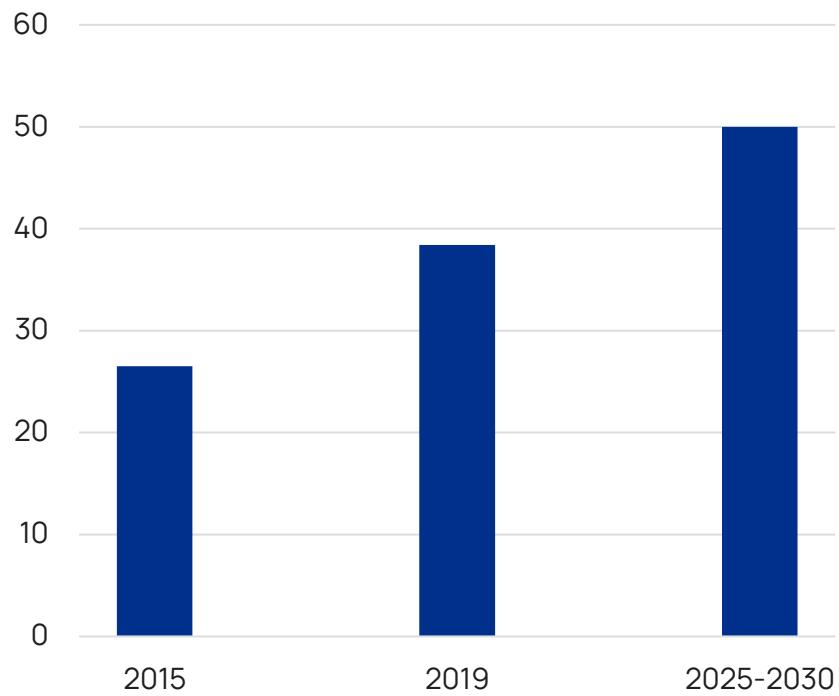
Dự án	Nhà đầu tư	Tình trạng	Giai đoạn tiếp theo	Dự kiến hoàn thành	Công suất bổ sung	Chi phí ước tính (triệu USD)
Nhà ga T3 của Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất	ACV	Đang thi công	Đi vào hoạt động	Quý 2/2025	20 triệu hành khách	475

Việc xây dựng Nhà ga T3 của Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất đã bắt đầu vào ngày 31/08/2023 và dự kiến sẽ hoàn thành vào ngày 30/04/2025.

Tổng vốn đầu tư cho dự án lên đến 11 nghìn tỷ đồng, trong đó 70% nguồn vốn đến từ ACV và 30% từ thị trường tư nhân.

Nhà ga mới được thiết kế để phục vụ 20 triệu hành khách, dự kiến sẽ nâng tổng công suất của Sân bay Quốc tế Tân Sơn Nhất lên 50 triệu hành khách mỗi năm.

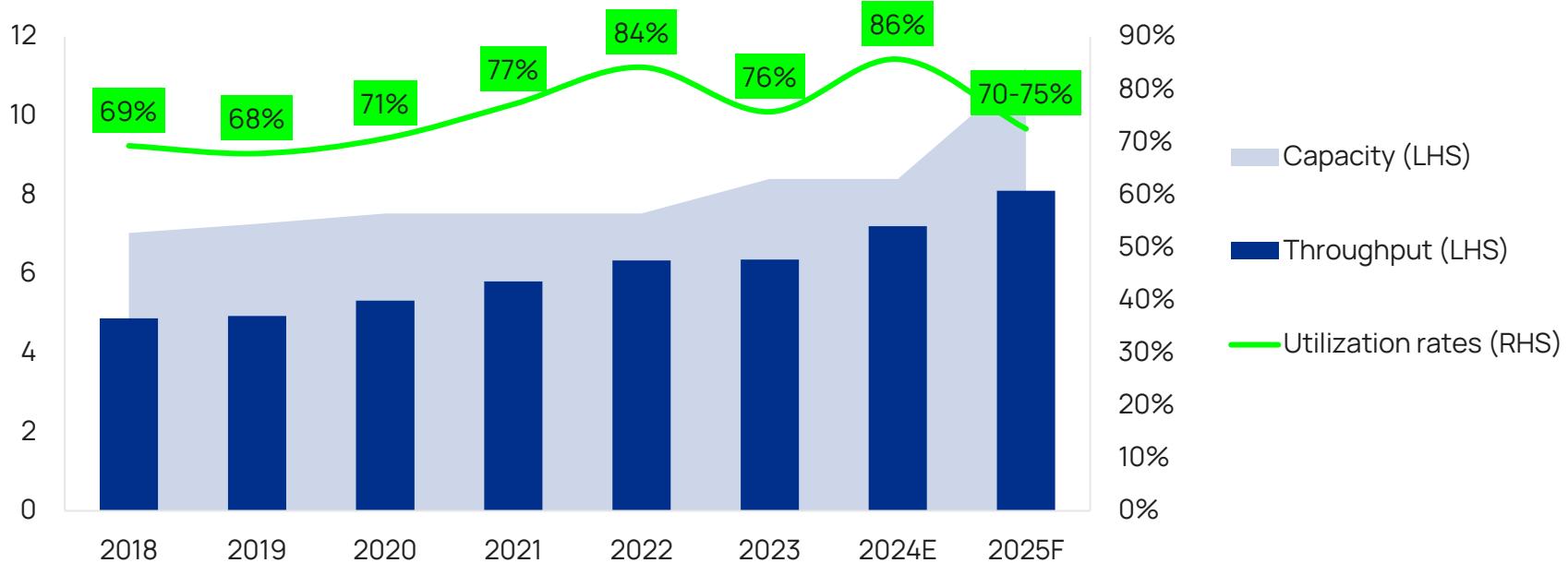
Công suất của Tân Sơn Nhất (triệu khách/năm)



Cảng biển: Chúng tôi dự báo áp lực cạnh tranh tại khu vực miền Bắc sẽ gia tăng khi công suất mới được đưa vào hoạt động (1)

- Vào năm 2025F, Hải Phòng sẽ bổ sung thêm mức công suất hàng năm mới là khoảng 2,8 triệu TEU (+33% so với hiện tại), qua đó làm **giảm** mức độ cạnh tranh trong một khu vực vốn đã có tính **cạnh tranh cao**. Công suất bổ sung bao gồm:
 - 4 bến cảng tại cảng nước sâu Lạch Huyện (HICT), dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2025, và bổ sung mức công suất khoảng 2,2 triệu TEU/năm.
 - Mở rộng giai đoạn 3 của Nam Đình Vũ (NDV), dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2025 và bổ sung mức công suất 600.000 TEU/năm.
- Chúng tôi dự báo mức công suất bổ sung sẽ vượt xa tăng trưởng nhu cầu**, qua đó làm giảm tổng mức hiệu suất hoạt động trong khu vực. Ngay cả khi chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng nhu cầu ở mức 10-15% (cao hơn so với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2019-23 là 7%), thì chúng tôi ước tính hiệu suất hoạt động trung bình cũng sẽ giảm xuống mức 70-75% so với 86% vào năm 2024.

Thông lượng container, công suất và hiệu suất hoạt động tại Hải Phòng (triệu TEU)



Cảng biển: Chúng tôi dự báo cạnh tranh tại khu vực miền Bắc sẽ gay gắt hơn khi công suất mới được đưa vào hoạt động (1)

Tổng quan về các bến cảng HICT từ số 1 đến số 6

	Bến số 1 & 2 (hiện có)	Bến số 3 & 4 (dự kiến hoạt động năm 2025)	Bến số 5 & 6 (dự kiến hoạt động năm 2025)
Chủ sở hữu	Saigon Newport (SNP), ONE, Itochu, Wan Hai	PHP	Hateco
Đối tác*	ONE (Top-6 toàn cầu, thị phần 6,3%), Wan Hai (Top-11, 1,7%)	MSC (Top-1 toàn cầu, thị phần 20,1%)	Maersk (Top-2 toàn cầu, thị phần 14,3%)
Thời gian hoạt động	Tháng 5/2018	Quý 1/2025	Quý 1/2025
Số lượng bến	2	2	2
Chiều dài (m)	750	750	900
Công suất thiết kế (triệu TEU)	1,0	1,1	1,1
Kích thước tàu tối đa (TEU)	12.000	8.000	8.000
Vốn đầu tư XDCB (tỷ đồng)	7.580	6.950	8.950
Vốn đầu tư XDCB (triệu USD)	303	278	358

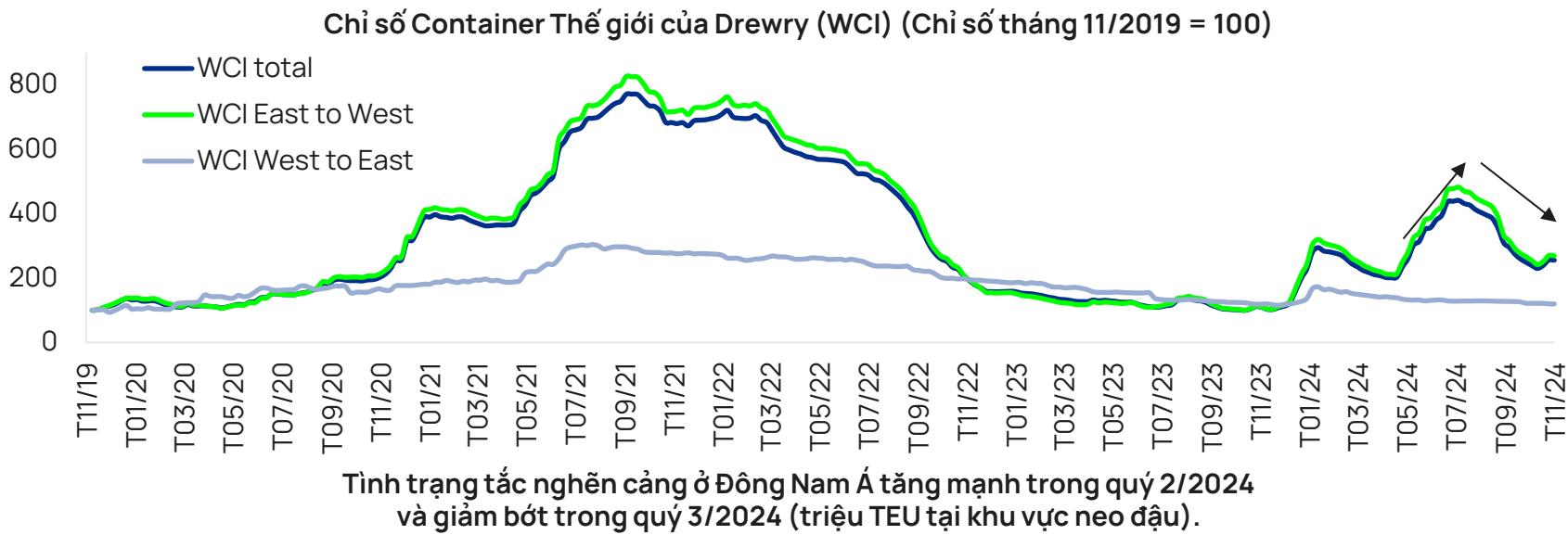
Cảng biển: Chúng tôi kỳ vọng cạnh tranh sẽ không gia tăng đáng kể ở khu vực phía Nam

- Dự báo cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng mức độ cạnh tranh tại khu vực phía Nam sẽ không tăng đáng kể do (1) nhu cầu vẫn ổn định, với hiệu suất hoạt động trong 9 tháng đầu năm 2024 của khu vực đạt 92%, và (2) sẽ không có sự mở rộng công suất nào trong năm 2025 – dự án duy nhất sắp tới là Gemalink (GML) 2A, nhưng dự án này sẽ chưa đi vào hoạt động cho đến quý 2 - quý 3/2026.

Thông lượng 9T 2024 tại khu vực Cái Mép - Thị Vải

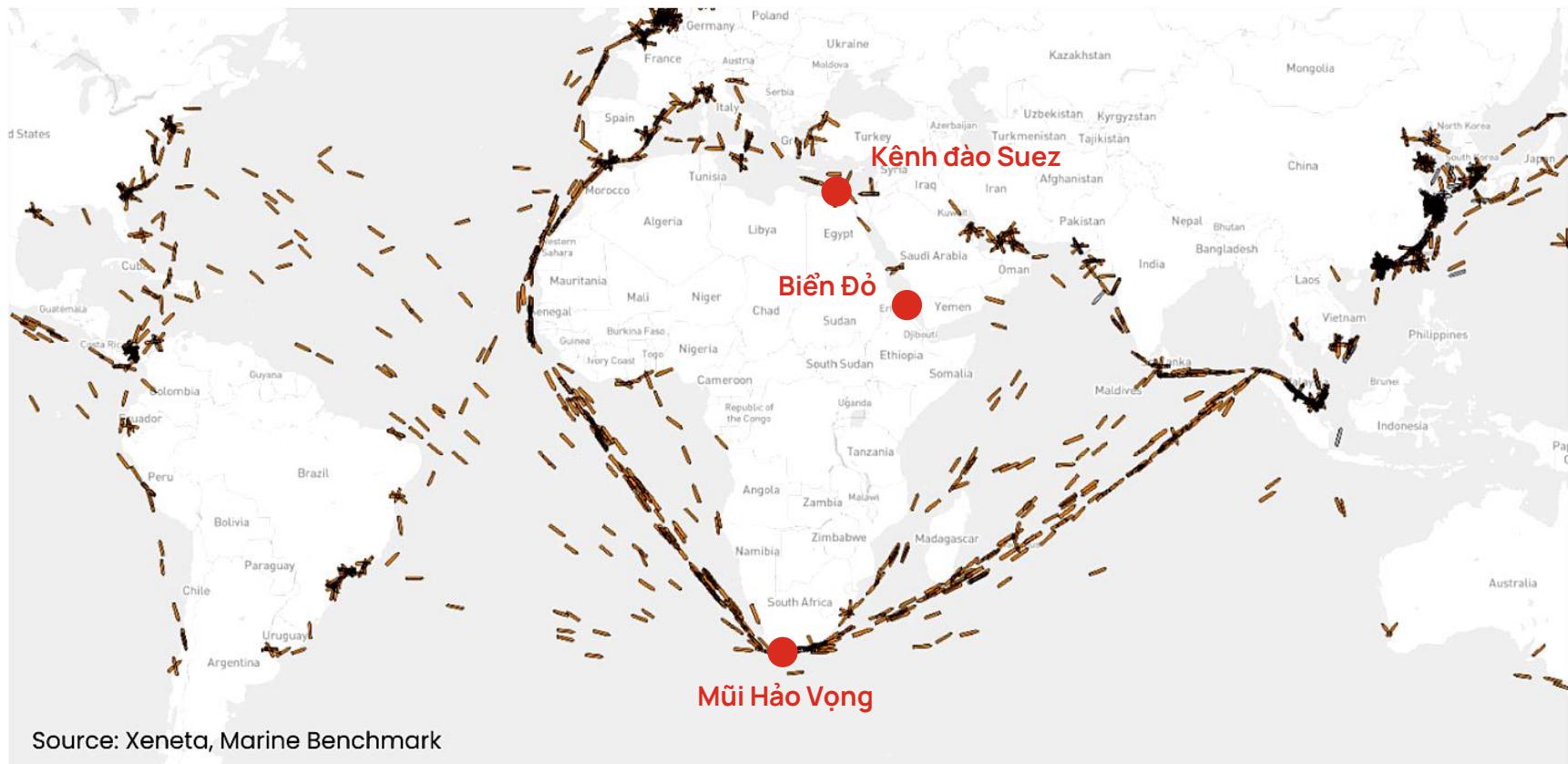
Nghìn TEU	Công suất	Thông lượng 9T 2023	Thông lượng 9T 2024	YoY	Hiệu suất hoạt động (9T)
TCIT	1.800	1.400	1.440	3%	107%
TCTT	1.000	460	710	54%	95%
CMIT	1.100	600	810	35%	98%
SSIT	1.500	390	490	26%	44%
GML	1.500	660	1.300	97%	116%
Tổng cộng	6.900	3.510	4.750	35%	92%

Cảng biển: Giá cước vận tải tăng mạnh và tình trạng tắc nghẽn cảng tại Đông Nam Á trong nửa đầu năm 2024; tình hình đã hạ nhiệt từ quý 3 (1)



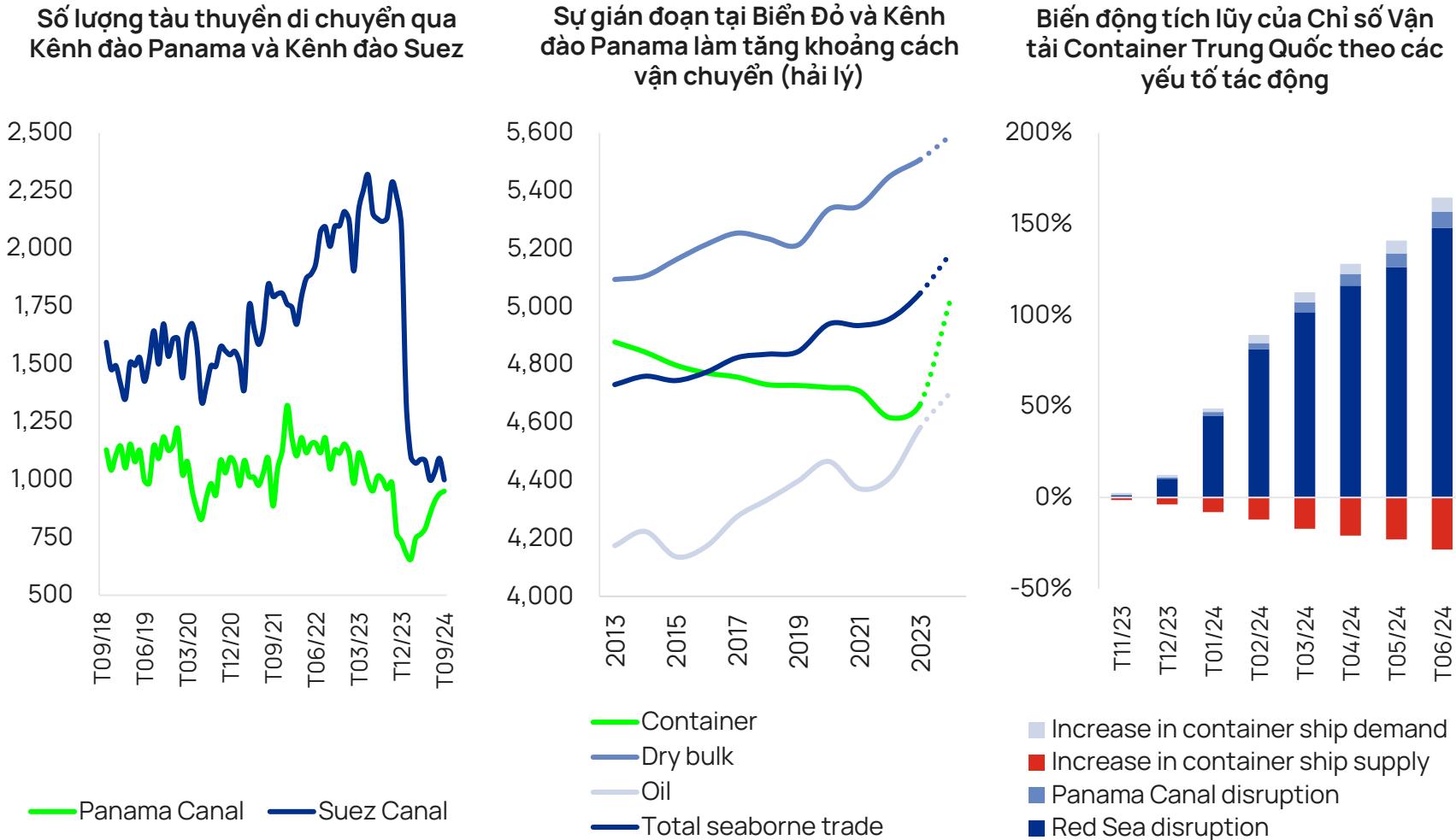
Cảng biển: Giá cước vận tải tăng mạnh và tình trạng tắc nghẽn cảng tại Đông Nam Á trong nửa đầu năm 2024; tình hình đã hạ nhiệt từ quý 3 (2)

Tàu thuyền chuyển hướng sang Mũi Hảo Vọng



Source: Xeneta, Marine Benchmark

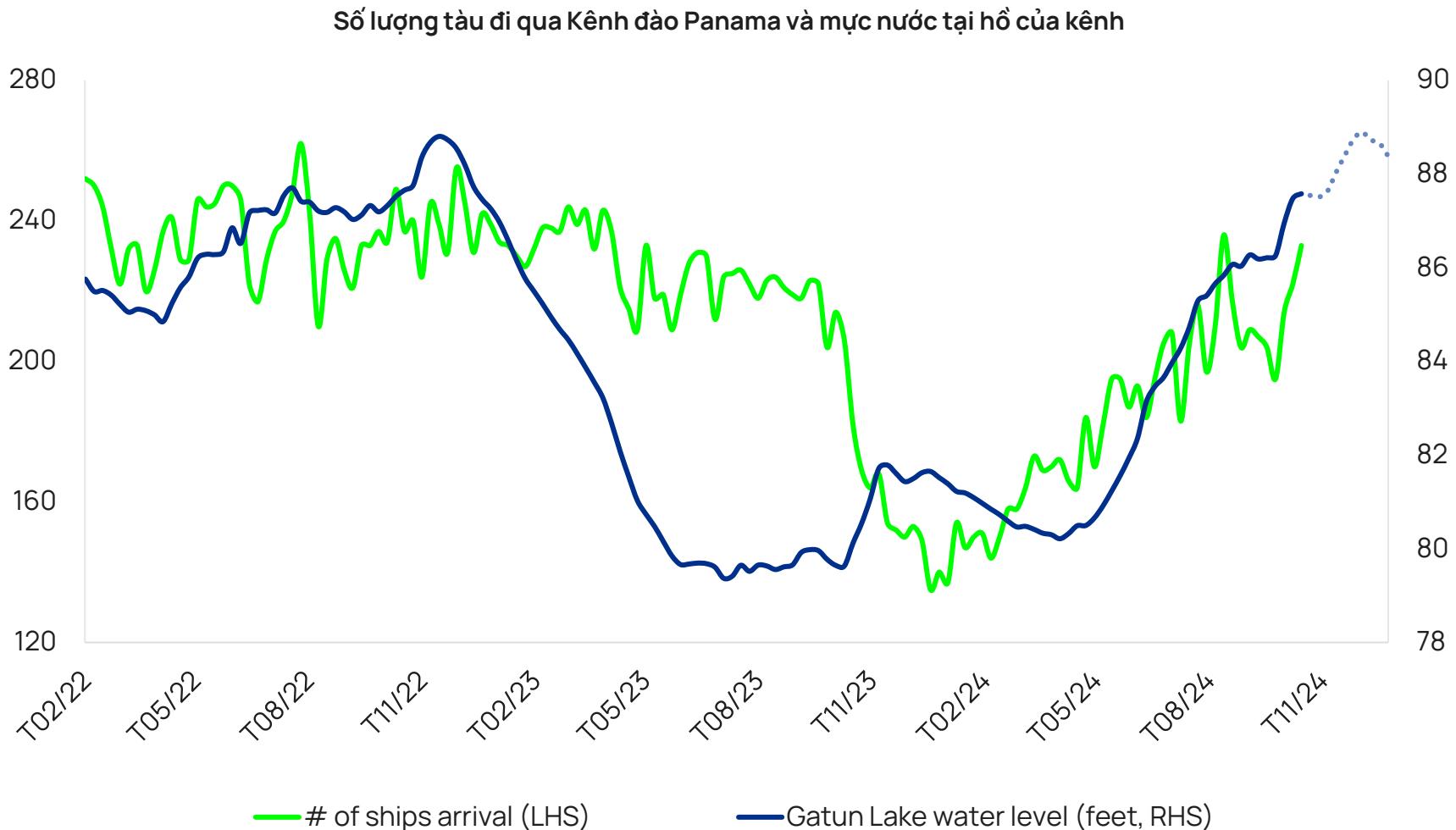
Cảng biển: Giá cước vận tải tăng mạnh và tình trạng tắc nghẽn cảng tại Đông Nam Á trong nửa đầu năm 2024; tình hình đã hạ nhiệt từ quý 3 (3)



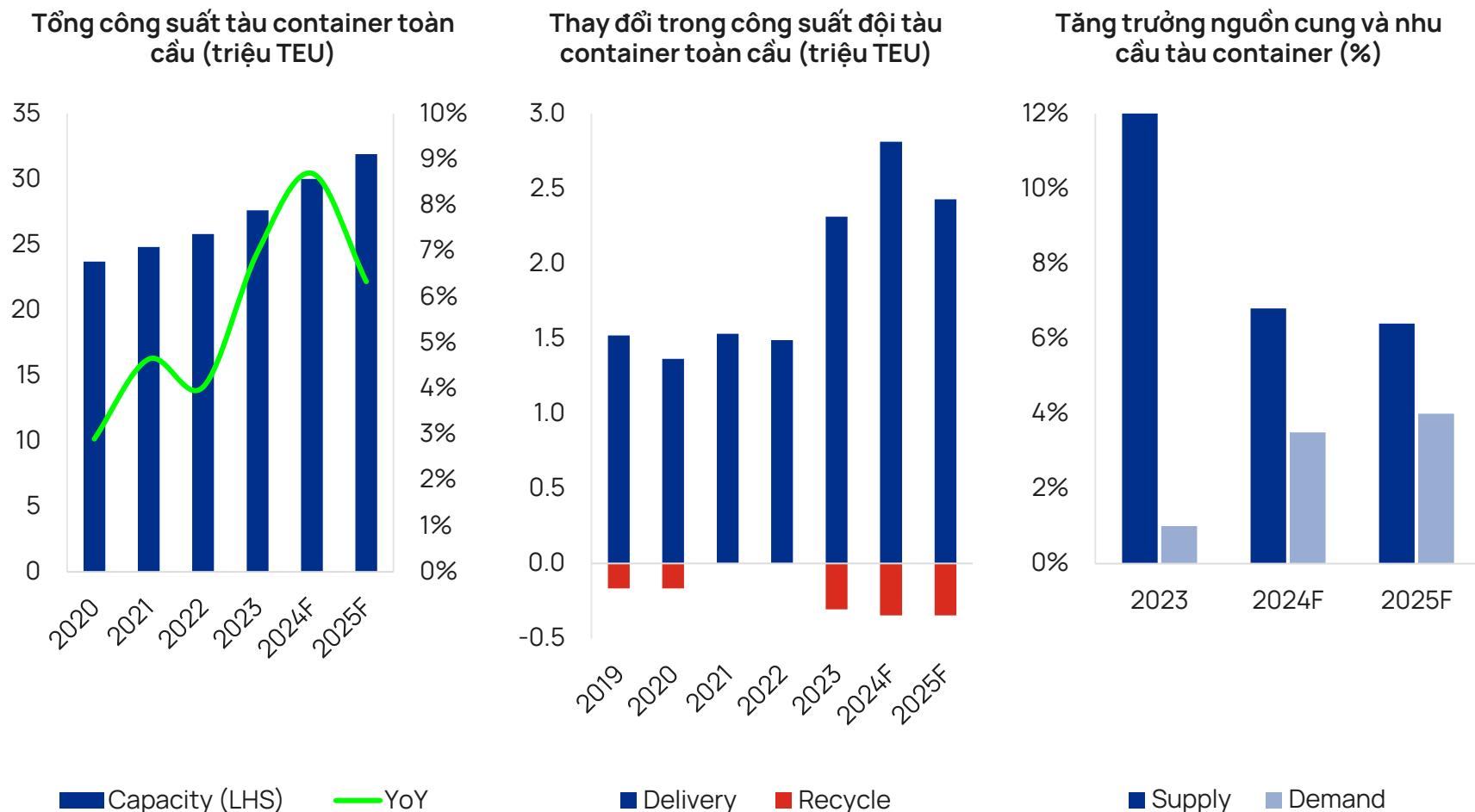
Cảng biển: Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải container và tình trạng tắc nghẽn cảng tại Đông Nam Á sẽ hạ nhiệt vào năm 2025

- Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải container và tình trạng tắc nghẽn cảng biển tại Đông Nam Á sẽ giảm bớt vào năm 2025 so với năm 2024 do (1) hiện tượng La Niña làm tăng mực nước tại Kênh đào Panama và (2) nguồn cung tàu toàn cầu dự kiến sẽ tăng 6,4%, và vượt mức tăng trưởng nhu cầu là 4,0%, theo BIMCO.
- Tuy nhiên, do các bất ổn trên toàn cầu, chúng tôi lưu ý một số yếu tố chính có thể sẽ gây ảnh hưởng đến dự báo như sau:
 - **Tích cực:** Xung đột Israel-Hamas được cải thiện, làm giảm căng thẳng tại khu vực Biển Đỏ. Tình hình này sẽ cho phép các tàu trên tuyến Đông-Tây thực hiện các chuyến vận tải ngắn hơn.
 - **Tích cực:** Ông Trump thực hiện lời hứa chấm dứt xung đột giữa Nga và Ukraine, từ đó giảm áp lực lên chuỗi cung ứng toàn cầu.
 - **Tiêu cực:** Các mức thuế quan mới đối với hàng hóa Trung Quốc dưới thời ông Trump sẽ thúc đẩy các công ty nhập khẩu của Mỹ đặt hàng sớm, gây ra sự tăng vọt đối với giá cước vận tải Đông-Tây tương tự như năm 2018.
 - **Tiêu cực:** Cuộc đình công tại các cảng của Mỹ tái diễn trong quý 1/2025, khi công nhân tại các cảng Bờ Đông và Bờ Vịnh Mỹ, cùng với chủ sử dụng lao động thất bại trong việc đạt được thỏa thuận cuối cùng, từ đó gây gián đoạn hoạt động tại các cảng biển của Mỹ.

Cảng biển: Mực nước tại Kênh đào Panama đang dần trở lại mức bình thường, và dự kiến sẽ kéo dài đến năm 2025

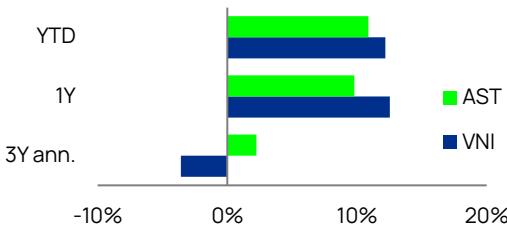


Cảng biển: Nguồn cung tàu container toàn cầu dự kiến sẽ tăng và vượt mức tăng trưởng nhu cầu vào năm 2025



AST – LNST sau lợi ích CĐTS trên đà phục hồi về mức 2019 trong năm 2025

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (05/12)	53.400 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	1.100	1.302	1.528	1.721
Giá mục tiêu*	60.600 VND	% YoY	82%	18%	17%	13%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	116	146	189	227
		% YoY	160%	26%	30%	20%
TL tăng	+13,5%	EPS	160%	26%	30%	20%
Lợi suất cổ tức	4,7%	Biên LN gộp	58,1%	61,0%	61,6%	61,6%
Tổng mức sinh lời	+18,2%	Biên EBITDA	17,6%	19,6%	19,1%	19,0%
		Biên LN từ HĐKD	14,3%	17,4%	16,9%	17,1%
Ngành	DV Hàng không	Biên LN ròng	10,5%	11,2%	12,4%	13,2%
GT vốn hóa	2,4 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	8,6%	11,8%	10,4%	10,6%
Room KN	155 tỷ đồng	EV/EBITDA	10,4x	7,2x	6,0x	4,9x
GTGD/ngày (30n)	0,2 tỷ đồng	P/E	21,4x	17,0x	13,1x	10,9x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	4,1x	3,4x	2,9x	2,4x
SL cổ phiếu lưu hành	45,0tr	ROE	23,6%	27,3%	26,4%	25,8%
Pha loãng	45,0tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 03/12/2024				



Tổng quan Công ty

AST hoạt động trong 2 lĩnh vực chính là (1) bán lẻ tại sân bay (miễn thuế và không miễn thuế) với các cửa hàng tại 7 sân bay đông nhất tại Việt Nam và (2) diều hành khách sạn với một khách sạn 4 sao tại Đà Nẵng. Ngoài ra, công ty còn có công ty liên kết là CTCP Dịch vụ suất ăn Hàng không Việt Nam (VINACS) cung cấp dịch vụ ăn uống tại các sân bay.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025F/2026F/2027 lần lượt tăng trưởng 30%/20%/22% YoY, nhờ (1) dự báo tăng trưởng hành khách hàng không là 8%/8%/15% YoY với chỉ tiêu của hành khách được cải thiện, (2) việc mở thêm 31 cửa hàng mới, được hỗ trợ bởi không gian mới tại Tân Sơn Nhất T3, Nội Bài T2 và Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) và (3) chiến lược của công ty trong việc tối ưu hóa chi phí và nâng cao hiệu quả hoạt động.

Chúng tôi ước tính doanh số bán lẻ/cửa hàng năm 2025 ở mức 8,4 tỷ đồng, vượt mức 8,0 tỷ đồng của năm 2019. Năm 2024, chúng tôi dự báo doanh số bán lẻ/cửa hàng ở mức 7,0 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi việc mở thêm 3 cửa hàng mới.

Biên lợi nhuận ròng lần lượt tăng 0,7/1,2/0,8 điểm % trong các năm 2024/2025/2026. Bất chấp chính sách chia sẻ doanh thu của ACV, chúng tôi dự báo số lượng cửa hàng và doanh số bán lẻ/cửa hàng sẽ tăng, cùng với chiến lược của AST nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động (ví dụ: tối ưu hóa danh mục sản phẩm trong cửa hàng và chuyển đổi mô hình cửa hàng) để hỗ trợ tăng trưởng biên lợi nhuận. Theo AST, mặc dù chính sách mới này ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty, nhưng điều này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho quy mô của AST để giúp công ty trong cạnh tranh đấu thầu.

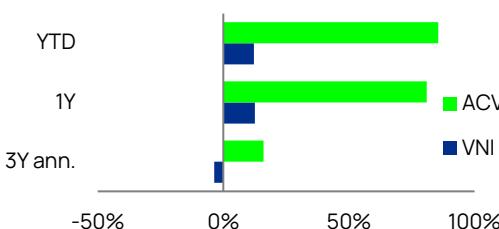
Chúng tôi áp dụng dự báo nội bộ của chúng tôi về lượng hành khách quốc tế là 49/53/60 triệu lượt khách và lượng hành khách nội địa là 75/85/90 triệu lượt khách trong các năm 2025/2026/2027, so với mức 42/74 triệu lượt khách vào năm 2019 trước đại dịch COVID-19.

Định giá của AST hấp dẫn với (1) P/E dự phóng các năm 2025/2026 là 13,1 lần/10,9 lần, thấp hơn 13%/27% so với P/E trượt trung bình giai đoạn 2018-2019 là 15,0 lần và (2) chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức ở mức cao là 4,6%.

Rủi ro: Lượng du khách quốc tế từ Trung Quốc hoặc Việt Nam thấp hơn dự kiến.

ACV - Lượng khách quốc tế phục hồi mạnh mẽ, triển vọng hành khách trong nước kém khả quan hơn trong ngắn hạn

	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (05/12)	122.500 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	20.033	22.796	25.383	27.940
Giá mục tiêu*	130.800 VND	%YoY	45%	14%	11%	10%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	8.582	11.629	12.909	14.413
		% YoY	17%	36%	11%	12%
TL tăng	+6,8%	EPS	14%	40%	11%	12%
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	59,5%	62,4%	64,6%	66,8%
Tổng mức sinh lời	+6,8%	Biên EBITDA	52,9%	66,9%	69,4%	71,7%
Ngành	Hàng không	Biên LN từ HĐKD	41,1%	55,7%	59,1%	63,1%
GT vốn hóa	267,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	41,4%	51,4%	51,2%	52,0%
Room KN	120 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-35,8%	-55,4%	-134,2%	-102,5%
GTGD/ngày (30n)	40 tỷ đồng	EV/EBITDA	27,9x	18,4x	15,8x	13,8x
Cổ phần Nhà nước	95,4%	P/E	34,0x	25,2x	22,7x	20,3x
SL cổ phiếu lưu hành	2,2 tỷ	P/B	6,1x	5,3x	4,3x	3,6x
Pha loãng	2,2 tỷ	ROE	18,2%	20,7%	18,8%	17,5%



Tổng quan Công ty

ACV sở hữu và điều hành gần như toàn bộ các nhà ga hành khách tại 22 sân bay đang hoạt động của Việt Nam. Các nguồn doanh thu chính của công ty là dịch vụ hành khách và phí kiểm tra an ninh. Công ty được cổ phần hóa trong Quý 1/2016 và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) hiện nắm cổ phần kiểm soát 95,4%.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026 lần lượt tăng trưởng 11%/12%, sau đó giảm 7% YoY vào năm 2027 khi LTA đi vào hoạt động.

Chúng tôi dự báo lượng hành khách quốc tế sẽ lần lượt đạt 49/53/60 triệu lượt khách vào các năm 2025/2026/2027. Chúng tôi dự báo khách du lịch Trung Quốc sẽ vẫn kém khả quan, trong khi lượng hành khách từ các thị trường lớn khác đã vượt mức trước COVID. Trong 10T 2024, lượng hành khách quốc tế đã tăng 29% YoY, với lượng khách quốc tế và khách Trung Quốc lần lượt phục hồi về mức 99% và 68% so với mức trước COVID.

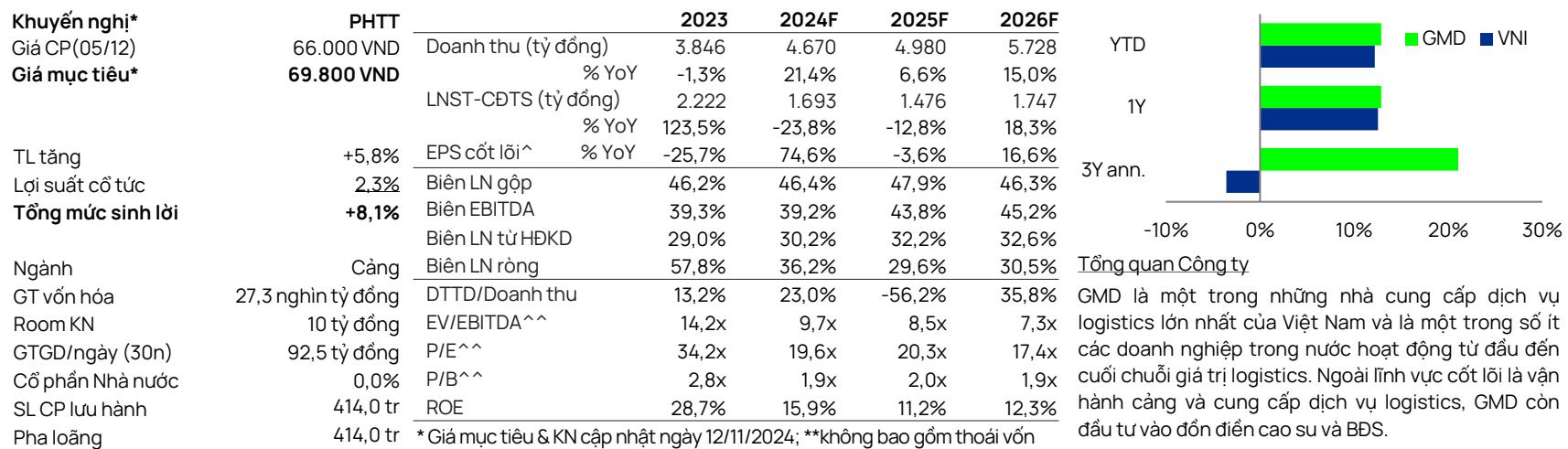
Chúng tôi dự báo lượng hành khách trong nước là 75/85/90 triệu lượt khách vào các năm 2025/2026/2027. Điều này được hỗ trợ bởi giá vé máy bay phải chăng hơn do (1) các hãng hàng không đang điều chỉnh chiến lược để thích ứng với nhu cầu thị trường trong bối cảnh thiếu máy bay và (2) được hưởng lợi từ giá nhiên liệu thấp hơn. Ngoài ra, sức mua của người tiêu dùng được cải thiện sẽ thúc đẩy các hoạt động du lịch và do đó, nhu cầu du lịch cũng tăng tương ứng.

Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng nợ xấu sẽ giảm trong giai đoạn 2024-2025 và ACV sẽ thu hồi phần lớn các khoản phải thu này trong giai đoạn 2025-2028. Chúng tôi nhận thấy các sáng kiến của ACV nhằm kiểm soát các khoản phải thu mới và thực thi việc thu phí hàng không đúng hạn đã được chứng minh là hiệu quả. Tính đến 9T 2024, dự phòng nợ xấu là 220 tỷ đồng, giảm 83% YoY, trong khi chúng tôi ước tính dự phòng nợ xấu năm 2024 là 250 tỷ đồng.

Cập nhật về LTA: Chúng tôi dự báo gói thầu đối với LTA-C1, gói thầu quan trọng cuối cùng còn lại, sẽ được mở vào cuối quý 4/2024. Các nhà thầu đã được lựa chọn cho 3/5 gói thầu chính (sân đỗ ga hành khách, đường giao thông nội bộ và hạ tầng cung cấp nhiên liệu), trong khi gói thầu bãi đậu xe đã được mở vào giữa quý 4/2024. Chúng tôi giả định Giai đoạn 1 của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) sẽ đi vào hoạt động vào năm 2027.

Rủi ro: Dự phòng nợ xấu hoặc vốn đầu tư XDCB cao hơn dự kiến; việc mở rộng công suất sân bay chậm hơn dự kiến; lượng khách thấp hơn dự kiến.

GMD - Công suất hạn chế sẽ ảnh hưởng lợi nhuận năm 2025



Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của GMD sẽ đạt 9% YoY trong năm 2025, bị hạn chế bởi việc các cảng của GMD đã hết công suất dự phòng. Đến năm 2024, chúng tôi dự đoán các cảng của GMD sẽ đạt công suất tối đa, với hiệu suất hoạt động lần lượt là 107% và 120% cho NDV/GML. Trong năm 2025, chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động của NDV sẽ đạt 115% (1,38 triệu TEU; +7% YoY) và của GML sẽ đạt 114% (1,7 triệu TEU; -5% YoY). Dự báo thông lượng của GML giảm phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc tình trạng tắc nghẽn cảng ở Singapore và Malaysia sẽ giảm vào năm 2025, khiến thông lượng năm 2025 giảm so với mức đỉnh của năm 2024, mặc dù chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhập khẩu/xuất khẩu tăng trong năm 2025 sẽ phần nào bù đắp cho tác động này. Chúng tôi lưu ý rằng các chuyến tàu ad-hoc (chuyển tàu đến mà chưa đặt lịch trước đó với GMD) đã chiếm hơn 15% tổng thông lượng của GML trong năm 2024. Chúng tôi dự báo giá dịch vụ trung bình (ASP) tăng nhẹ 3% YoY đối với NDV trong bối cảnh cạnh tranh cao hơn khi 4 bến cảng tại cảng nước sâu Lạch Huyện (HICT) sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025, và ASP của GML tăng trưởng 10%, nhờ vào lợi thế cạnh tranh vững chắc tại khu vực Cái Mép-Thị Vải.

Chúng tôi loại bỏ khoản đầu tư 20% tiềm năng của SCS vào LTA-C1 khỏi dự báo, dẫn đến việc giảm 25% giá trị định giá của SCS, như đã công bố trong Báo cáo Cập nhật của SCS vào ngày 07/11/2024. Tính đến cuối tháng 7/2024, GMD sở hữu 33,4% cổ phần tại SCS.

Rủi ro (yếu tố hỗ trợ): Tốc độ tăng trưởng thông lượng và/hoặc giá cước chậm hơn/(nhanh hơn) dự kiến; tiến độ phát triển mạng lưới hạ tầng giao thông của Việt Nam chậm hơn/(nhanh hơn) dự kiến.

SCS - Giảm giá định đóng góp từ nhà ga hàng hóa số 1 Sân bay Quốc tế Long Thành, cổ tức tiền mặt cao

Khuyến nghị*	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	-10% 0% 10% 20% 30% 40%
			Doanh thu (tỷ đồng)	705	1.009	1.147				
Giá CP(05/12)	80.200 VND	% YoY	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	498	728	731	779			
			% YoY	-17%	43%	14%	6%			
Giá mục tiêu*	71.400 VND	EPS	Biên LN gộp	75,9%	80,9%	81,8%	82,3%			
			Biên EBITDA	86,8%	84,9%	83,6%	83,7%			
TL tăng	-11,0%	% YoY	Biên LN từ HDKD	68,6%	75,1%	76,4%	76,8%			
			Biên LN ròng	70,7%	72,1%	63,7%	63,9%			
Ngành	DV Hàng không		DTTD/Doanh thu	74,9%	20,3%	53,1%	55,2%			
GT vốn hóa	7,4 nghìn tỷ đồng		EV/EBITDA	10,6x	7,6x	6,8x	6,3x			
Room KN	622,5 tỷ đồng		P/E	15,2x	10,5x	10,4x	9,8x			
GTGD/ngày (30n)	25 tỷ đồng		P/B	5,7x	5,5x	5,4x	5,5x			
Cổ phần Nhà nước	13,6%		ROE	35,9%	53,5%	52,4%	55,7%			
SL CP lưu hành	94,9 tr									
Pha loãng	94,9 tr	*	Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 07/11/2024							



Tổng quan công ty

SCS là công ty vận hành nhà ga hàng hóa hàng không nằm ở sân bay Tân Sơn Nhất (SGN). SCS hiện nắm giữ 48%-49% thị phần tại SGN. SCS cũng cho thuê chỗ đậu máy bay, văn phòng, sân bóng đá và bãi đậu xe, tất cả đều nằm tại một lô đất.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS quý 4/2024 sẽ tăng 60% nhưng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ ngang so với cùng kỳ. Sau KQKD 9T 2024 khả quan, với tăng trưởng ASP bù đắp cho thông lượng hàng hóa giảm nhẹ, chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo thông lượng hàng hóa năm 2024 nhưng tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS thêm 11%, kỳ vọng thông lượng hàng hóa quý 4 đạt 70.500 tấn (tăng 8% QoQ, tăng 32% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 205 tỷ đồng (tăng 10% QoQ, tăng 60% YoY). Chúng tôi dự báo tổng thông lượng hàng hóa năm 2025 sẽ tăng trưởng 9% YoY và ASP tăng trưởng 5% YoY khi nhu cầu tiếp tục phục hồi, thúc đẩy lợi nhuận từ HDKD tăng trưởng 16% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ không đổi do thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) cao hơn. Thuế TNDN của SCS sẽ trở lại mức tiêu chuẩn 20% từ năm 2025 trở đi, sau 15 năm được hưởng thuế TNDN ưu đãi 0-10%.

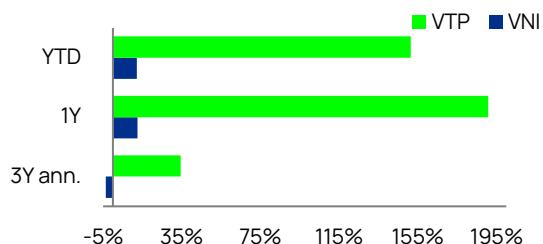
Chúng tôi loại bỏ khoản đầu tư 20% tiềm năng của SCS vào nhà ga hàng hóa số 1 của Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA-C1), do triển vọng không chắc chắn về việc SCS có thể đầu tư vào LTA-C1. Điều này dẫn đến việc điều chỉnh giảm 14%/23%/32% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2027/28/29 của chúng tôi, tương đương với mức tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS âm là -25%/-7%/-7% YoY trong cùng giai đoạn. Hiện có 3 kịch bản đối với hoạt động của LTA-C1: (1) ACV tự vận hành độc lập, (2) hợp tác với một công ty chuyên nghiệp hoặc (3) thuê một công ty để quản lý nhà ga. Chúng tôi cho rằng kịch bản 2 và 3 có nhiều khả năng xảy ra hơn, với SCS là lựa chọn tiềm năng. Điều này có thể mang lại lợi ích cho lợi nhuận của SCS (từ phí vận hành), nhưng chúng tôi chưa đưa các kịch bản này vào mô hình định giá của chúng tôi do không có đủ thông tin chi tiết về từng kết quả có thể xảy ra.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng năm 2025 là 9,3 lần, tương đương khoảng 3 độ lệch chuẩn dưới mức trung bình lịch sử 4 năm của SCS là 13,0 lần. Chúng tôi cho rằng mức định giá này là hợp lý do (1) triển vọng SCS tham gia đầu tư vào dự án LTA-C1 mới còn chưa chắc chắn, và (2) khả năng SCS trở thành công ty vận hành LTA-C1 vẫn còn chưa rõ ràng.

Yếu tố hỗ trợ: SCS thu được phí vận hành từ LTA-C1. **Rủi ro:** Thông lượng thương mại giảm, lượng hàng hóa chuyển dịch từ sân bay Tân Sơn Nhất sang LTA cao hơn dự kiến.

VTP – Mảng chuyển phát vẫn là động lực tăng trưởng chính; các mảng kinh doanh chuyển phát & logistics xuyên biên giới mới sẽ hỗ trợ tăng trưởng

Khuyến nghị*	PHTT	2023	2024F	2025F	2026F	
Giá CP(05/12)	140.400 VND	Doanh thu (tỷ đồng)	19.588	20.619	16.699	19.106
Giá mục tiêu*	69.000 VND	% YoY	-9%	5%	-19%	14%
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	380	358	411	482
		% YoY	48%	-6%	15%	17%
TL tăng	-50,9%	EPS	% YoY	-1%	30%	15%
Lợi suất cổ tức	1,1%	Biên LN gộp	4,5%	4,2%	6,2%	6,4%
Tổng mức sinh lời	-49,8%	Biên LN từ HĐKD	2,1%	1,8%	2,8%	2,8%
		Biên EBITDA	2,5%	2,4%	3,9%	4,0%
		Biên LN ròng	1,9%	1,7%	2,5%	2,5%
Ngành	DV chuyển phát					<u>Tổng quan công ty</u>
GT vốn hóa	17,1 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	36,8x	39,4x	29,0x	25,0x
Room KN	7,1 nghìn tỷ đồng	P/E	72,2x	55,5x	48,4x	41,3x
GTGD/ngày (30n)	160 tỷ đồng	P/S**	1,7x	1,3x	1,1x	1,0x
Cổ phần Nhà nước	61,0%	ROE	25,6%	21,8%	22,9%	24,2%
SL CP lưu hành	121,8 tr	ROA	6,2%	5,1%	5,6%	6,3%
Pha loãng	121,8 tr	* Giá mục tiêu & KN cập nhật ngày 06/09/2024				
		** Dựa theo doanh thu dịch vụ				



VTP là một trong số các công ty bưu chính lớn nhất Việt Nam. Các lĩnh vực chính gồm chuyển phát nhanh và giao hàng thu tiền hộ, trong đó yếu tố dẫn dắt tăng trưởng là giao hàng thương mại điện tử.

Chúng tôi cho rằng VTP có vị thế tốt để nắm bắt sự bùng nổ tăng trưởng của thương mại điện tử tại Việt Nam nhờ mạng lưới bưu cục phủ khắp toàn quốc, chất lượng vượt trội của dịch vụ chuyển phát, cùng với sự hỗ trợ từ công ty mẹ - Tập đoàn Viettel.

Yếu tố hỗ trợ từ các dự án mới (Công viên Logistics Viettel Lạng Sơn và nền tảng thương mại điện tử Vipo Mall): Chúng tôi ước tính dự án Công viên Logistics Viettel Lạng Sơn (khai trương ngày 11/12) có thể sẽ đóng góp mức doanh thu là 506 tỷ đồng (3% dự báo doanh thu dịch vụ) và mức LNST là 16 tỷ đồng (4% dự báo LNST) cho VTP vào năm 2025F. Ngoài ra, VTP đang trong giai đoạn thử nghiệm nền tảng Vipo Mall, dự kiến sẽ tạo ra 365 tỷ đồng doanh thu (2% dự báo doanh thu dịch vụ) và 7 tỷ đồng LNST (2% dự báo LNST) cho VTP vào năm 2025. Vì chúng tôi chưa đưa khả năng đóng góp của các dự án này vào dự báo, nên các diễn biến trên tương ứng tiềm năng điều chỉnh tăng đối với dự báo và định giá của chúng tôi cho VTP.

Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 15% YoY từ mức cơ sở thấp trong năm 2024, chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng 25% YoY đối với sản lượng bưu phẩm. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi (1) sự phát triển của ngành chuyển phát nhanh tại Việt Nam và (2) chúng tôi kỳ vọng rằng VTP sẽ gia tăng thị phần nhờ chất lượng dịch vụ giao hàng cao và uy tín thương hiệu mạnh mẽ.

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2023-2026 của LNST sau lợi ích CĐTS sẽ đạt 8%, chủ yếu nhờ vào mảng dịch vụ chuyển phát. Chúng tôi dự báo mảng này sẽ ghi nhận CAGR EBIT ở mức 9% trong giai đoạn 2023-2026, nhờ được hỗ trợ bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của sản lượng giao hàng.

Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng bưu phẩm tăng trưởng mạnh hơn; mức độ cạnh tranh giảm; hiệu quả vận hành cao hơn.

Ngành Sản xuất Công nghiệp

Phục hồi ổn định trong bối cảnh bổ sung tồn kho thận trọng

Tháng 12/2024

Nguyễn Thị Ngọc Hân
Chuyên viên
han.nguyengoc@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.191

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp
vy.nguyen@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.147

Tổng quan

Hoạt động bổ sung tồn kho tại các thị trường lớn sẽ thúc đẩy phục hồi xuất khẩu của Việt Nam

- Đơn hàng xuất khẩu cho các nhà sản xuất Việt Nam đang trên đà phục hồi, phần lớn là do hoạt động bổ sung tồn kho trong bối cảnh mức tồn kho lành mạnh hơn của các nhà phân phối và bán lẻ.
- Giá bán trung bình cho các đơn hàng xuất khẩu vẫn ở mức thấp, do các nhà phân phối/bán lẻ đang gây áp lực giảm giá để kích cầu và chia sẻ gánh nặng chi phí (ví dụ: chi phí vận chuyển).
- Các nhà sản xuất ghi nhận đơn hàng đã dần quay trở lại.
- Dự báo đồng thuận của Bloomberg phản ánh triển vọng cải thiện đối với Mỹ, đồng thời duy trì quan điểm thận trọng đối với triển vọng tăng trưởng của Trung Quốc.

Các chỉ số khác cho thấy xuất khẩu sẽ dần phục hồi vào năm 2025

- Doanh số bán chip phục hồi, cùng với mức tồn kho được cải thiện của các nhà sản xuất, sẽ thúc đẩy nhu cầu photpho vàng.
- Lãi suất cho vay mua nhà của Mỹ đang hạ nhiệt nhưng vẫn ở mức cao, tạo tiền đề cho sự phục hồi dần dần về việc cấp phép xây dựng nhà ở và từ đó giúp nhu cầu nhập khẩu đồ nội thất tăng.
- Lạm phát hạ nhiệt đang hỗ trợ niềm tin của người tiêu dùng Mỹ, trong khi tâm lý người tiêu dùng yếu kém đe dọa giảm phát ở Trung Quốc.
- Chúng tôi dự báo hàng dệt may sẽ tăng trưởng từ 6%-9% và đồ nội thất gỗ sẽ tăng trưởng ở mức 2 chữ số.
- Giá hàng hóa đang phục hồi chậm hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá

- Nhu cầu của Trung Quốc yếu khiến giảm phát kéo dài và giá hàng hóa giảm.
- Tăng trưởng toàn cầu yếu hơn dự kiến ảnh hưởng đến nhu cầu và đơn hàng trong trung hạn.
- Chi phí vận chuyển tăng do khủng hoảng Biển Đỏ ảnh hưởng đến chi phí của nhà xuất khẩu và nhu cầu của nhà nhập khẩu nhiều hơn dự kiến.
- Việt Nam: Đồng VND suy yếu có thể dẫn đến lỗ chênh lệch tỷ giá lớn đối với các công ty không phòng hộ rủi ro.

Các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

- DGC:** Nhu cầu photpho vàng phục hồi và đóng góp từ các dự án mới sẽ thúc đẩy tăng trưởng.
- DHC:** Hoạt động thương mại phục hồi vào năm 2025 sẽ giúp khôi phục nhu cầu giấy bao bì, trong khi chênh lệch giá dần được cải thiện.

Ngành Công nghiệp: Dữ liệu chính và tóm tắt định giá

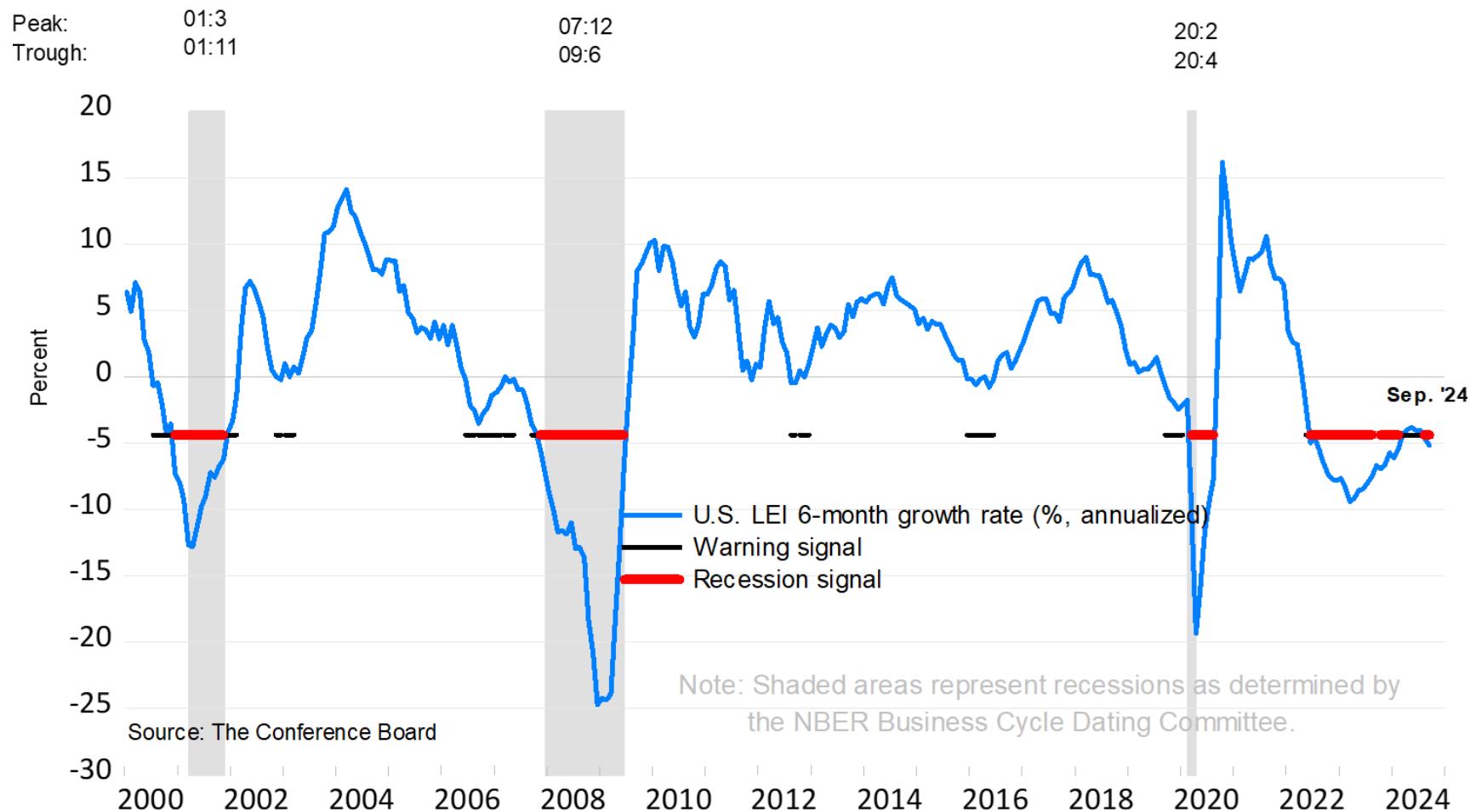
Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
STK	KQ	95	0%	100%	79	0,0	24.450	32.200	25/07/2024	31,7%	0,0%	31,7%
PTB	KQ	172	0%	25%	2	0,5	64.100	80.700	09/07/2024	25,9%	5,3%	31,2%
ACG	PHTT	246	0%	50%	28	0,0	40.800	48.800	27/06/2024	19,6%	5,4%	25,0%
DRC	PHTT	135	51%	49%	54	0,6	28.500	33.800	28/08/2024	18,6%	5,3%	23,9%
DGC	MUA	1.671	0%	49%	525	7,8	110.000	132.000	30/10/2024	20,0%	2,7%	22,7%
DHC	KQ	117	0%	50%	12	0,2	36.200	42.100	11/09/2024	16,3%	4,7%	21,0%

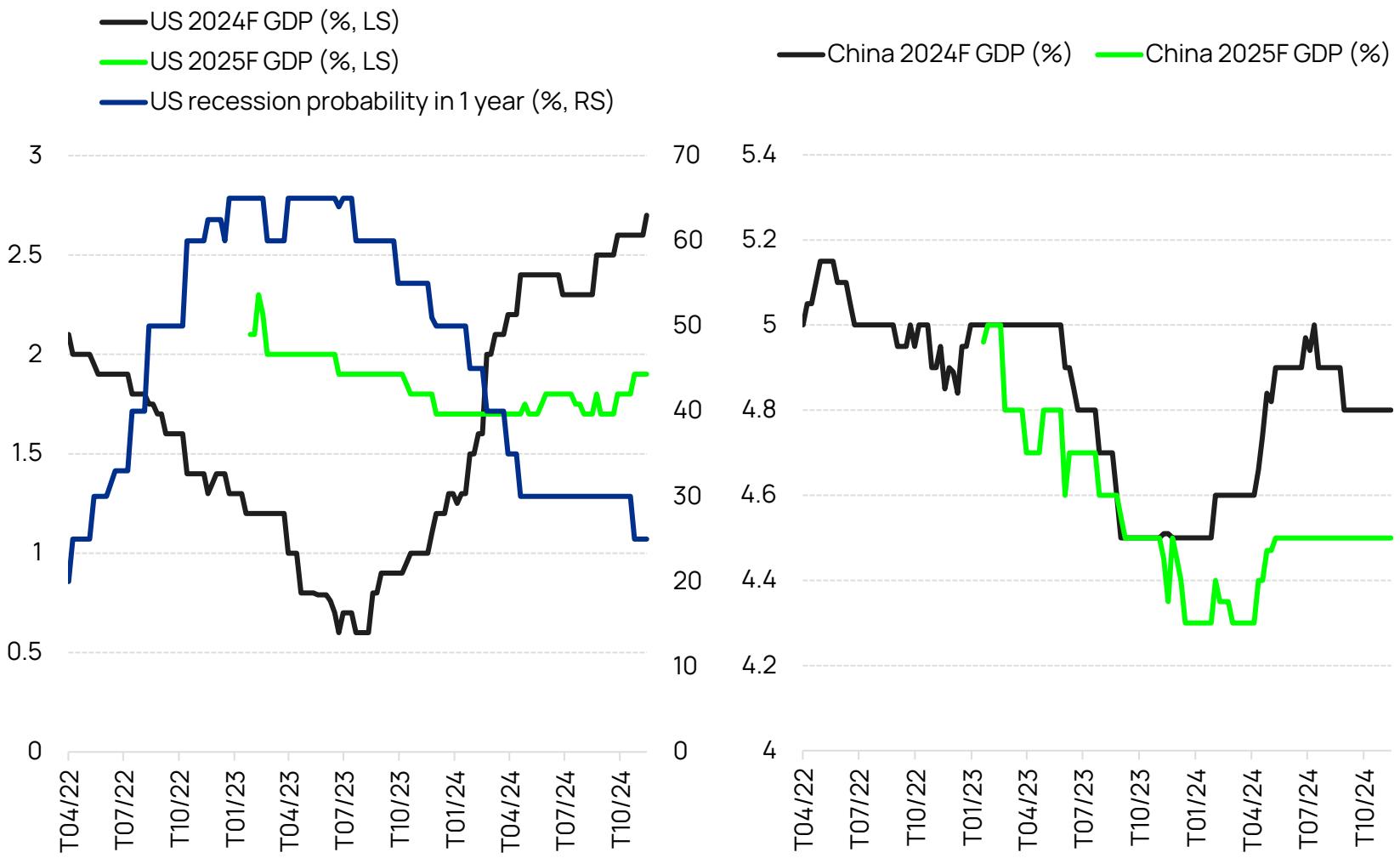
Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2024F x	P/E 2025F x	P/E 2026 x	EV/EBITDA* 2025F (x)	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
STK	24.450	-42%	383%	67%	39,7x	45,8x	9,5x	5,7x	4,6x	13%	1,4x	0,9x
PTB	64.100	100%	32%	6%	13,0x	9,4x	7,1x	6,7x	3,7x	19%	1,5x	0,5x
ACG	40.800	21%	21%	15%	12,5x	12,2x	10,1x	8,8x	6,6x	14%	1,5x	-0,3x
DRC	28.500	3%	13%	4%	14,0x	14,9x	13,2x	12,7x	8,0x	14%	1,8x	0,3x
DGC	110.000	0%	37%	22%	14,2x	14,2x	10,4x	8,5x	9,5x	28%	3,0x	0,1x
DHC	36.200	-14%	39%	26%	10,9x	11,2x	8,1x	6,4x	5,3x	17%	1,5x	0,1x

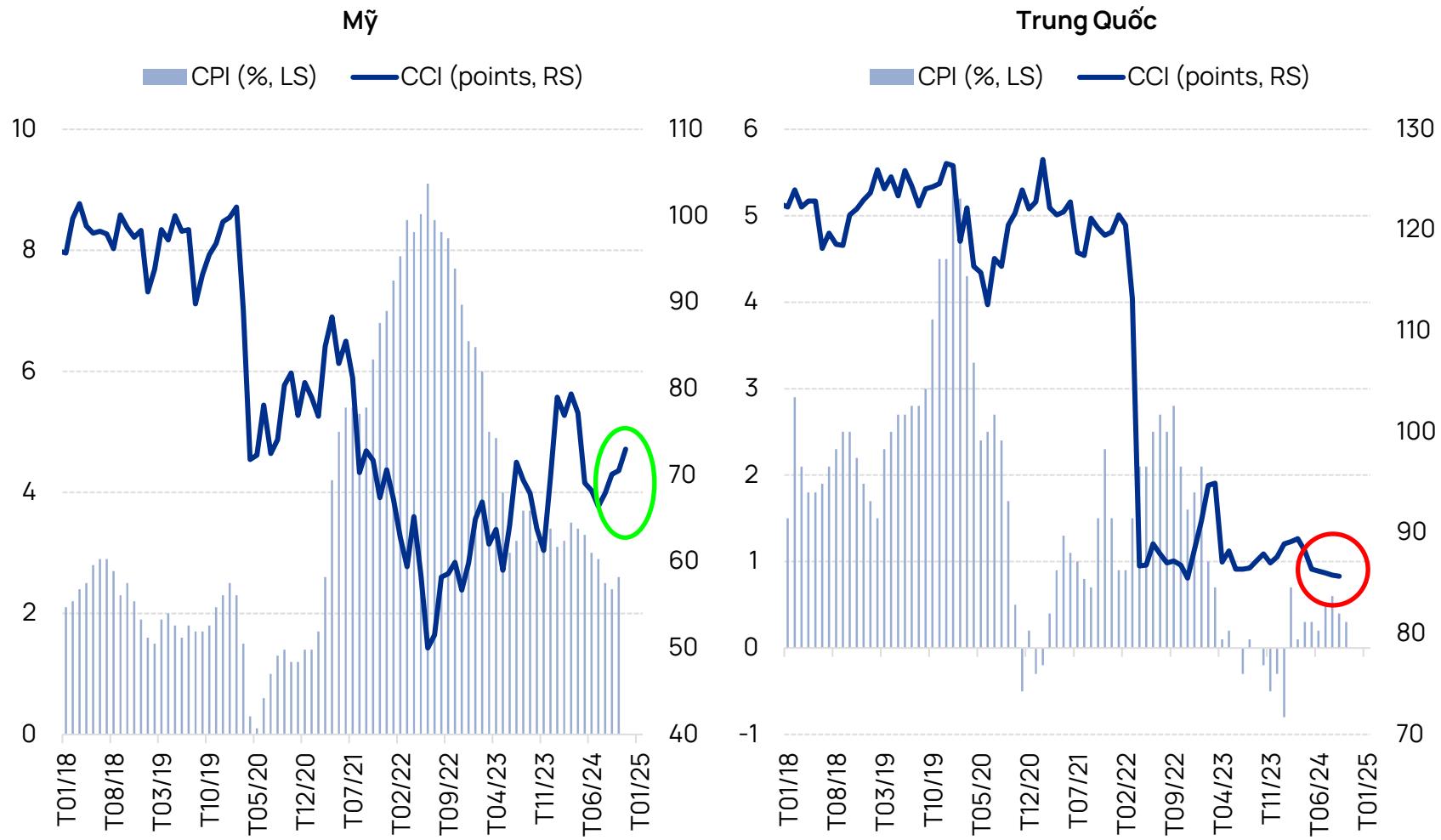
Chỉ báo kinh tế đi trước (LEI) của Mỹ cho thấy một đợt suy thoái trong tháng 9, nhưng kỳ vọng chỉ là suy thoái kinh tế ngắn hạn



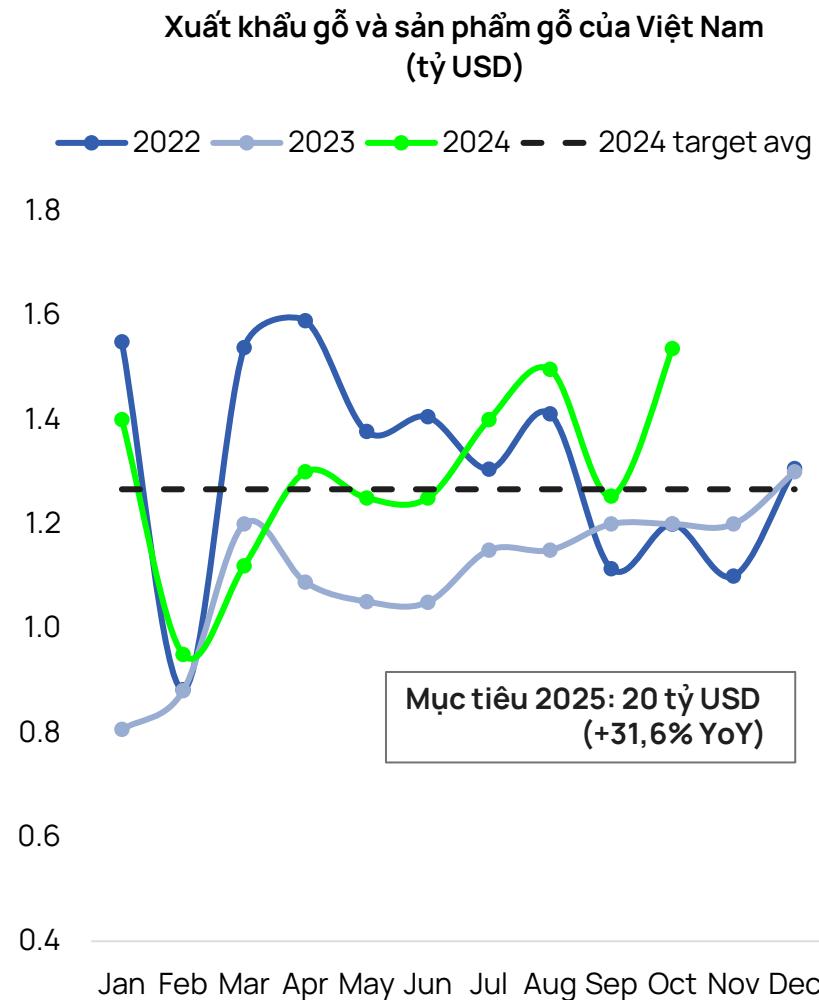
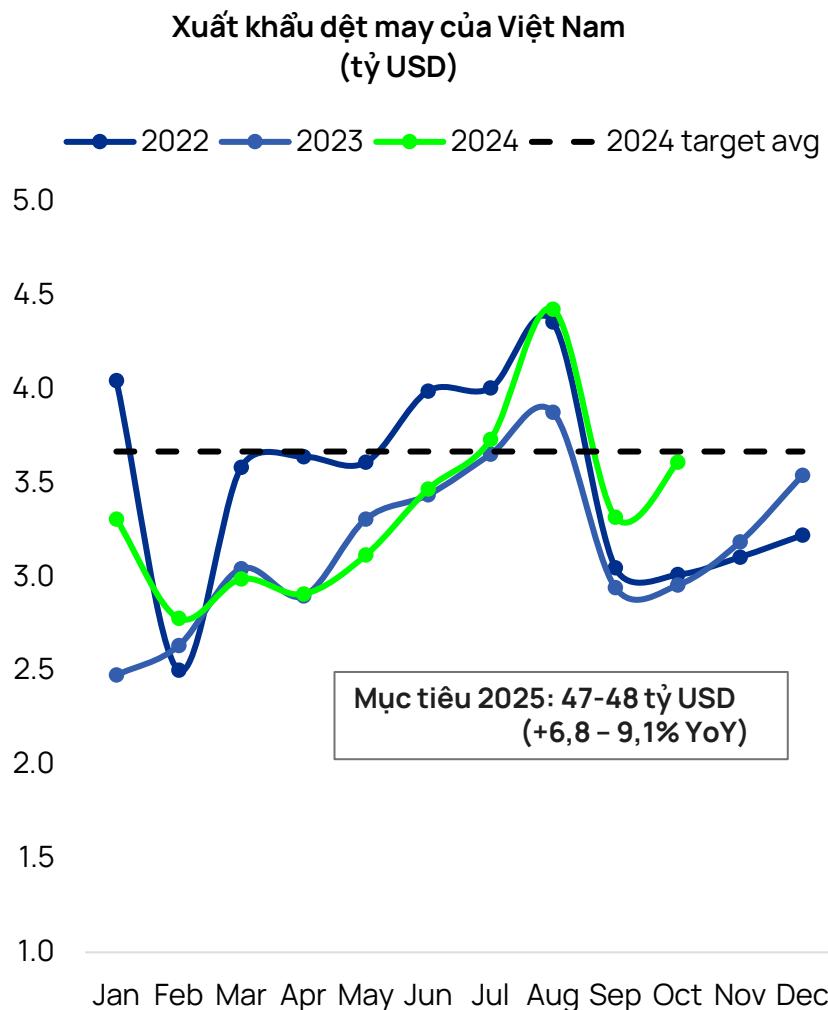
Dự báo đồng thuận của Bloomberg cho thấy triển vọng toàn cầu cải thiện, nhưng thận trọng đối với triển vọng của Trung Quốc



Lạm phát cải thiện hỗ trợ chỉ số CCI của Mỹ, trong khi Trung Quốc đang đổi mặt với áp lực giảm phát kéo dài

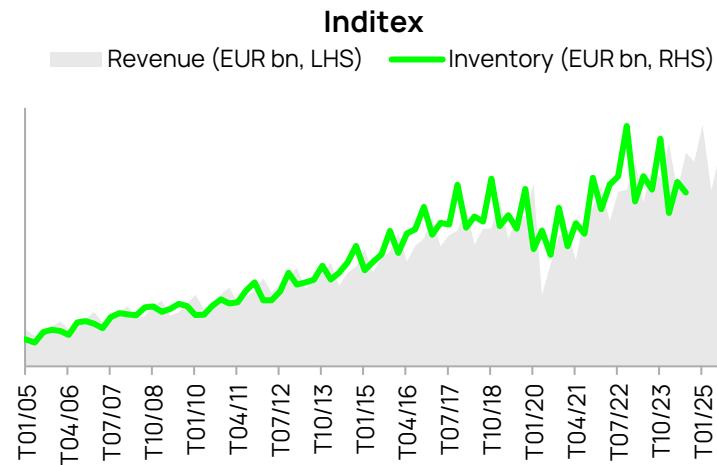
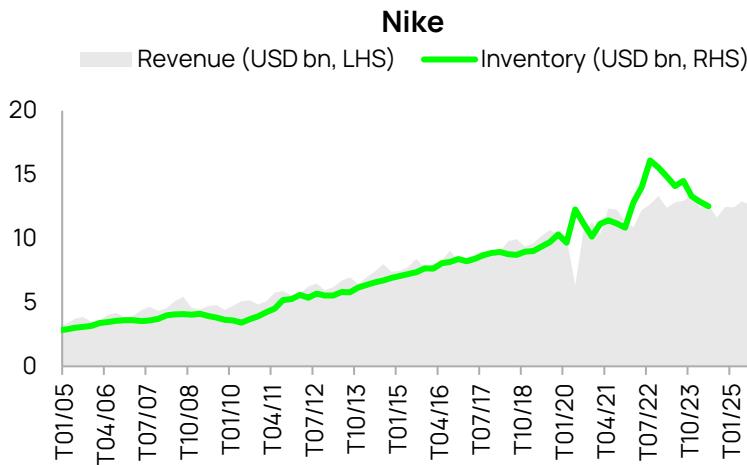
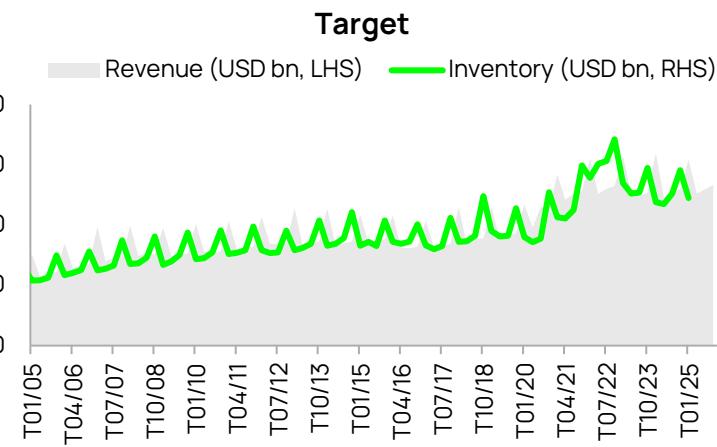
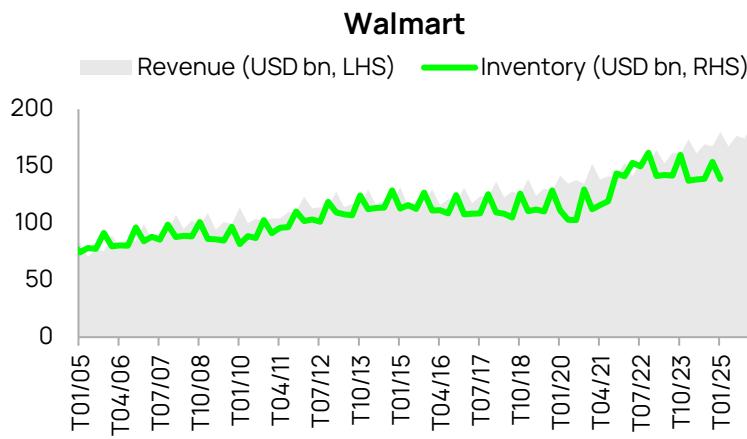


Kim ngạch xuất khẩu dệt may và đồ gỗ của Việt Nam



Mức tồn kho của các nhà sản xuất đang bước vào vùng an toàn, nhưng các thương hiệu và nhà bán lẻ vẫn thận trọng

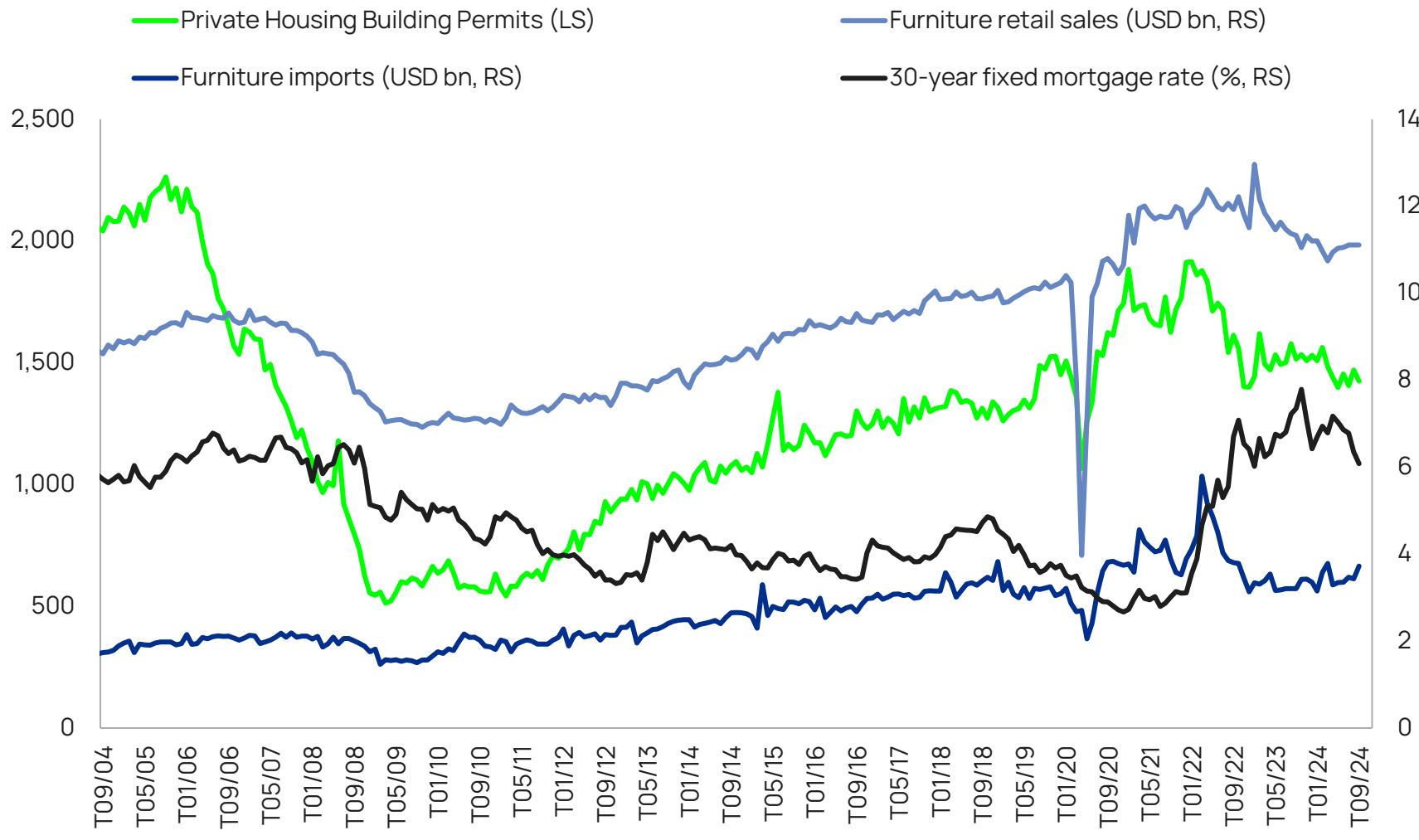
Doanh thu và hàng tồn kho theo quý *



Nhận định từ các hiệp hội dệt may Việt Nam và ban lãnh đạo công ty

Nhận định của ban lãnh đạo về triển vọng đơn hàng/nhu cầu	
VGG	Không nhận định
TNG	Trên đà đạt được các mục tiêu năm 2024. Các đơn đặt hàng năm 2024 đã được đáp ứng với sự gia tăng các đơn đặt hàng FOB từ các khách hàng lớn (ví dụ: Decathlon, Asmara và Columbia Sportswear) do mức tồn kho ở Mỹ đã giảm. Đối với năm 2025, công ty đang nhận được đơn đặt hàng, với kỳ vọng được thúc đẩy bởi sự phục hồi nhu cầu và sự chuyển dịch đơn đặt hàng từ Bangladesh.
MSH	Trên đà đạt được các mục tiêu năm 2024. Dự kiến đơn đặt hàng và giá sẽ tăng dần trong quý 4/2024, với sự phục hồi hoàn toàn vào năm 2025. Các thương hiệu lớn như Express, Nike và Adidas đang tái cấu trúc và gây áp lực lên giá trong bối cảnh chi phí vận chuyển cao.
HTG*	Trên đà đạt được các mục tiêu năm 2024. Dự kiến sẽ không có cải thiện lớn trong quý 4/2024.
M10*	Các đơn hàng năm 2024 đã được đáp ứng. Dự kiến sẽ có những cải thiện hơn nữa vào năm 2025, chủ yếu nhờ sự chuyển dịch đơn đặt hàng từ các quốc gia khác (ví dụ: Bangladesh).
TCM	Trên đà đạt được các mục tiêu năm 2024, đã đảm bảo đơn hàng đến cuối năm 2024 và đang xử lý các đơn hàng cho quý 1/2024. Tuy nhiên, giá bán trung bình không đổi so với cùng kỳ.
Eclat Textile**	Lạc quan, nhờ tăng trưởng đơn hàng mạnh mẽ hơn từ các khách hàng thương hiệu vừa và nhỏ có giá bán cao. Các đơn hàng gấp đang giảm và khách hàng đang đặt nhiều đơn hàng dài hạn hơn.
Makalot**	Dự kiến đơn hàng sẽ duy trì mạnh mẽ, với tăng trưởng ở mức 2 chữ số so với cùng kỳ năm trước trong quý 4/2024 và biên lợi nhuận gộp cải thiện so với quý trước.
PPH*	Không nhận định
STK	STK dự kiến không đạt mục tiêu kinh doanh. Dự kiến đơn đặt hàng sẽ cải thiện nhẹ so với quý trước trong quý 4/2024, nhờ nhu cầu phục hồi và công suất mở rộng của khách hàng trực tiếp (các nhà sản xuất vải). Dự kiến biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện nhờ tỷ trọng đóng góp từ sợi tái chế cao hơn.
GIL	GIL vẫn gặp khó khăn do tập trung doanh thu vào Amazon, công ty đã hủy các đơn đặt hàng lớn cho GIL. Các đơn đặt hàng hiện tại cũng đang chịu áp lực từ việc khách hàng giảm giá.

Lãi suất cho vay mua nhà cao nhưng đang hạ nhiệt của Mỹ thúc đẩy sự phục hồi dần trong cấp phép xây nhà ở, thúc đẩy nhập khẩu đồ nội thất

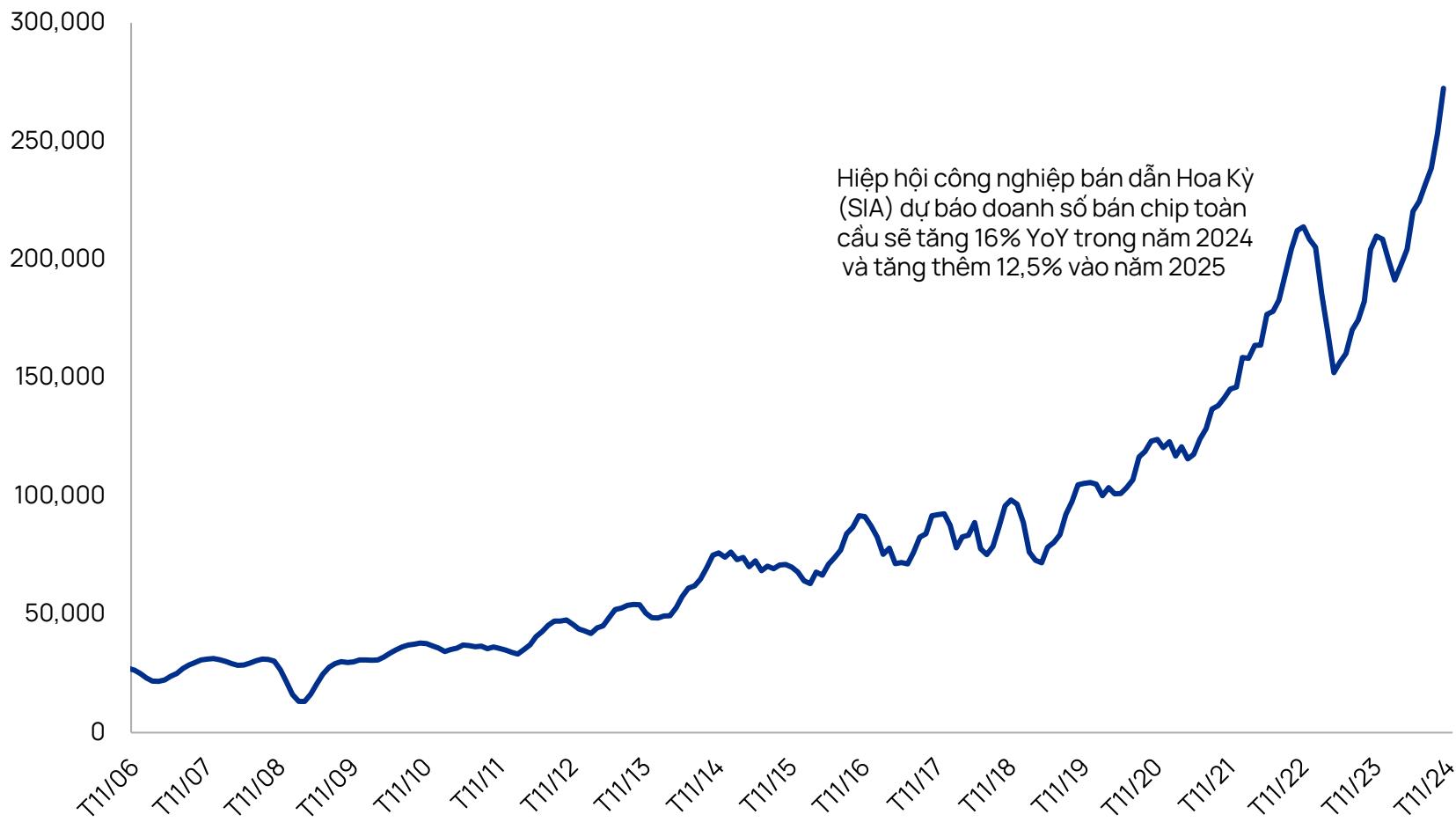


Nhận định từ các hiệp hội gỗ Việt Nam và ban lãnh đạo công ty

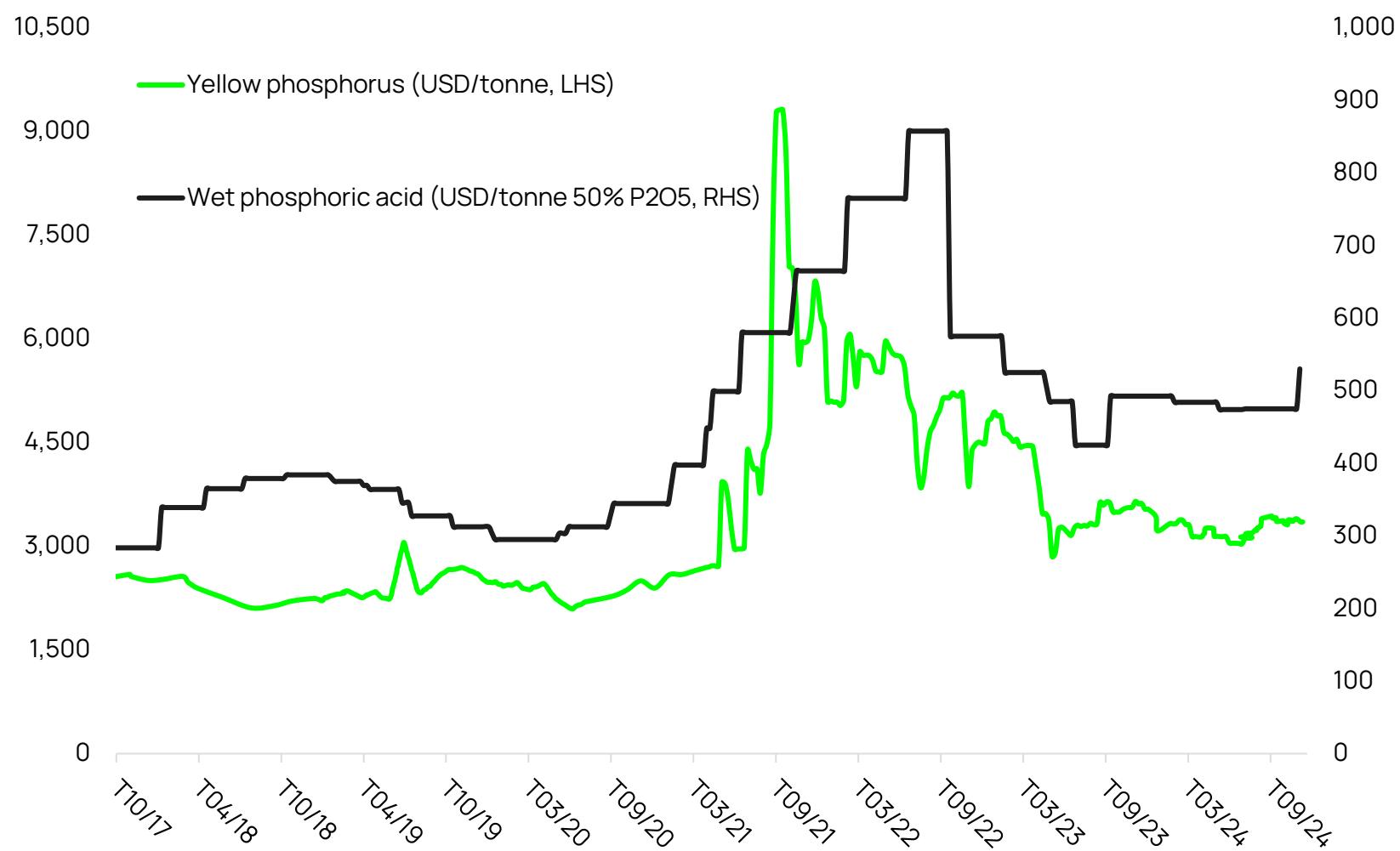
Công ty/hiệp hội	Nhận định về triển vọng kinh doanh
Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam	Mặc dù phải đối mặt với những thách thức như quy định chặt chẽ hơn về phá rừng, điều tra chống bán phá giá và chi phí nhập khẩu tăng do giá cước vận tải biển toàn cầu tăng, nhưng ngành xuất khẩu gỗ vẫn ghi nhận tăng trưởng ở tất cả các loại sản phẩm, với tổng giá trị xuất khẩu tăng 20,2% YoY trong 10T 2024.
Hội Mỹ nghệ và Chế biến gỗ TP.HCM	Nhiều công ty đã đảm bảo được đơn hàng sản xuất đến giữa năm 2025.
Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam - Chi nhánh Thành phố Hồ Chí Minh	Dự kiến thị trường Mỹ sẽ tiếp tục tăng trưởng (chiếm 54% tổng giá trị xuất khẩu) vào năm 2025, nhờ chính sách tiềm năng của Donald Trump về việc áp thuế cao đối với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Nhận định rằng các chính sách của ông Trump đã dẫn đến việc điều chỉnh cán cân thương mại, tác động đến xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ trong nhiệm kỳ trước của ông.
Công ty TNHH Hiệp Long (Sản phẩm gỗ, Tỉnh Bình Dương)	Kỳ vọng những tác động tích cực từ các điều chỉnh quy định tiềm năng trong lĩnh vực gỗ khi ông Trump trở lại. Kỳ vọng tác động tích cực từ việc ông Trump trở lại làm Tổng thống Mỹ.
PTB (Sản phẩm gỗ & đá lát, miền Nam)	Mỹ có thể áp thuế nhập khẩu cao (10-60%) đối với các sản phẩm gỗ của Trung Quốc. Kỳ vọng các sản phẩm của Việt Nam có thể được hưởng lợi từ mức thuế tương đối thấp hơn. Mảng gỗ: Vẫn lạc quan, dự kiến sẽ là động lực tăng trưởng chính của năm 2024. Dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng vào năm 2025 trong bối cảnh nhu cầu của thị trường Mỹ phục hồi.
	Mảng đá: Đối mặt với thách thức từ chi phí vận chuyển cao trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt. Doanh thu dự kiến đạt khoảng 100 tỷ đồng trong quý 1/2025 từ các hợp đồng cung cấp đá lát cho Nhà ga 2 Nội Bài, với các hợp đồng cung cấp đá lát sắp tới tại Sân bay Long Thành (LTA) và Sân bay Tân Sơn Nhất (SGN) vẫn đang chờ giải quyết.

Doanh số bán chip tăng và mức tồn kho của các nhà sản xuất cải thiện sẽ thúc đẩy nhu cầu photpho vàng

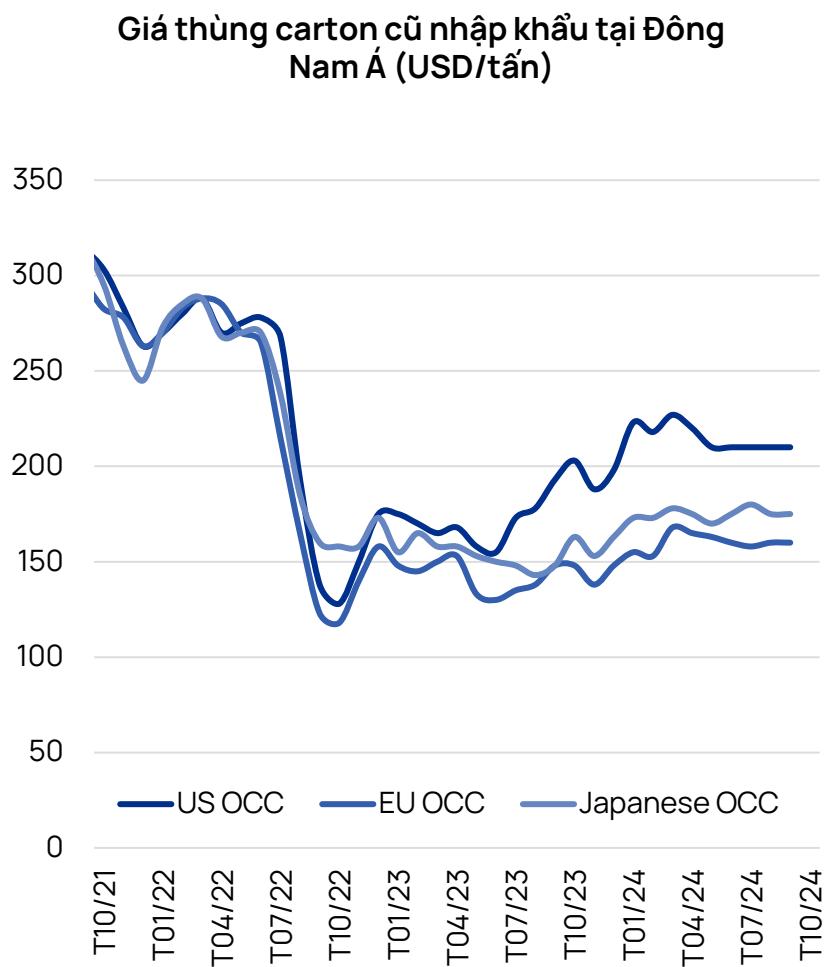
Doanh thu trung bình 3 tháng của Taiwan Semiconductor Manufacturing -TSMC (triệu TWD)



Giá P4 và WPA đã phục hồi nhẹ từ giữa năm 2023, dự kiến giá sẽ tăng theo nhu cầu vào năm 2025



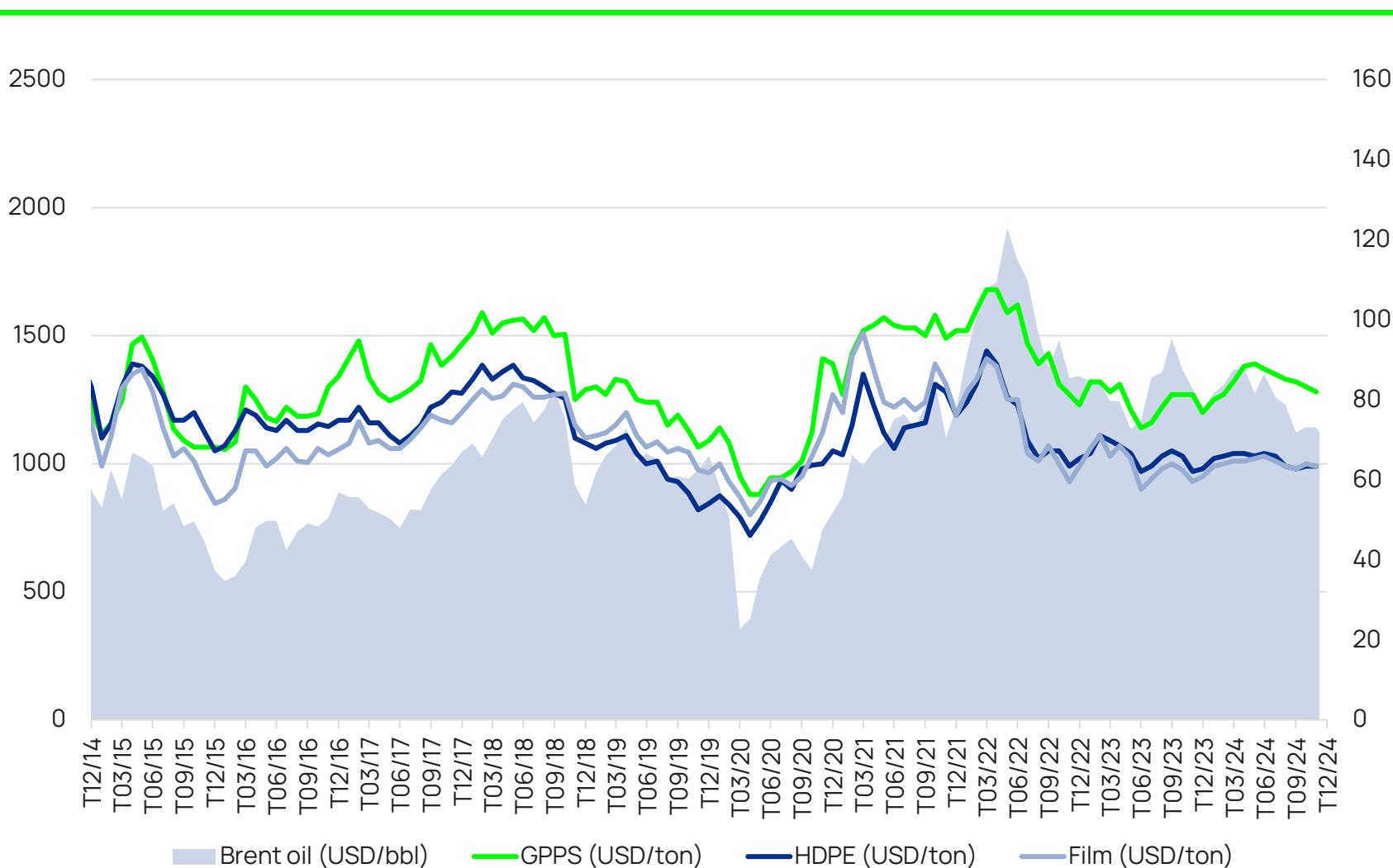
Dự kiến giá giấy thùng carton cũ sẽ giảm ít hơn so với giá giấy, giúp cải thiện chênh lệch giá



Carton paper prices in southern Vietnam (VND/kg)



Giá GPPS hạ nhiệt hỗ trợ biên lợi nhuận của TLG



Mức độ ảnh hưởng của USD và xuất khẩu đối với doanh thu

Công ty	Tỷ trọng nhu cầu xuất khẩu	Mức độ ảnh hưởng của USD đối với giá vốn hàng bán	Nợ vay bằng USD
DHC	50%	Thùng carton cũ nhập khẩu: 40% giá vốn hàng bán	Thấp
STK	100%	Chip PET nhập khẩu: 60% giá vốn hàng bán	Khoảng 70% vốn chủ sở hữu – tài trợ cho nhà máy Unitex
PTB	70%		Thấp
DGC	75%	40% giá vốn hàng bán than cốc, sulfur, và ammonia nhập khẩu.	Thấp
DRC	65%	Nguyên vật liệu nhập khẩu: 30% giá vốn hàng bán	Thấp
ACG	20%		Không

DGC - Nhu cầu chip gia tăng, giá bán trung bình tiếp tục đà phục hồi

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	DGC	VNI
			Doanh thu (tỷ đồng)	9.748	10.411	14.040					
Giá cổ phiếu (05/12)	110.000 VND	%YoY	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	3.109	3.120	4.280	5.237	1Y	20%	20%	DGC
			% YoY	-33%	7%	35%	23%				
Giá mục tiêu*	132.000 VND	EPS	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	3.109	3.120	4.280	5.237	1Y	20%	20%	DGC
			% YoY	-44%	0%	37%	22%				
TL tăng	+20,0%	EPS	Biên LN gộp	35,4%	34,9%	35,8%	35,8%				
Lợi suất cổ tức	2,7%		Biên EBITDA	32,9%	31,8%	33,0%	33,3%				
Tổng mức sinh lời	+22,7%		Biên LN từ HĐKD	29,3%	28,3%	29,8%	30,1%				
Ngành	Hóa chất		Biên LN ròng	31,9%	30,0%	30,5%	30,4%				
GT vốn hóa	42,5 nghìn tỷ đồng		DTTĐ/doanh thu	16%	9%	20%	28%				
Room KN	12,5 nghìn tỷ đồng		EV/EBITDA	10,2x	9,9x	7,1x	5,7x				
GTGD/ngày (30n)	195 tỷ đồng		P/E	14,3x	14,2x	10,4x	8,5x				
Cổ phần Nhà nước	0,0%		P/B	3,5x	3,0x	2,5x	2,1x				
SL cổ phiếu lưu hành	380 tr		ROE	27,2%	24,1%	28,1%	28,5%				
Pha loãng	380 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 29/10/2024									

Tổng quan Công ty

Tập đoàn Hóa chất Đức Giang là nhà sản xuất hóa chất phốt pho hàng đầu Việt Nam phục vụ các ứng dụng nông nghiệp và điện tử. Ngoài ra, DGC dự kiến bước vào ngành hóa chất xút-clo-vinyl (CAV), quan trọng đối với ngành sản xuất và xây dựng nói chung.

Chúng tôi dự báo sản lượng bán hóa chất photpho công nghiệp - IPC (theo hàm lượng photpho) sẽ tăng 16% YoY lên 69.888 tấn vào năm 2025.

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phục hồi ở các thị trường trọng điểm (cụ thể là Đông Á và Ấn Độ) sẽ giúp DGC sử dụng hết công suất 70.000 tấn P4 của công ty. Đáng chú ý, SIA dự báo doanh số bán chip toàn cầu sẽ tăng 12,5% YoY vào năm 2025, trong khi lượng tồn kho cao của các nhà sản xuất chip giảm xuống mức lành mạnh kể từ quý 3/2024, do đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng tăng đơn đặt hàng từ những khách hàng này.

Chúng tôi dự báo giá bán trung bình IPC năm 2025 sẽ tăng 10% YoY. Chúng tôi ước tính giá bán trung bình IPC hiện tại của DGC là khoảng 3.900 USD/tấn và với nhu cầu mạnh hơn, công ty đã tăng giá bán thêm 5-10% QoQ vào tháng 9/2024.

Theo ban lãnh đạo, nhà máy ethanol của DGC đã bắt đầu giai đoạn chạy thử. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy này sẽ đi vào hoạt động vào tháng 11/2024, với LNST dự kiến đạt 40 tỷ đồng trong năm 2024 và 200 tỷ đồng trong năm 2025. Công suất tối đa của nhà máy ethanol bao gồm 64.000 m³ ethanol được bán với giá 20 triệu đồng/m³ và 200 tỷ đồng từ các phụ phẩm.

DGC dự kiến sẽ khởi công xây dựng nhà máy xút-clo vào tháng 12/2024, đúng như kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo rằng dự án này sẽ đi vào hoạt động trong quý 4/2025, và đóng góp 50 tỷ đồng vào LNST dự kiến của năm 2025.

Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E của DGC trong năm 2024/25 là 17,4 lần/12,6 lần, cao hơn P/E trượt trung bình 10 năm của DGC là 9,9 lần. Chúng tôi cho rằng DGC xứng đáng với định giá cao hơn mức trung bình trong giai đoạn lợi nhuận phục hồi và hưởng lợi từ đóng góp của các dự án mới.

Rủi ro: Chênh lệch giá thị trường bị thu hẹp mạnh hơn dự kiến, dự án xút-clo bị trì hoãn và những thay đổi bất lợi trong chính sách xuất khẩu photpho.

DHC - Chênh lệch giá dần cải thiện

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	DHC	VNI
			Doanh thu (tỷ đồng)	3.259	3.687	3.921	4.188				
Giá cổ phiếu (05/12)	36.200 VND		%YoY	-17%	13%	6%	7%				
Giá mục tiêu*	42.100 VND		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	309	266	369	466				
			% YoY	-18%	-14%	39%	26%				
TL tăng	+16,3%	EPS	% YoY	-18%	-14%	39%	26%				
Lợi suất cổ tức	<u>4,7%</u>	Biên LN gộp		15,5%	12,7%	15,1%	16,9%				
Tổng mức sinh lời	+21,0%	Biên EBITDA		14,2%	11,2%	13,3%	15,0%				
Ngành	Giấy bao bì	Biên LN từ HDKD		11,0%	8,5%	10,9%	12,7%				
GT vốn hóa	2,9 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng		9,5%	7,2%	9,4%	11,1%				
Room KN	1,5 nghìn tỷ đồng	DTTĐ/doanh thu		4,6%	12,7%	-5,8%	-3,2%				
GTGD/ngày (30n)	5 tỷ đồng	EV/EBITDA		6,8x	7,6x	6,0x	5,0x				
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E		9,6x	11,2x	8,1x	6,4x				
SL cổ phiếu lưu hành	80,5 tr	P/B		1,6x	1,5x	1,3x	1,1x				
Pha loãng	80,5 tr	ROE		17,2%	13,8%	17,3%	19,2%				

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 11/09/2024

Tổng quan Công ty

CTCP Đông Hải Bến Tre (DHC) là công ty sản xuất bao bì quy mô trung bình tại Việt Nam với thị phần ~5% trong năm 2021, theo ước tính của chúng tôi. DHC sở hữu 2 nhà máy sản xuất giấy tái chế và 1 nhà máy sản xuất bao bì tại tỉnh Bến Tre ở miền Nam. Các sản phẩm chính của DHC bao gồm giấy bao bì và thùng carton.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2025 sẽ cải thiện 2,4 điểm % YoY, nhờ chênh lệch giá dần phục hồi và không ghi nhận HDKD thép có biên lợi nhuận thấp. Chúng tôi dự báo giá giấy sẽ tăng nhẹ vào năm 2025, được hỗ trợ bởi hoạt động thương mại và tiêu dùng trong nước của Việt Nam tiếp tục phục hồi, đặc biệt là trong mùa lễ hội. Trong khi đó, chúng tôi dự báo giá thùng carton cũ (OCC) sẽ giảm, nhờ tỷ giá USD/VND thuận lợi và chi phí vận chuyển giảm.

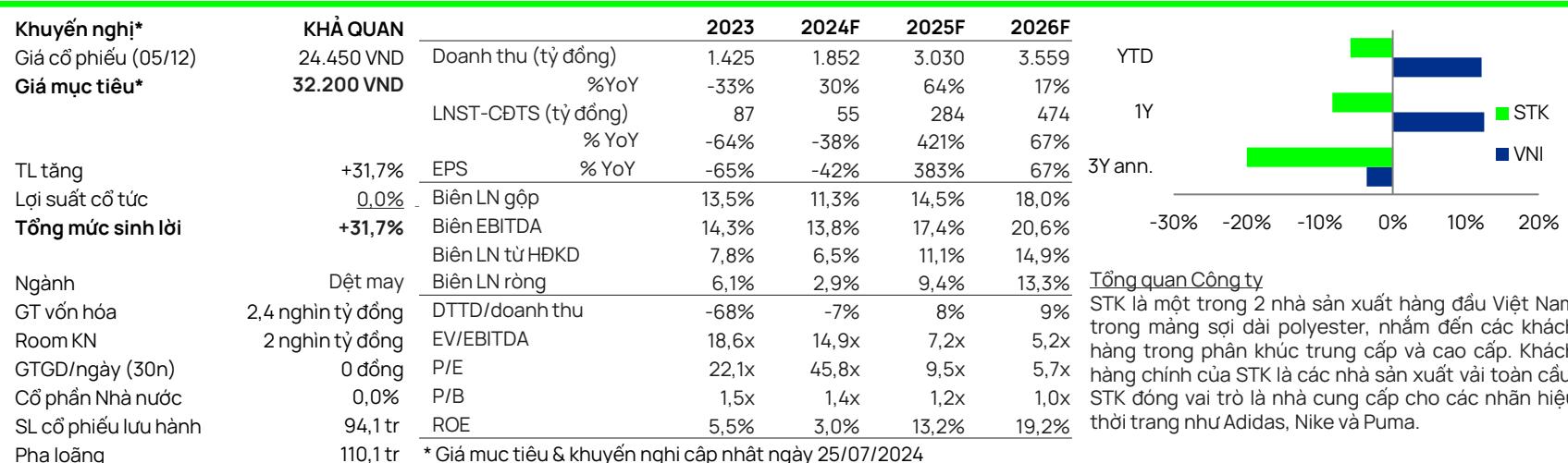
Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động của các nhà máy sản xuất thùng carton sẽ đạt 70% vào năm 2025, nhờ hoạt động xuất khẩu phục hồi và sức mua trong nước được cải thiện. Trong nửa đầu năm 2024, 2 nhà máy sản xuất thùng carton hoạt động với công suất khoảng 65% (so với 30% vào năm 2023). Ban lãnh đạo dự kiến các nhà máy này sẽ đạt hiệu suất hoạt động tối đa trong vòng 2 đến 3 năm tới. Ngoài ra, việc xây dựng nhà máy sản xuất thùng carton thứ 3 dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2025, với ước tính vốn đầu tư là 250 tỷ đồng.

Cập nhật Giao Long 3 (GL3): Việc phê duyệt đầu tư GL3 đã hoàn tất và dự án đang chờ giấy phép xây dựng: Vốn đầu tư của GL3 là 1,8 nghìn tỷ đồng, với công suất thiết kế 1.000 tấn/ngày và dự kiến sẽ bắt đầu xây dựng vào quý 1/2025, với mục tiêu hoạt động vào quý 3/2027. Ngoài ra, chúng tôi dự báo DHC sẽ thực hiện phát hành riêng lẻ - với số tiền thu được dùng để tài trợ cho dự án GL3 - vào giữa năm 2025.

Định giá của DHC có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 8,1 lần so với P/E trượt 12T trung bình 10 năm là 10,7 lần.

Rủi ro: Áp lực đối với giá bán do các đối thủ cạnh tranh tăng công suất.

STK - Tín hiệu đơn hàng phục hồi rõ ràng hơn trong nửa cuối năm 2024



Tổng quan Công ty

STK là một trong 2 nhà sản xuất hàng đầu Việt Nam trong mảng sợi dài polyester, nhắm đến các khách hàng trong phân khúc trung cấp và cao cấp. Khách hàng chính của STK là các nhà sản xuất vải toàn cầu. STK đóng vai trò là nhà cung cấp cho các nhãn hiệu thời trang như Adidas, Nike và Puma.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026 lần lượt tăng 421%/67% YoY so với mức nền thấp của năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sẽ có khả năng giảm đối với dự báo của chúng tôi do chúng tôi nhận thấy một số thách thức, bao gồm (1) STK cần thu hút đơn hàng trong giai đoạn phục hồi và trước khi có công suất mới từ Unitex, (2) các vấn đề hiện tại đối với hệ thống kiểm soát chất lượng (QCS) tự động, điều này hạn chế sản lượng bán hàng thực tế và (3) dự báo giá chip PET sẽ tăng từ mức nền thấp hiện tại khi nhu cầu phục hồi.

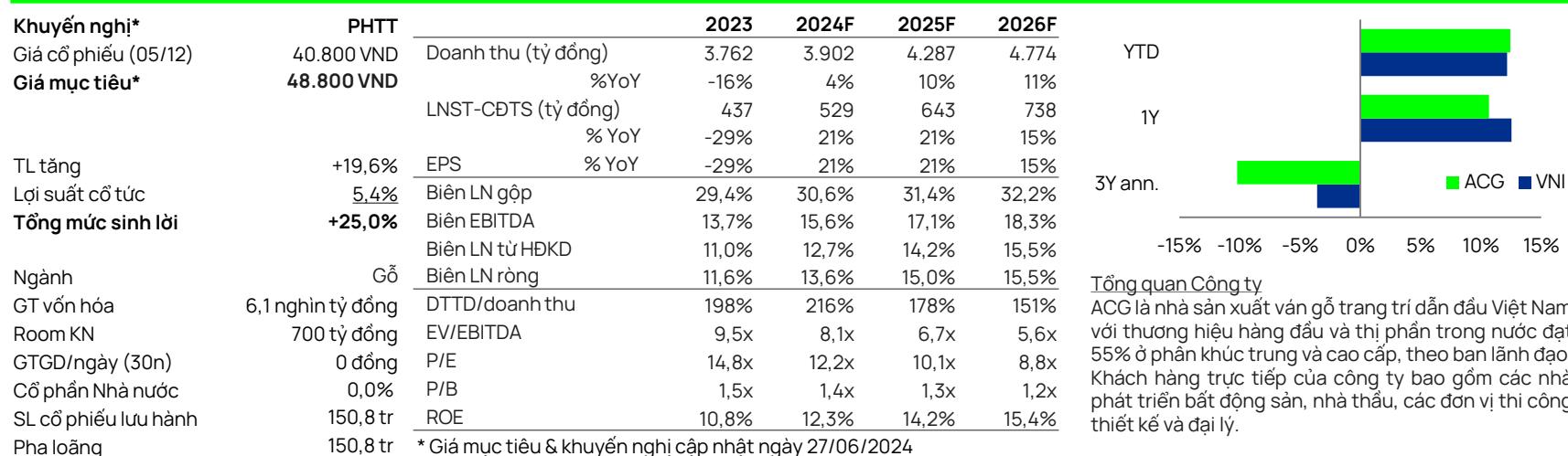
Hệ thống QCS đã hạn chế khả năng chuyển đổi đơn hàng thành doanh số bán hàng thực tế của STK. Trong quý 2 và quý 3/2024, sản lượng bán hàng của STK lần lượt đạt 5.900/5.700 tấn, thấp hơn đáng kể so với mức 9.000 tấn (+67/52% QoQ; +14%/21% YoY) đơn hàng nhận được trong mỗi quý. Mặc dù những vấn đề này vẫn chưa được giải quyết hoàn toàn, nhưng STK đã phần nào giảm thiểu tác động bằng cách thuê thêm lao động để kiểm soát chất lượng thủ công.

Tiến độ nhà máy Unitex: STK đã bắt đầu vận hành một số dây chuyền sản xuất của nhà máy Unitex vào tháng 7/2024, theo ban lãnh đạo. Công ty dự kiến nhà máy sẽ hoạt động hết công suất vào quý 4/2024. Unitex bổ sung thêm 36.000 tấn/năm vào công suất hiện tại của STK là 63.000 tấn/năm. Unitex được tự động hóa nhiều hơn và có thể sản xuất các sản phẩm đa dạng hơn so với các nhà máy hiện có.

Mặc dù lợi nhuận năm 2024 yếu khiến hệ số P/E dự phóng năm 2025 của STK ở mức cao là 45,8 lần, nhưng định giá của STK có vẻ hấp dẫn do triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ với P/E dự phóng các năm 2025/2026 lần lượt là 9,5 lần và 5,7 lần, so với mức trung bình 5 năm của STK là 14,5 lần.

Rủi ro: Nhu cầu của người tiêu dùng cuối cùng ở các nền kinh tế trọng điểm yếu hơn dự kiến; Việt Nam mất thị phần trong ngành vải và sợi; mất Unifi, nhà cung cấp nguyên liệu tái chế chính của STK; chậm trễ trong việc khắc phục sự cố hệ thống QCS tự động.

ACG - Đà phục hồi trong nước chậm hơn dự kiến



Tổng quan Công ty

ACG là nhà sản xuất ván gỗ trang trí dẫn đầu Việt Nam với thương hiệu hàng đầu và thị phần trong nước đạt 55% ở phân khúc trung và cao cấp, theo ban lãnh đạo. Khách hàng trực tiếp của công ty bao gồm các nhà phát triển bất động sản, nhà thầu, các đơn vị thi công thiết kế và đại lý.

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025 sẽ tăng 10% YoY, với doanh số bán hàng trong nước tăng 8% YoY so với mức nền thấp của năm 2024 khi thị trường BDS nhà ở phục hồi và mảng xuất khẩu tăng 15% YoY do nhu cầu đối với các sản phẩm xuất khẩu của ACG vẫn khả quan. Khoảng 80% doanh thu của ACG gắn liền với thị trường BDS trong nước (theo dữ liệu của ACG), với ít nhất 1/3 tổng doanh thu có liên quan đến doanh số bán nhà mới trong nước (ước tính của chúng tôi). Trong 9T 2024, doanh số bán hàng trong nước và doanh số xuất khẩu của ACG lần lượt tăng 4% và 18% YoY. Chúng tôi cũng nhận thấy dấu hiệu phục hồi về khối lượng giao dịch trên thị trường căn hộ và đất nền sơ cấp tại Hà Nội và TP.HCM, củng cố thêm kỳ vọng của chúng tôi về sự phục hồi doanh số bán hàng trong nước năm 2025 của ACG.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận từ HĐKD năm 2025 sẽ cải thiện so với năm 2024, do chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ tăng nhẹ từ mức 30,6% lên 31,4% nhờ tăng trưởng nhu cầu ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu, và tỷ lệ chi phí hoạt động (chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp) trên doanh thu sẽ giảm từ mức 17,9% xuống 17,2%, phản ánh lợi thế kinh tế theo quy mô khi ACG đã hoàn thành việc mở rộng mạng lưới bán hàng trên toàn quốc vào đầu năm 2024.

Yếu tố hỗ trợ: Thị trường BDS trong nước phục hồi mạnh hơn dự kiến.

Rủi ro: Nhu cầu yếu hơn dự kiến hoặc thay đổi thuế quan và chính sách về xuất xứ gỗ ở các thị trường xuất khẩu.

PTB - Mảng gỗ dẫn dắt đà phục hồi lợi nhuận trong năm 2024

Khuyến nghị*	KHẢ QUAN		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	PTB	VNI
			Doanh thu (tỷ đồng)	5.619	6.598	7.560					
Giá cổ phiếu (05/12)	64.100 VND Giá mục tiêu* 80.700 VND	%YoY	-18%	17%	15%	7%	YTD	1Y	3Y ann.	PTB	VNI
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	258	481	633	671					
TL tăng	+25,9%	% YoY	-47%	87%	32%	6%	-10% 0% 10% 20%	1Y	3Y ann.	PTB	VNI
		EPS % YoY	-49%	100%	32%	6%					
Lợi suất cổ tức	5,3%	Biên LN gộp	20,4%	22,9%	23,4%	23,3%					
Tổng mức sinh lời	+31,2%	Biên EBITDA	12,4%	14,0%	14,8%	14,5%					
Ngành	Đa ngành	Biên LN từ HĐKD	8,1%	10,4%	11,5%	11,2%					
GT vốn hóa	4,3 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	4,6%	7,3%	8,4%	8,3%					
Room KN	1,1 nghìn tỷ đồng	DTTD/doanh thu	11,5%	5,7%	5,8%	4,4%					
GTGD/ngày (30n)	30 tỷ đồng	EV/EBITDA	8,0x	6,0x	5,0x	4,7x					
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E	18,7x	9,4x	7,1x	6,7x					
SL cổ phiếu lưu hành	66,9 tr	P/B	1,5x	1,3x	1,2x	1,1x					
Pha loãng	66,9 tr	ROE	9,3%	16,0%	18,5%	17,3%					

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 18/07/2024

Tổng quan Công ty

Tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước tại tỉnh Bình Định, PTB hiện hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: khai thác và sản xuất đá ốp lát, xuất khẩu đồ gỗ sang Mỹ và EU, và phân phối xe Toyota tại miền Trung. Công ty cũng tham gia vào lĩnh vực BDS từ 2019.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng gỗ năm 2025 sẽ tăng trưởng 16% YoY, được hỗ trợ bởi dự báo lãi suất cho vay mua nhà của Mỹ giảm, từ đó thúc đẩy xuất khẩu đồ nội thất gỗ của Việt Nam. Chúng tôi dự báo xuất khẩu gỗ và đồ nội thất gỗ của Việt Nam năm 2025 sẽ tăng trưởng ở mức 2 chữ số, thấp hơn mục tiêu đầy tham vọng là 20 tỷ USD (tăng 32% YoY) của các hiệp hội.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng đá năm 2025 sẽ tăng trưởng 8% YoY. Đối với thạch anh, bất chấp sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cạnh tranh Ấn Độ, ban lãnh đạo đặt mục tiêu vận hành nhà máy thạch anh với công suất 100% vào năm 2024. Mục tiêu này có vẻ khả thi, do nhà máy đang hoạt động với công suất khoảng 87% tính đến tháng 4/2024, tăng so với mức 67% vào năm 2023. Ngoài ra, việc cung cấp đá lát cho TSN T3 sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) - lạc quan về việc trúng thầu cung cấp đá lát. Chúng tôi ước tính LTA cần 500.000 m² đá lát (8% công suất của PTB). Lợi thế cạnh tranh của PTB đến từ việc sở hữu hai mỏ đá granite, đảm bảo cả chất lượng và số lượng cho dự án. Máy móc tiên tiến của PTB đáp ứng các tiêu chuẩn của sân bay và công ty săn sòng đầu tư thêm nếu trúng thầu.

Noble House có 30% khả năng có thể trả nợ cho PTB. Theo PTB, khoản phải thu Noble House của công ty thuộc loại không có bảo đảm và Gigacloud không có bất kỳ khoản nợ nào đối với PTB từ Noble House. Năm 2023, PTB đã trích lập dự phòng cho rủi ro vỡ nợ này, tương đương 42 tỷ đồng (70% tổng số phải thu từ Noble House) và hiện vẫn đang chờ phán quyết cuối cùng của tòa án về vấn đề này.

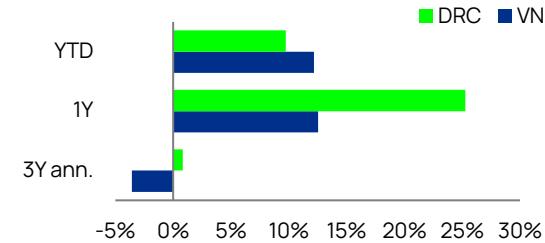
Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng các năm 2024/2025 lần lượt là 11,8 lần/9,0 lần. Chúng tôi tin rằng PTB xứng đáng có hệ số cao hơn so với P/E trượt trung bình 10 năm là 8,9 lần trong giai đoạn lợi nhuận phục hồi.

Rủi ro: Hoạt động xây dựng và tiêu dùng nhà ở của Mỹ yếu hơn dự kiến; thay đổi chính sách thương mại có thể gây ảnh hưởng đến xuất khẩu của Việt Nam.

DRC - Mở rộng công suất trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

Khuyến nghị*	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	DRC	VNI
			Doanh thu (tỷ đồng)	4.495	4.893	5.277					
Giá cổ phiếu (05/12)	28.500 VND	% YoY	-8%	9%	8%	10%	Biên LN gộp	14,4%	-5%	10%	15%
Giá mục tiêu*	33.800 VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	246	253	285	296					
TL tăng	+18,6%	EPS	% YoY	-20%	3%	13%	4%	Biên LN từ HDKD	6,9%	7,2%	7,2%
Lợi suất cổ tức	5,3%	Biên LN ròng	14,4%	16,3%	15,8%	15,7%					
Tổng mức sinh lời	+23,9%	Biên EBITDA	6,9%	6,2%	7,4%	7,2%	Biên LN rõ ràng	8,7%	9,7%	10,1%	13%
Ngành	Sản xuất lốp	P/E	8,7%	8,3%	10,1%	9,7%					
GT vốn hóa	3,4 nghìn tỷ đồng	P/B	5,5%	5,2%	5,4%	5,1%	EV/EBITDA	15,3x	12,7x	13,2x	14,9x
Room KN	1,4 nghìn tỷ đồng	ROE	1,8x	1,8x	1,7x	1,6x					
GTGD/ngày (30n)	15 tỷ đồng	ROA	10,8x	10,5x	8,0x	7,6x	ROA	13,1%	14,1%	13,4%	14,4%
Cổ phần Nhà nước	50,5%		7,2%	7,1%	7,4%	7,1%					
SL cổ phiếu lưu hành	118,8 tr										
Pha loāng	118,8 tr										

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 28/08/2024



Tổng quan Công ty

CTCP Cao su Đà Nẵng là một trong những nhà sản xuất sâm lốp hàng đầu Việt Nam. Công ty là một công ty con của Vinachem (sở hữu 50,5% cổ phần), một doanh nghiệp nhà nước trong ngành hóa chất. Công ty có danh mục sản phẩm sâm lốp đa dạng, dành cho xe tải, ô tô, xe máy, và xe đạp.

Chúng tôi dự báo nhu cầu lốp radial ổn định sẽ dẫn dắt tăng trưởng doanh thu của DRC. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng về triển vọng của DRC do vị thế cạnh tranh yếu kém của công ty trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt ở cả thị trường trong nước và nước ngoài.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025F sẽ tăng trưởng 13% YoY, nhờ (1) sản lượng bán lốp radial tăng 12% YoY (được hỗ trợ bởi nhu cầu tiếp tục phục hồi vào năm 2025 và sản lượng bán hàng của DRC tại thị trường Mỹ được cải thiện) và (2) chi phí logistics giảm so với cùng kỳ.

Chúng tôi dự báo CAGR sản lượng bán lốp radial giai đoạn 2023-2030 là 9% do chúng tôi tin rằng (1) xu hướng chuyển đổi từ lốp bias sang lốp radial sẽ tiếp tục, (2) DRC sẽ sử dụng công suất mới của nhà máy lốp radial - giai đoạn 3 (1 triệu lốp/năm) vào năm 2024 và (3) DRC sẽ tiếp tục mở rộng nhà máy lốp radial lên 2 triệu lốp/năm vào năm 2027. Chúng tôi dự báo sản lượng bán lốp radial sẽ đạt 71% công suất thiết kế của DRC là 2 triệu lốp mỗi năm vào năm 2030.

Tác động tích cực từ việc Mỹ áp thuế chống bán phá giá (AD) đối với lốp xe tải và xe buýt (TBR) xuất khẩu từ Thái Lan - tiềm năng tăng đối với dự báo: Ngày 8/11/2024, Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ đã xác định rằng một ngành công nghiệp của Mỹ bị ảnh hưởng đáng kể bởi hàng nhập khẩu lốp xe tải và xe buýt từ Thái Lan. Khẳng định này cho phép Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) áp thuế chống bán phá giá đối với TBR xuất khẩu từ Thái Lan như đã quyết định trong quyết định cuối cùng, đó là áp thuế chống bán phá giá 48,39% đối với Bridgestone Corporation và 12,33% đối với Prinx Chengshan Tire và các công ty khác. Do hiện tại, chúng tôi giả định thuế bán phá giá ở mức không đáng kể, tương tự như quyết định sơ bộ của DOC Hoa Kỳ, nên diễn biến này cho thấy tiềm năng tăng đối với dự báo của chúng tôi cho DRC từ năm 2025.

Rủi ro: Phục hồi kinh tế chậm hơn; cạnh tranh gia tăng; chi phí đầu vào cao hơn.

Ngành Vật liệu xây dựng

Đà phục hồi đang tăng tốc

Tháng 12/2024

Tổng quan

- Nhu cầu phục hồi mạnh trong năm 2024 bất chấp những thách thức.** Sản lượng bán hàng tháng thép xây dựng ghi nhận tăng trưởng dương so với cùng kỳ năm trước kể từ tháng 12/2023, được thúc đẩy bởi chi tiêu mạnh mẽ cho cơ sở hạ tầng và sự phục hồi dần của ngành xây dựng công nghiệp, bù đắp cho mức phục hồi chậm cho nhu cầu xây dựng dân dụng do thị trường bất động sản còn yếu. Các sản phẩm thép dẹt (thép cuộn cán nóng, tôn mạ và ống thép) cũng tăng trưởng 20% YoY, nhờ nhu cầu xuất khẩu phục hồi so với mức nền thấp của năm 2023.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng trong nước năm 2025 khoảng 13% đối với các loại vật liệu xây dựng và vẫn duy trì quan điểm lạc quan một cách thận trọng về nhu cầu xuất khẩu thép.** Đối với nhu cầu trong nước, chúng tôi dự báo chỉ tiêu cơ sở hạ tầng sẽ vẫn là động lực chính cho nhu cầu vật liệu xây dựng vào năm 2025. Tại kỳ họp Quốc hội khóa XV vừa qua, kế hoạch đầu tư công năm 2025 đã được tăng thêm 30% so với mục tiêu trước đó được đặt ra trong kế hoạch Tài chính - Ngân sách Nhà nước giai đoạn 2024-2026 của Chính phủ được trình vào tháng 10/2023, tương đương 791 nghìn tỷ đồng (+17% YoY) – là một mức cao so với lịch sử. Đối với xuất khẩu, các chỉ số dẫn dắt về nhu cầu vật liệu xây dựng từ Mỹ và EU cho thấy nhu cầu xây dựng sẽ dần phục hồi vào năm 2025. Quan điểm lạc quan này một phần bị bù trừ bởi quan điểm của chúng tôi về việc áp dụng thêm thuế chống bán phá giá (CBPG) đối với thép xuất khẩu của Trung Quốc, điều này sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh đối với thép xuất khẩu của Việt Nam, do giá tăng cạnh tranh đến từ thép giá rẻ Trung Quốc tại các thị trường xuất khẩu khác.
- Chúng tôi thận trọng dự báo giá hàng hóa sẽ phục hồi chậm vào năm 2025, hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận cho các nhà sản xuất thép Việt Nam.** Mặc dù lĩnh vực bất động sản tư nhân của Trung Quốc vẫn đang chịu áp lực, nhưng chúng tôi vẫn lạc quan một cách thận trọng về sự phục hồi dần của giá NVL đầu vào và đầu ra cho thép vào năm 2025. Triển vọng này được hỗ trợ bởi: (1) sự hạ nhiệt trong đà giảm nhu cầu của Trung Quốc khi các biện pháp chính sách năm 2024 dần được hấp thụ, (2) nỗ lực hạn chế mở rộng công suất thép đến từ Trung Quốc, (3) tăng trưởng nhu cầu xây dựng tại các thị trường khác Trung Quốc và (4) tâm lý thị trường được cải thiện nhờ Chính phủ tiếp tục can thiệp để hỗ trợ ngành bất động sản. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán đà phục hồi sẽ không ổn định khi tâm lý thị trường điều chỉnh theo các dữ liệu kinh tế thực tế từ Trung Quốc. Đối với năm 2025, chúng tôi hiện dự báo rằng giá đầu ra của thép sẽ tăng nhanh hơn giá đầu vào nhờ chi tiêu mạnh cho cơ sở hạ tầng và sự tăng trưởng dãy của nhu cầu xuất khẩu. Đối với BMP, chúng tôi thận trọng giả định biên lợi nhuận sẽ bị thu hẹp nhẹ so với mức nền cao kỷ lục của năm 2024 khi giá nhựa đầu vào phục hồi từ mức nền thấp.
- Rủi ro:** (1) Nhu cầu xây dựng tại Mỹ và EU phục hồi chậm hơn dự kiến, (2) nhu cầu yếu kéo dài tại Trung Quốc, khiến giảm phát giá hàng hóa kéo dài, (3) thị trường bất động sản Việt Nam tiếp tục chững lại, (4) giải ngân ngân sách cho các dự án cơ sở hạ tầng bị trì hoãn và (5) thuế CBPG giá toàn cầu đối với thép Trung Quốc tăng mạnh, làm giá tăng áp lực cạnh tranh trong xuất khẩu.

Khuyến nghị cổ phiếu:

- HPG** mang đến cơ hội đầu tư tăng trưởng tốt, với dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026/2027 lần lượt là 27%/28%/20%, nhờ nhu cầu xây dựng trong nước tăng và công suất HRC tăng từ Khu liên hợp sản xuất gang thép Hòa Phát Dung Quất 2 (DQSC2). Giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng năm 2025 là 15,1 lần so với CAGR giai đoạn 2024-2027 là 25%, tương đương với PEG hấp dẫn là 0,6 lần. Hệ số P/E trung bình dự phóng giai đoạn 2025-2027 là 12,3 lần (cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 10 năm của HPG), điều mà chúng tôi cho là hợp lý do đà tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2025-2027.
- BMP** vẫn là lựa chọn phòng thủ ưa thích của chúng tôi do lợi nhuận ổn định so với các nhà sản xuất thép, lợi suất cổ tức cao (9,5% dựa trên cổ tức dự kiến trong 12 tháng tới) và rủi ro tài chính thấp. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 1% YoY so với mức nền cao của năm 2024 do chúng tôi dự báo (1) thị trường bất động sản phía Nam sẽ tiếp tục phục hồi và (2) BMP sẽ tăng giá bán trung bình để bù đắp một phần cho mức tăng dự kiến của giá đầu vào, do vị thế thị trường vững chắc của BMP ở miền Nam (khoảng 50% thị phần).

Vật liệu xây dựng: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
HPG	MUA	7.125	0%	49%	1.946	22,0	27.850	35.700	07/11/2024	28,2%	0,0%	28,2%
NKG	PHTT	203	0%	50%	87	2,9	19.300	22.400	12/09/2024	16,1%	0,0%	16,1%
BMP	MUA	413	0%	100%	66	1,2	126.000	130.300	16/09/2024	3,4%	9,5%	12,9%
HSG*	PHTT	467	0%	49%	182	4,0	18.800	19.600	12/09/2024	4,3%	0,0%	4,3%

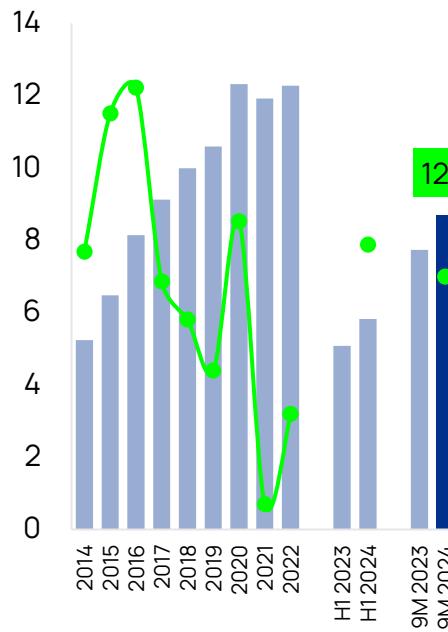
Tóm tắt định giá

Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	TT EPS 2026F %	P/E trượt (x)	P/E 2024F	P/E 2025F	P/E 2026F	EV/ EBITDA* 2025F (x)	ROE 2025F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
HPG	27.850	80%	27%	27%	15,2x	15,0x	11,8x	9,3x	7,3x	13%	1,6x	0,5x
NKG	19.300	466%	31%	8%	12,6x	8,9x	6,8x	6,3x	6,1x	15%	1,0x	0,9x
BMP	126.000	-2%	1%	-6%	10,2x	10,2x	10,1x	10,7x	5,2x	38%	3,5x	-0,8x
HSG*	18.800	2689%	47%	28%	15,7x	15,0x	10,2x	7,9x	6,5x	10%	1,1x	0,4x

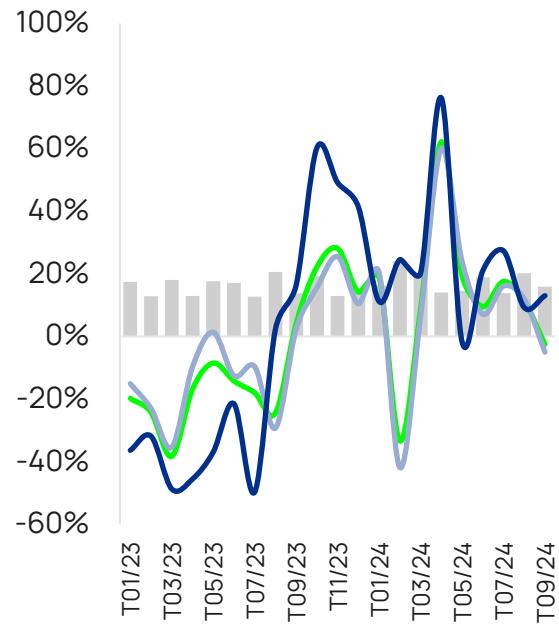
Nhìn lại năm 2024: Nhu cầu thép xây dựng chủ yếu được dẫn dắt bởi hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng trong nước

THÉP XÂY DỰNG

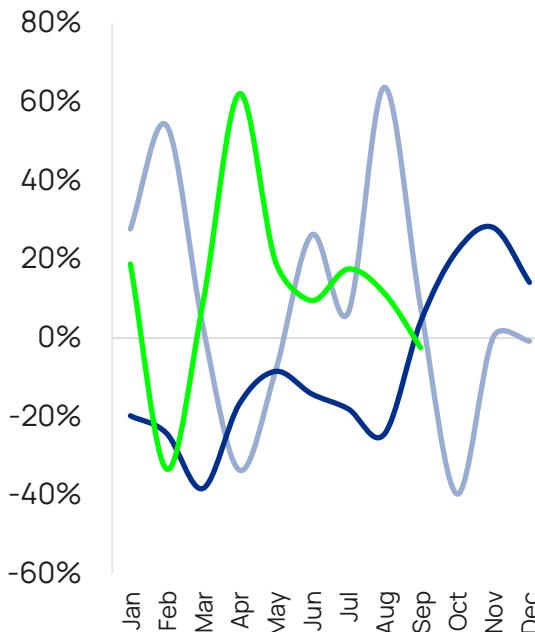
Tổng sản lượng bán hàng toàn ngành hàng năm



Tăng trưởng YoY hàng tháng theo thị trường



Tăng trưởng YoY hàng tháng so với các năm trước



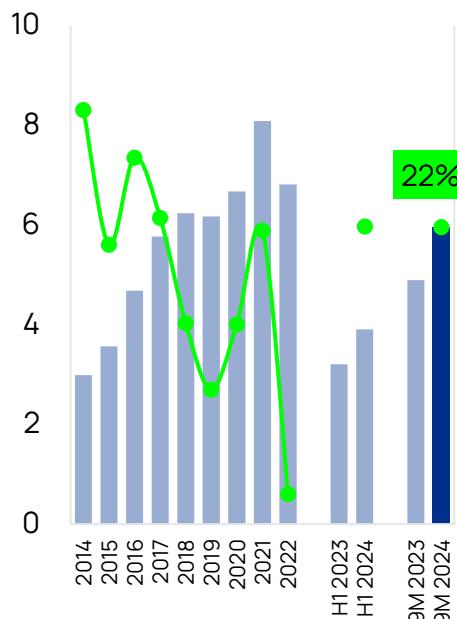
Sales volume (million tonnes - LHS)
Growth (% YoY - RHS)

% of export in total sales volume
Total sales volume YoY growth
Domestic sales volume YoY growth
Export sales volume YoY growth

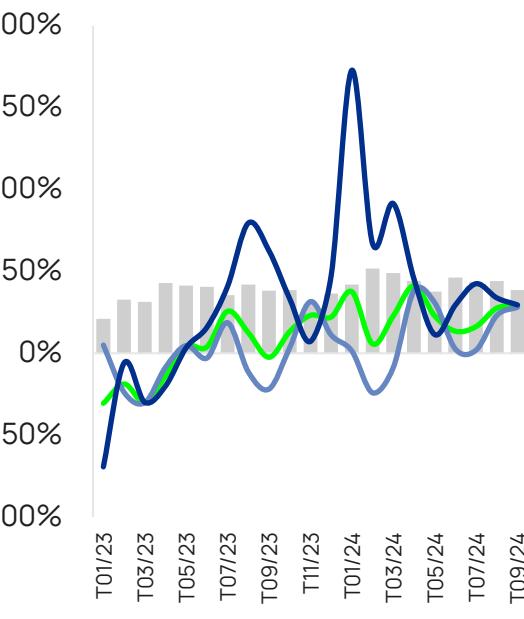
Nhìn lại năm 2024: Tăng trưởng sản lượng sản phẩm thép dẹt, dẫn dắt bởi đà phục hồi xuất khẩu từ mức nền thấp

TÔN MẠ & ỐNG THÉP

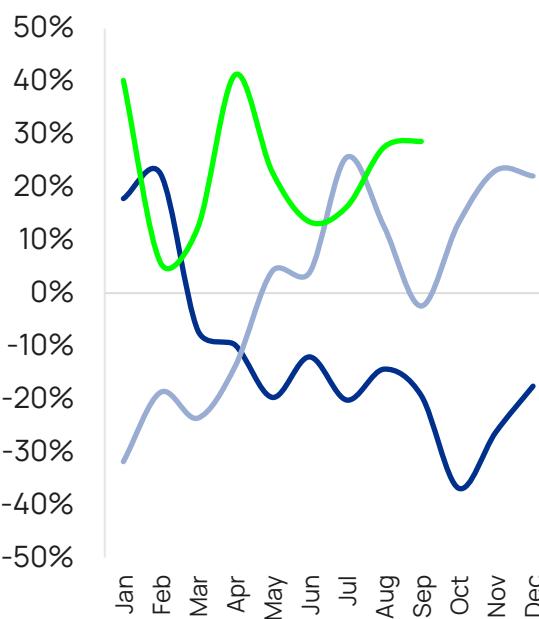
Sản lượng bán hàng, tổng 2 loại sản phẩm



Tăng trưởng YoY hàng tháng theo thị trường, tổng 2 loại sản phẩm



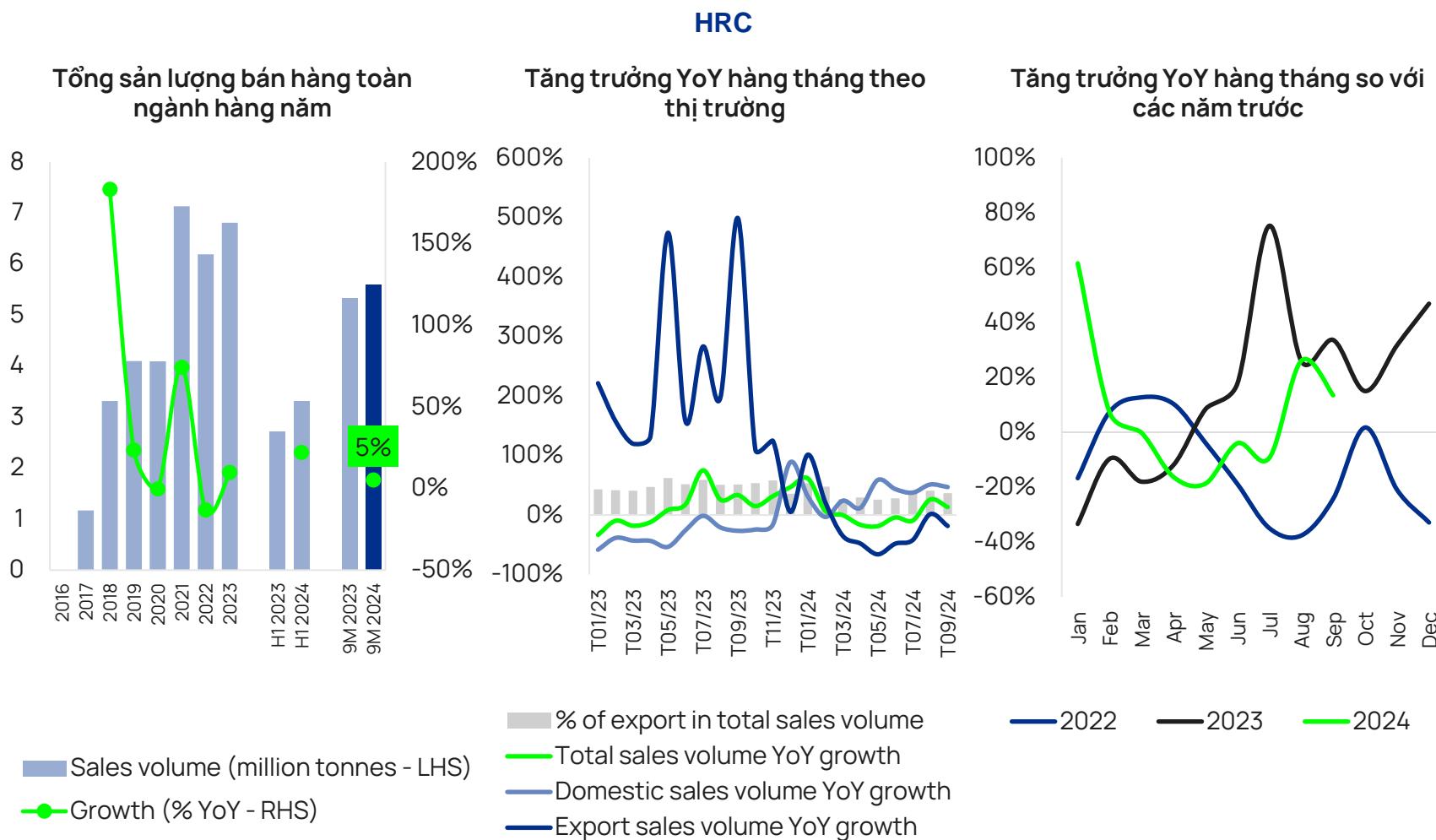
Tăng trưởng YoY hàng tháng so với các năm trước, tổng 2 loại sản phẩm



Sales volume (million tonnes - LHS)
Growth (% YoY - RHS)

% of export in total sales volume
Total sales volume YoY growth
Domestic sales volume YoY growth
Export sales volume YoY growth

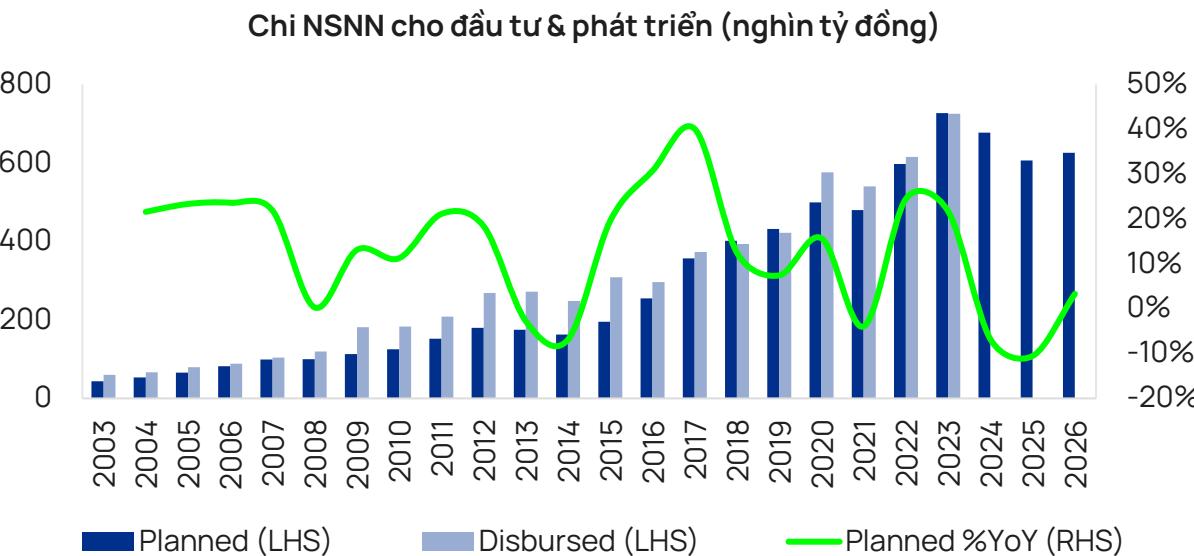
Nhìn lại năm 2024: Sản lượng HRC phục hồi chậm lại do áp lực từ HRC Trung Quốc; doanh số bán hàng chuyển hướng sang thị trường trong nước



Thị trường trong nước: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng năm 2025 khoảng 10%-13% đối với các loại VLXD, dẫn dắt bởi hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng (2)

Năm 2025, chi NSNN cho đầu tư phát triển được đặt mục tiêu ở mức 790,7 nghìn tỷ đồng, tăng 16,7% so với kế hoạch năm 2024.

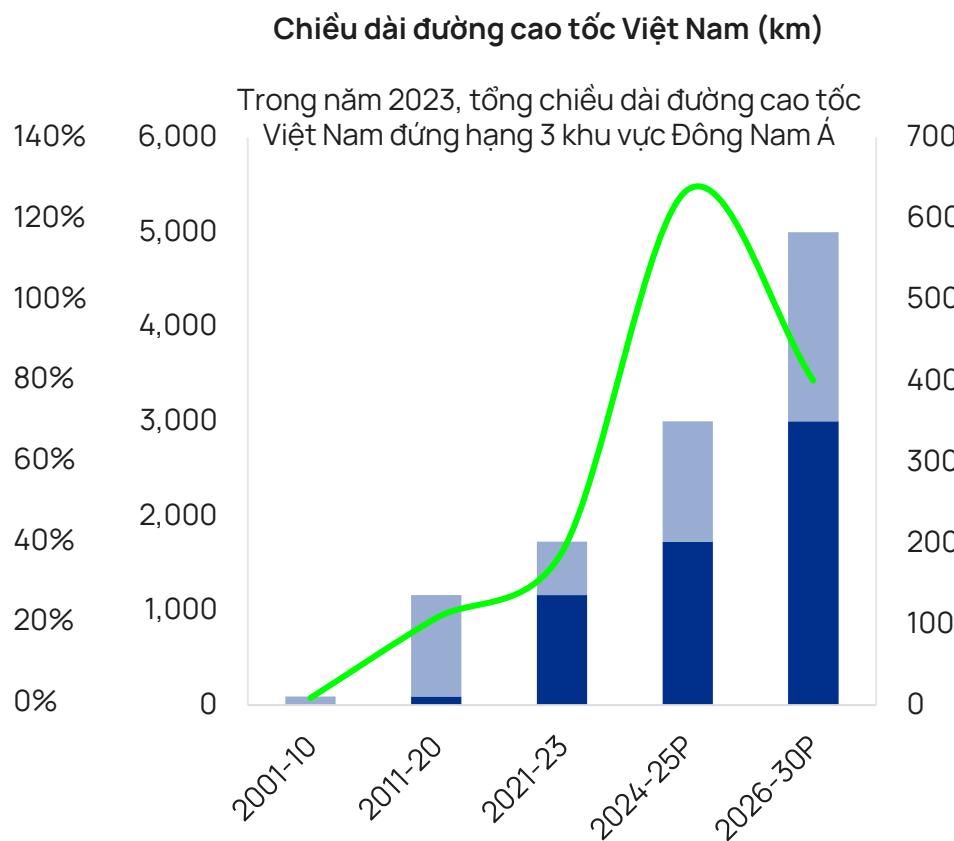
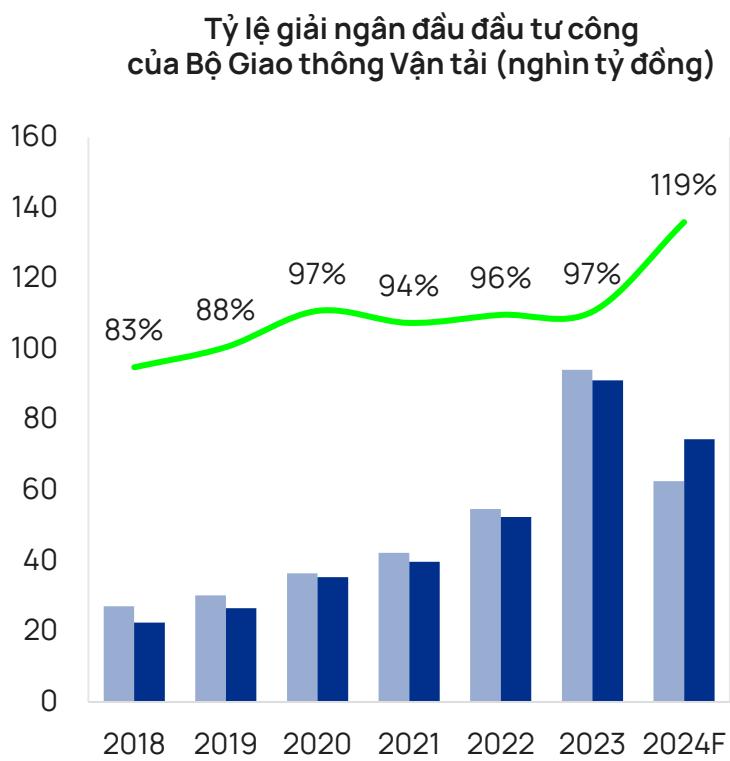
Mục tiêu điều chỉnh này, được đề ra tại kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV, cao hơn 30% so với mục tiêu được trình bày trong Kế hoạch Tài chính và NSNN giai đoạn 2024-2026 do Chính phủ trình Quốc hội vào tháng 10/2023.



Chi NSNN cho đầu tư & phát triển giai đoạn 2020-2025

	2020	2021	2022	2023	2024	Kế hoạch 2025
Kế hoạch chi trong năm	471 nghìn tỷ đồng +10% so với kế hoạch 2019	477 nghìn tỷ đồng +1% so với kế hoạch 2020	526 nghìn tỷ đồng +10% so với kế hoạch 2021	727 nghìn tỷ đồng +38% so với kế hoạch 2022	677 nghìn tỷ đồng -7% so với kế hoạch 2023	791 nghìn tỷ đồng +17% so với kế hoạch 2024
Giai ngân thực tế*	576 nghìn tỷ đồng	516 nghìn tỷ đồng	530 nghìn tỷ đồng	725 nghìn tỷ đồng	356 nghìn tỷ đồng trong 10T 2024	
Giải ngân thực tế so với kế hoạch	122,5%	108,1%	100,8%	99,8%	52,5% trong 10T 2024	

Thị trường trong nước: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng năm 2025 khoảng 13% đối với các loại VLXD, dẫn dắt bởi hoạt động phát triển cơ sở hạ tầng (2)



Assigned target (LHS)
Actual disbursement (LHS)
% Target achieved (RHS)

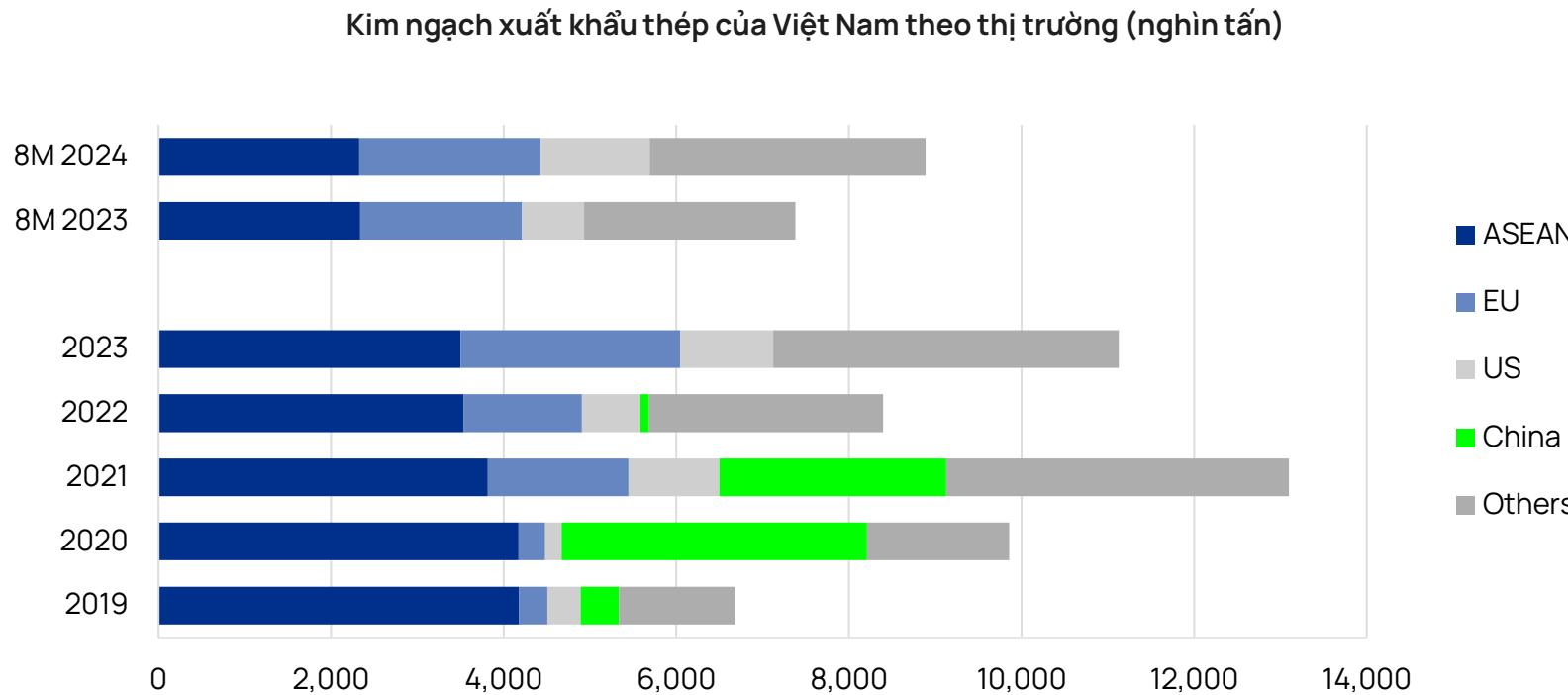
Newly built (LHS)
Old facilities (LHS)
Yealy average newly built (RHS)

Các dự án hạ tầng lớn đang được triển khai, phản ánh cam kết của Nhà nước trong việc phát triển hạ tầng quốc gia

Các dự án hạ tầng chính

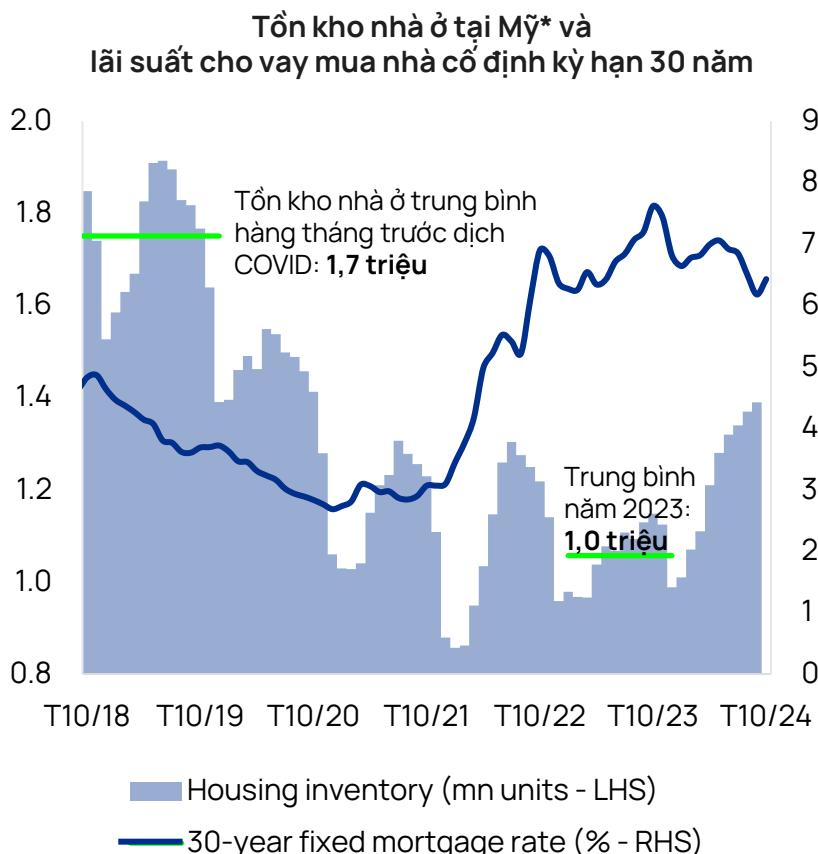
STT	Dự án	Công suất/chiều dài	Vốn đầu tư	Tình trạng	Thời gian thi công dự kiến
1	Đường Cao tốc Bắc-Nam - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2	666 km 721 km	88,1 nghìn tỷ đồng 147 nghìn tỷ đồng	Đã hoàn thành (giữa 2024) Đang thi công	2021-2025
2	Đường Vành đai 3 TP.HCM	90km	75,4 nghìn tỷ đồng	Đang thi công	Mở vào giữa năm 2025, hoàn thành vào năm 2026.
3	Đường Vành đai 4 Hà Nội	112,8km	85,8 nghìn tỷ đồng	Đang thi công	Hoàn thành cơ bản vào năm 2026, vận hành toàn bộ vào năm 2027.
4	Sân bay Quốc tế Long Thành - Giai đoạn 1 - Giai đoạn 2 - Giai đoạn 3	100 triệu hành khách, 5 triệu tấn hàng hóa 25 triệu hành khách; 1,2 triệu tấn hàng hóa 25 triệu hành khách; 0,3 triệu tấn hàng hóa 50 triệu hành khách; 1,5 triệu tấn hàng hóa	336,6 nghìn tỷ đồng 5 tỷ USD	Đang thi công Chưa khởi công Chưa khởi công	Vận hành vào đầu năm 2027*
5	Đường sắt Cao tốc Bắc-Nam	Tốc độ tối đa 350km/h, kết nối TP.HCM-Hà Nội	67,3 tỷ USD	Đã được Quốc hội phê duyệt	2027-2035
6	Trung tâm Logistics Cái Mép Hạ	2,200ha, có khả năng tiếp nhận tàu lớn nhất thế giới (250.000 DWT)	6,7 tỷ USD		
7	Cảng Trung chuyển Quốc tế Cầu Giờ	4,8 triệu TEU/năm (2030), 16,9 triệu TEU/năm (2047)	129 nghìn tỷ đồng		

Xuất khẩu: Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu từ Mỹ và EU sẽ là yếu tố chính tác động đến xuất khẩu thép của Việt Nam.



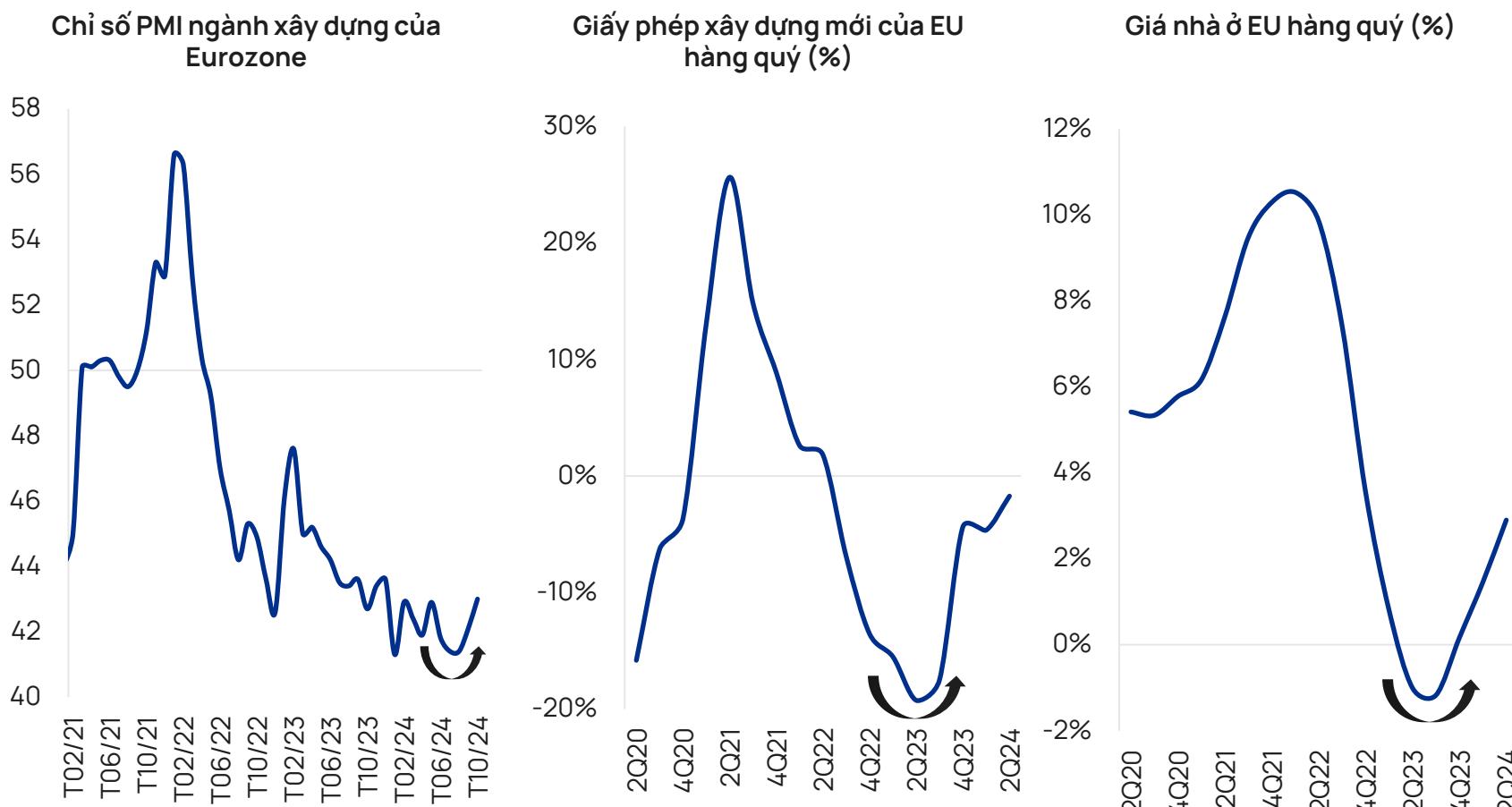
Các điểm đến xuất khẩu thép của Việt Nam đã thay đổi đáng kể trong năm qua, với sự bùng nổ/suy giảm tại Trung Quốc trong giai đoạn 2020-2022. Nhu cầu gia tăng từ Mỹ và EU đã phần nào bù đắp sự sụt giảm từ Trung Quốc. EU chiếm 24% tổng xuất khẩu thép của Việt Nam trong 8T 2024 so với 23%/16% trong năm 2023/2022, trong khi tỷ trọng của Mỹ tăng lên 14% so với 10%/8% trong cùng giai đoạn.

Xuất khẩu: Chúng tôi thận trọng kỳ vọng xuất khẩu thép sẽ tăng trưởng ở mức thấp, được dẫn dắt bởi sự phục hồi dần của lĩnh vực xây dựng tại Mỹ và EU (1)



Tình trạng thiếu hụt nguồn cung nhà ở thứ cấp tại Mỹ (do các chủ sở hữu nhà ở hiện hữu không muốn bán vì đang được hưởng lãi suất vay mua nhà thấp), cùng với kì vọng Fed giảm lãi suất (giảm 125 điểm cơ bản vào năm 2025) sẽ thúc đẩy nhu cầu xây dựng nhà ở mới. Tuy nhiên, giấy phép xây dựng nhà ở mới thấp (-0,4% xuống 1,4 triệu đơn vị vào tháng 10/2024) cùng với chỉ số tâm lý của các nhà xây dựng nhà ở thấp (HMI ở mức 46 vào tháng 11) làm giảm kỳ vọng tăng trưởng.

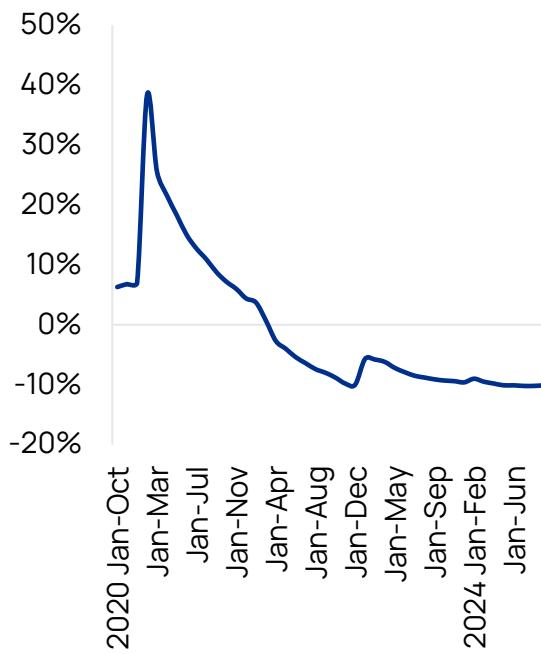
Xuất khẩu: Chúng tôi thận trọng kỳ vọng xuất khẩu thép sẽ tăng trưởng ở mức thấp, được dẫn dắt bởi sự phục hồi dần của lĩnh vực xây dựng tại Mỹ và EU (2)



Nhu cầu xây dựng của Châu Âu đang dần phục hồi từ mức cơ sở thấp

Giá hàng hóa: Nhu cầu xây dựng yếu của Trung Quốc đã ảnh hưởng đến giá hàng hóa trong hầu hết năm 2024

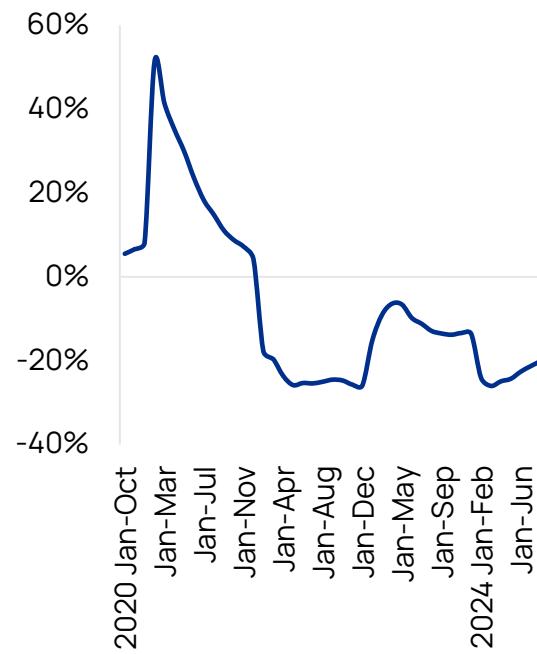
Đầu tư phát triển BDS của Trung Quốc so với đầu năm, YoY



Tổng cộng (tháng 1-9/2024): -10,1%

- Tòa nhà dân cư: -10,1%
- Tòa nhà văn phòng: -6,5%
- Tòa nhà thương mại: -13,4%

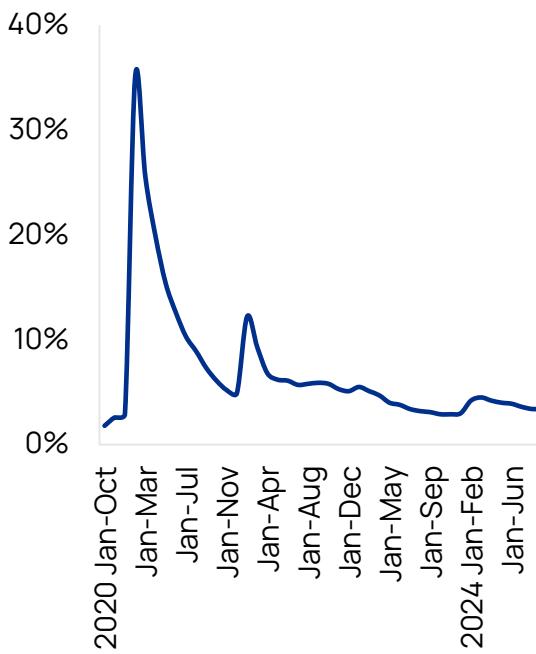
Quỹ đầu tư phát triển BDS của Trung Quốc so với đầu năm, YoY



Tổng cộng (tháng 1-9/2024): -20,0%

- Cho vay trong nước: -6,2%
- Đầu tư nước ngoài: -19,9%
- Quỹ tự huy động: -9,1%
- Tiền gửi và biên lai tạm ứng: -19,8%
- Cho vay thế chấp cá nhân: -34,9%

Đầu tư vào tài sản cố định so với đầu năm, YoY



Tổng cộng (tháng 1-9/2024): +3,4%

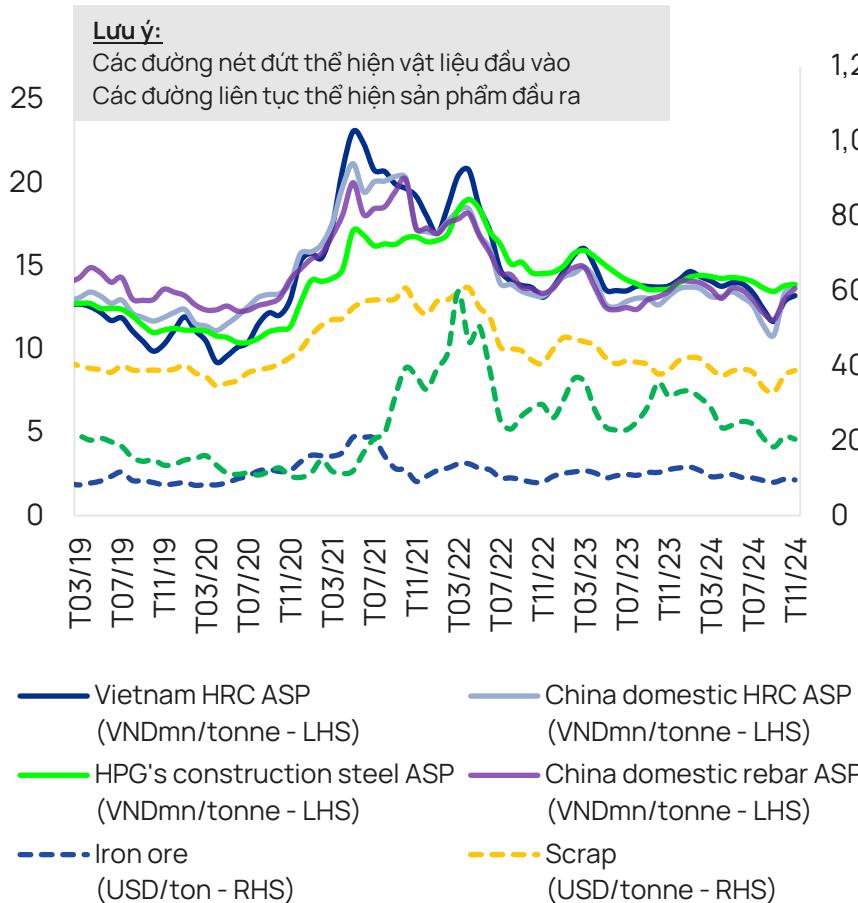
- Do nhà nước sở hữu/năm giữ: +6,1%
- Đầu tư tư nhân: -0,2%

Đầu tư công tăng mạnh là chưa đủ để xoay chuyển tình thế.

Giá hàng hóa: Giá thép năm 2024 chịu áp lực bởi nhu cầu yếu của Trung Quốc, bù đắp bởi đợt tăng giá do tâm lý vào cuối quý 3

THÉP

Giá các nguyên vật liệu đầu vào và đầu ra chính của HPG



Lợi nhuận của các nhà sản xuất thép BOF Trung Quốc (CNY/tấn)



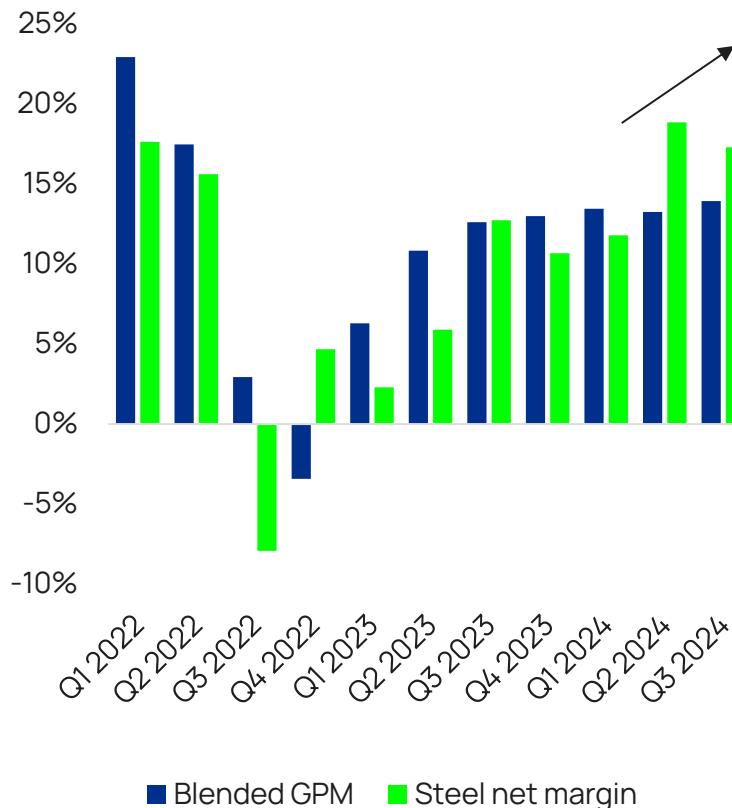
Giá hàng hóa: Biên lợi nhuận của HPG tăng so với cùng kỳ trong suốt năm 2024 do giá đầu vào giảm nhanh hơn giá đầu ra

THÉP

Giá các nguyên vật liệu đầu vào và đầu ra chính của HPG

% thay đổi giá	YTD	MTD	Tháng 9/2024* đến nay	Trung bình so với đầu năm, YoY
Đầu vào				
Phế liệu	-14,9%	1,2%	7,9%	-9,5%
Than cốc	-37,2%	0,4%	11,4%	-13,9%
Quặng sắt	-28,9%	-2,9%	4,7%	-6,8%
Đầu ra				
HRC Trung Quốc	-11,8%	-1,1%	10,4%	-8,2%
HRC Việt Nam	-14,0%	-0,5%	10,1%	-10,6%
Thép thanh vằn nội địa Trung Quốc	-15,3%	-1,3%	0,2%	-5,2%
Thép xây dựng HPG	-1,4%	0,0%	2,7%	-4,9%
Tôn mạ Trung Quốc	-11,7%	-0,8%	3,2%	-9,8%

Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng thép của HPG



Giá hàng hóa: Chúng tôi dự báo giá thép năm 2025 sẽ phục hồi dần nhưng không ổn định, hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận (1)

- Trong năm 2025, chúng tôi dự báo Trung Quốc sẽ tiếp tục là động lực chính của xu hướng giá thép toàn cầu.
- Chúng tôi có quan điểm lạc quan một cách thận trọng cho rằng giá hàng hóa liên quan đến thép năm 2025 sẽ phục hồi với tốc độ chậm, nhờ:
 - Sự hạ nhiệt trong đà giảm nhu cầu của Trung Quốc khi các biện pháp chính sách năm 2024 dần được hấp thụ;
 - Việc Trung Quốc tạm dừng phê duyệt thành lập các nhà máy thép mới (có hiệu lực từ tháng 8/2024), hạn chế việc mở rộng công suất;
 - Tăng trưởng nhu cầu xây dựng ở các thị trường khác Trung Quốc, mặc dù với tốc độ chậm;
 - Kỳ vọng Chính phủ Trung Quốc sẽ tiếp tục can thiệp để hỗ trợ ngành bất động sản, thúc đẩy tâm lý thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà phục hồi sẽ diễn ra không ổn định, khi tâm lý thị trường điều chỉnh theo dữ liệu kinh tế thực tế từ Trung Quốc.
- Chúng tôi cũng cho rằng việc áp thuế CBPG đối với thép xuất khẩu của Trung Quốc sẽ gia tăng trên toàn cầu, điều này sẽ gây áp lực giảm giá đối với giá thép toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng diễn biến này có thể được giảm thiểu nếu giá thấp hơn dẫn đến việc giảm công suất ở Trung Quốc, do các nhà máy thép thua lỗ không thể duy trì hoạt động.

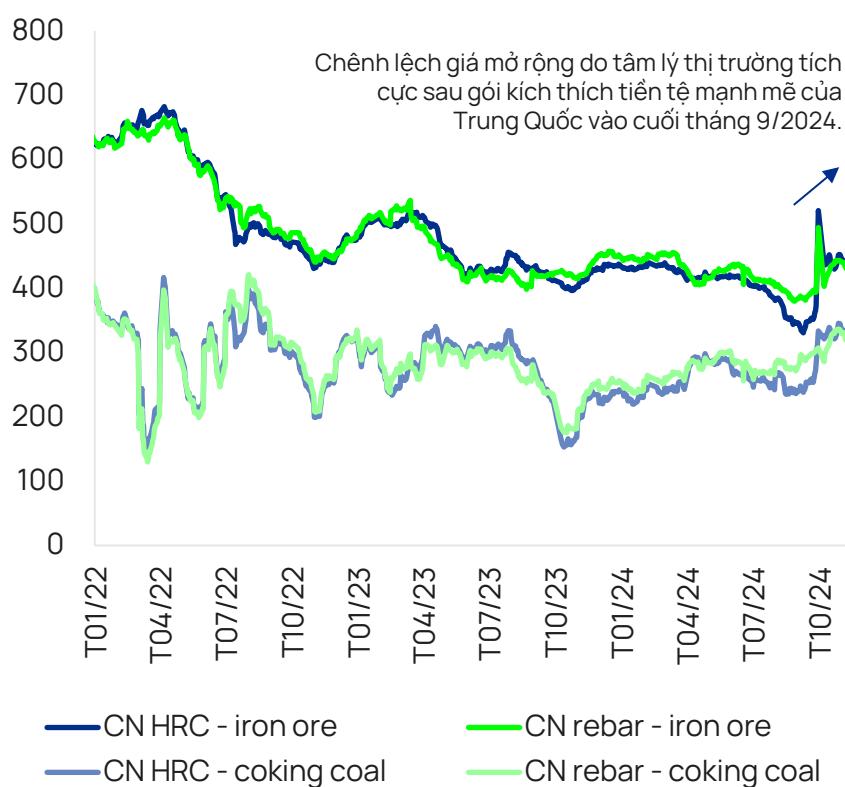
Giá hàng hóa: Chúng tôi dự báo giá thép năm 2025 sẽ phục hồi dần, hỗ trợ mở rộng biên lợi nhuận (2)

THÉP

Điển biến giá thép xây dựng bình quân của HPG
(đồng/kg)

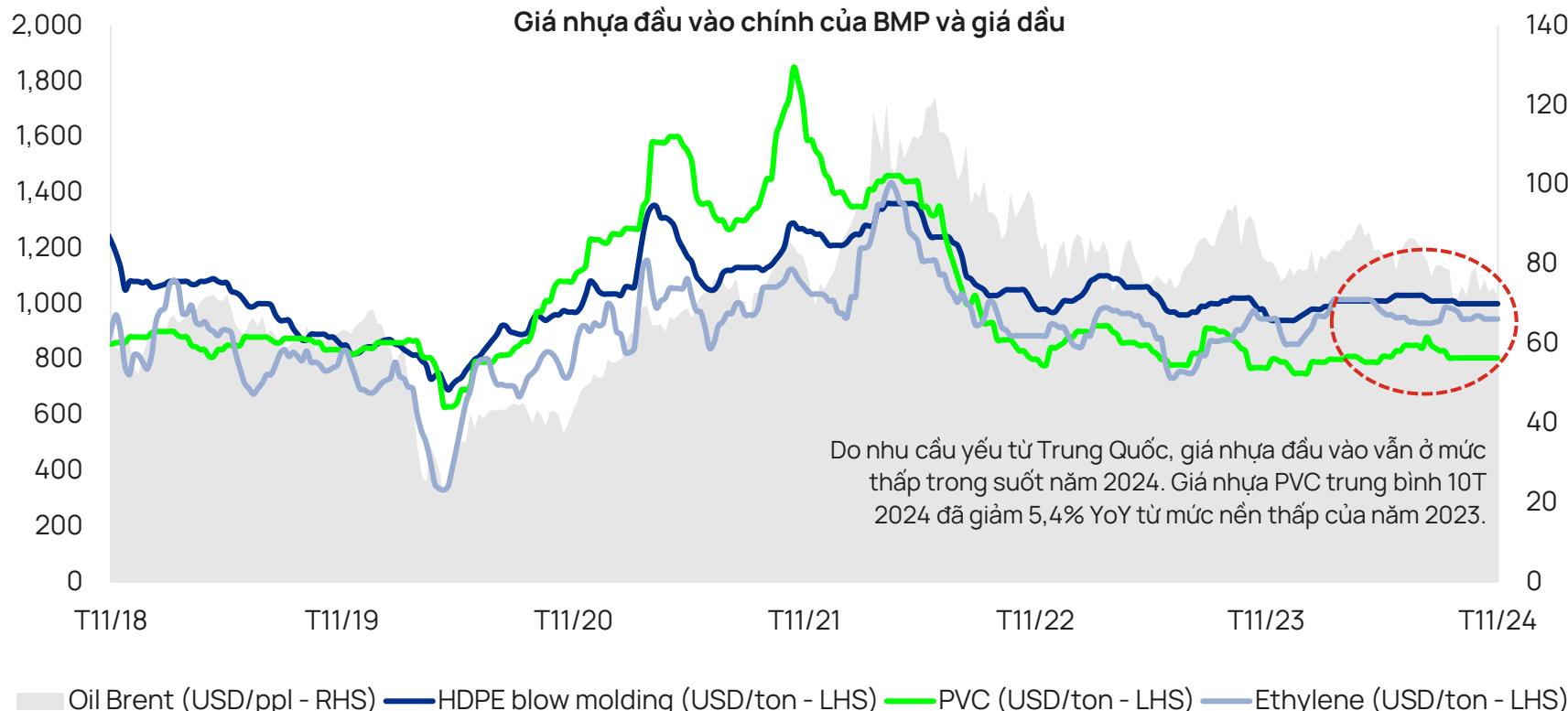


Chênh lệch giá đầu ra (HRC, thép thanh vắn) so với đầu vào (quặng sắt, than luyễn cốc) (USD/tấn)



Chúng tôi dự báo giá nhựa đầu vào năm 2025 sẽ tăng nhẹ và biên lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ

ÓNG NHỰA

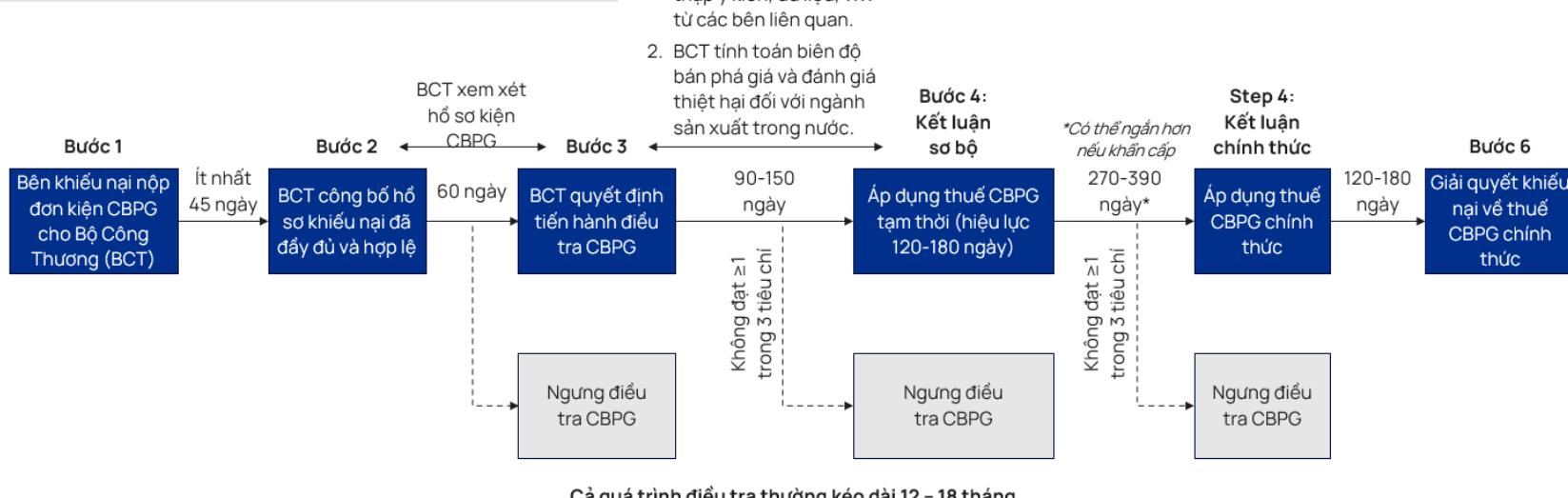


Dựa trên những thảo luận trước đó về Trung Quốc, chúng tôi thận trọng dự báo giá nhựa PVC đầu vào sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2025 và theo đó giảm biên lợi nhuận gộp năm 2025 xuống 42,3% từ mức 43,6% của năm 2024. Chúng tôi nhấn mạnh rằng biên lợi nhuận gộp 42,3% vẫn là mức cao so với mức trước năm 2023 của BMP.

Các mốc thời gian trong điều tra CBPG thép nhập khẩu

- Thuế CBPG đối với thép cuộn cán nóng (HRC) nhập khẩu:** Bộ Công Thương đã khởi xướng điều tra CBPG vào cuối tháng 7. Điều này có nghĩa là vụ việc HRC hiện đang ở giữa bước 3 và bước 4, đang chờ kết quả điều tra sơ bộ từ Bộ Công Thương. Theo thông tin cập nhật mới nhất, tại cuộc họp báo quý 3 vào ngày 23/10/2024, Bộ Công Thương cho biết kết quả sơ bộ dự kiến sẽ có vào tháng 11/2024, theo quy định và quy trình điều tra CBPG thông thường. Nếu xác định được bằng chứng bán phá giá và lượng hóa được tác động, thuế CBPG tạm thời sẽ được áp dụng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quyết định thực tế có thể bị trì hoãn so với mốc thời gian này vì cho đến nay chúng tôi vẫn chưa nhận được bất kỳ thông báo mới nào từ Bộ Công Thương.
- Thuế CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu:** Bộ Công Thương đã khởi xướng điều tra vào giữa tháng 6. Điều này có nghĩa là vụ việc tôn mạ cũng đang ở giữa bước 3 và bước 4, hiện đang chờ kết quả điều tra sơ bộ từ Bộ Công Thương. Theo quy trình điều tra CBPG thông thường, chúng tôi dự kiến việc áp dụng thuế tạm thời mới nhất, nếu được áp dụng, sẽ vào giữa tháng 11/2024 (150 ngày sau khi khởi xướng điều tra). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng quyết định thực tế có thể bị trì hoãn so với mốc thời gian này vì chúng tôi vẫn chưa nhận được bất kỳ thông báo mới nào từ Bộ Công Thương.

Quy trình điều tra CBPG tiêu chuẩn tại Việt Nam



Ảnh hưởng của các cuộc điều tra CPBG đối với thép nhập khẩu lên các công ty thép trong danh mục theo dõi của Vietcap

- **Nếu cả 2 loại thuế CBPG được áp dụng, HPG sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi lớn nhất trong số các nhà sản xuất thép niêm yết**, do HPG sản xuất và bán thép cuộn cán nóng (HRC) và có khả năng tự cung HRC để sản xuất tôn mạ của riêng HPG. Thuế CBPG giá đối với HRC sẽ bảo vệ HPG khỏi cạnh tranh gay gắt từ HRC giá rẻ của Trung Quốc, bằng cách mang đến cho HPG cơ hội chuyển sang bán hàng cho thị trường trong nước đang thiếu cung, nơi nhu cầu HRC (12-14 triệu tấn/năm) vượt quá công suất sản xuất tối đa (8-9 triệu tấn/năm). Chúng tôi dự báo thuế CBPG đối với tôn mạ, nếu được áp dụng, sẽ có tác động tích cực hạn chế, do tôn mạ chỉ chiếm khoảng 5% tổng sản lượng bán thép 9T 2024 của HPG.
- **Đối với các nhà sản xuất tôn mạ như NKG, HSG và Tôn Đông Á (UpCOM: GDA), thuế CBPG đối với HRC sẽ gây bất lợi cho các doanh nghiệp này** do họ sử dụng HRC làm nguyên liệu đầu vào. Đối với thuế CBPG đối với tôn mạ, tất cả các doanh nghiệp này sẽ được hưởng lợi, với HSG được hưởng lợi nhiều nhất khi HSG là nhà sản xuất tôn mạ lớn nhất Việt Nam. Trong 9T 2024, HSG đứng đầu về sản lượng tôn mạ bán ra thị trường trong nước với 27% thị phần, GDA đứng thứ 2 với 15%, trong khi NKG đứng thứ 3 với 11%. Xét về tổng sản lượng bán hàng, HSG đứng thứ nhất (29%), NKG đứng thứ hai (17%) và GDA đứng thứ ba với 16% thị phần trong 9T 2024.

HPG – Nhu cầu trong nước & hoạt động mở rộng công suất dẫn dắt tăng trưởng năm 2025

Khuyến nghị*	MUA		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	Tổng quan Công ty
			Doanh thu (tỷ đồng)	118.953	138.341	163.966				
Giá cổ phiếu (05/12)	27.850 VND	% YoY	-16%	16%	19%	18%	YTD	1Y	3Y ann.	HPG VNI
Giá mục tiêu*	35.700 VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	6.835	12.292	15.643	19.801				
TL tăng	+28,2%	% YoY	-19%	80%	27%	27%	1Y	3Y ann.	-5% 0% 5% 10% 15%	HPG VNI
Lợi suất cổ tức	0,0%	EPS	-19%	80%	27%	27%				
Tổng mức sinh lời	+28,2%	Biên LN gộp	10,9%	13,9%	15,1%	15,2%	3Y ann.	-5% 0% 5% 10% 15%	-5% 0% 5% 10% 15%	Tổng quan Công ty
Ngành	Thép	Biên EBITDA	13,8%	15,7%	18,3%	18,7%				
GT vốn hóa	172,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN từ HĐKD	8,1%	11,0%	12,2%	12,3%	3Y ann.	-5% 0% 5% 10% 15%	-5% 0% 5% 10% 15%	Tổng quan Công ty
Room KN	42,5 nghìn tỷ đồng	Biên LN ròng	5,7%	8,9%	9,5%	10,2%				
GTGD/ngày (30n)	702,5 tỷ đồng	DTTD/doanh thu	-3,0%	-18,7%	2,4%	7,8%	3Y ann.	-5% 0% 5% 10% 15%	-5% 0% 5% 10% 15%	Tổng quan Công ty
Cổ phần Nhà nước	0,0%	EV/EBITDA	13,4x	10,2x	7,4x	6,1x				
SL cổ phiếu lưu hành	6,4 tỷ	P/E	27,0x	15,0x	11,8x	9,3x	3Y ann.	-5% 0% 5% 10% 15%	-5% 0% 5% 10% 15%	Tổng quan Công ty
Pha loãng	6,4 tỷ	P/B	1,7x	1,6x	1,4x	1,2x				
		ROE	6,9%	11,3%	12,8%	14,4%				

* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 07/11/2024

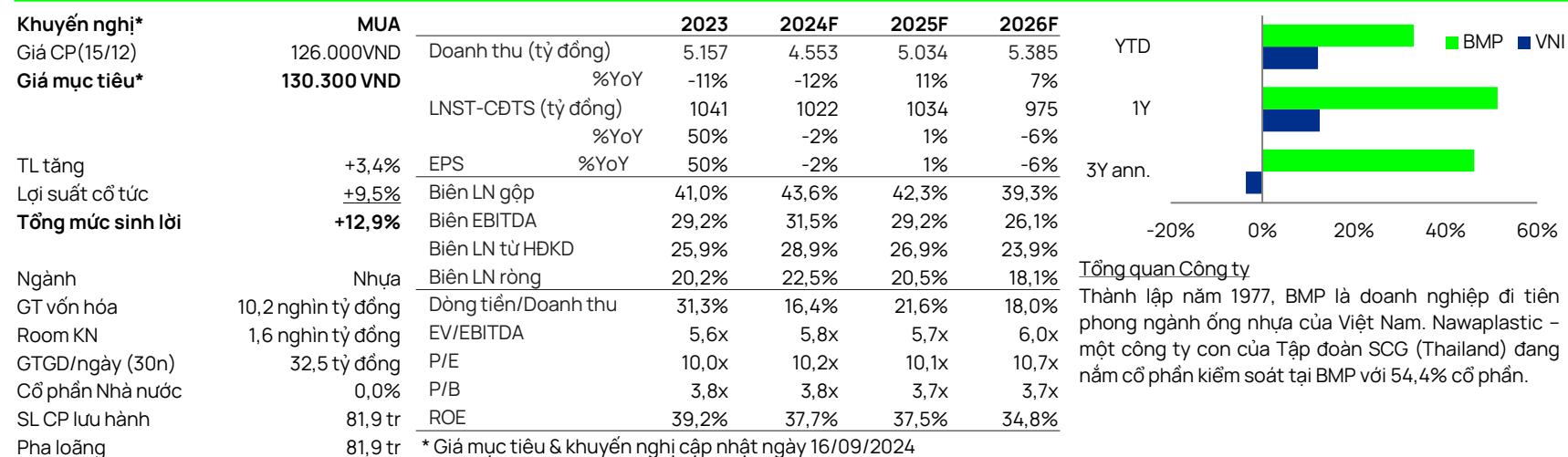
Chúng tôi duy trì quan điểm cho rằng HPG là lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi trong ngành ngành xây dựng Việt Nam. HPG sở hữu vị thế dẫn đầu thị trường, quy mô lớn và hiệu quả hoạt động đã được chứng minh.

HPG mang đến cơ hội đầu tư tăng trưởng tốt, với dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2025/2026/2027 lần lượt là 27%/28%/20%, nhờ tăng trưởng nhu cầu xây dựng trong nước, đặc biệt là từ đầu tư cơ sở hạ tầng và công suất thép cuộn cán nóng (HRC) mới từ Dung Quất giai đoạn 2 (DQSC2). Tại kỳ họp Quốc hội khóa XV vừa qua, kế hoạch đầu tư công năm 2025 đã được nâng thêm 30% so với mục tiêu trong kế hoạch Tài chính - Ngân sách Nhà nước giai đoạn 2024-2026 của Chính phủ được trình bày vào tháng 10/2023. Hiện tại, chúng tôi dự báo lò cao số 1 và số 2 của DQSC2 sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2025/2026, mỗi lò cao sẽ bổ sung thêm 2,3 triệu tấn công suất HRC hàng năm vào mức 2,8 triệu tấn hiện tại, nâng tổng công suất HRC lên 7,4 triệu tấn mỗi năm sau khi toàn bộ khu phức hợp đi vào hoạt động.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng trưởng mạnh 27% YoY lên 15,6 nghìn tỷ đồng, do chúng tôi dự báo (1) sản lượng bán thép xây dựng sẽ tăng 12% YoY, (2) sản lượng bán HRC sẽ tăng 28% YoY khi DQSC2 giai đoạn 1 đi vào hoạt động và (3) giá bán trung bình của các sản phẩm thép sẽ phục hồi nhẹ 2-3% YoY từ mức thấp nhất năm 2024.

Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của HPG là hấp dẫn do triển vọng tăng trưởng trung hạn mạnh mẽ của công ty. Giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi tương ứng với P/E dự phóng năm 2025 là 15,1 lần so với CAGR giai đoạn 2024-2027 là 25%, tương đương với PEG hấp dẫn là 0,6 lần. Ở mức giá mục tiêu của chúng tôi, hệ số P/E trung bình giai đoạn 2025-2027 là 12,3 lần (cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với hệ số P/E trung bình 10 năm của HPG), điều mà chúng tôi cho là hợp lý do tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-2027.

BMP - Lợi nhuận đi ngang từ mức cơ sở cao kỷ lục; định giá hấp dẫn



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 1977, BMP là doanh nghiệp đi tiên phong ngành ống nhựa của Việt Nam. Nawaplastic – một công ty con của Tập đoàn SCG (Thailand) đang nắm cổ phần kiểm soát tại BMP với 54,4% cổ phần.

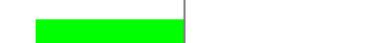
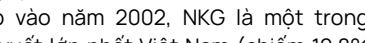
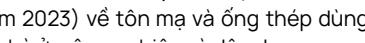
BMP là lựa chọn phòng thủ mà chúng tôi đánh giá cao trong ngành xây dựng và vật liệu do lợi nhuận vững chắc hơn so với các nhà sản xuất thép khác, lợi suất cổ tức ổn định, bảng cân đối không có nợ vay và chiếm 50% thị phần tại miền Nam.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ cải thiện 1% YoY trong năm 2025 từ mức cơ sở dự kiến cao kỷ lục trong năm 2024 khi chúng tôi kỳ vọng sản lượng/doanh thu tăng trưởng 8%/11% từ mức cơ sở thấp trong năm 2024 khi thị trường BDS phía Nam tiếp tục phục hồi. Diễn biến này bù đắp cho biên LN gộp giảm nhẹ YoY xuống 42,3% từ mức cao lịch sử 43,6% vì chúng tôi kỳ vọng giá dầu vào sẽ phục hồi nhẹ, một phần được bù đắp bởi giá bán trung bình cao hơn nhẹ để phản ánh chi phí tăng. Chúng tôi cho rằng BMP được hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng yếu ở Trung Quốc, với giá dầu vào thuận lợi và khả năng chuyển một phần chi phí cao hơn cho khách hàng do thị phần của công ty chiếm ~50% tại miền Nam Việt Nam.

Chúng tôi cho rằng BMP là một doanh nghiệp tạo ra dòng tiền ổn định (cash cow), với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến giai đoạn 2023-26 là -2,2%, cần lưu ý rằng năm 2023 đã ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp và LNST sau lợi ích CĐTS cao kỷ lục nhờ giá nguyên liệu dầu vào thấp. Diễn biến này được hỗ trợ bởi lợi nhuận dự kiến ở mức cao, dòng tiền mạnh và bảng cân đối kế toán không có nợ vay, chúng tôi kỳ vọng cổ tức tiền mặt trong 12 tháng tới sẽ ở mức 12.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi suất cổ tức cao là 9,5%. Là một cổ phiếu có hệ số beta thấp (với hệ số beta điều chỉnh 5 năm/2 năm theo Bloomberg là khoảng 0,85), chúng tôi cho rằng BMP là một lựa chọn phòng thủ hấp dẫn.

Với lợi nhuận mạnh và lợi suất cổ tức cao, chúng tôi nhận thấy định giá của BMP là khá hấp dẫn, với P/E năm 2025 theo giá mục tiêu của chúng tôi là 10,4 lần, vẫn thấp hơn P/E trung bình 3/5/10 năm của công ty lần lượt là 12,1 lần/10,8 lần/11,1 lần.

NKG - Biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm 2024 dự kiến giảm trong bối cảnh giá thép giảm

Khuyến nghị*	PHTT		2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.	
			Doanh thu (tỷ đồng)	18.596	19.905	22.938				
Giá CP (15/12)	19.300 VND	%YoY	-19,4%	7,0%	15,2%	14,4%				
		LNST-CĐTS (tỷ đồng)	117	666	1.038	1.119				
Giá mục tiêu*	22.400 VND	%YoY	N.M.	467%	56%	8%				
		EPS	%YoY	N.M.	467%	31%				
TL tăng	+16,1%	Biên LN gộp	6,0%	9,5%	9,6%	10,4%				
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên EBITDA	4,0%	6,0%	7,2%	8,0%				
Tổng mức sinh lời	+16,1%	Biên LN từ HDKD	2,0%	4,1%	5,6%	6,3%				
Ngành	Thép	Biên LN ròng	0,6%	3,3%	4,5%	4,3%				
GT vốn hóa	5,1 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	2,4%	20,4%	-9,4%	-3,4%				
Room KN	2,2 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	11,6x	7,3x	5,3x	4,1x				
GTGD/ngày (30n)	70 tỷ đồng	P/E	50,1x	8,8x	6,7x	6,3x				
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,1x	0,9x	0,8x	0,7x				
SL CP lưu hành	263,3 tr	ROE	2,2%	11,6%	14,6%	12,8%				
Pha loãng*	298,4 tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 12/09/2024								

Tổng quan Công ty

Được thành lập vào năm 2002, NKG là một trong những nhà sản xuất lớn nhất Việt Nam (chiếm 12,8% thị phần vào năm 2023) về tôn mạ và ống thép dùng trong xây dựng nhà ở, công nghiệp và dân dụng.

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng 7% YoY trong năm 2024 và 15% YoY trong năm 2025. Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán tôn mạ và ống thép lần lượt đạt 885.000 tấn (+22,5% YoY) và 125.000 tấn (-10% YoY) và tổng tăng trưởng giá bán trung bình là -8,7% YoY. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng bán tôn mạ và ống thép lần lượt đạt 974.000 tấn (+10% YoY) và 137.000 tấn (+10% YoY) và tổng tăng trưởng giá bán trung bình là 4,8% YoY.

Biên lợi nhuận gộp sẽ giảm trong nửa cuối năm 2024 và cải thiện nhẹ trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng đà giảm của thị trường thép trong nửa cuối năm 2024 sẽ khiến biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm 2024 của NKG giảm xuống 9,1% từ mức 9,9% trong nửa đầu năm. Trong đà giảm của giá HRC, biên lợi nhuận của các nhà sản xuất thép hạ nguồn thường giảm do chênh lệch giá thấp hơn, do giá bán trung bình đầu ra giảm (vì thường được điều chỉnh dựa trên giá giao ngay) và chi phí vật liệu đầu vào cao hơn (do hàng tồn kho trước đó được mua với chi phí cao hơn). Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhẹ từ 9,5% lên 9,6% YoY vì chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa liên quan đến thép sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2025.

Chúng tôi dự kiến nhà máy Nam Kim Phú Mỹ sẽ đi vào hoạt động vào cuối quý 3/2026. Vào tháng 12/2024, NKG đã được SSC thông qua việc tiến hành phát hành quyền, nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng đợt phát hành quyền sẽ hoàn tất vào đầu năm 2025, với thời gian bắt đầu vận hành dự kiến vào cuối quý 3/2026, giả định thời gian xây dựng là 21 tháng.

Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng bán tăng mạnh hơn dự kiến. **Rủi ro giảm giá:** Mức chênh lệch giá thấp hơn dự báo; phát hành quyền không thành công.

HSG - Biên lợi nhuận gộp dự kiến giảm trong quý 4 năm tài chính 2024 do giá thép giảm

Khuyến nghị*	PHTT		FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F	YTD	1Y	3Y ann.	HSG	VNI
			Doanh thu (tỷ đồng)	31.651	37.846	43.751					
Giá CP (15/12)	18.800 VND	%YoY	-36,3%	19,6%	15,6%	11,1%					
Giá mục tiêu*	19.600 VND	LNST-CĐTS (tỷ đồng)	28	789	1.164	1.490					
		%YoY	-89%	2688%	47%	28%					
TL tăng	+4,3%	EPS	-89%	2688%	47%	28%					
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	9,7%	11,6%	11,9%	12,2%					
Tổng mức sinh lời	+4,3%	Biên EBITDA	4,1%	5,1%	5,6%	5,8%					
		Biên LN từ HĐKD	0,6%	2,1%	3,0%	3,4%					
Ngành	Thép	Biên LN ròng	0,1%	2,1%	2,7%	3,1%					
GT vốn hóa	11,8 nghìn tỷ đồng	Dòng tiền/Doanh thu	5,1%	5,1%	3,2%	3,2%					
Room KN	4,6 nghìn tỷ đồng	EV/EBITDA	11,2x	7,5x	5,9x	5,2x					
GTGD/ngày (30n)	105 tỷ đồng	P/E	417,3x	15,0x	10,2x	7,9x					
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x					
SL CP lưu hành	621,0tr	ROE	0,3%	7,1%	9,8%	11,8%					
Pha loãng	621,0tr	* Giá mục tiêu & khuyến nghị cập nhật ngày 12/09/2024									

Tổng quan Công ty

Thành lập vào năm 2001, CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSG) là nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu Việt Nam (công suất 2,7 triệu tấn, thị phần 22,5% tính đến cuối năm 2023). Các sản phẩm khác bao gồm ống thép và ống nhựa. Năm tài chính của HSG kết thúc vào ngày 30/09.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu trong năm tài chính 2025 đạt 15,6%: Trong năm tài chính 2025F, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng bán tôn mạ và ống thép là đạt 2 triệu tấn (+11% YoY) và tăng trưởng tổng giá bán trung bình là +4,4% YoY so với mức cơ sở thấp của năm 2024.

Biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhẹ trong năm tài chính 2025: Biên lợi nhuận gộp quý 4 năm tài chính 2024 của HSG vẫn chịu áp lực do giá thép giảm khi nhu cầu từ Trung Quốc ở mức thấp. Trong đà giảm giá HRC, biên lợi nhuận của các nhà sản xuất thép hạ nguồn thường giảm do chênh lệch giá thấp hơn, bị ảnh hưởng bởi giá bán trung bình đầu ra thấp hơn (vì thường được điều chỉnh dựa trên giá giao ngay) và chi phí vật liệu đầu vào cao hơn (do hàng tồn kho trước đó được mua với chi phí cao hơn). Biên lợi nhuận gộp năm tài chính 2024 thấp hơn dự kiến, ở mức 10,8% so với 11,6%. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện nhẹ YoY vì chúng tôi kỳ vọng giá hàng hóa liên quan đến thép sẽ phục hồi nhẹ.

Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của HSG là khá không hấp dẫn. Giá cổ phiếu của HSG đã giảm gần 25% so với mức đỉnh của tháng 7, phản ánh triển vọng tiêu cực đối với thị trường thép toàn cầu, bao gồm cả Việt Nam, do nhu cầu thấp từ Trung Quốc. Chủ tịch của Baoshan, nhà sản xuất thép lớn nhất thế giới, đã cảnh báo rằng cuộc khủng hoảng hiện nay có thể "kéo dài hơn, thử thách và khó khăn hơn" so với suy thoái năm 2008 và 2015. Dù giá cổ phiếu đã điều chỉnh, chúng tôi cho rằng định giá của HSG vẫn đang ở mức tương đối cao khi giao dịch với P/E năm tài chính 2025 tương ứng là 10,2 lần, cao hơn P/E trung bình 5 năm của công ty (không bao gồm các giai đoạn lợi nhuận kém khả quan) là trên 8,0x.

Yếu tố hỗ trợ: Tăng trưởng sản lượng cao hơn dự báo.

Rủi ro: Chênh lệch giá thấp hơn dự báo.

Ngành Dầu Khí

Hoạt động thăm dò & khai thác trong nước dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi bất chấp sự sụt giảm của giá dầu

Tháng 12/2024

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc

duong.dinh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.140

Đỗ Công Anh Tuấn

Chuyên viên

tuan.do@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.181

Dương Tấn Phước

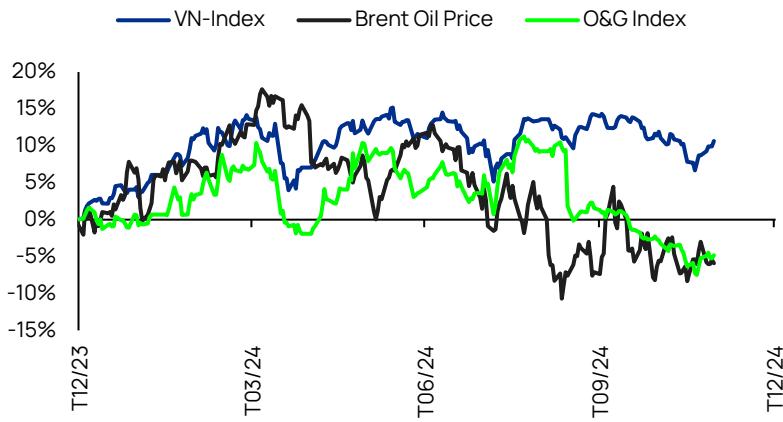
Chuyên viên

phuoc.duong@vietcap.com.vn

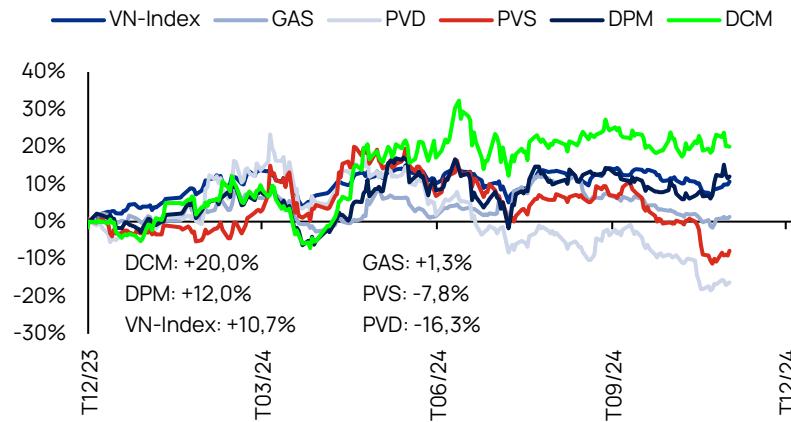
+8428 3914 3588 ext.135

Diễn biến của các cổ phiếu Dầu khí

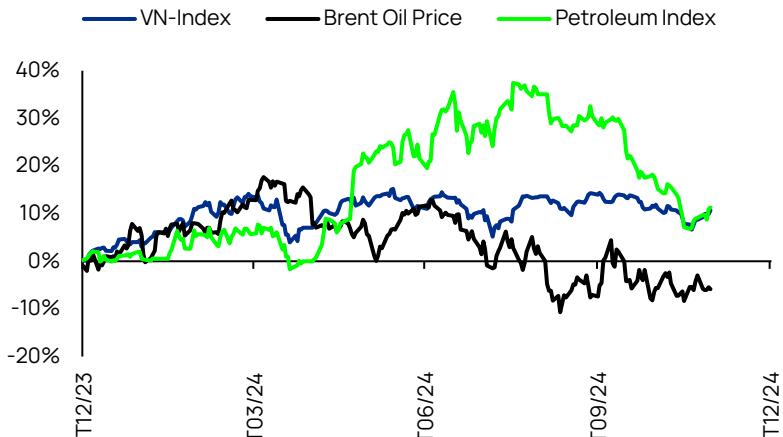
Chỉ số Nhóm Dầu khí Vietcap theo dõi so với VN-Index



Các cổ phiếu Dầu khí Vietcap theo dõi so với VN-Index



Chỉ số Nhóm Xăng dầu Vietcap theo dõi so với VN-Index



Các cổ phiếu Xăng dầu Vietcap theo dõi so với VN-Index



Ngành Dầu Khí: Hoạt động thăm dò & khai thác trong nước dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi bất chấp sự sụt giảm của giá dầu

- **Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ ở mức 70 USD/thùng (-12,5% YoY) trong năm 2025.** Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình giai đoạn 2026-2029 sẽ rơi vào khoảng từ 69-70 USD/thùng, cao hơn khoảng 20% so với mức trước đại dịch COVID (2015-2019), từ đó hỗ trợ cho các hoạt động thăm dò & khai thác (E&P). Tập đoàn Dầu Khí Việt Nam (PVN) dự kiến giá dầu Brent sẽ ở mức 70-75 USD/thùng trong năm 2025. Mức dự kiến này nhìn chung hỗ trợ mạnh mẽ cho dự báo của chúng tôi, vì PVN thường khá thận trọng trong việc đưa ra các kế hoạch của công ty.
- **Các hoạt động E&P của Việt Nam dự kiến sẽ phục hồi trong năm 2024 và bắt đầu tăng tốc từ năm 2025:** Chúng tôi dự báo vốn đầu tư XDCB đổi với hoạt động E&P trong nước sẽ ở mức 14 tỷ USD trong giai đoạn 2023-33. Chúng tôi cũng ước tính mức chi tiêu cho hoạt động E&P trong nước sẽ cải thiện 14% YoY lên mức 0,8 tỷ USD trong năm 2024, sau đó tiếp tục tăng lên mức 1,3 tỷ USD trong năm 2025 (+63% YoY), và đạt đỉnh ở mức 2,8 tỷ USD vào năm 2027. Diễn biến này tương ứng với mức chi tiêu trung bình trong giai đoạn 2025-29 là 2,1 tỷ USD/năm, tăng gấp 2,6 lần so với mức trung bình hàng năm của chu kỳ trước (2016-23). Mức tăng này chủ yếu đến từ sự kiện chính thức khởi công dự án Lô B giai đoạn 1 vào tháng 9, cùng với sự phát triển của các mỏ dầu khí Lạc đà Vàng và Sư tử Trắng giai đoạn 2B, từ đó mang lại lợi ích cho PVS, GAS, và PVD.
- **PVS (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) dự kiến sẽ được hưởng lợi từ sự phục hồi của hoạt động E&P toàn cầu/trong nước, cùng với tiềm năng lớn của các dự án điện gió ngoài khơi:** PVS đã ký 3 hợp đồng trong dự án Lô B (EPCI#1-3, tổng giá trị là 1,1 tỷ USD) và đã bắt đầu khởi công xây dựng các hợp đồng này. Ngoài ra, PVS cũng sẽ được hưởng lợi từ sự tăng trưởng của điện gió ngoài khơi toàn cầu. PVS có vẻ khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 13,2 lần, tương ứng với mức PEG 3 năm là 0,7.
- **Chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm rằng lượng tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh, bất chấp sự hiện diện ngày càng gia tăng của các dòng xe điện.** Theo Bộ Công Thương, trong giai đoạn 8 tháng đầu năm 2024, lượng tiêu thụ xăng dầu đã tăng 4% YoY. Chúng tôi dự báo lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng với mức tăng trưởng kép (CAGR) trong giai đoạn 2023-2028 là 4,1%. Mức tăng trưởng này cao hơn gấp 10 lần so với CAGR tiêu thụ toàn cầu dự kiến giai đoạn 2023-2028 của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) là 0,4%, và sẽ mang lại nhiều lợi ích cho PVT, BSR, và PLX.
- **Chúng tôi đánh giá cao PVT (lựa chọn hàng đầu của chúng tôi) vì công ty này có khả năng sẽ được hưởng lợi từ nhiệm kỳ Tổng thống của Donald Trump.** Các chính sách thúc đẩy việc khai thác và xuất khẩu dầu của ông Trump có thể sẽ làm thay đổi dòng chảy thương mại dầu mỏ khi Mỹ xuất khẩu nhiều dầu sang thị trường Châu Á hơn. Điều này sẽ làm giá tăng nhu cầu vận chuyển trên các tuyến vận tải đường dài (từ Mỹ sang Châu Á và sang Châu Âu) từ đó duy trì nhu cầu tấn-dặm cho các tàu chở dầu và thúc đẩy giá cước thuê tàu, ngay cả khi sản lượng vận tải giảm. Ngoài ra, PVT cũng dự kiến sẽ có thêm một số tác động tích cực đối với giá cước thuê tàu LPG. PVT hiện có mức định giá khá hấp dẫn với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 ở mức 2,5 lần, thấp hơn 62% so với mức trung bình 5 năm của trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực.
- **Chúng tôi đánh giá cao PLX vì chúng tôi kỳ vọng nghị định mới về ngành xăng dầu (có thể được thông qua vào cuối năm nay hoặc đầu năm 2025) dự kiến sẽ có tác động tích cực lên lợi nhuận của PLX.** Nghị định mới sẽ cho phép các nhà phân phối xăng dầu tự định giá và chuyển từ cơ chế giá cơ sở sang cơ chế giá trần, mà chúng tôi kỳ vọng sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu. Trong giai đoạn từ năm 2015-2023, biên lợi nhuận hoạt động trung bình của các quốc gia áp dụng cơ chế giá thị trường và giá trần lần lượt là 3% và 3,9%, trong khi biên lợi nhuận hoạt động trung bình của PLX là 2,1% và của PV OIL là 0,6%. Chúng tôi cho rằng việc chuyển đổi sang cơ chế giá trần sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận hoạt động của PLX và OIL, từ đó phục hồi về mức trước đại dịch COVID-19 và có khả năng sẽ tăng lên mức tiệm cận với mức biên lợi nhuận hoạt động của các công ty cùng ngành trong khu vực.
- **Chúng tôi cũng đánh giá cao DPM và DCM vì 2 công ty này có mức lợi suất cổ tức khả quan (khoảng 8%) và có khả năng sẽ được hưởng lợi việc sửa đổi Luật thuế giá trị gia tăng (GTGT).** Quốc hội đã phê duyệt mức thuế GTGT 5% trên giá bán phân bón tại phiên họp ngày 26/11/2024, và dự kiến sẽ có hiệu lực từ ngày 01/07/2025. Chúng tôi ước tính điều này sẽ giúp DPM tiết kiệm được khoảng 370 tỷ đồng/năm tiền giá vốn hàng bán (COGS) trong giai đoạn 2025-2028 (tương đương khoảng 23% LNST dự kiến trong giai đoạn này). DCM cũng được ước tính sẽ tiết kiệm được khoảng 300 tỷ đồng/năm tiền COGS trong giai đoạn 2025-2028 nhờ mức thuế suất mới này (tương đương khoảng 13% LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến trong giai đoạn này). Chúng tôi nhận thấy không có thay đổi đáng kể đối với dự báo của chúng tôi về tác động của mức thuế GTGT 5% lên LNST của DPM/DCM trong giai đoạn 2025-2029, do sự sụt giảm của giá dầu Brent và giá dầu nhiên liệu (FO) (như đã được dự báo trong Báo cáo Ngành Dầu Khí ngày 14/11/2024 của chúng tôi) có thể sẽ làm giảm chi phí đầu vào của DPM/DCM, từ đó bù đắp cho việc ngày có hiệu lực của mức thuế GTGT mới này bị trì hoãn 6 tháng so với dự kiến, dù cần thêm đánh giá chi tiết.

Ngành Dầu khí: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Dữ liệu chính

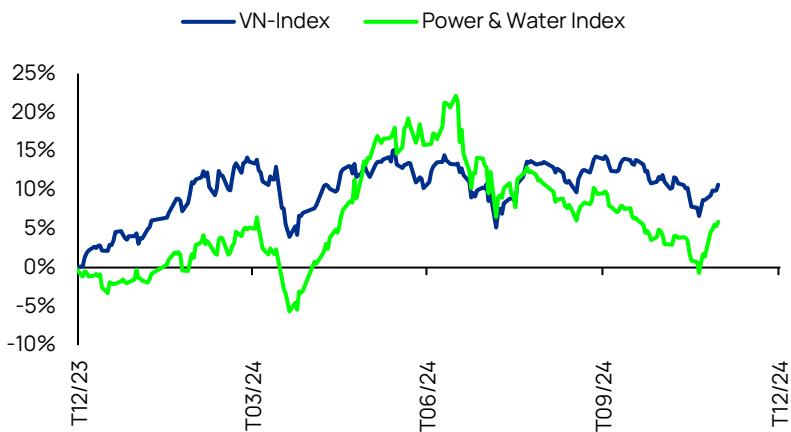
Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
PVS	MUA	632	51,4	49	177	2,9	34.100	48.800	06/11/24	43,1	2,1	45,2
PVT	MUA	378	51,0	49	139	1,9	27.350	37.300	04/11/24	36,3	3,0	39,3
PLX	MUA	2.016	75,9	20	48	1,0	40.600	49.300	22/11/24	21,4	5,0	26,4
DCM	MUA	765	75,6	49	326	4,5	37.300	43.100	16/10/24	15,6	8,0	23,6
DPM	MUA	552	59,6	49	220	4,3	36.300	39.700	16/10/24	9,3	8,3	17,6
GAS	KQ	6.327	95,8	49	2.986	1,7	68.900	77.300	29/11/24	12,1	4,4	16,5
PVD	KQ	507	50,5	49	193	3,1	23.800	26.600	20/11/24	11,8	0,0	11,8
BSR	KQ	2.373	92,0	49	1.120	2,1	20.000	21.200	26/11/24	5,9	3,6	9,5

Ngành Dầu khí và Xăng dầu – Tóm tắt định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

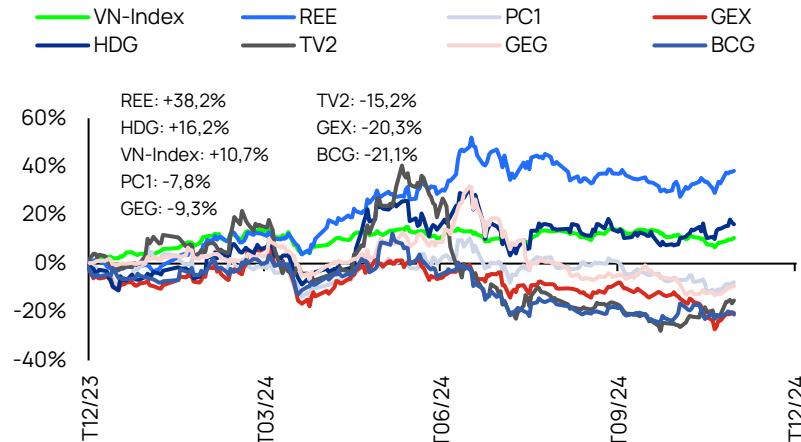
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trướt (x)	P/E 2023 (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	EV/EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/ CSH quý gần nhất (%)
PVS	34.100	-6,7	16,3	31,6	17,2	20,1	17,3	13,1	9,0	7,7	1,2	-68,2
PVT	27.350	13,5	24,6	25,7	9,1	10,5	8,4	6,7	3,4	16,5	1,3	7,5
PLX	40.600	95,5	8,8	20,4	19,0	20,0	18,4	15,3	8,3	10,3	2,0	-35,8
DCM	37.300	-74,3	42,3	42,8	12,8	19,4	15,4	9,5	8,0	15,4	2,0	-70,6
DPM	36.300	-90,3	41,7	82,9	21,4	33,0	23,3	12,7	6,6	6,4	1,3	-64,9
GAS	68.900	-21,6	-5,5	0,3	14,0	13,9	14,7	14,7	9,1	17,9	2,7	-69,1
PVD	23.800	N.M.	42,7	25,5	23,4	25,9	21,0	14,5	5,6	4,7	0,8	-6,4
BSR	20.000	-42,2	-84,7	311,1	20,7	7,3	47,7	11,6	16,7	2,3	1,1	-54,3

Điễn biến của các cổ phiếu Điện & Nước

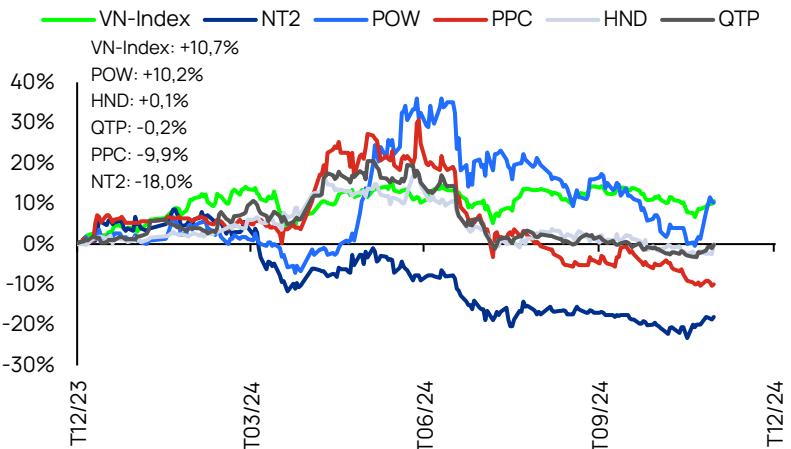
Chỉ số Nhóm Điện & Nước Vietcap theo dõi (*) so với VN-Index



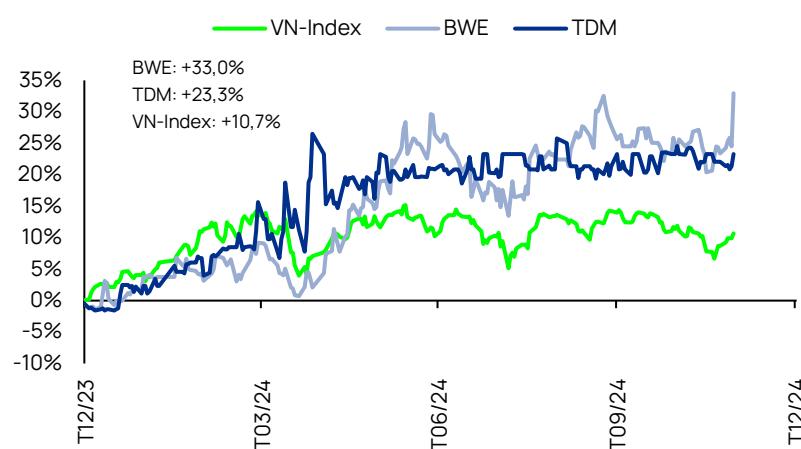
Các cổ phiếu Năng lượng tái tạo



Các cổ phiếu Nhiệt điện



Các cổ phiếu Nước



Ngành Điện & Nước

Triển vọng ngành Nước

Sản lượng nước tăng trưởng mạnh sẽ giúp thúc đẩy lợi nhuận: Chúng tôi dự báo sản lượng nước tại Bình Dương – tỉnh nhà của BWE và TDM sẽ tăng trưởng 2 chữ số trong giai đoạn 2025-2029, cao hơn gấp 1,4 lần so với tốc độ tăng trưởng sản lượng nước của cả nước nhờ việc phê duyệt bản quy hoạch tổng thể của tỉnh vào tháng 08/2024. Ngoài ra, BWE và TDM dự kiến sẽ nhận được phê duyệt đối với mức tăng giá nước 3%/năm vào nửa đầu năm 2025, từ đó góp phần thúc đẩy lợi nhuận của BWE và TDM cao hơn so với BWE do LNST của TDM dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025.

Triển vọng ngành Điện

Chúng tôi dự báo sẽ có đủ nguồn cung điện để đáp ứng nhu cầu trong năm 2025. Chúng tôi dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ đạt mức 9,5% YoY và công suất lắp đặt quốc gia sẽ lần lượt tăng 3,5% và 4,5% vào các năm 2024 và 2025. Chúng tôi cho rằng điều kiện thời tiết trung tính trong năm 2025 (so với El Niño nhẹ, khiến lượng mưa ghi nhận ở mức thấp trong năm 2024), sẽ thúc đẩy sản lượng điện lên mức đủ để đáp ứng nhu cầu. Ngoài ra, việc hoàn thành đường dây truyền tải mạch 3 vào tháng 8/2024 (giúp tăng gấp đôi công suất truyền tải từ 2.500 MW lên 5.000 MW) dự kiến sẽ hỗ trợ cung cấp thêm điện từ miền Trung ra miền Bắc trong giai đoạn mùa khô của năm 2025. Cuối cùng, chúng tôi dự báo nguồn cung than và khí đốt sẽ đủ để đáp ứng nhu cầu trong năm 2025. Tuy nhiên, theo Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), miền Bắc vẫn còn tồn tại rủi ro thiếu điện do nhu cầu có khả năng sẽ tăng mạnh trong giai đoạn mùa khô. EVN đang tích cực chuẩn bị để đáp ứng mức tăng trưởng tiêu thụ điện cao, lên đến 13,2% YoY.

Chúng tôi kỳ vọng kế hoạch điều chỉnh Quy hoạch điện VIII (QHD VIII) sẽ được ban hành vào năm 2025. Vào tháng 9, Bộ Công Thương đã đề xuất điều chỉnh QHD VIII nhằm đảm bảo việc có đủ nguồn cung điện để cung cấp cho giai đoạn 2025-2030, vì lượng tiêu thụ điện trong giai đoạn 9 tháng đầu năm 2024 đã tăng 11,3% YoY, vượt mức mục tiêu cho giai đoạn 2021-2025 là 9,1%/năm. Ngoài ra, nhu cầu điện trong 5 năm tới dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh, một phần do sự phát triển của các trung tâm dữ liệu, xe điện, và ngành công nghiệp bán dẫn. Ngược lại, việc phát triển các nhà máy điện mới có khả năng sẽ không thể đáp ứng kịp tiến độ đã phê duyệt.

Luật Điện lực sửa đổi đã được Quốc hội phê duyệt tại kỳ họp tháng 11, từ đó tạo ra một khung pháp lý vững chắc cho lợi nhuận đầu tư vào ngành điện. Bộ Luật này thiết lập một cơ sở pháp lý đối với cơ chế giá điện 2 thành phần, bao gồm mức giá công suất (kW) và giá điện năng (kWh). Mục tiêu của quy định này nhằm phản ánh chính xác chi phí sản xuất điện tại Việt Nam và giảm các khoản trợ giá. Các tiếp cận này dự kiến sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho việc tăng giá bán lẻ điện, từ đó giúp giảm lỗ lũy kế của EVN và giàn tiếp mang lại lợi ích cho các nhà máy điện. Ngoài ra, luật sửa đổi còn cung cấp một khung giá cho năng lượng tái tạo cũng như sản lượng hợp đồng tối thiểu đối với nhiệt điện LNG và điện gió ngoài khơi nhằm đảm bảo các phương án tài chính và tỷ suất hoàn vốn (IRR) hợp lý. Cuối cùng luật mới còn nhấn mạnh việc tự nhiên hóa các đường dây truyền tải từ 220kV và trở xuống nhằm thu hút đầu tư và đẩy nhanh tiến độ phát triển.

Chúng tôi kỳ vọng hướng dẫn về Cơ chế Mua bán Điện Trực tiếp (DPPA) sẽ được công bố trong giai đoạn nửa đầu năm 2025 và cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo sẽ được công bố trong giai đoạn nửa cuối năm. Chúng tôi dự báo lượng đầu tư vào năng lượng tái tạo sẽ phục hồi mạnh mẽ khi các chi tiết của DPPA (đã công bố vào tháng 7/2024) và chi phí dịch vụ được công bố. Chúng tôi cho rằng lượng đầu tư sẽ tăng mạnh khi cơ chế giá mới được ban hành. Chúng tôi dự báo cơ chế giá mới này sẽ theo hình thức đấu giá với mức giá trần, và cao hơn mức giá của các nhà máy năng lượng tái tạo chuyển tiếp nhằm khuyến khích đầu tư vào lĩnh vực này.

Chúng tôi dự báo giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) năm 2025 sẽ tăng 8% YoY do: (1) chúng tôi dự báo lượng tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 9,5% YoY trong năm 2025 (từ mức cơ sở cao của năm 2024), (2) chúng tôi dự báo giá than và khí đốt sẽ tăng so với cùng kỳ năm trước, và (3) tác động tích cực từ mức tăng 4,8% của giá điện bán lẻ vào tháng 10/2024.

Ngành Điện & Nước: Tóm tắt định giá và dữ liệu chính

Ngành Điện & Nước - Dữ liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH, tr USD	Sở hữu NN	FOL %	Room NN, tr USD	GTGDTB 30N tr USD	Giá CP, VND/CP	Giá mục tiêu, VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	Lợi suất cổ tức %	Tổng mức sinh lời % 12T
PC1	MUA	322	0	50	119	1,3	23.300	31.200	07/11/2024	33,9	0,0	33,9
PPC	KQ	142	51	49	42	0,1	11.250	13.300	30/10/2024	18,2	8,9	27,1
GEX	MUA	631	0	50	280	4,9	19.300	23.600	04/12/2024	24,9	0,0	24,9
QTP	MUA	249	64	49	120	0,1	14.100	15.700	30/10/2024	11,3	12,8	24,1
TDM	MUA	219	0	50	94	0,1	49.600	58.800	08/11/2024	18,6	3,0	21,6
BWE	KQ	410	19	50	152	0,3	47.100	51.400	08/11/2024	9,1	3,0	12,1
REE	KQ	1.246	5	49	0	1,8	68.400	72.300	09/11/2024	5,7	1,5	7,2
TV2	PHTT	85	51	15	5	0,4	31.150	32.200	10/09/2024	3,4	3,2	6,6
NT2	PHTT	223	62	49	79	0,2	20.000	19.700	30/10/2024	-1,5	5,0	3,5
HDG	KQ	382	0	50	122	4,1	30.450	31.000	25/11/2024	0,2	1,6	1,8
POW	PHTT	1.134	80	49	513	3,0	12.500	12.600	30/10/2024	0,8	0,0	0,8

Ngành Điện & Nước - Tóm tắt định giá (dựa trên lợi nhuận báo cáo)

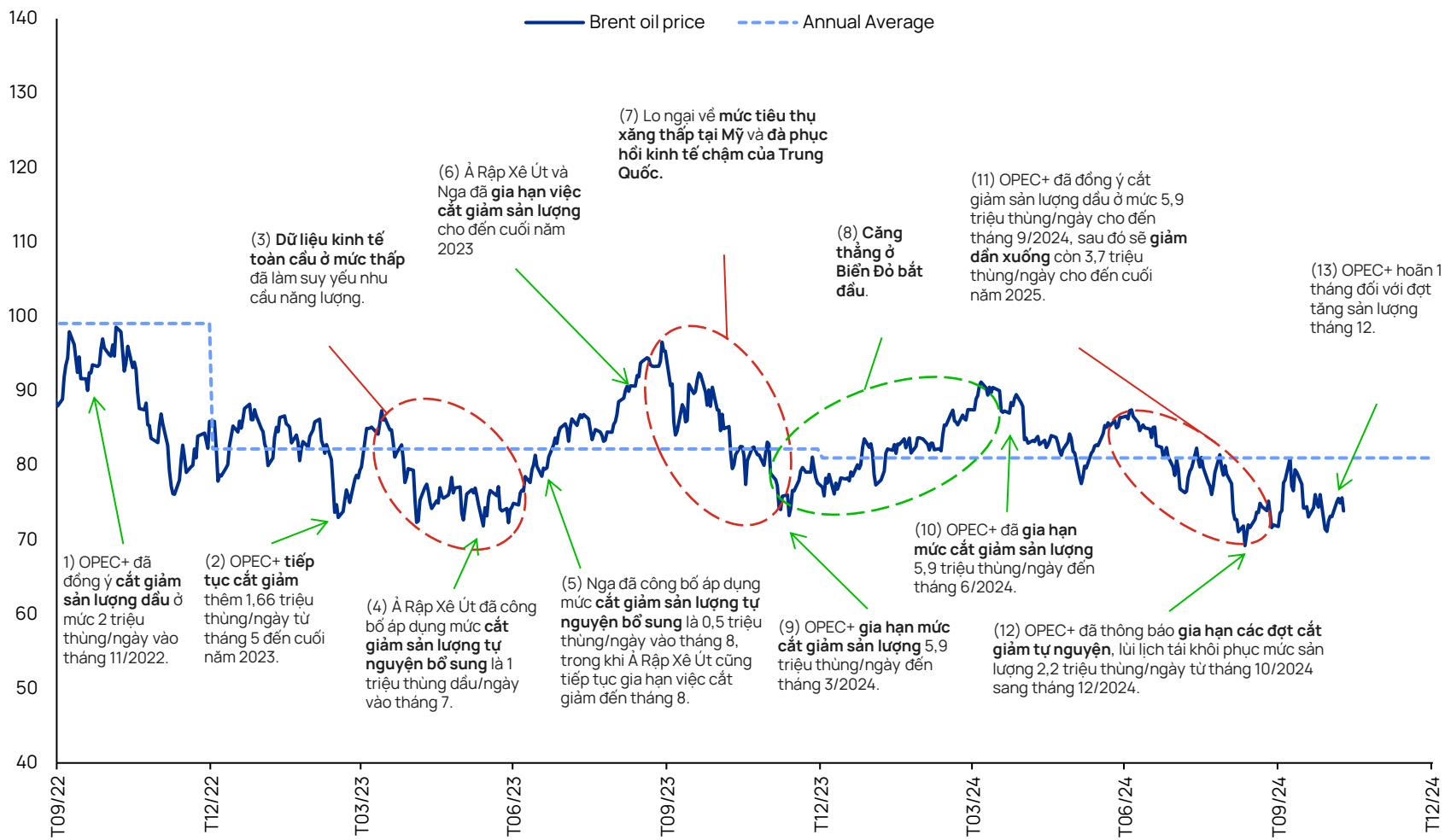
Mã	Giá CP, VND/CP	TT EPS 2023 %	TT EPS 2024F %	TT EPS 2025F %	P/E trượt (x)	P/E 2023 (x)	P/E 2024F (x)	P/E 2025F (x)	EV/EBITDA 2024F (x)	ROE 2024F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/CSH quý gần nhất (%)
PC1	23.300	-83,2	578,3	67,4	16,5	116,4	17,2	10,2	7,7	10,1	1,5	104,9
PPC	11.250	-22,0	-15,0	102,4	11,1	9,9	11,6	5,8	14,9	7,7	0,8	-0,3
GEX	19.300	-10,5	255,2	-37,3	16,0	50,7	14,3	22,8	6,8	9,2	1,2	69,8
QTP	14.100	-8,2	16,3	22,1	9,7	10,9	9,4	7,7	8,1	13,7	1,2	-2,5
TDM	49.600	28,5	-41,0	79,9	26,1	19,0	32,2	17,9	14,5	8,4	2,2	1,4
BWE	47.100	-9,2	6,1	45,4	16,1	18,5	17,4	12,0	8,6	13,6	2,2	75,0
REE	68.400	-18,7	-17,3	37,5	18,1	14,7	17,8	12,9	11,9	10,1	1,8	20,2
TV2	31.150	6,1	29,1	58,9	38,8	39,7	30,7	19,3	15,9	5,1	1,7	2,0
NT2	20.000	-47,8	-91,5	742,1	21,8	12,9	152,9	18,2	12,9	0,9	1,4	-28,1
HDG	30.450	-39,3	-11,2	49,3	14,8	15,9	18,0	12,1	8,7	9,6	1,7	58,6
POW	12.500	-49,6	31,1	55,4	20,9	29,7	22,7	14,6	7,2	4,2	0,9	-13,2

Ngành Dầu khí Toàn cầu

Chi tiêu toàn cầu cho hoạt động E&P dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR ở mức 4% trong giai đoạn 2024-2027

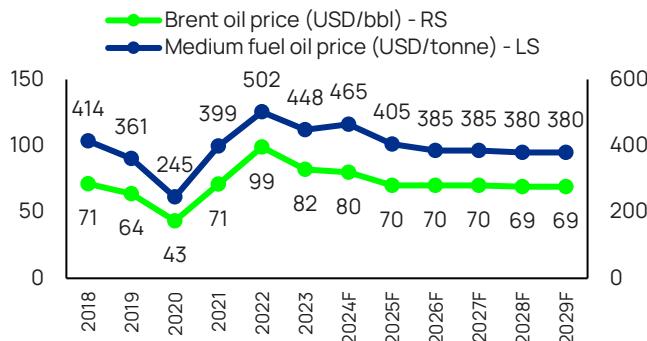
Tăng mạnh trong giai đoạn nửa đầu năm nhưng giảm sâu trong quý 3; dự kiến sẽ ổn định trở lại trong quý 4

Giá dầu Brent (USD/thùng)



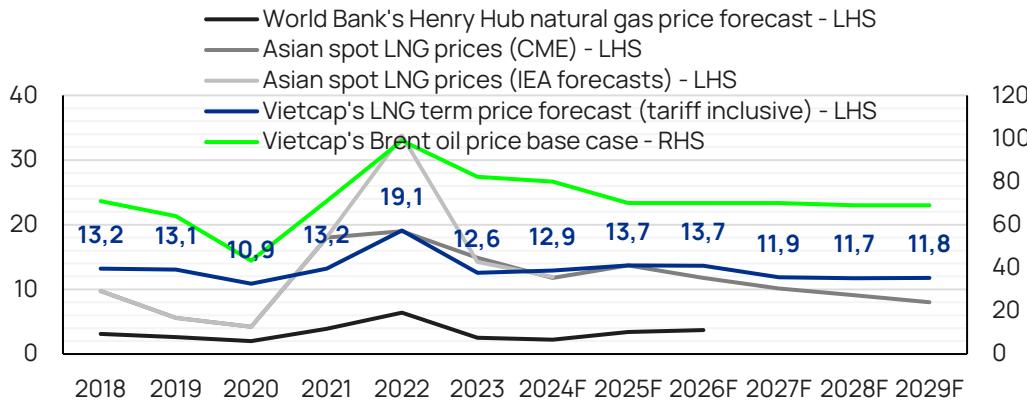
Dự báo giá dầu Brent, dầu nhiên liệu, và giá LNG giai đoạn 2025-2029

Các giả định cơ sở về giá dầu Brent (USD/thùng) và giá dầu nhiên liệu (FO) (USD/tấn) của Vietcap



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Dự báo giá LNG của Vietcap (USD/triệu BTU)



Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)

Tổ chức	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Ngày dự báo
Dự báo đồng thuận Bloomberg	81	76	75	75	72	N/A	24/11
EIA	81	76	N/A	N/A	N/A	N/A	24/11
Ngân hàng Thế giới	80	73	72	N/A	N/A	N/A	24/10
Trung bình của các dự báo trên	81	75	74	75	72	N/A	
Giả định cơ sở về giá dầu của Vietcap	80	70	70	70	69	69	24/11

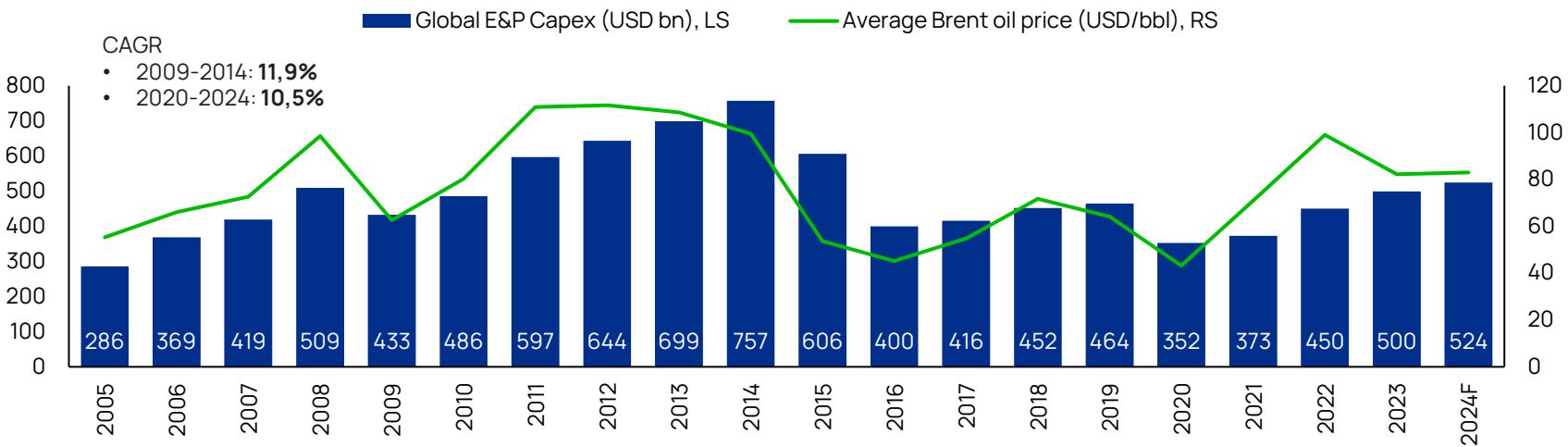
Nguồn: Các tổ chức trên, Vietcap

Dự báo giá khí

- Hợp đồng tương lai trên Sàn giao dịch Hàng hóa Chicago (CME) tính đến tháng 11/2024 cho thấy giá LNG giao ngay trung bình dự kiến năm 2025 tại châu Á là 13,7 USD/triệu BTU (chưa bao gồm thuế). Giá LNG dự kiến sẽ tăng so với cùng kỳ năm trước trong năm 2025 nhờ vào (1) nhu cầu mạnh mẽ từ Trung Quốc do kinh tế phục hồi và (2) tiến độ bình ổn thị trường sẽ bị chậm trễ đến năm 2026 trong bối cảnh xung đột Nga-Ukraine leo thang, theo S&P Global.
- Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo giá nhập khẩu LNG của Việt Nam sẽ ở mức USD13,7 USD/triệu BTU (+6% YoY, bao gồm thuế) hoặc 11,8 USD/triệu BTU (+7% YoY, chưa bao gồm thuế).

Chi tiêu toàn cầu cho hoạt động E&P tăng

- Sau khi tăng 11% trong năm 2023, S&P Global dự báo chi tiêu E&P sẽ tăng 5-7% trong năm 2024, với CAGR dài hạn trong giai đoạn 2024-2027 ở mức 4%. Triển vọng này cho thấy một tương lai tích cực đối với đầu tư E&P toàn cầu.
- Trung Đông dẫn đầu sự phục hồi của hoạt động E&P toàn cầu:** Dù tạm hoãn việc mở rộng công suất sản xuất dầu thêm 1 triệu thùng/ngày, nhưng vốn đầu tư XDCB năm 2024 của Saudi Aramco vẫn duy trì ở mức cao là từ 48-58 tỷ USD (+6% YoY). Mức vốn đầu tư XDCB này hiện đang được chuyển hướng sang mảng khí đốt, chất lỏng và hóa chất. Nếu không đầu tư, mức công suất sản xuất dầu 12 triệu thùng/ngày hiện tại của công ty sẽ giảm xuống chỉ còn khoảng 10,5 triệu thùng/ngày vào năm 2027, từ đó nhấn mạnh tầm quan trọng của các dự án mở rộng. Do đó, chúng tôi cho rằng khoản đầu tư này là cần thiết và Saudi Aramco có khả năng sẽ xem xét lại kế hoạch đầu tư.
- Đông Nam Á cũng sở hữu một triển vọng tích cực tương tự.** Petronas (tập đoàn dầu khí quốc gia Malaysia) đặt mục tiêu vốn đầu tư XDCB cho ngành dầu khí ở mức 24 tỷ USD trong giai đoạn 2023-2027, cao hơn 12% so với giai đoạn 2018-2022. Bên cạnh đó, PTT Exploration and Production (PTTEP) – công ty thăm dò và khai thác dầu khí quốc gia Thái Lan – hướng tới mục tiêu tăng trưởng sản lượng với CAGR ở mức 5,0% trong giai đoạn 2023-2028. Công ty này cũng đặt mục tiêu sẽ chi 20,8 tỷ USD cho các hoạt động E&P trong giai đoạn 2023-2028F. Các mục tiêu này đều ở mức cao hơn so với dự báo vốn đầu tư XDCB của Việt Nam trong giai đoạn 2024-2033 của chúng tôi là 14 tỷ USD.

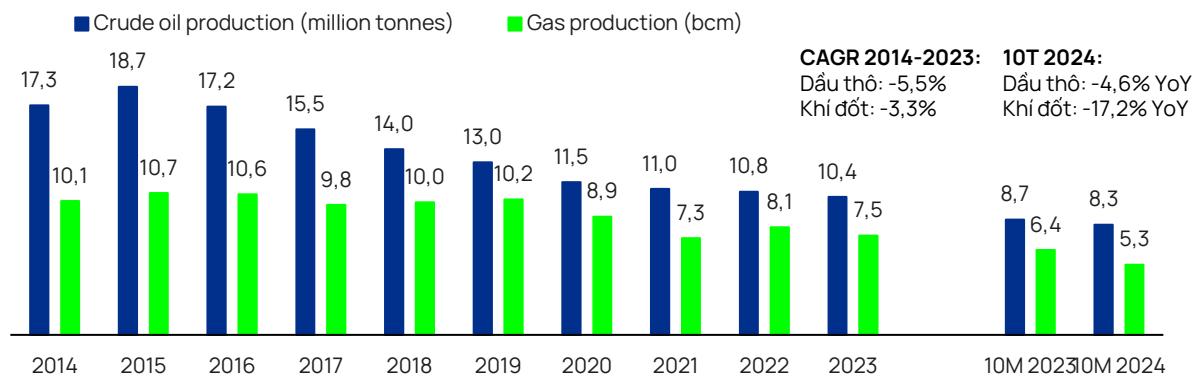


Ngành Dầu khí Việt Nam

Hoạt động E&P của Việt Nam sẽ bắt đầu tăng tốc từ năm 2025

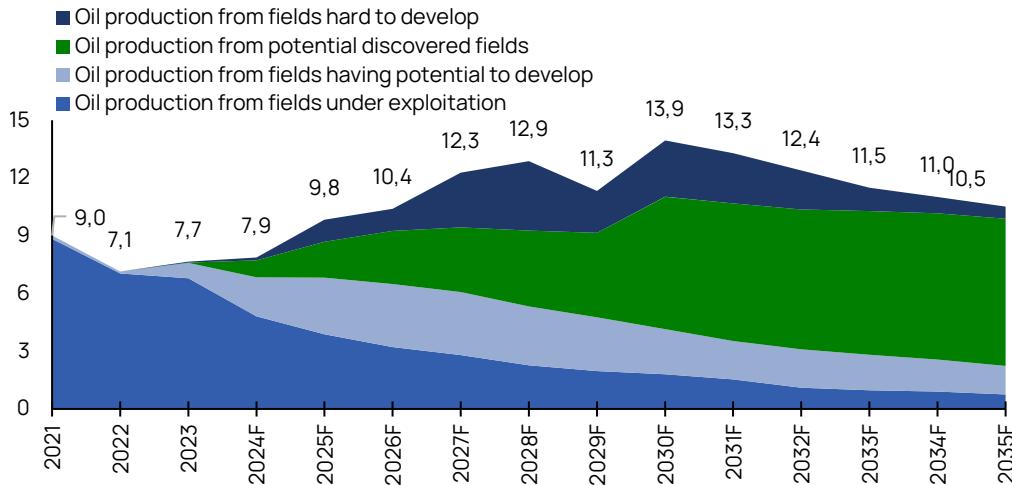
Hoạt động khai thác dầu khí của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng trong vòng 5 năm tới

Sản lượng dầu thô và khí khai thác ở Việt Nam



Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Tổng cục Thống kê (TCTK), Vietcap

Mục tiêu CAGR khai thác dầu thô của Việt Nam là 5% trong giai đoạn 2020-2030 (triệu m³)



Ngày 07/05/2024, PVN công bố phát hiện dầu mới, thúc đẩy sản lượng khai thác dầu tăng 5% và trữ lượng tăng 2%.

- Mỏ Rồng:** Sản lượng sơ bộ 6.300 thùng/ngày, trữ lượng bổ sung 16,5 triệu thùng.
- Mỏ Bungar Aster:** Sản lượng sơ bộ là 2.100 thùng/ngày và trữ lượng bổ sung 84 triệu thùng.

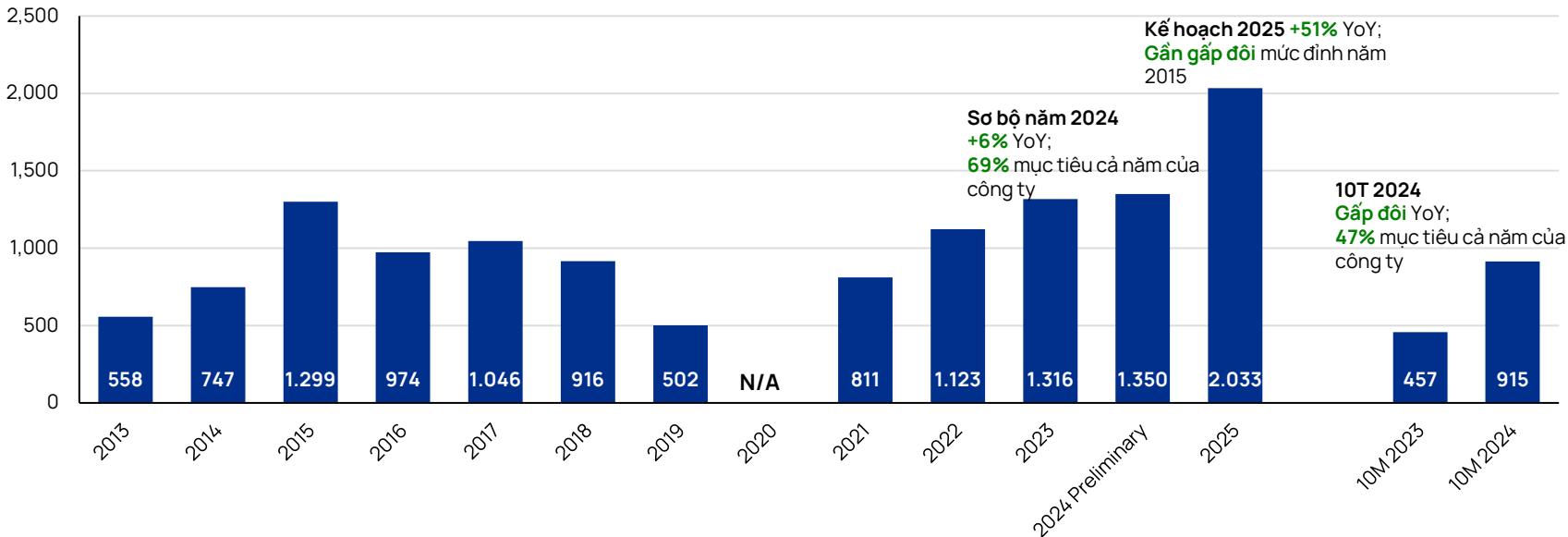
Mục tiêu CAGR khai thác khí của Việt Nam là 13% trong giai đoạn 2020-2030 (tỷ m³)

	2020G	2025G	2030G	2050G
Điện	6,6	7,8	25,5	14,1
Phân bón	1,2	1,1	2,4	2,4
Công nghiệp	0,9	1,4	2,3	6,2
Tổng cộng	8,7	10,4	30,1	22,6
<i>CAGR</i>	<i>2020-25G: 3,7%</i>	<i>2020-30G: 13,2%</i>	<i>2020-50G: 3,2%</i>	
			<i>2025-30G: 23,7%</i>	<i>2025-50G: 3,2%</i>

PVN bắt đầu chu kỳ tăng trưởng mới với kế hoạch tăng vốn đầu tư XDCB ở mức 51% YoY vào năm 2025, cao hơn gấp đôi so với mức đỉnh vào năm 2015

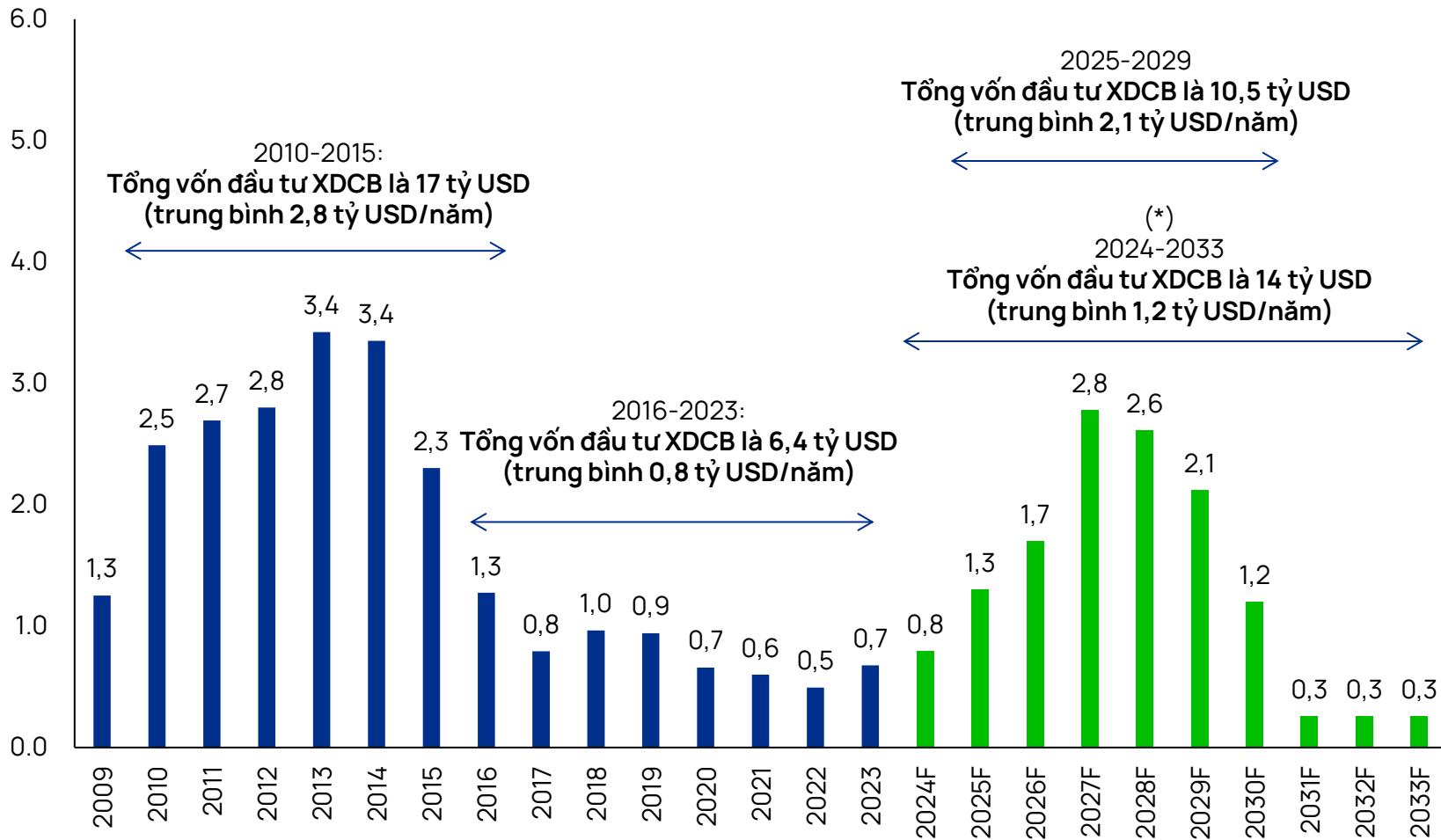
- Trong 10 tháng đầu năm 2024, vốn đầu tư XDCB của PVN đã tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước, và đối với cả năm 2024, PVN dự kiến sẽ đạt mức vốn đầu tư XDCB là 33,8 nghìn tỷ đồng (+6% YoY), nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động giải ngân sẽ tăng tốc trong quý 4/2024, nhờ được hỗ trợ bởi tiến độ của dự án Lô B (đã bắt đầu khởi công vào tháng 9 sau khi đã trao đầy đủ các hợp đồng EPCI#1 và EPCI#2).
- Trong năm 2025, PVN dự kiến sẽ chi mức vốn đầu tư XDCB kỷ lục ở mức 50,9 nghìn tỷ đồng (+51% so với vốn đầu tư XDCB ước tính năm 2024 của công ty, gần gấp đôi mức đỉnh ghi nhận trong năm 2015), phù hợp với dự báo của chúng tôi. Khoảng 74% (tương đương 37,6 nghìn tỷ đồng) sẽ được phân bổ cho các dự án trọng điểm, bao gồm dự án Lô B, dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất, và dự án các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4.
- Năng lực tài chính của PVN rất mạnh, và đã được khẳng định qua xếp hạng “BB+” với triển vọng “ổn định” của Fitch. Cuối năm 2023, PVN sở hữu 347 nghìn tỷ đồng tiền mặt và các khoản tương đương và 85 nghìn tỷ đồng tiền mặt ròng, từ đó đảm bảo cho công ty nguồn năng lực tài chính và dòng tiền mạnh mẽ để thực hiện các dự án mới.

Điển biến vốn đầu tư XDCB của PVN (triệu USD)



Hoạt động E&P của Việt Nam dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2024 và bắt đầu tăng tốc từ năm 2025(1)

Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P của Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: Thông tin trong ngành, ước tính của Vietcap (*Dự báo này không bao gồm vốn đầu tư XDCB của dự án Kén Bầu; mức giảm của vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2028-2033 là do ước tính dựa trên vốn đầu tư XDCB của các dự án đã được công bố của chúng tôi, hầu hết dự kiến sẽ khai thác dòng khí/dầu dầu tiên vào năm 2027. Vốn đầu tư XDCB thực tế có thể sẽ cao hơn mức vốn của các dự án này khi có thêm nhiều dự án được công bố hơn.)

Hoạt động E&P của Việt Nam dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2024 và bắt đầu tăng tốc từ năm 2025 (2)

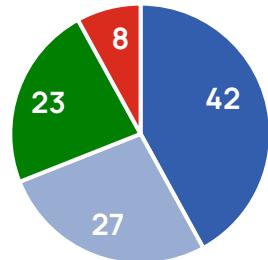
Một số dự án dầu khí dự kiến tại Việt Nam trong giai đoạn 2023-2033

STT	Lô	Dự án	Vốn đầu tư XDCB* (triệu USD)	Trữ lượng dầu khí	Nhà đầu tư	Trạng thái	Dòng dầu/khí đầu tiên dự kiến	Vị trí
DỰ ÁN KHÍ ĐỘT								
1	52/97; 48/95	Lô B	5.186	107 tỷ m ³	PVN (42,9%), PVEP (26,8%), MOECO (22,6%), PTTEP (7,7%)	Bắt đầu triển khai vào tháng 09/2024, sau khi trao hợp đồng EPCI#1 và EPCI#2.	2027	Bể Malay Thủ Chu
2	117-119	Cá Voi Xanh	4.600	150 tỷ m ³	ExxonMobil (64%), PVN (36%)	Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII dự kiến ngày vận hành là vào năm 2028 nhưng theo chúng tôi đến năm 2030 mới có thể bắt đầu vận hành do ExxonMobil có khả năng sẽ rút lui và PVN buộc phải tự nguyện triển dự án	2030	Bể Sông Hồng
3	15-1	Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B	1.100	24 tỷ m ³	Cửu Long JOC bao gồm PVEP (50%), ConocoPhillips (23,25%), KNOC (14,25%), SKI (9%), Geopetrol (3,5%)	Dự kiến sẽ nhận được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào năm 2024. PVS đang đấu thầu	2027	Bể Cửu Long
4	112-113	Bão Vàng - Báo Đen	1.321	58 tỷ m ³	PVN (50%), Gazprom (50%)	Thăm dò	2030	Bể Sông Hồng
5	114	Kén Bầu	N/A	200-250 tỷ m ³	Eni Vietnam B.V. (50%), Essar E&P Limited (50%)	Đang trong giai đoạn thăm dò, chờ xác nhận trữ lượng khí. Sau khi khoan thử nghiệm không thành công các giếng KB-2X và KB-3X, Việt Nam đang đánh giá lại kế hoạch thăm dò, và có khả năng sẽ khoan lại trong giai đoạn 2024-2026.	Sau năm 2030	Bể Sông Hồng
6	46/07; 51	Nam Du - U Minh	750	5,6 tỷ m ³	Jadestone Energy (100%)	Tháng 1/2024, GAS đã ký Thỏa thuận khung (HOA) với Jadestone Energy.	2027	Bể Malay Thủ Chu
7	46/13	Khánh Mỹ - Đầm Dơi	250	4,0 tỷ m ³	PVEP, PV GAS	Tháng 5/2024, PV GAS và PVEP đã ký biên bản ghi nhớ về thỏa thuận mua bán khí	2027	Bể Malay Thủ Chu
8	19/11	Thiên Nga - Hải Âu	349	10,0 tỷ m ³	Zarubezhneft JSC (100%)	Tháng 5/2024, Zarubezhneft, PV GAS và PVEP đã bắt đầu hợp tác phát triển dự án.	2027	Bể Nam Côn Sơn
DỰ ÁN DẦU								
1	15/1-05	Lạc Đà Vàng	700	63 triệu thùng	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKI (25%)	PVS nhận hợp đồng trị giá 250 triệu USD vào tháng 6/2024. Dự kiến khởi công vào tháng 10/2024.	2026-2027	Bể Cửu Long
2	09-2/09	Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	650	6 triệu thùng	Vietsovpetro (40%), PVEP (30%), AO Zarubezhneft (30%)	Đang phát triển.	2025	Bể Cửu Long
Total			14.906					

Dự án Lô B chính thức được khởi công vào tháng 09/2024 (1)

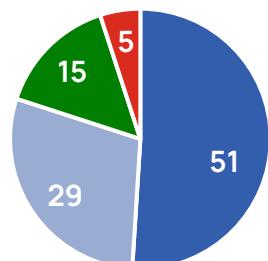
Cổ đông thương nguồn - Phú Quốc POC (%)

- PVN
(Vietnamese)
- PVEP
(Vietnamese)
- MOECO
(Japanese)
- PTTEP
(Thailand)



Cổ đông trung nguồn - Tây Nam POC (%)

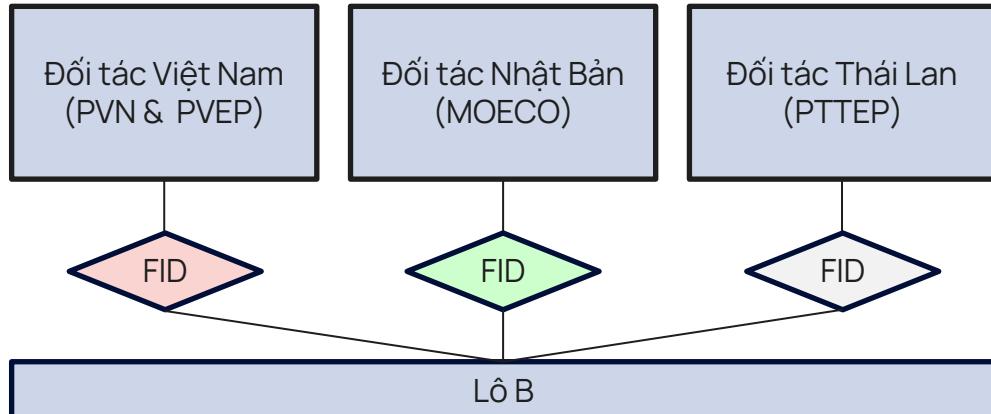
- PV GAS
(Vietnamese)
- PVN
(Vietnamese)
- MOECO
(Japanese)
- PTTEP
(Thailand)



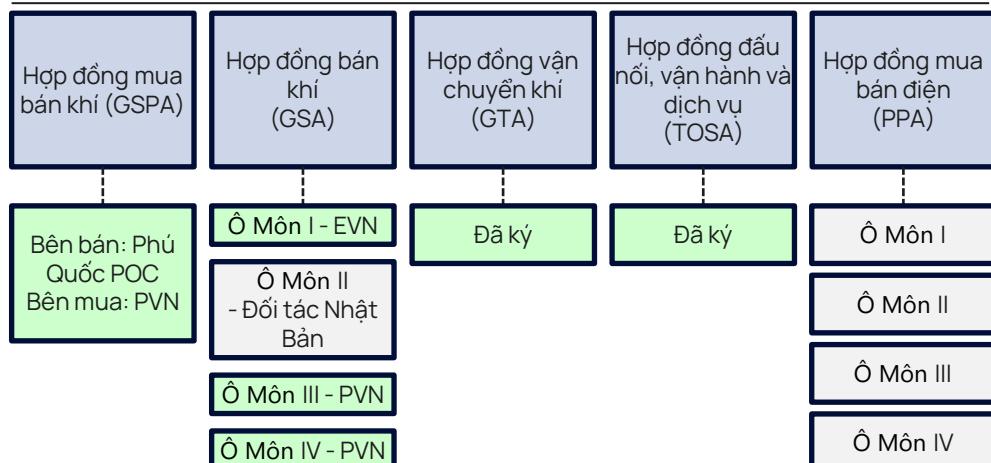
Chủ đầu tư hạ nguồn(%)

Nhà máy điện	Nhà đầu tư
Ô Môn I	EVNGENCO 2
Ô Môn II	Marubeni – WTO
Ô Môn III	PetroVietnam
Ô Môn IV	PetroVietnam

Hiện trạng Quyết định Đầu tư cuối cùng cho dự án Lô B



Các thỏa thuận đã được ký kết



Nguồn: PVN, MOECO, Truyền thông đại chúng, Vietcap; Màu xanh lá biểu thị các thỏa thuận đã được ký kết; Màu xám biểu thị các thỏa thuận đang chờ ký kết; Màu đỏ biểu thị quyết định đầu tư cuối cùng (FID) chính thức từ PVN sau khi khởi động các hợp đồng EPCI#1-2.

Dự án Lô B chính thức được khởi công vào tháng 09/2024 (2)

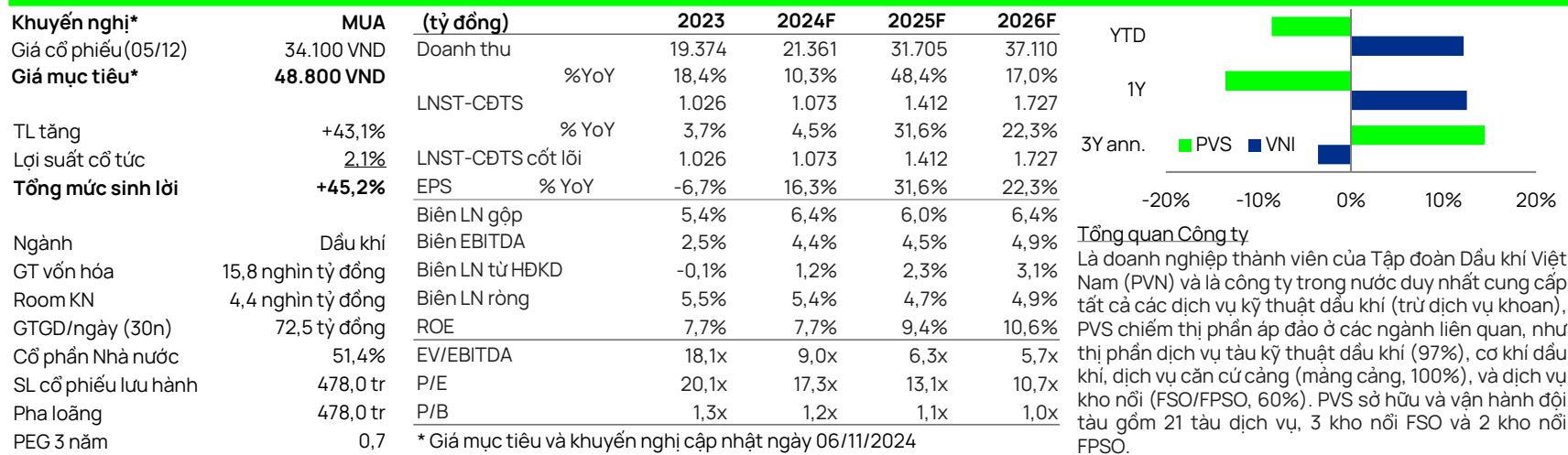
Sự kiện	2015 ...	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
Thủ tục pháp lý				<ul style="list-style-type: none"> Các đối tác nước ngoài đồng ý không yêu cầu bảo lãnh của Chính phủ. Ngày 30/10: PVN và các đối tác nước ngoài ký Thỏa thuận khung (HOA) để bắt đầu khai thác khí dầu tiên vào năm 2027. Đáng chú ý, cơ chế chuyển giá (từ giá khí sang giá điện) đã được Bộ Công Thương phê duyệt trước đó. 	<ul style="list-style-type: none"> Ngày 18/03: PVN và VCB ký hợp đồng khung cấp tín dụng. Ngày 28/03: Đối tác Nhật Bản (MOECO) công bố FID. Ngày 28/03: PVN ký Thỏa thuận CSPA, CSA cho dự án Ô Môn I, GTA và TOSA. Ngày 07/07: Ngân hàng JBIC và MOECO (đối tác Nhật Bản) ký thỏa thuận vay vốn. <p>Ngày 18/09: Dự án Lô B khởi công, sau khi hoàn thành trao thầu EPCI#1 và bắt đầu triển khai EPCI#2, đánh dấu việc đạt được đầy đủ FID.</p>				<ul style="list-style-type: none"> Dòng khí đầu tiên 	
Thượng nguồn & Trung nguồn										
EPCI#1			<ul style="list-style-type: none"> Ngày 30/10: Trao LLOA cho PVS và McDermott (Mỹ). 	<ul style="list-style-type: none"> Ngày 03/09: PVS và McDermott được trao hợp đồng tổng thầu. Ngày 01/12: PVS bắt đầu thi công. Ngày 18/9: PVS bắt đầu thi công. 						
EPCI#2			<ul style="list-style-type: none"> Ngày 29/11: Trao LLOA cho PVS. 							
EPCI#3			<ul style="list-style-type: none"> Ngày 22/12: Trao LLOA cho PVS và Lilama 18. 	<ul style="list-style-type: none"> Ngày 03/07: Liên doanh PVS-Lilama 18 bắt đầu thi công. 						
EPCI#4				<ul style="list-style-type: none"> Ngày 03/07: Bắt đầu quy trình lựa chọn nhà thầu. 						
EPCI của 42 WHP									<ul style="list-style-type: none"> Dự kiến bắt đầu hợp đồng EPC 	
Cho thuê FSO										
Hàm nguồn										
Ô Môn I		<ul style="list-style-type: none"> Đi vào hoạt động 		<ul style="list-style-type: none"> Ngày 18/3/2024: Ký GSA mua khí dầu vào từ Lô B. Ngày 21/4: EVN hướng dẫn chuyển đổi nguồn khí dầu vào sang khí từ Lô B. Ngày 30/9: Mở thầu EPC. 		<ul style="list-style-type: none"> Đàm bảo ký PPA với EVN trong nửa đầu năm Hoàn tất đấu thầu EPC vào quý 1*. 		<ul style="list-style-type: none"> Chuyển sang sử dụng khí từ Lô B Đàm bảo ký PPA với EVN trong nửa đầu năm Đàm bảo ký PPA với EVN trong nửa đầu năm 		<ul style="list-style-type: none"> Vận hành thương mại vào quý 4/2028* Vận hành thương mại vào quý 4/2029*
Ô Môn II										
Ô Môn III			<ul style="list-style-type: none"> Ngày 09/10: EVN chuyển giao quyền sở hữu cho PVN. 	<ul style="list-style-type: none"> Ngày 29/07: Liên doanh TV2-TV3 thực hiện đánh giá khả thi. 					<ul style="list-style-type: none"> Vận hành thương mại vào quý 4/2029* 	
Ô Môn IV			<ul style="list-style-type: none"> Ngày 09/10: EVN chuyển giao quyền sở hữu cho PVN. 	<ul style="list-style-type: none"> Ngày 24/09: Mở thầu EPC. 	<ul style="list-style-type: none"> Hoàn tất đấu thầu EPC vào quý 2*. 		<ul style="list-style-type: none"> Đàm bảo ký PPA với EVN trong nửa đầu năm 	<ul style="list-style-type: none"> Vận hành thương mại vào quý 1/2028 		

Các công ty được hưởng lợi từ dự án Lô B

Ước tính doanh thu và LNST của các công ty được hưởng lợi từ dự án Lô B (triệu USD)

Các công ty được hưởng lợi	Doanh thu tiềm năng	LNST tiềm năng	Chi tiết
PVS	5.357	393	<p>Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ năm hợp đồng trong giai đoạn 2024-2050 sẽ đạt ít nhất 393 triệu USD. Chúng tôi cũng dự báo rằng các hợp đồng này sẽ đóng góp trung bình 24% vào LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của PVS. Chúng tôi vẫn chưa đưa bất kỳ giá trị hợp đồng nào từ việc giải phóng mỏ khí vào cuối vòng đời của dự án vào dự báo của chúng tôi.</p> <p>Chi tiết hợp đồng:</p> <ol style="list-style-type: none">EPCI#1 cho 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) + 1 giàn nhà ở + 1 tháp đuốc (500 triệu USD)EPCI#2 cho 4 giàn đầu giếng (WHP) (400 triệu USD)EPCI#3 cho đường ống dẫn khí trên bờ (257 triệu USD)EPCI cho 42 WHP: (4,2 tỷ USD)Hợp đồng thuê FSO
PVD	2.498	294	Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ các dịch vụ khoan & liên quan đến giếng khoan sẽ đóng góp 37 triệu USD vào LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2028 của PVD (18% LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2027 của công ty). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ dự án Lô B sẽ đóng góp 257 triệu USD vào LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2029-2050 của PVD.
GAS	1.000	278	Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ việc vận chuyển khí của Lô B sẽ chiếm trung bình khoảng 4% LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2028-2033 của GAS.
PVB	100-130	13	Hợp đồng bọc đường ống dẫn khí.

PVS – Lợi nhuận dự kiến tăng tốc từ quý 4 nhờ backlog cơ khí & xây dựng (M&C) đáng kể



Tổng quan Công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan), PVS chiếm thị phần áp đảo ở các ngành liên quan, như thị phần dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ cảng cát cảng (mảng cảng, 100%), và dịch vụ kho nội (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 21 tàu dịch vụ, 3 kho nội FSO và 2 kho nội FPSO.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu cho Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) xuống còn 48.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo tổng LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giai đoạn 2024-2028 (tương ứng -4%/-9%/-23%/-16%/+11% cho dự báo các năm 2024/25/26/27/28), được bù đắp một phần bởi (2) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025.

Chúng tôi giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do (1) giả định backlog M&C giai đoạn 2024-2028 giảm 19% do (a) loại bỏ hợp đồng đường ống dẫn khí ngoài khơi trị giá 310 triệu USD của Lô B trong định giá, (b) và việc trì hoãn một năm đối với dự án Cá Voi Xanh đến giai đoạn 2027-2030 và Kho cảng LNG Sơn Mỹ đến giai đoạn 2027-2030 (xem chi tiết tại trang 5). Các yếu tố này ảnh hưởng nhiều hơn so với (2) mức tăng 8% trong dự báo tổng lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng trưởng 5% so với cùng kỳ, được thúc đẩy bởi (1) lợi nhuận gộp M&C tăng 93% và (2) lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO tăng 29%. Trong 9T 2024, LNST sau lợi ích CĐTS đạt 631 tỷ đồng (+9% YoY). Chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ ghi nhận lợi nhuận đáng kể trong quý 4/2024 trở đi, do PVS đã nhận được 587 tỷ đồng tiền ứng trước cho dự án Lạc Đà Vàng vào ngày 30/9 và gói thầu EPCI 1 của Lô B đã chính thức khởi công vào đầu tháng 9. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ tăng 32% YoY, nhờ lợi nhuận gộp M&C tăng 1,2 lần (với doanh thu tăng 80% và biên lợi nhuận gộp tăng lên 3,5%).

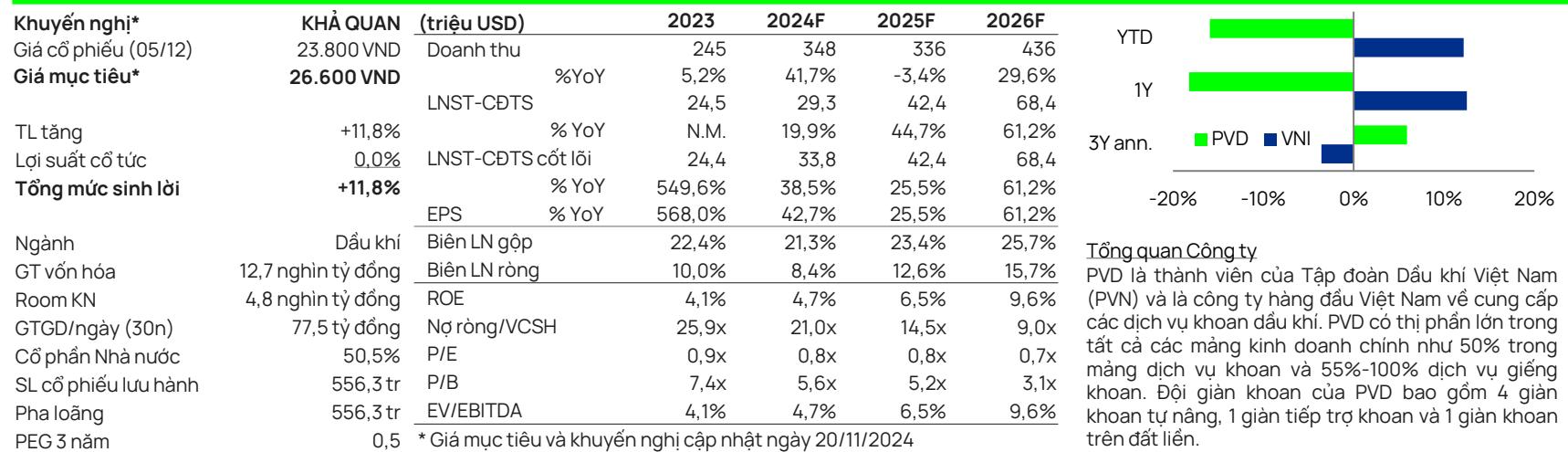
Chúng tôi dự báo CAGR EPS giai đoạn 2023-2026 là 19%, được thúc đẩy bởi giả định backlog M&C đã ký và chưa ký của chúng tôi là 5,1 tỷ USD và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO là 822 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-2028.

PVS có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 13,1 lần, tương ứng PEG 3 năm là 0,7 và số dư tiền mặt là 460 triệu USD vào cuối quý 3/2024 (64% giá trị vốn hóa).

Yếu tố hỗ trợ: Thành công của dự án điện gió ngoài khơi trị giá 5 tỷ USD nhằm xuất khẩu điện sang Singapore.

Rủi ro: Trì hoãn và chi phí vượt mức cho dự án Lô B.

PVD – Triển vọng đà phục hồi của giá thuê giàn khoan theo ngày sẽ chậm lại do giá dầu giảm



Tổng quan Công ty

PVD là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty hàng đầu Việt Nam về cung cấp các dịch vụ khoan dầu khí. PVD có thị phần lớn trong tất cả các mảng kinh doanh chính như 50% trong mảng dịch vụ khoan và 55%-100% dịch vụ giếng khoan. Đội giàn khoan của PVD bao gồm 4 giàn khoan tự nâng, 1 giàn tiếp trợ khoan và 1 giàn khoan trên đất liền.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm 14% giá mục tiêu của Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD) xuống mức 26.600 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị KHÀ QUAN do giá cổ phiếu của PVD đã giảm 16% trong vòng 3 tháng qua. Việc chúng tôi hạ giá mục tiêu phản ánh mức giảm 21% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2028 (lần lượt giảm -17%/-24%/-22%/-22%/-22% cho các năm 2024/25/26/27/28) và tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2025.

Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo do (1) giá thuê giàn khoan theo ngày trung bình của PVD dự kiến sẽ giảm 8% trong giai đoạn 2025-2028 do chúng tôi giả định giá dầu Brent sẽ ở mức thấp hơn như đã nêu trong Báo cáo cập nhật Ngành Dầu Khí ngày 14/11/2024 của chúng tôi, và (2) chi phí hoạt động bằng tiền mặt tăng 13% dựa theo KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của công ty.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi/báo cáo năm 2025 sẽ lần lượt tăng 26%/45% YoY, nhờ giá thuê giàn khoan tự nâng (JU) theo ngày trung bình dự kiến tăng 2% YoY, tăng trưởng doanh thu từ các dịch vụ liên quan đến giếng khoan dự kiến sẽ ở mức 25%, và kỳ vọng của chúng tôi về việc tỷ giá USD/VND sẽ ngừng tăng trong năm 2025. Chúng tôi dự báo các hoạt động thăm dò và khai thác sẽ được gia tăng vào năm 2025, từ đó thúc đẩy các dịch vụ liên quan đến giếng khoan, lợi nhuận từ các công ty liên kết và giá thuê theo ngày trong thị trường giàn JU ngày càng thắt chặt tại Đông Nam Á, dù chúng tôi cho rằng đà phục hồi của giá thuê theo ngày sẽ chậm hơn nhẹ so với dự kiến.

Định giá của PVD có vẻ khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 14,5 lần (PEG 3 năm là 0,5 dựa trên dự báo CAGR EPS báo cáo giai đoạn 2023-2026 ở mức 41% của chúng tôi).

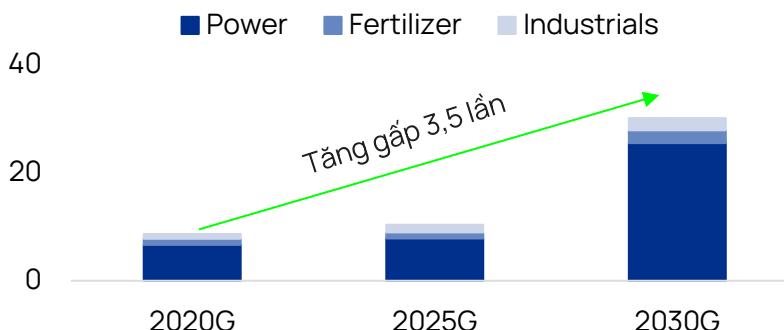
Rủi ro: Lỗ tỷ giá ghi nhận từ việc đánh giá lại các khoản ngoại tệ khác đồng tiền hạch toán; đầu tư giàn khoan chậm hơn dự kiến.

Sự chuyển dịch cơ cấu sang LNG của Việt Nam

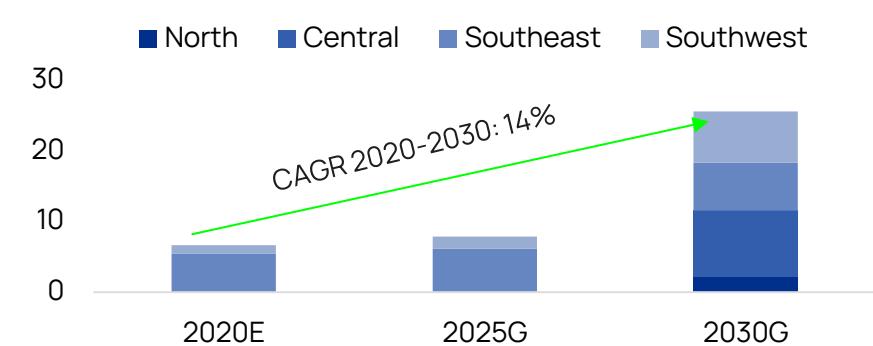
Nhập khẩu LNG là điều tất yếu để đáp ứng nhu cầu điện quốc gia ngày càng tăng

Quy hoạch tổng thể về Năng lượng Quốc gia thời kỳ 2021-2030 dự kiến nhu cầu khí của Việt Nam sẽ tăng gấp 3,5 lần vào năm 2030, do nhu cầu điện tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, nguồn cung trong nước từ các mỏ chính như Sao Vàng - Đại Nguyệt và Lô B lại không đủ để đáp ứng nhu cầu. Việt Nam đã chấm dứt việc tự cung tự cấp khí đốt vào năm 2023, và bắt đầu nhập khẩu LNG vào năm 2024, với tỷ trọng LNG dự kiến sẽ tăng từ mức 9% vào năm 2024 lên 73% vào năm 2029.

Nhu cầu khí của Việt Nam theo ngành(tỷ m³)

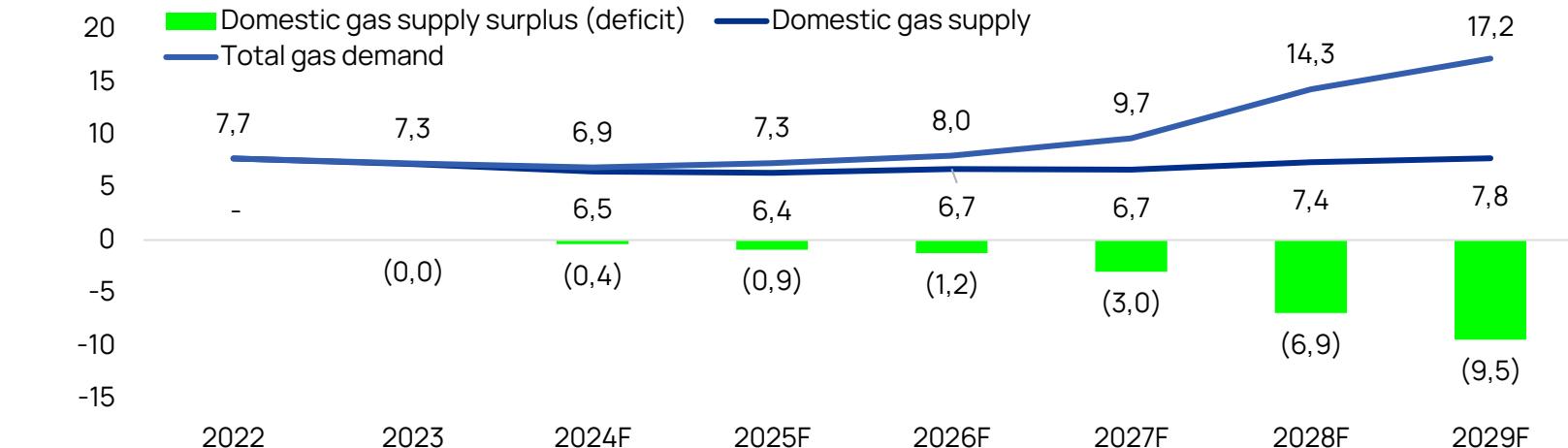


Nhu cầu khí của Việt Nam từ các nhà máy điện theo khu vực(tỷ m³)



Nguồn: Quy hoạch phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2021-2030, Vietcap

Triển vọng thiếu hụt khí (ước tính của Vietcap) (tỷ m³)

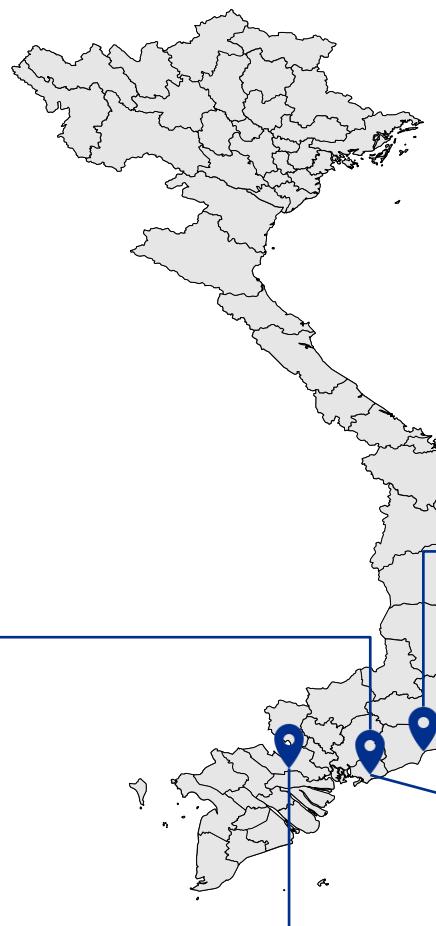


Tổng vốn đầu tư XDCB cho cơ sở hạ tầng LNG trong 10 năm tới sẽ ở mức 23 tỷ USD

Quy hoạch tổng thể Năng lượng Quốc gia dự kiến lượng LNG nhập khẩu sẽ ở mức 2,2 tỷ m³ vào năm 2025, sau đó tăng lên mức 15,7 tỷ m³ vào năm 2030. Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII tháng 04/2024 ưu tiên phát triển 13 nhà máy nhiệt điện LNG với tổng công suất 22.524 MW.

Một số dự án kho cảng LNG tại Việt Nam

Kho cảng LNG Thị Vải	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	GAS
Vốn đầu tư	Giai đoạn 1: 286tr USD Giai đoạn 2: 200tr USD Giai đoạn 3: 200tr USD
Công suất	Giai đoạn 1: 1 triệu tấn/năm Giai đoạn 2: 3 triệu tấn/năm Giai đoạn 3: 6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2024 Giai đoạn 2: 2027 Giai đoạn 3: 2029
Tình trạng	Giai đoạn 1: Vận hành thương mại Giai đoạn 2: Chờ Bộ Công Thương phê duyệt nghiên cứu khả thi Giai đoạn 3: N/A
Các NMD cung cấp	Nhơn Trạch 3 & 4, Long An I & II



Kho cảng LNG Sơn Mỹ	
Vị trí	Tỉnh Bình Thuận
Chủ đầu tư	GAS & AES
Vốn đầu tư	1,4 tỷ USD
Công suất	3,6-6 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Giai đoạn 1: 2028
Tình trạng	Nhận được phê duyệt kế hoạch đầu tư
Các NMD cung cấp	Sơn Mỹ 1 & 2

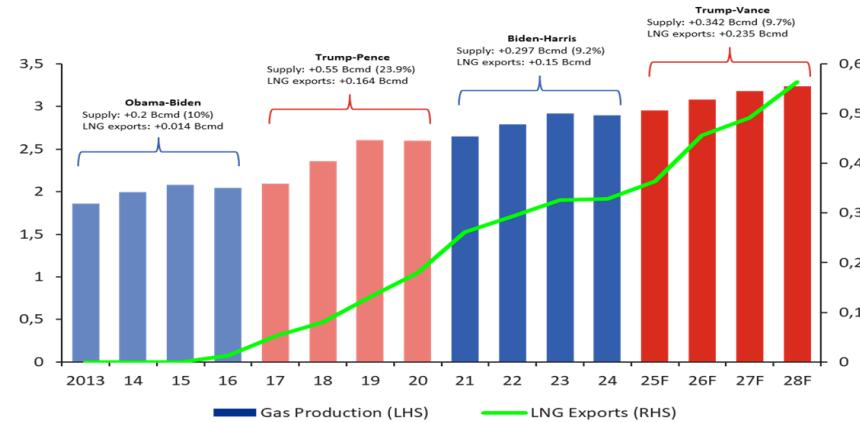
Kho cảng LNG Long An	
Vị trí	Tỉnh Long An
Chủ đầu tư	VinaCapital & General Electric
Vốn đầu tư	3,1 tỷ USD (bao gồm các nhà máy điện)
Công suất	1-3 triệu tấn/năm
Năm vận hành	N/A
Tình trạng	Đang xây dựng
Các NMD cung cấp	Long An I và II

Kho cảng LNG Hải Linh - Giai đoạn 1	
Vị trí	Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
Chủ đầu tư	CT TNHH Hải Linh (CT tư nhân)
Vốn đầu tư	231 triệu USD
Công suất	1 triệu tấn/năm
Năm vận hành	Tháng 9/2024
Tình trạng	Vận hành thương mại
Các NMD cung cấp	Nhà máy điện Hiệp Phước 1, 2, và của Genco 3

Cơ hội nhập khẩu nguồn LNG giá rẻ hơn từ Mỹ, so với Nhật Bản hoặc Hàn Quốc

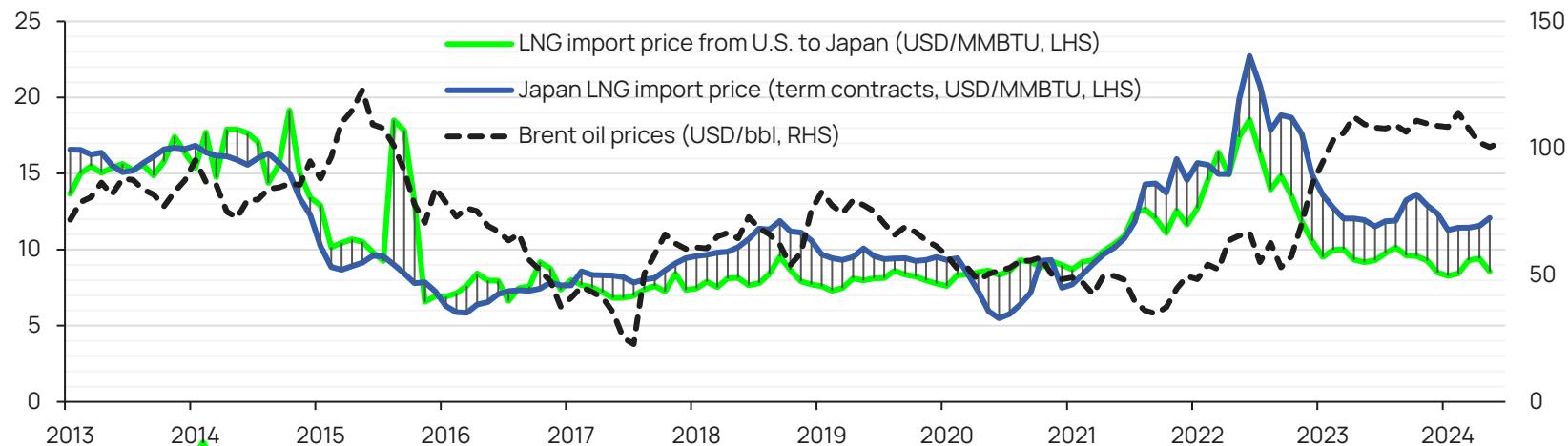
- Rystad Energy dự báo công suất xuất khẩu LNG của Mỹ sẽ tăng gấp đôi từ mức 0,4 tỷ m³/ngày vào năm 2023 lên 0,8 tỷ m³/ngày vào 2030, đáp ứng khoảng 37% tổng nhu cầu LNG toàn cầu là khoảng 780 tỷ m³. Đè tăng trưởng này được thúc đẩy bởi các chính sách thúc đẩy năng lượng, bao gồm việc cấp phép cho các dự án LNG Texas, Calcasieu Pass (CP2), và mở rộng cho thuê đất cho khí đốt liên bang.
- LNG nhập khẩu từ Mỹ rẻ hơn 19% so với từ Nhật Bản trong ba năm qua, và có thể tạo điều kiện cho việc nhập khẩu LNG từ Mỹ của Việt Nam, từ đó giúp giảm thâm hụt thương mại của Việt Nam.
- Giá LNG đang chịu áp lực giảm do nguy cơ cơ dư nguồn cung nếu nhiều dự án LNG của Mỹ được đồng thời triển khai. Tuy nhiên, giá LNG vẫn có thể tăng do (1) khả năng thuế thép ở mức 25% sẽ làm tăng chi phí dự án/xuất khẩu, (2) nguồn cung ổn định từ Mỹ giúp thúc đẩy nhu cầu tại các thị trường nhạy cảm về giá như Việt Nam, và (3) việc Châu Âu đẩy mạnh nhập khẩu LNG từ Mỹ để làm giảm sự lệ thuộc khí đốt vào Nga và đảm bảo mức nhu cầu ổn định.

Triển vọng xuất khẩu LNG và khai thác khí đốt của Mỹ (tỷ m³)



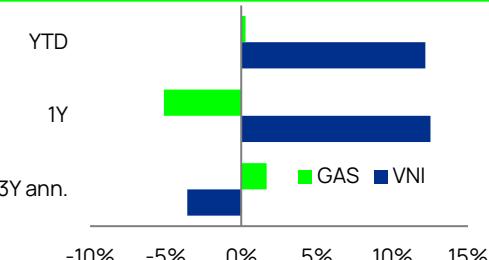
Nguồn: Rystad Energy, Vietcap tổng hợp

Giá LNG nhập khẩu từ Mỹ và Nhật Bản (USD/triệu BTU), giá dầu Brent (USD/thùng)



GAS - Giá dầu thấp hơn sẽ thúc đẩy sản lượng LNG trong dài hạn

	KHẨ QUAN	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (05/12)	68.900 VND	Doanh thu	89.954	100.694	104.943	116.664
Giá mục tiêu*	77.300 VND	% YoY	-10,7%	11,9%	4,2%	11,2%
		LNST-CĐTS	11.606	11.185	11.220	14.097
		% YoY	-21,6%	-3,6%	0,3%	25,6%
TL tăng	+12,1%	EPS	-21,6%	-5,5%	0,3%	25,6%
Lợi suất cổ tức	4,4%	Biên LN gộp	18,8%	18,1%	16,8%	18,1%
Tổng mức sinh lời	+16,5%	Biên LN ròng	12,9%	11,1%	10,7%	12,1%
		ROE	18,8%	17,9%	17,8%	21,3%
Ngành	Tiện ích	Nợ ròng/VCSH	-54,5%	-51,0%	-44,7%	-27,5%
GT vốn hóa	157,5 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	8,7%	4,4%	7,3%	7,3%
Room KN	75 nghìn tỷ đồng	Giá CP/DTHĐ	11,4x	13,4x	11,2x	10,5x
GTGD/ngày (30n)	42,5 tỷ đồng	P/E	13,9x	14,7x	14,7x	11,7x
Cổ phần Nhà nước	96%	P/B	2,5x	2,6x	2,5x	2,4x
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ	EV/EBITDA	10,1x	9,1x	9,5x	8,4x
Pha loãng	2,3 tỷ	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 29/11/2024				



Tổng quan Công ty

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí dầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất urê và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG và cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG).

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 11/2024](#) của chúng tôi, chúng tôi giảm 5,2% giá mục tiêu cho Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS) xuống còn 77.300 đồng/cổ phiếu do chúng tôi giảm 5,7% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (thay đổi lần lượt là -6,8%/-4,4%/-7,0%/-7,4%/-3,5% đối với dự báo các năm 2025/26/27/28/29) nhưng giữ nguyên khuyến nghị KHẨ QUAN.

Việc điều chỉnh giảm dự báo chủ yếu do chúng tôi (1) giảm 7,9%/4,6% dự báo giá dầu Brent/dầu nhiên liệu trung bình, như đã công bố trong [Báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí](#) ngày 14/11, và (2) giảm 14% dự báo chi phí vận chuyển LNG (bao gồm phí lưu trữ, tái hóa khí, phân phối) trung bình từ khoảng 3,0 USD/triệu BTU xuống còn 2,6 USD/triệu BTU cho giai đoạn 2025-2029, theo thông tin bổ sung từ các nhà máy điện. Những yếu tố này ảnh hưởng (3) dự báo sản lượng khí thương phẩm cao hơn 1% của chúng tôi (chủ yếu đến từ sản lượng LNG cao hơn), và (4) dự báo sản lượng bán LPG cao hơn 11% cùng với biên lợi nhuận gộp cao hơn dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm 2024.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS đi ngang so với cùng kỳ năm trước trong năm 2025 do (1) sản lượng khí thương phẩm cao hơn, chủ yếu là LNG, (2) lỗ từ LNG Thị Vải giảm (118 tỷ đồng so với mức lỗ 628 tỷ đồng vào năm 2024), và (3) không có chi phí dự phòng như trong năm 2024, bù đắp cho tác động tiêu cực của dự báo giá dầu nhiên liệu giảm 12,8% YoY.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của LNG Thị Vải sẽ tăng mạnh trong những năm tới, được hỗ trợ một phần bởi dự báo của chúng tôi rằng giá LNG sẽ đạt đỉnh trong năm 2025/26. Chúng tôi dự báo giá LNG sẽ giảm dần từ 2027, thúc đẩy doanh thu từ các nhà máy điện và khách hàng công nghiệp trong trung và dài hạn. Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 16% trong giai đoạn 2024-2028.

Chúng tôi cho rằng GAS có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 14,7 lần, so với P/E trung bình 5 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực là 16,0 lần. Tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu của GAS cũng cao hơn so với mức trung bình của các công ty cùng ngành.

Yếu tố hỗ trợ: Giá dầu Brent và dầu nhiên liệu cao hơn kỳ vọng; phê duyệt cơ chế giá LNG; việc hoàn nhập khoản dự phòng nợ xấu trị giá 815 tỷ đồng diễn ra sớm hơn dự kiến trong năm 2025 so với dự báo của chúng tôi là trong năm 2026.

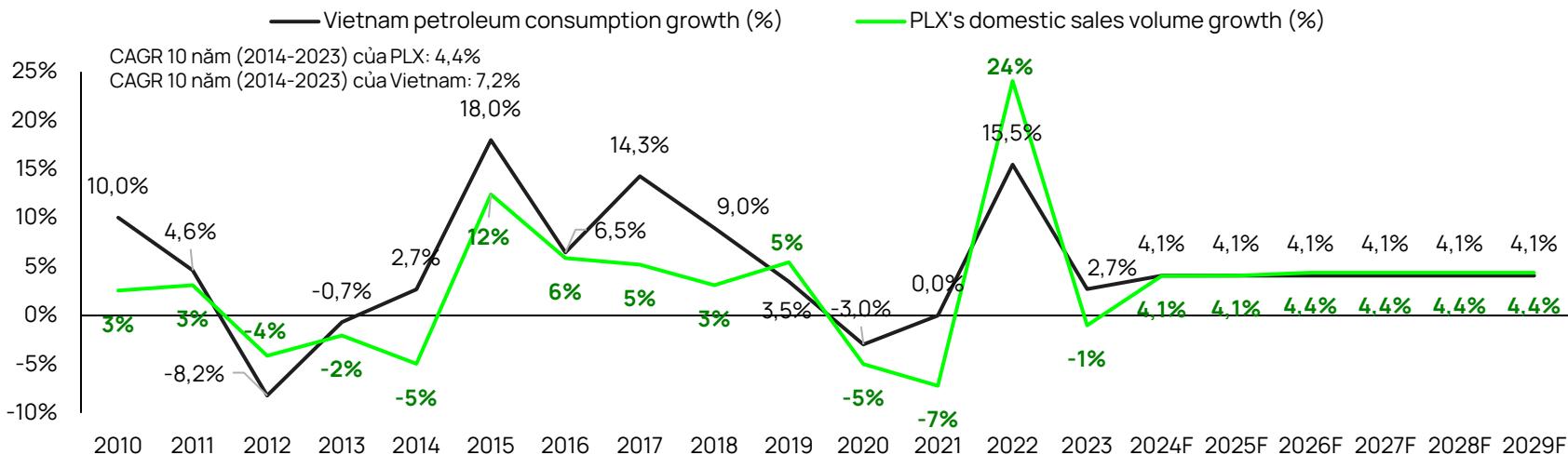
Rủi ro: Sản lượng khí thương phẩm bán cho các nhà máy điện thấp hơn kỳ vọng.

Ngành Dầu khí của Việt Nam

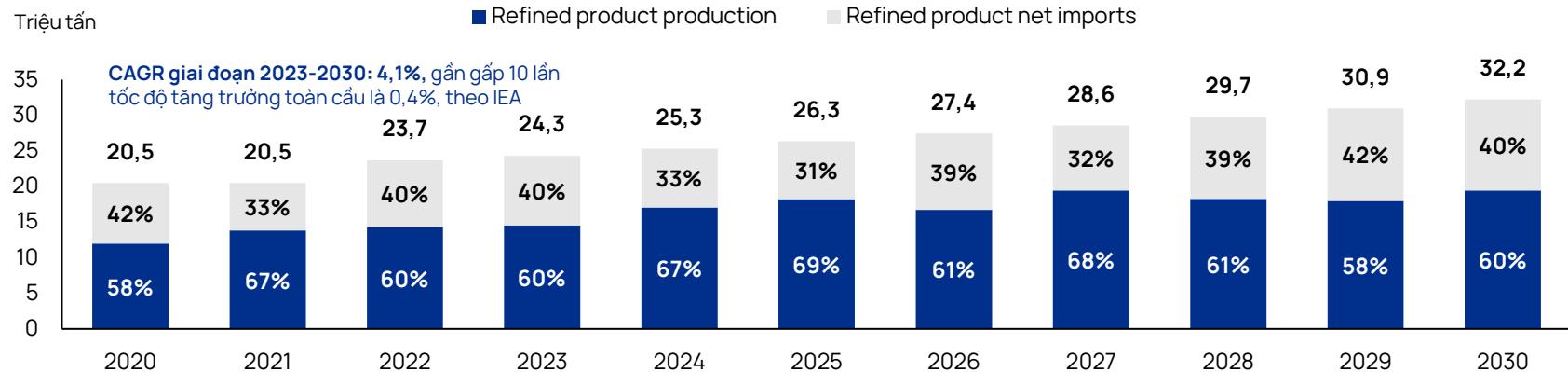
Lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR ở mức 4,1% trong giai đoạn 2023-29

Lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng với nguồn cung đảm bảo

Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam và tăng trưởng sản lượng trong nước của PLX (%)



Dự báo tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam (triệu tấn)



Các quy định về xăng dầu tiếp tục được sửa đổi nhằm hỗ trợ lợi nhuận

So sánh giữa dự thảo 3 & 4 của nghị định mới và nghị định hiện hành

	Nghị định 83/2014	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023 (Hiện tại)	Nghị định mới (Dự thảo 3 & 4)
Thành phần tham gia chuỗi giá trị xăng dầu	1. Thương nhân dầu mỏ 2. Thương nhân phân phối 3. Đại lý tổng hợp 4. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân dầu mỏ 2. Thương nhân phân phối 3. Đại lý tổng hợp 4. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân dầu mỏ 2. Thương nhân phân phối 3. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân dầu mỏ 2. Thương nhân phân phối 3. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)
Công thức giá bán lẻ	Giá cơ sở	Giá cơ sở	Giá cơ sở	Giá trần
Premium	Không được đề cập.	Bộ Tài chính sẽ xem xét định kỳ mỗi 6 tháng.	Bộ Tài chính sẽ xem xét định kỳ 3 tháng.	Dự thảo 3: Tính trung bình 7 ngày (mỗi thứ Năm), do Bộ Công Thương công bố theo giá quốc tế. Dự thảo 4: Bộ Tài chính xem xét 3 tháng/lần.
Chi phí vận chuyển định mức	Không được đề cập.	Bộ Tài chính sẽ xem xét định kỳ mỗi 6 tháng.	Bộ Tài chính sẽ xem xét định kỳ 3 tháng.	Bộ Tài chính sẽ xem xét định kỳ 3 tháng.
Chi phí kinh doanh định mức	Xăng: VND1,050 Dầu: VND950	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm.	Bộ Tài chính xem xét hàng năm. Chi phí kinh doanh định mức hiện tại được dựa theo Công văn số 6808/BTC-QLG ngày 01/7/2024. Chi phí định mức của xăng A95: 1.140 đồng/lít. Chi phí định mức của dầu diesel: VND1,170/liter.	Chi phí kinh doanh định mức được điều chỉnh hàng năm dựa trên CPI. Mức chi phí này sẽ được xem xét ba năm một lần để đảm bảo tính chính xác (dựa trên cách hiểu của chúng tôi).
Lợi nhuận định mức	300 đồng/lít	300 đồng/lít	300 đồng/lít	300 đồng/lít
Chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu	15 ngày	10 ngày	7 ngày	7 ngày
Số ngày tồn kho	30 ngày cung ứng	20 ngày cung ứng	20 ngày cung ứng	20 ngày cung ứng
Số lượng thương nhân phân phối tối đa trên mỗi nhà phân phối bán lẻ	Một	Một	Ba	Một

Thêm nhiều đề xuất hơn cho Nghị định mới

Theo truyền thông trong nước, Bộ Công Thương đã hoàn thiện bản Dự thảo thứ 4 của Nghị định về kinh doanh xăng dầu, sau khi tiếp thu ý kiến từ Hiệp hội Xăng dầu Việt Nam (VINPA) và các doanh nghiệp trong ngành, và dự kiến sẽ trình Chính phủ phê duyệt với các nội dung chính sau đây:

1. Cơ chế định giá:

Bộ Công Thương đã đề xuất hai phương án để Chính phủ xem xét:

- (1) **Duy trì sự giám sát của Chính phủ, đồng thời trao quyền linh hoạt hơn cho các nhà phân phối xăng dầu trong việc định giá.** Chi phí kinh doanh định mức sẽ được điều chỉnh hàng năm dựa trên chỉ số CPI của Việt Nam (Dự thảo 4 như đã nêu trong Báo cáo Ngành Xăng dầu của chúng tôi).
- (2) **Cho phép định giá hoàn toàn theo giá thị trường, trao quyền kiểm soát hoàn toàn cho các nhà phân phối xăng dầu trong việc định giá bán buôn, bán lẻ cũng như thời gian điều chỉnh giá.** Chính phủ sẽ cung cấp công thức tính giá, giá tham chiếu quốc tế và giá premium, **mà không có giá trần, chi phí kinh doanh định mức hay lợi nhuận định mức.**

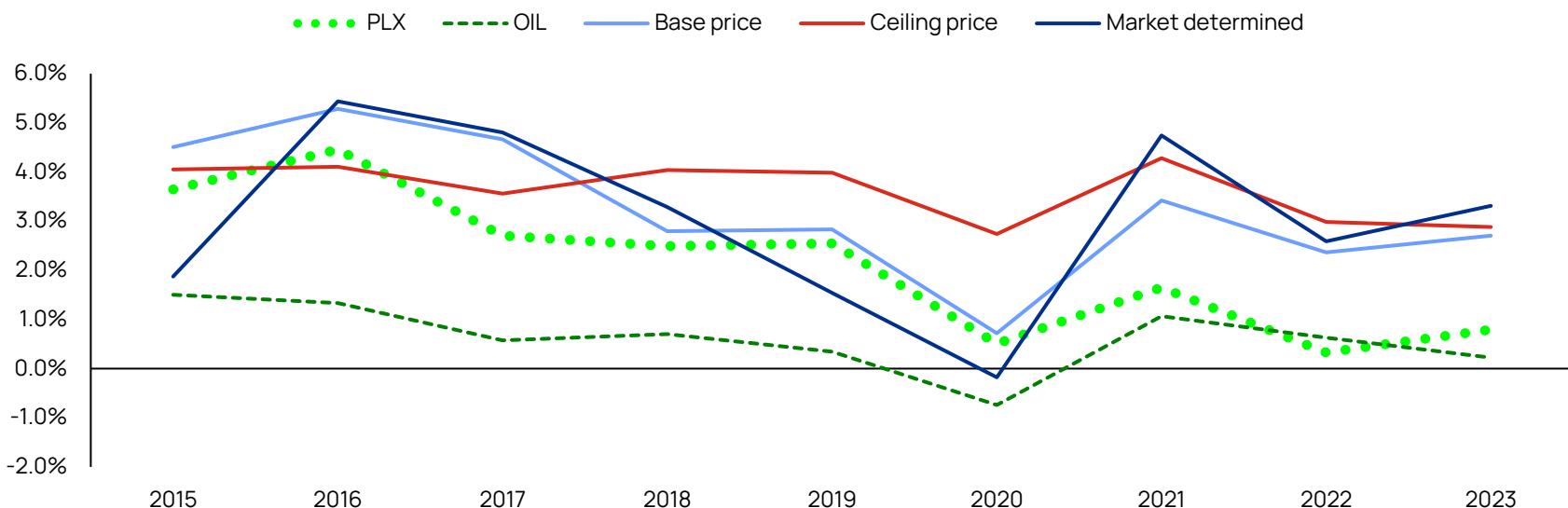
2. Giảm bớt khâu trung gian:

Bộ Công Thương đã đề xuất hai phương án để Chính phủ xem xét:

- (1) Các thương nhân phân phối chỉ có thể mua xăng dầu từ các thương nhân đầu mối, và không được mua xăng dầu của nhau (Dự thảo 4, như đã nêu trong Báo cáo Ngành Dầu khí của chúng tôi).
- (2) Các thương nhân phân phối có thể tiếp tục mua xăng dầu của nhau như hiện tại.

Cơ chế định giá linh hoạt có khả năng sẽ giúp cải thiện khả năng sinh lời

So sánh biên lợi nhuận hoạt động



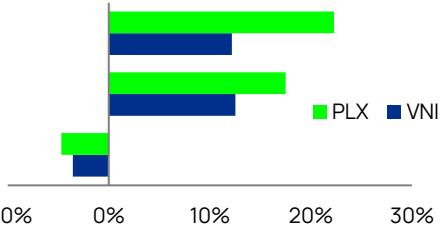
So sánh cơ chế định giá

Quốc gia	Cơ chế định giá	Chu kỳ điều chỉnh giá bán lẻ
Hàn Quốc	Theo thị trường	7 ngày
Ấn Độ	Theo thị trường	Hàng ngày
Nhật Bản	Theo thị trường	7 ngày
Philippines	Theo thị trường	7 ngày
Thái Lan	Theo thị trường	4 ngày
Malaysia	Giá cơ sở	7 ngày
Trung Quốc	Giá trần	10 ngày
Việt Nam	Hiện tại: Giá cơ sở	7 ngày
	Mục tiêu: Giá trần	

Lưu ý:

- Theo thị trường:** Nhà phân phối tự do định giá với sự can thiệp tối thiểu từ Chính phủ, dẫn đến sự khác biệt về giá giữa các trạm xăng;
- Giá trần:** Nhà phân phối được phép tự định giá nhưng không được vượt quá mức giá tối đa do Chính phủ quy định;
- Giá cơ sở:** Chính phủ ấn định giá bán lẻ nhiên liệu, và tất cả nhà bán lẻ phải tuân thủ theo mức giá này.

PLX – Nghị định mới dự kiến sẽ được phê duyệt, góp phần cải thiện lợi nhuận

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.		
Giá CP (05/12)	40.600 VND	Doanh thu	273.979	277.774	247.503	256.820					
Giá mục tiêu*	49.300 VND		-9,9%	1,4%	-10,9%	3,8%					
		LNST-CDTS	2.834	3.083	3.712	5.386					
		% YoY	95,5%	8,8%	20,4%	45,1%					
TL tăng	+21,4%	EPS	95,5%	8,8%	20,4%	45,1%					
Lợi suất cổ tức	5,0%	Biên LN gộp	5,6%	6,4%	7,3%	7,7%					
Tổng mức sinh lời	+26,4%	Biên LN ròng	1,0%	1,1%	1,5%	2,1%					
		ROE	9,9%	10,3%	11,8%	16,1%					
Ngành	Xăng dầu	Nợ vay ròng/CSH	-29,7%	-26,6%	-29,8%	-36,2%					
GT vốn hóa	50 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	3,7%	4,9%	7,4%	7,4%					
Room KN	1,2 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	1.500	2.000	3.000	3.000					
GTGD/ngày (30n)	25 tỷ đồng	P/E	20,0x	18,4x	15,3x	10,5x					
Cổ phần Nhà nước	75,9%	Giá CP/DTHĐ	9,8x	20,3x	11,6x	7,7x					
SL CP lưu hành	1,27 tỷ	EV/EBITDA	10,3x	8,3x	7,0x	5,1x					
Pha loãng	1,27 tỷ	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 22/11/2024									

Tổng quan Công ty

Petrolimex (PLX) là công ty hàng đầu trong mảng phân phối sản phẩm xăng dầu với 50% thị phần. PLX có 2.700 trạm COCO (do chính công ty sở hữu và vận hành, bán lẻ) và 2.800 trạm DODO (do đại lý sở hữu và vận hành, bán buôn). Các mảng kinh doanh khác bao gồm hóa dầu (dầu nhớt, nhựa đường), khí hóa lỏng (LPG), vận chuyển xăng dầu, và bảo hiểm.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi giảm 17% giá mục tiêu của chúng tôi đối với Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam (PLX) xuống mức 49.300 đồng/cổ phiếu nhưng tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA do giá cổ phiếu của PLX đã giảm 18,3% trong vòng 3 tháng qua. Mức giá mục tiêu giảm của chúng tôi được thúc đẩy bởi việc chúng tôi giảm 21% dự báo LNST sau lợi ích CDTs báo cáo giai đoạn 2024-2028 (lần lượt giảm -26%/-33%/-16%/-17%/-18% cho các năm 2024/25/26/27/28F).

Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CDTs do (1) mức giảm 4,3% của chúng tôi đối với giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít dựa theo KQKD 9 tháng đầu năm, (2) mức tăng 2,7% đối với giả định chi phí bán hàng, và (3) chúng tôi giả định khoản trích lập dự phòng hàng tồn kho cho năm 2025 sẽ ở mức 877 tỷ đồng, dựa trên kỳ vọng của chúng tôi rằng giá dầu Brent sẽ giảm 13% YoY.

Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 sẽ tăng 20% YoY và LNST cốt lõi sẽ tăng 12% YoY nhờ đà tăng trưởng sản lượng ổn định ở mức 4,1%, tác động cả năm của việc chi phí định mức tăng kể từ ngày 04/07/2024, cùng với tác động tích cực nhẹ của việc các quy định xăng dầu mới cho phép các nhà phân phối xăng dầu tự định giá.

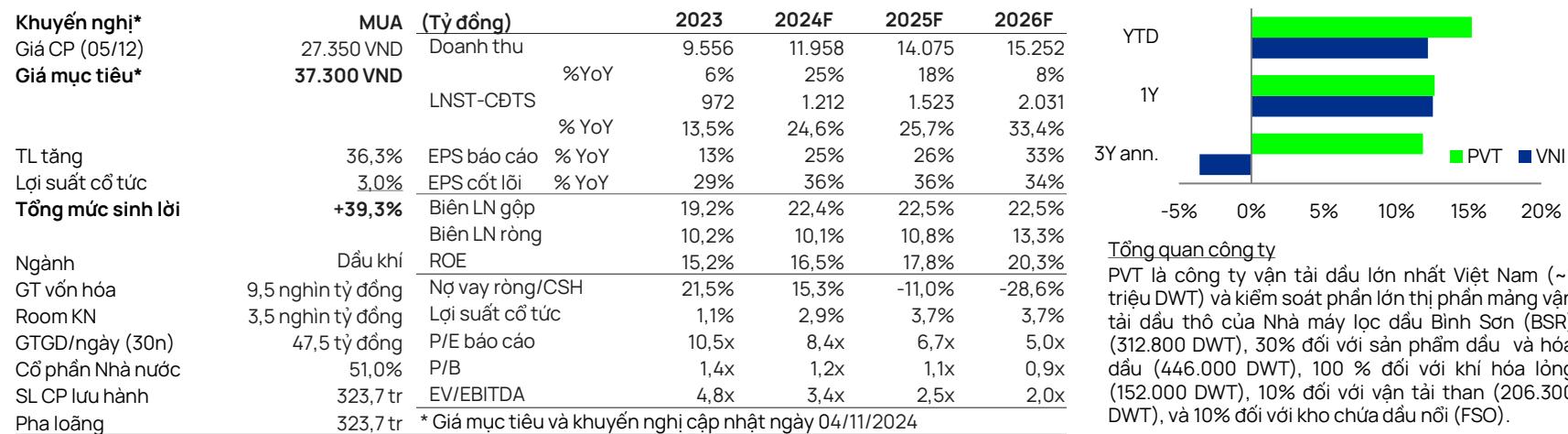
Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức 70 USD/thùng trong năm 2025 và 69-70 USD/thùng trong giai đoạn 2026-2029, như đã đề cập trong Báo cáo cập nhật Ngành Dầu Khí của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ tạo ra một môi trường tương đối ổn định nhằm thúc đẩy hoạt động tìm nguồn cung ứng dầu vào của PLX và hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS báo cáo giai đoạn 2023-26 sẽ đạt mức 24%, nhờ mức tăng trưởng sản lượng 4,3%/năm và sự cải thiện của biên lợi nhuận gộp lên mức 7,5% trong năm 2025/26, so với mức trung bình trước đại dịch COVID-19 là 8,6%.

Định giá của PLX có vẻ khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 15,3 lần, thấp hơn 25% so với mức P/E trung bình 5 năm trước đây của công ty. Chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt năm 2025 sẽ tăng gấp đôi so với năm 2023 (tương ứng với mức lợi suất 7,4%) do vị thế tiền mặt rộng ngày càng được củng cố của PLX.

Rủi ro: Giá dầu biến động; rủi ro chính sách; chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) cao hơn dự kiến.

PVT - Mở rộng đội tàu mạnh mẽ, triển vọng khả quan về giá cước vận tải tàu chở dầu



Tổng quan công ty

PVT là công ty vận tải dầu lớn nhất Việt Nam (~1 triệu DWT) và kiểm soát phân lớn thị phần mảng vận tải dầu thô của Nhà máy lọc dầu Bình Sơn (BSR) (312.800 DWT), 30% đối với sản phẩm dầu và hóa dầu (446.000 DWT), 100 % đối với khí hóa lỏng (152.000 DWT), 10% đối với vận tải than (206.300 DWT), và 10% đối với kho chứa dầu nồi (FSO).

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT) thêm 10,4% lên 37.300 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Chúng tôi tăng giá mục tiêu do chúng tôi tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 thêm 6,9% (tương ứng +5%/+2%/+11%/+8%/+7% cho dự báo các năm 2024/25/26/27/28) và tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2025.

Chúng tôi tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do (1) khoản đóng góp mới từ các tàu được mua lại trong quý 3 và tháng 10 (với dự báo vốn đầu tư XDCB năm 2024 cao hơn 70% so với ước tính trước đó), (2) giá cước vận chuyển dầu thô từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất (HSX: BSR) tăng 5% và (3) LNTT từ thoái vốn 154 tỷ đồng trong quý 3, bù đắp cho (4) giá định giá cước vận chuyển sản phẩm dầu giảm 2%.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 sẽ tăng 36% YoY do (1) công suất đội tàu chở dầu tăng khoảng 18% trong năm 2024, sản lượng vận chuyển cho BSR tăng 18% YoY, (2) giá cước vận chuyển dầu thô và hóa chất ở quốc tế của PVT tăng 2% YoY và (3) chi phí tài chính giảm 16%, tác động lớn hơn giá cước sản phẩm dầu giảm 2%. Do chúng tôi dự kiến PVT không có khoản lợi nhuận bất thường trong năm 2025 như năm 2024, chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 sẽ tăng 26% YoY.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS cốt lõi giai đoạn 2023-2026 là 28%, được thúc đẩy bởi nhu cầu tấn-dầm toàn cầu tăng, giá cước vận tải tàu chở dầu tăng nhẹ so với mức nền cao của giai đoạn 2022-2023 và PVT mở rộng đội tàu mạnh mẽ, thúc đẩy sản lượng vận chuyển trên tất cả các phân khúc.

Định giá của PVT có vẻ hấp dẫn với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 2,5 lần, thấp hơn 62% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi dự báo P/E và P/B năm 2025 lần lượt là 6,8 lần và 1,1 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Mở rộng đội tàu cao hơn dự kiến.

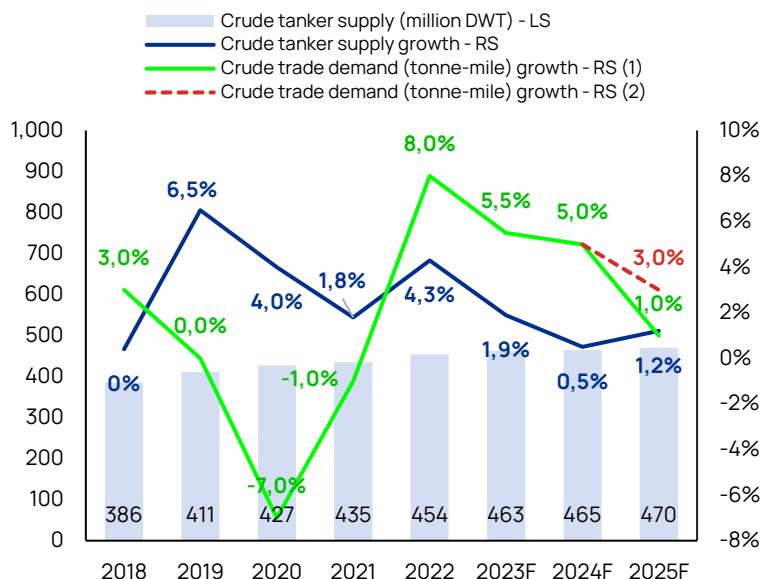
Rủi ro: Giá cước vận tải tàu chở dầu thấp hơn dự kiến, chi phí bảo trì cao hơn dự kiến.

Thị trường tàu chở dầu tiếp tục duy trì trạng thái thuận lợi với giá cước giai đoạn 2024-2026 dự kiến tăng từ mức cơ sở cao của giai đoạn 2022-2023

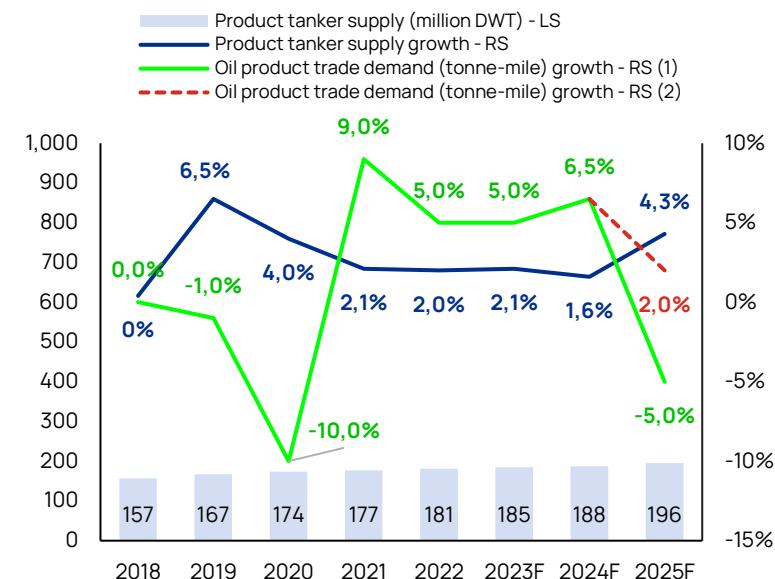
BIMCO dự báo nhu cầu tấn-dặm sẽ tăng 1% YoY nếu các tuyến hàng hải qua Biển Đỏ trở lại trạng thái bình thường, hoặc 3% nếu cảng thẳng tiếp tục kéo dài. Trong khi nguồn cung chỉ tăng 1,2% YoY, tình trạng thị trường khan hiếm nhiều khả năng sẽ xảy ra trong cả hai kịch bản.

BIMCO dự báo nhu cầu tấn-dặm sẽ giảm 5% nếu cảng thẳng tại Biển Đỏ hạ nhiệt hoặc tăng 2% nếu cảng thẳng kéo dài, với nguồn cung tăng 4,8%. Mặc dù vậy, Clarksons và PVT kỳ vọng giá cước tàu chở dầu sẽ tăng 2% vào năm 2025. Nguyên nhân là do tăng trưởng nhu cầu chậm lại và nguồn cung tăng cao hơn; nhu cầu tấn-dặm dự kiến vẫn sẽ ở mức cao hơn 22% so với mức năm 2021 (cao hơn 31% trong kịch bản thứ hai), trong khi nguồn cung tàu chở dầu chỉ tăng 13%.

Cung và cầu của thương mại dầu thô



Cung và cầu của thương mại sản phẩm dầu

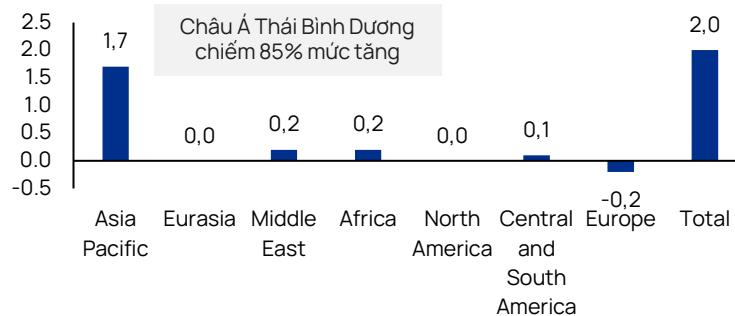


Nguồn: BIMCO, Clarksons, PVT, Vietcap (dữ liệu dự báo đến tháng 8 năm 2024) (1) BIMCO giả định cảng thẳng tại Biển Đỏ hạ nhiệt vào cuối năm 2024, dẫn đến việc các tàu có thể trở lại tuyến bình thường vào năm 2025. (2) BIMCO giả định cảng thẳng tại Biển Đỏ sẽ tiếp tục và không cho phép các tàu trở lại tuyến bình thường vào năm 2025.

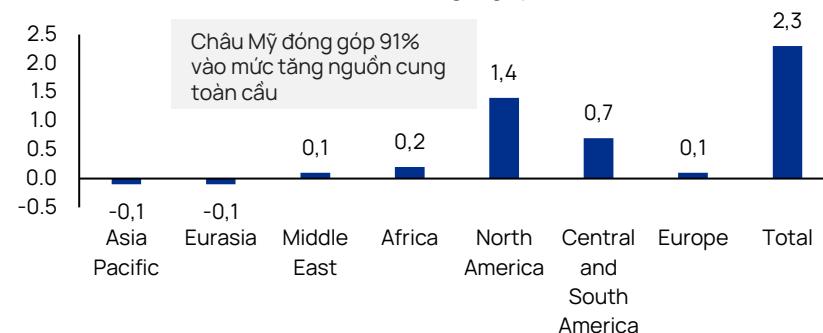
Tác động tích cực tiềm năng từ việc gia tăng sản lượng dầu thô và sản phẩm dầu của Mỹ

Vận chuyển dầu thô: Sự mất cân đối này dự kiến sẽ gia tăng khi ngày càng nhiều dầu của Mỹ được vận chuyển đến Châu Á và Châu Âu, qua đó hỗ trợ cho mức nhu cầu tăng-dậm cao

Nhu cầu dầu thô toàn cầu năm 2025 so với năm 2023 (triệu thùng/ngày)

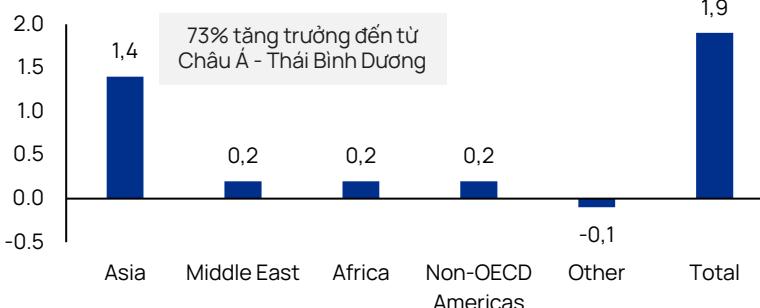


Nguồn cung dầu thô toàn cầu năm 2025 so với năm 2023 (triệu thùng/ngày)

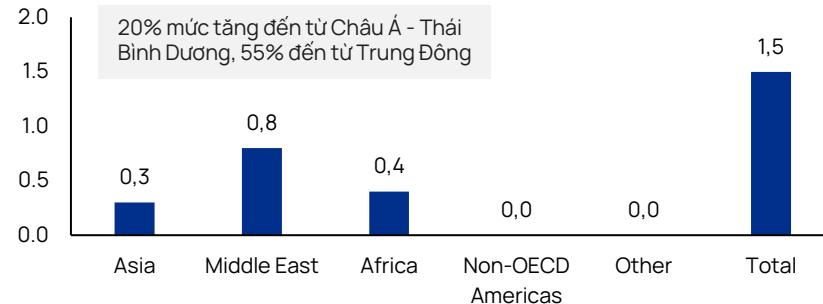


Vận chuyển sản phẩm dầu: Mặc dù nhu cầu của châu Á chủ yếu được đáp ứng bởi châu Á và Trung Đông, việc tăng sản lượng lọc dầu của Mỹ có thể sẽ dẫn đến việc kim ngạch xuất khẩu sản phẩm dầu từ Mỹ tăng cao, tạo ra nhu cầu vận chuyển đường dài hơn đến châu Á.

Nhu cầu sản phẩm dầu mỏ toàn cầu năm 2025 so với năm 2023 (triệu thùng/ngày)



Nguồn cung sản phẩm dầu mỏ toàn cầu năm 2025 so với năm 2023 (triệu thùng/ngày)



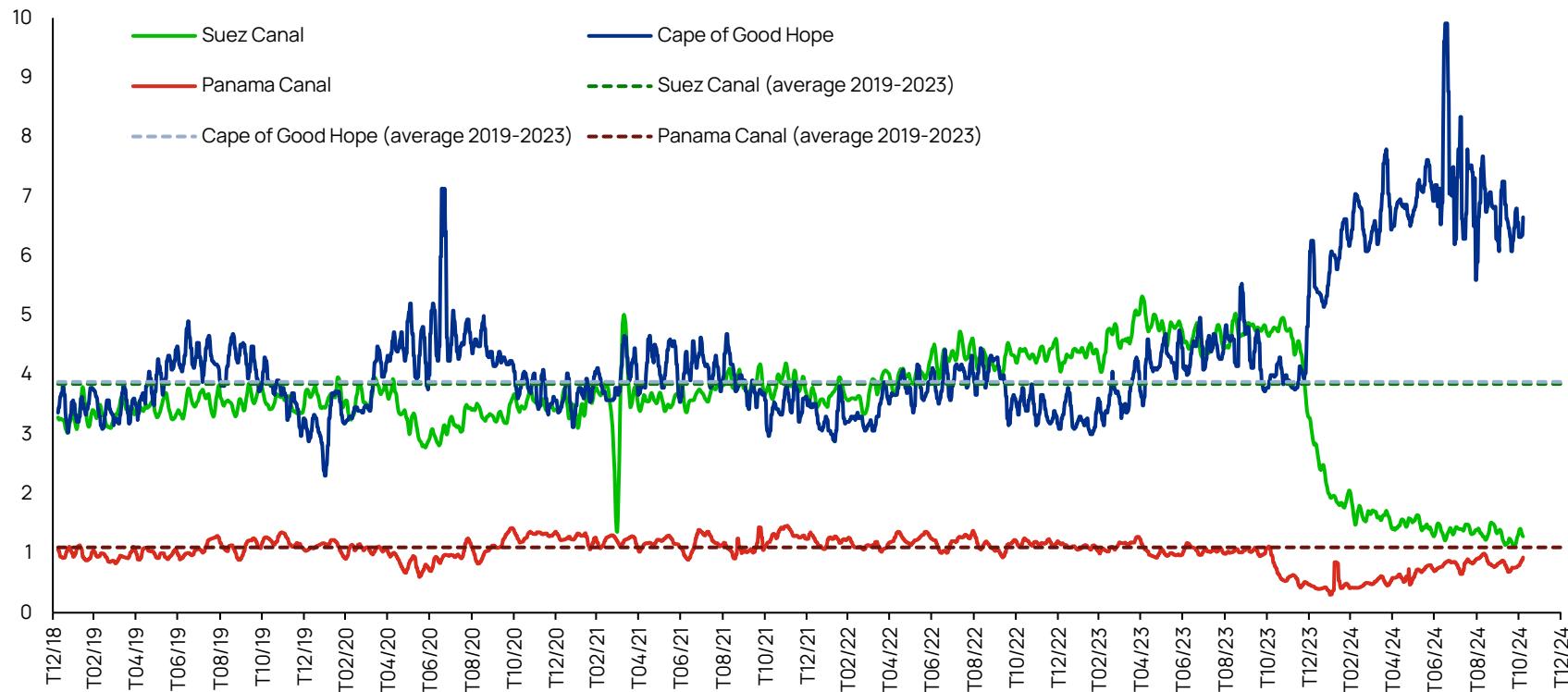
Căng thẳng tại Biển Đỏ có thể sẽ tiếp tục kéo dài , nếu ông Trump áp dụng lập trường cứng rắn, qua đó thúc đẩy giá cước tàu chở dầu tăng

Căng thẳng gia tăng tại Biển Đỏ, bắt đầu từ cuối năm 2023, đã khiến nhiều tàu phải chuyển hướng qua mũi Hảo Vọng, khiến cho quãng đường vận chuyển bị kéo dài hơn.

Nếu ông Trump siết chặt lệnh trừng phạt đối với Iran, Iran có thể sẽ đáp trả bằng cách gia tăng áp lực lên các tuyến thương mại qua Biển Đỏ.

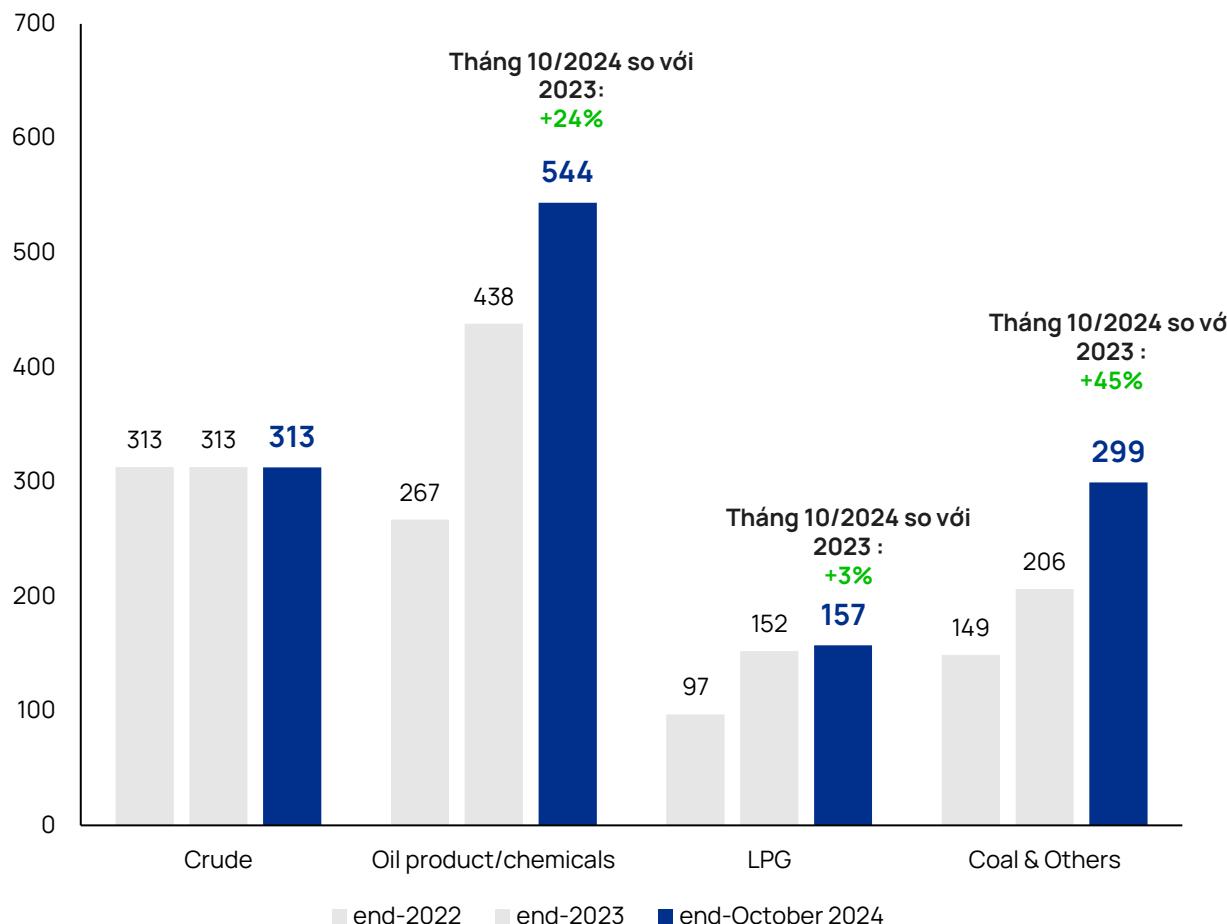
Eo biển Hormuz có vai trò quan trọng, với 33% tàu chở dầu thô, 13% tàu chở sản phẩm dầu, 9% tàu chở hóa chất và 21% tàu chở LPG đi qua eo biển này.

Sản lượng vận chuyển thương mại hàng ngày (triệu tấn)



Chúng tôi ước tính công suất đội tàu của PVT sẽ tăng 20% YoY vào năm 2024 từ mức cao kỷ lục vào năm 2023

Tình trạng mở rộng đội tàu của PVT trong 10 tháng đầu năm 2024 ('000 DWT, %)



Các tàu chở dầu được mua lại trong
giai đoạn 10 tháng đầu năm 2023
(tàu mới được đánh dấu màu đỏ)

Tàu chở sản phẩm dầu / hóa chất:

- (1) NV Apollo (21.300 DWT), được mua vào tháng 07/2024.
- (2) PVT Valencia (47.400 DWT), được mua vào tháng 10/2024.
- (3) Pacific Pride (50.700 DWT), được mua vào tháng 10/2024.

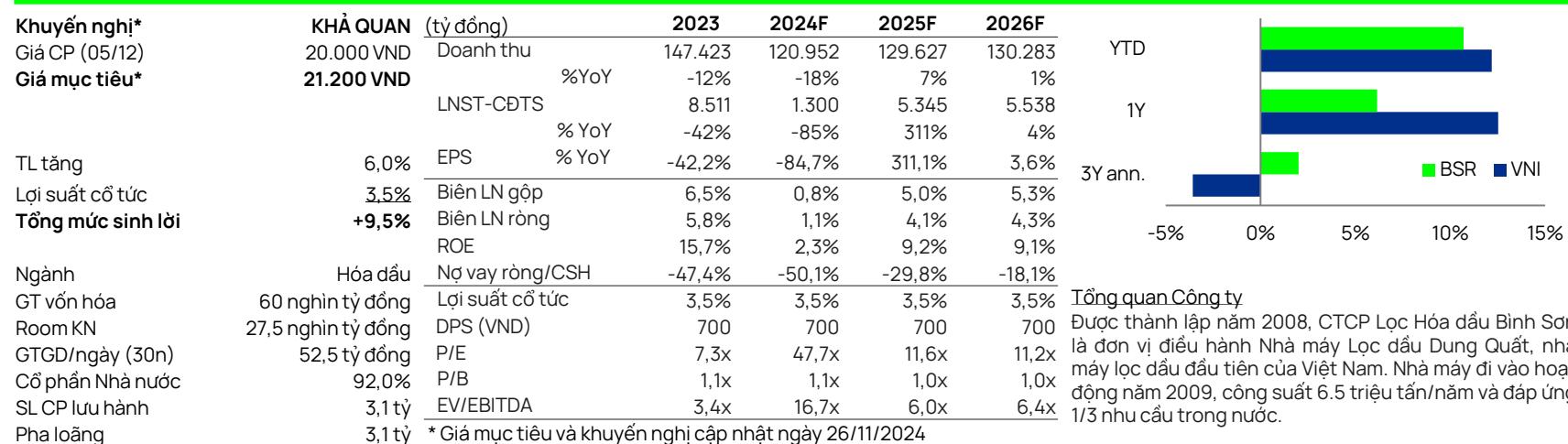
Tàu chở LPG:

- (1) Hải Phòng Gas (5.200 DWT), được mua vào tháng 09/2024.

Tàu chở than & khác:

- (1) PVT Gloria (35.700 DWT), được mua vào tháng 03/2024
- (2) PVT Topaz (57.300 DWT), được mua vào tháng 09/2024.

BSR – Giá dầu giảm gây áp lực lên giá cổ phiếu và LNST sau lợi ích CĐTS của BSR



Tổng quan Công ty

Được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6.5 triệu tấn/năm và đáp ứng 1/3 nhu cầu trong nước.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi giảm 23% giá mục tiêu của chúng tôi đối với CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) xuống mức 21.200 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị KHẨ QUAN vì giá cổ phiếu của BSR đã giảm 19% trong vòng 2 tháng qua.

Việc chúng tôi giảm giá mục tiêu phản ánh mức giảm 21% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-29 (lần lượt giảm -74%/-20%/-10%/-11%/-10% đối với các năm 2024/25/26/27/28/29). Mức giảm này đối với LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo được thúc đẩy bởi (1) các khoản lỗ ghi nhận trong quý 3/2024, (2) giả định chênh lệch giá xăng giảm từ 9-20% của chúng tôi và (3) giả định trích lập hàng tồn kho cho năm 2025 ở mức 976 tỷ đồng của chúng tôi, dựa trên việc chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ giảm 13% YoY.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm 85% YoY, được thúc đẩy bởi (1) sản lượng thương phẩm giảm 15% YoY do đợt bảo dưỡng tổng thể lần thứ 5 của công ty và (2) crack spread giảm 34% YoY. Trong 9 tháng đầu năm 2024, LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo chỉ đạt 715 tỷ đồng (-89% YoY), chủ yếu do tác động của các khoản lỗ được ghi nhận trong quý 3/2024..

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng gấp 4 lần, nhờ (1) mức tăng 18% YoY của sản lượng thương phẩm, với giả định rằng BSR sẽ vận hành với mức hiệu suất 100% (cao hơn so với mức 88% dự kiến trong năm 2024), và chúng tôi kỳ vọng rằng BSR sẽ hoạt động với mức hiệu suất 114% sau khi đã hoàn tất đợt bảo trì (cao hơn nhẹ so với mức 110% dự kiến trong năm 2024), (2) chênh lệch giá xăng dự kiến tăng 11-14% YoY, và (3) chênh lệch giá dầu diesel tăng 10%.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận dài hạn của BSR sẽ được hỗ trợ bởi dự án nâng cấp và mở rộng của công ty, dự kiến sẽ thúc đẩy sản lượng tăng 15% khi đi vào vận hành vào năm 2028. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2029 sẽ ở mức 7,2 nghìn tỷ đồng, tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) giai đoạn 2024-2029 là 41%.

Định giá của BSR có vẻ khá hấp dẫn với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 6 lần, thấp hơn 43% so với mức trung bình 10 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Chuyển niêm yết lên sàn HOSE.

Rủi ro: Biến động bất lợi của giá dầu gây áp lực lên crack spread và/hoặc kích hoạt các khoản dự phòng hàng tồn kho.

Ngành Urê

Triển vọng trung hạn đối với DPM & DCM vẫn khá tích cực



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên
tuan.do@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.181

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc
duong.dinh@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.140

Thuế GTGT 5% đối với phân bón đã được phê duyệt

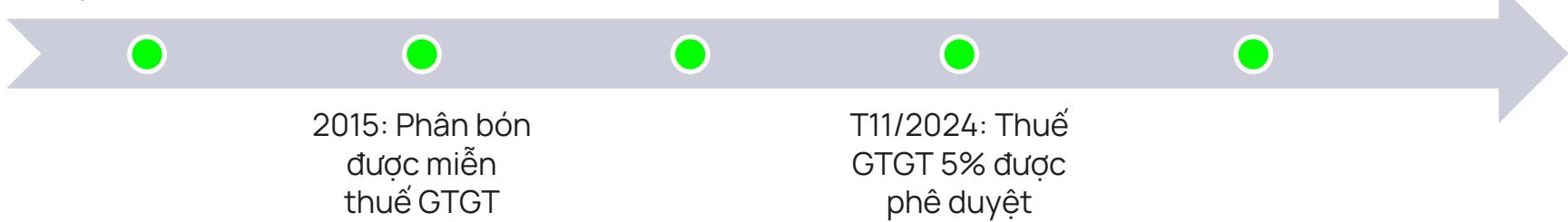
- **Vào ngày 26/11/2024, Quốc hội đã thông qua mức thuế GTGT 5% đối với phân bón**, thay thế chính sách miễn thuế hiện hành. **Quy định này sẽ có hiệu lực từ ngày 01/07/2025**, phù hợp với kỳ vọng nhưng muộn hơn 6 tháng so với dự báo của chúng tôi.
- Chúng tôi ước tính mức thuế GTGT 5% này sẽ giúp DPM/DCM tiết kiệm lần lượt khoảng 370 tỷ đồng và 300 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2025-2029, tương đương 18%/11% LNTT dự kiến của 2 công ty trên, do cả hai đều đủ điều kiện để được khấu trừ thuế đầu vào.
- Theo truyền thông trong nước dẫn nguồn từ các cơ quan Chính phủ, DPM và DCM có thể sẽ tiết kiệm được tổng cộng **433 tỷ đồng (số tiền hoàn thuế) và lên đến 1.326 tỷ đồng (số thuế đầu vào được khấu trừ)**, với **mức trung bình khoảng 880 tỷ đồng, cao hơn 31% so với dự báo của chúng tôi là 670 tỷ đồng**. Tuy nhiên, lợi ích ròng của DPM và DCM sẽ còn phụ thuộc vào mức độ giảm giá bán của họ để hỗ trợ nông dân.

Các mốc thời gian quan trọng của luật thuế GTGT đối với phân bón dự kiến

2014: Thuế
GTGT 5% đối với
phân bón

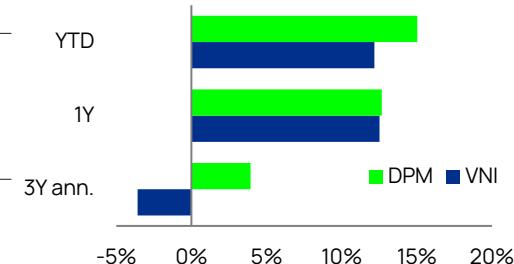
T06/2024: Hội
nghị chuyên đề
thuế GTGT 5%

Ngày 01/07/2025:
Mức thuế GTGT 5%
có hiệu lực



DPM – Tiết kiệm nhờ thuế, giá khí dầu vào giảm thúc đẩy lợi nhuận năm 2025

	MUA	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*						
Giá CP (05/12)	36.300 VND	Doanh thu	13.569	14.314	14.353	13.909
Giá mục tiêu*	39.700 VND	%YoY	-27,2%	5,5%	0,3%	-3,1%
		LNST-CĐTS	519	736	1.346	1.502
		% YoY	-90,7%	41,7%	82,9%	11,6%
TL tăng	9,3%	EPS	-90,3%	41,7%	82,9%	11,6%
Lợi suất cổ tức	8,3%	Biên LN gộp	12,2%	13,9%	17,9%	19,1%
Tổng mức sinh lời	17,6%	Biên LN ròng	3,8%	5,1%	9,4%	10,8%
		ROE	4,1%	6,4%	11,6%	12,7%
Ngành	Hóa nông	Nợ vay ròng/CSH	-58,3%	-60,7%	-60,6%	-62,7%
GT vốn hóa	13,8 nghìn tỷ đồng	Cổ tức (VND)	2.000	3.000	3.000	3.000
Room KN	5,5 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	5,5%	8,3%	8,3%	8,3%
GTGD/ngày (30n)	107,5 tỷ đồng	P/E	33,0x	23,3x	12,7x	11,4x
Cổ phần Nhà nước	59,6%	P/B	1,2x	1,3x	1,2x	1,2x
SL CP lưu hành	391 tr	EV/EBITDA	11,0x	6,6x	4,1x	3,5x
Pha loãng	391 tr	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 16/10/2024				



Tổng quan Công ty

DPM là nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy urê Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH3 (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 10/2024](#) của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh tăng 5,6% giá mục tiêu cho DPM lên 39.700 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị của chúng tôi từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu tăng là do tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2025 và dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 tăng 0,1% (thay đổi lần lượt -2,2%/-4,9%/+2,0%/+1,8%/+1,8% trong năm 2024/25/26/27/28).

Những thay đổi trong dự báo của chúng tôi được thúc đẩy bởi 1) giả định giá bán urê trung bình (ASP) tăng, 2) chi phí hoạt động khác bằng tiền mặt giảm dựa trên KQKD nửa đầu năm đã kiểm toán, lần át 3) giá khí dầu vào trong năm 2025 tăng và 4) khoản lỗ 95 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn dự báo từ việc trả nợ của công ty liên kết (CTLK).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của DPM sẽ tăng 42% YoY trong năm 2024, nhờ sản lượng urê thương phẩm và ASP tăng, cũng như việc kiểm soát tốt các chi phí tiền mặt khác của urê và NPK.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 83% trong năm 2025 lên 1,3 nghìn tỷ đồng (vẫn thấp hơn ~11% so với mức trung bình giai đoạn 2013-2023), chủ yếu là do (1) tiết kiệm giá vốn hàng bán (COGS) khi chúng tôi áp dụng luật thuế VAT 5%, (2) giá khí dầu vào trung bình dự kiến giảm 2,7% và (3) ASP urê tăng nhẹ.

DPM có **hồ sơ tài chính vững chắc** với tiền mặt ròng đạt 9,1 nghìn tỷ đồng và tỷ lệ tiền mặt/vốn chủ sở hữu ròng là 67% tính đến cuối nửa đầu năm 2024, giúp công ty trả cổ tức tiền mặt cao và vững chắc là 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất ~8,6%) trong giai đoạn 2024-2028.

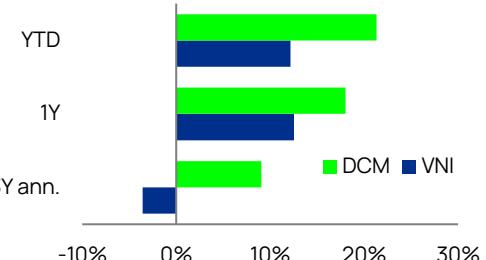
DPM có **định giá khá hấp dẫn với P/E trong năm 2025 là 12,7 lần**, tương đương PEG là 0,3 dựa trên dự báo CAGR EPS là 43% trong giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi. EV/EBITDA năm 2025 là 4,1 lần, thấp hơn 23% so với các công ty cùng ngành.

Yếu tố hỗ trợ: Giá bán urê và NPK cao hơn dự kiến.

Rủi ro: giá dầu nhiên liệu/ khí đốt trong nước tăng; chi phí khí dầu vào cao hơn dự kiến do nguồn khí đốt giá cao.

DCM – Tiết kiệm nhờ thuế, mảng NPK thúc đẩy lợi nhuận năm 2025

	MUA	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*						
Giá CP (05/12)	37.300 VND	Doanh thu	12.602	13.606	15.339	16.890
Giá mục tiêu*	43.100 VND	%YoY	-20,9%	8,0%	12,7%	10,1%
		LNST-CĐTS	1.107	1.575	2.249	2.337
		% YoY	-74,3%	42,3%	42,8%	3,9%
TL tăng	15,6%	EPS	% YoY	-74,3%	42,3%	42,8%
Lợi suất cổ tức	8,0%	Biên LN gộp	15,7%	18,0%	22,7%	21,6%
Tổng mức sinh lời	+23,6%	Biên LN ròng	8,8%	11,6%	14,7%	13,8%
		ROE	10,7%	15,4%	20,7%	20,2%
Ngành	Hóa nông	Nợ vay ròng/CSH	-97,1%	-80,6%	-77,7%	-75,3%
GT vốn hóa	USD765mn	Cổ tức (VND)	2.000	3.000	3.000	3.000
Room KN	USD326mn	Lợi suất cổ tức	5,4%	8,0%	8,0%	8,0%
GTGD/ngày (30n)	USD4.5mn	P/E	19,4x	15,4x	9,5x	9,2x
Cổ phần Nhà nước	75,6%	P/B	2,0x	1,9x	1,8x	1,7x
SL CP lưu hành	530 tr	EV/EBITDA	5,7x	8,0x	4,6x	4,2x
Pha loãng	530 tr	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 16/10/2024				



Tổng quan Công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần 32%. DCM sở hữu nhà máy urê hạt đục với công suất 800,000 tấn/năm và một nhà máy NPK với công suất 660,000 tấn/năm.

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 10/2024](#) của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh tăng 6,7% giá mục tiêu cho DCM lên 43.100 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị của chúng tôi từ KHẢ QUAN lên MUA. Diễn biến này chủ yếu là do tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2025 và chúng tôi dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 tăng 0,1% (lần lượt thay đổi +3,5%/-3,8%/+2,2%/-0,1%/0,0% cho các năm 2024/25/26/27/28).

Dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 tăng của chúng tôi chủ yếu là do (1) dự kiến giá khí dầu vào năm 2024 giảm do giá dầu Brent giảm và 2) tổng sản lượng NPK tăng 7%, lấn át tác động tiêu cực từ giả định của chúng tôi về việc giá khí dầu vào sẽ tăng trong năm 2025.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của DCM sẽ tăng 42% YoY vào năm 2024, chủ yếu do (1) chi phí khấu hao giảm 75% do đã khấu hao toàn bộ nhà máy urê của DCM vào tháng 9/2023 và (2) ghi nhận thu nhập bất thường từ việc định giá lại khoản đầu tư vào Công ty TNHH phân bón Hàn-Việt (KVF) trong quý 2, sau khi DCM hợp nhất KVF từ thương vụ tăng cổ phần lên 100%. Các yếu tố này bù đắp cho (3) ước tính giá khí dầu vào trung bình tăng 1% và (4) sản lượng thương phẩm giảm 4% YoY.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 43% trong năm 2025, chủ yếu do (1) giá vốn hàng bán (COGS) giảm do chúng tôi cho rằng luật thuế VAT 5% đối với phân bón sẽ được thông qua, giá khí dầu vào dự kiến sẽ giảm 2%, (3) dự báo ASP urê sẽ tăng 5% và sản lượng NPK sẽ tăng 56% YoY.

Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của DCM là khá hấp dẫn khi công ty đang giao dịch với P/E năm 2025 là 9,5 lần, tương đương PEG là 0,4 dựa trên dự báo CAGR EPS giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi là 22%.

Rủi ro: phí khí dầu vào cao hơn dự kiến, cổ tức thấp hơn dự kiến.

Ngành Điện & Nước

Đầu tư dự kiến sẽ tăng nhằm đáp ứng mức tăng trưởng mạnh mẽ của tiêu thụ điện

Tháng 12/2024

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc

duong.dinh@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.140

Đỗ Công Anh Tuấn

Chuyên viên

tuan.do@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.181

Dương Tân Phước

Chuyên viên

phuoc.duong@vietcap.com.vn

+8428 3914 3588 ext.135

Quốc hội đã phê duyệt Luật Điện lực sửa đổi

- Vào ngày 30/11/2024, Quốc hội đã thông qua Luật Điện lực sửa đổi, dự kiến sẽ bắt đầu có hiệu lực từ ngày 01/02/2025.
- Chúng tôi cho rằng việc thông qua Luật Điện lực sửa đổi là một cột mốc tích cực đối với ngành điện của Việt Nam. Sau quyết định phê duyệt này, chúng tôi kỳ vọng các kế hoạch chi tiết về cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA), cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo và Quy hoạch điện VIII sửa đổi (dự kiến trong năm 2025) sẽ tháo gỡ các nút thắt pháp lý và thúc đẩy các khoản đầu tư thiết thực vào lĩnh vực điện.

Những thay đổi chính được nêu trong Luật Điện lực sửa đổi mới nhất (Dự thảo)

Những thay đổi chính	Chi tiết	Đối tượng hưởng lợi
Quy định về cơ chế giá điện bán lẻ hai thành phần	<ul style="list-style-type: none">Giá điện bán lẻ hai thành phần bao gồm mức giá công suất (kW) và giá điện năng (kWh).Phản ánh chính xác hơn chi phí sản xuất điện của Việt Nam và giảm trợ giá.Được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện cho việc tăng giá bán lẻ điện, và giúp giảm lỗ lũy kế của EVN.Tháng 11/2024, EVN đề xuất chương trình thí điểm, áp dụng cho nhóm khách hàng DPPA.	Tất cả các nhà máy điện
Cơ chế giá cho năng lượng tái tạo	<ul style="list-style-type: none">Luật hóa các hợp đồng tương lai (cơ chế DPPA) và Bộ Công Thương sẽ công bố các chi phí dịch vụ, mà chúng tôi dự kiến sẽ được triển khai trong giai đoạn nửa đầu năm 2025..Cho phép Chính phủ xây dựng cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo, mà chúng tôi cho rằng sẽ là cơ chế giá trần và được triển khai vào nửa cuối năm 2025..	REE, PC1, HDG, TV2, GEX
Sản lượng hợp đồng tối thiểu cho điện khí và LNG	<ul style="list-style-type: none">Luật hóa cơ chế sản lượng hợp đồng tối thiểu cho các nhà máy điện khí và LNG.Ưu tiên phát triển điện khí sử dụng khí trong nước, điều này tương ứng với mức huy động cao từ mỏ khí Lô B.Nhấn mạnh phát triển tập trung cơ sở hạ tầng cảng LNG và đường ống để giảm thiểu chi phí, ưu tiên cảng LNG Thị Vải và các đường ống hiện có.	POW, GAS, PVS
Khung pháp lý cho điện gió ngoài khơi	<ul style="list-style-type: none">Thiết lập cơ chế khôi lượng hợp đồng tối thiểu, đảm bảo phương án tài chính và IRR phù hợp.Chính phủ giao cho các doanh nghiệp nhà nước thực hiện khảo sát. Các trường hợp khác, bao gồm nhà đầu tư tư nhân và nước ngoài, cần được Chính phủ phê duyệt.Cho phép nhà đầu tư nước ngoài góp vốn và chuyển nhượng cổ phần, nhưng phải nhận được sự phê duyệt từ Bộ Ngoại giao, Bộ Quốc phòng, Bộ Công an và các Bộ khác có liên quan.	PVS, POW, REE
Tư nhân hóa đường dây truyền tải	<ul style="list-style-type: none">Quy định rõ việc tư nhân hóa các đường dây truyền tải điện có cấp điện áp từ 220kV và trở xuống để thu hút đầu tư và đẩy nhanh tiến độ phát triển.	PC1
Điện hạt nhân	<ul style="list-style-type: none">Phê duyệt khởi động lại hoạt động nghiên cứu và phát triển điện hạt nhân, sau khi bị tạm ngưng vào năm 2016.Cung cấp nguồn năng lượng ổn định, chi phí cạnh tranh để đáp ứng mức tăng trưởng mạnh của nhu cầu điện.	N/A

Thí điểm cơ chế giá bán lẻ điện hai thành phần

Vào tháng 11/2024, EVN đã nộp báo cáo lên Bộ Công Thương đề xuất áp dụng cơ cấu giá điện hai thành phần cho nhóm khách hàng sử dụng cơ chế DPPA (những khách hàng lớn, bao gồm các khu công nghiệp và nhà máy sản xuất có mức tiêu thụ trung bình từ 200.000 kWh/tháng trở lên).

Chi tiết và lộ trình triển khai của cơ chế giá điện hai thành phần

	Chi tiết	Mốc thời gian
Tác động	<ul style="list-style-type: none">- Giảm tình trạng bù chéo giữa các nhóm khách hàng.- Hạn chế tình trạng khách hàng đăng ký công suất lớn nhưng không sử dụng, hoặc các nhà máy yêu cầu hạ tầng (đường dây, máy biến áp) nhưng trì hoãn vận hành, gây áp lực cho các khách hàng khác.- Cho phép điều chỉnh giá linh hoạt hơn khi chi phí điện năng biến động mạnh, trong khi chi phí đầu tư thay đổi chậm hơn.	N/A
Mô phỏng	<ul style="list-style-type: none">- Thực hiện mô phỏng hóa đơn tiền điện sử dụng cơ cấu giá hai thành phần và so sánh với hóa đơn thực tế dựa trên biểu giá bán lẻ hiện tại.	2024
Thí điểm	<ul style="list-style-type: none">- Áp dụng cơ cấu giá hai thành phần cho các khách hàng công nghiệp tiêu chuẩn thuộc nhóm khách hàng DPPA.	N/A
Triển khai chính thức (một phần)	<ul style="list-style-type: none">- Triển khai cho tất cả khách hàng công nghiệp tiêu chuẩn thuộc cơ chế DPPA.- Các nhóm khách hàng khác sẽ tiếp tục sử dụng biểu giá bán lẻ một thành phần hiện tại.	Sau thí điểm
Triển khai toàn phần	<ul style="list-style-type: none">- Việc mở rộng cho các nhóm khách hàng khác cần được đánh giá cẩn trọng trước khi triển khai các bước tiếp theo.	Chưa xác định

Năng lượng tái tạo

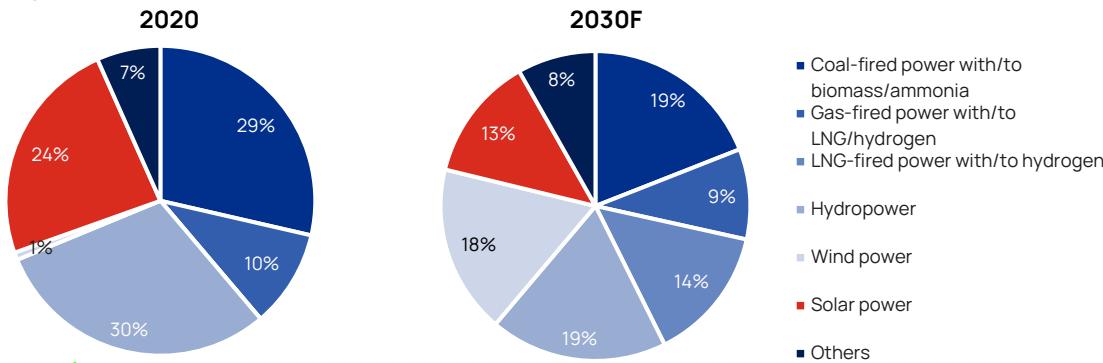
Chúng tôi kỳ vọng QHĐ VIII sửa đổi, hướng dẫn DPPA, và cơ chế giá điện tái tạo mới sẽ được ban hành vào năm 2025

Quy hoạch điện (QHĐ) VIII được phê duyệt vào tháng 5/2023

Dự báo của Bộ Công Thương về công suất điện Việt Nam (MW)

(MW)	2020A	2025F	2030F
Điện gió trên bờ	539	13.416	21.880
Điện gió ngoài khơi	-	-	6.000
Điện mặt trời	16.491	17.891	20.591
Sinh khối, đồng phát và khác	1.750	2.630	4.970
Thủy điện	20.789	26.795	29.346
Thủy điện tích năng & pin lưu trữ năng lượng	-	50	2.700
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG	7.076	7.076	14.930
Điện khí (khí trong nước) chuyển sang sử dụng LNG và hydro (*)	-	-	-
Điện khí (khí trong nước) thành hydro	-	-	-
Điện khí LNG	-	2.700	22.400
Điện khí LNG (kèm hydro)	-	-	-
Điện tử LNG thành hydro	-	-	-
Nhiệt điện than	19.825	28.757	30.127
Nhiệt điện than (với sinh khối/ammoniac) (**)	-	-	-
Nhiệt điện than thành sinh sinh khối/ammoniac	-	-	-
Điện tử dầu	1.596	1.221	-
Điện nhập khẩu	1.272	4.453	5.000
Nhà máy điện linh hoạt	-	-	300
Tổng công suất lắp đặt	69.338	104.989	158.244
CAGR 5 năm		8,7%	8,6%

Cơ cấu công suất điện của Việt Nam theo loại



Nguồn: Bộ Công Thương (QHĐ VIII chính thức), Vietcap (* Hydrogen: Một loại nhiên liệu thay thế cho khí tự nhiên; khi đốt cháy với oxy để tạo ra năng lượng, nó chỉ tạo ra hơi nước thay vì carbon dioxide. (** Biomass: Được làm từ vật liệu từ các sinh vật sống chẳng hạn như thực vật, động vật và chất thải. Amoniac: Một loại nhiên liệu giúp giảm lượng khí thải carbon).

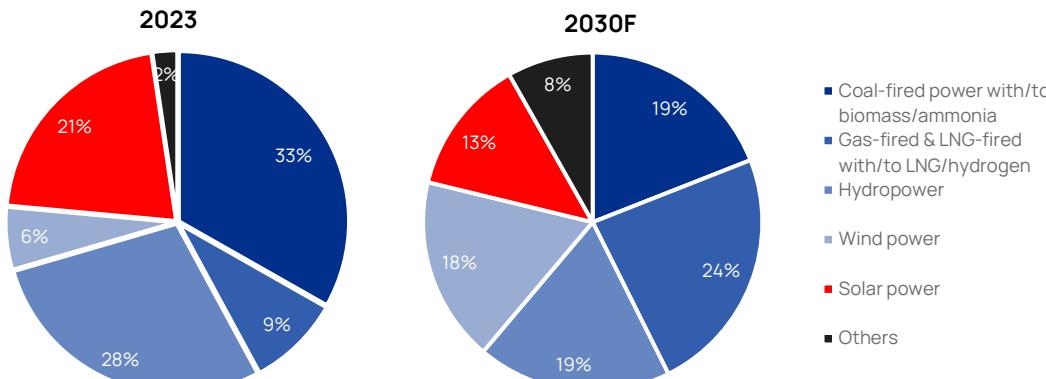
Chúng tôi kỳ vọng QHĐ VIII sửa đổi sẽ được ban hành vào năm 2025

Sau khi Kế hoạch Thực hiện QHĐ VIII được phê duyệt vào tháng 04/2024, Bộ Công Thương đã đề xuất điều chỉnh QHĐ VIII vào tháng 09/2024 nhằm đảm bảo có đủ nguồn cung điện cho giai đoạn 2025-2030.

Nguyên nhân là do lượng tiêu thụ điện trong giai đoạn 7 tháng đầu năm 2024 đã tăng 13,5% YoY, vượt xa mức tăng trưởng dự kiến trong giai đoạn 2021-2025 là 9,08%/năm, trong khi việc phát triển các nhà máy điện mới có thể sẽ không đáp ứng được tiến độ đã phê duyệt.

Loại hình	Tình trạng hiện tại
Nhiệt điện khí & LNG	<ul style="list-style-type: none">Bộ Công Thương dự kiến chỉ có các nhà máy Ô Môn I (660 MW) và Nhơn Trạch 3 & 4 (1.624 MW), chiếm ~7,5% tổng công suất nhiệt điện khí bổ sung (23 nhà máy, tổng công suất 30.424 MW vào năm 2030), là chắc chắn sẽ đi vào vận hành thương mại trước năm 2030.Các nhà máy điện khí khác có thể gặp khó khăn trong việc đạt được ngày vận hành thương mại trước năm 2030 nếu không có cơ chế LNG kịp thời (chủ yếu là sản lượng cam kết Qc và cơ chế chuyển giá).
Nhiệt điện than	<ul style="list-style-type: none">Nhiều nhà máy đang vướng phải nhiều thách thức đáng kể do thiếu sự hỗ trợ từ chính quyền địa phương và các tổ chức tài chính (5 dự án với tổng công suất là 7.200 MW, khoảng 5% tổng công suất lắp đặt quốc gia vào năm 2030 bị trì hoãn do vấn đề tài chính và thay đổi cổ đông).
Điện gió	<ul style="list-style-type: none">Chỉ có 3.000-5.000 MW công suất điện gió trên bờ và gần bờ đã được lắp đặt, chiếm chỉ 14-18% mục tiêu đề ra.Mục tiêu đạt được mức công suất điện gió bổ sung 21.880 MW vào năm 2030 ngày càng trở nên khó khả thi, theo Bộ Công Thương.
Điện mặt trời	<ul style="list-style-type: none">Phó Thủ tướng đề xuất nâng công suất điện mặt trời áp mái khu vực phía Bắc lên 7.000 MW, gấp khoảng 3 lần mục tiêu công suất quốc gia được đề xuất trong Quy hoạch điện VIII là 2.600 MW.Nhằm bù đắp sự chênh lệch trong các nguồn điện quy mô lớn như điện khí và điện than.
Cơ sở hạ tầng truyền tải	<ul style="list-style-type: none">Bộ Công Thương nhấn mạnh tầm quan trọng của việc rà soát các dự án lưới điện để đảm bảo phù hợp với tiến độ các nguồn điện và cập nhật hoặc bổ sung các dự án khi cần thiết.

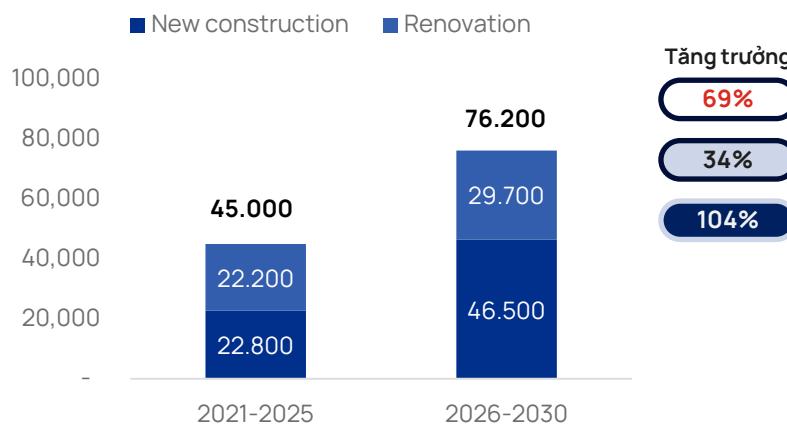
Cơ cấu công suất điện của Việt Nam theo loại hình



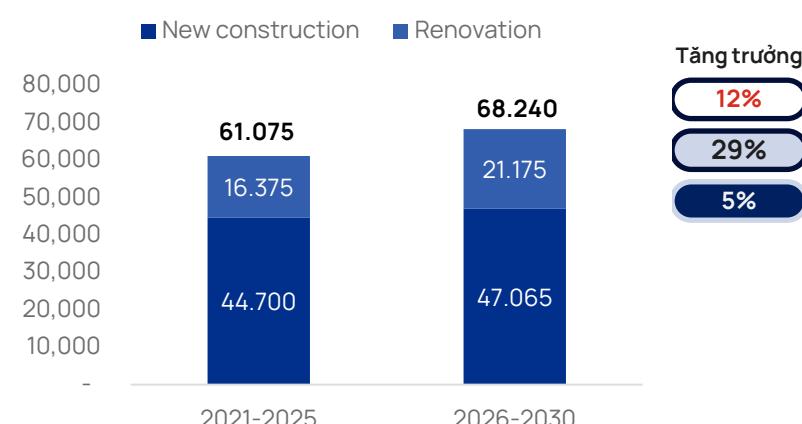
Nguồn: QHĐ VIII, Vietcap

Tăng trưởng đầu tư cho các trạm biến áp, đường dây truyền tải điện 500kV cho giai đoạn 2026 - 2030 sẽ đem lại lợi ích cho PC1 và TV2

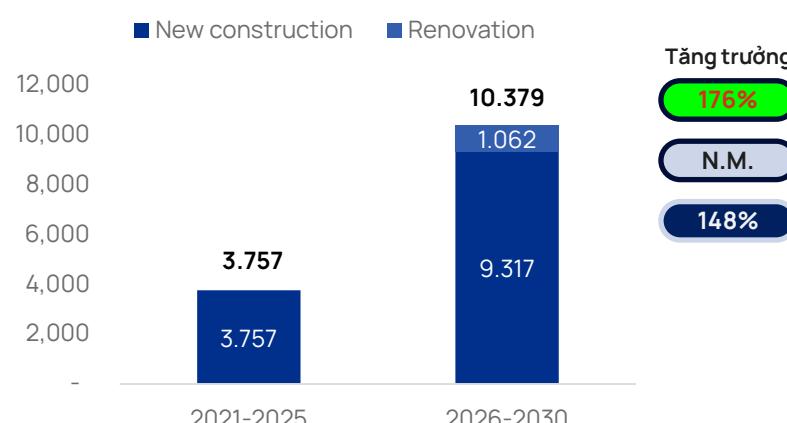
Công suất trạm biến áp 500kV (MVA)



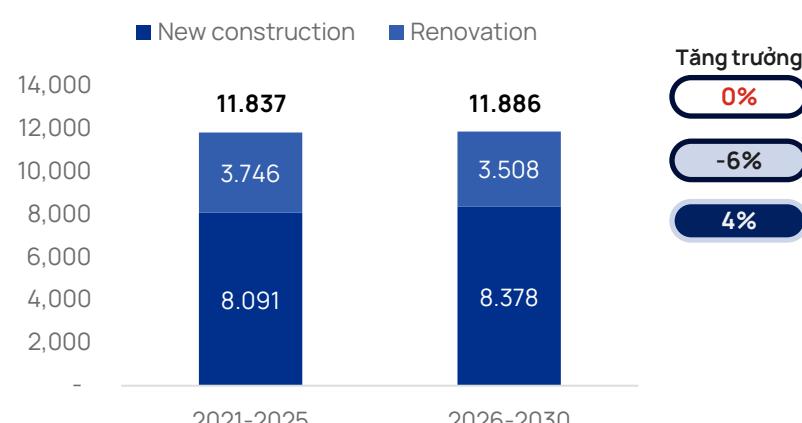
Công suất trạm biến áp 220kV (MVA)



Chiều dài đường dây 500kV (km)



Chiều dài đường dây 220kV (km)



Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII được phê duyệt vào tháng 04/2024 chủ yếu mang lại lợi ích cho các cổ phiếu năng lượng tái tạo

- Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ chủ yếu mang lại lợi ích cho các cổ phiếu năng lượng tái tạo bao gồm TV2, REE, HDG, PC1 & GEX với các dự án ngắn hạn cụ thể được liệt kê trong bảng bên dưới. HDG có công suất bổ sung ngắn hạn lớn nhất (231 MW), tiếp theo là REE (158 MW), PC1 (43 MW) và TV2 (~20 MW, được điều chỉnh theo tỷ lệ sở hữu).

Các dự án năng lượng tái tạo, theo doanh nghiệp

Mã	Dự án	Công suất (MW)	Ngày vận hành thương mại (COD)
TV2	Trang trại điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 (Tiềm năng sở hữu 25% cổ phần)	25	2023-2025
	Trang trại điện gió An Đông 1 (Cà Mau)	50	2023-2025
REE	Trang trại điện gió V1-3 giai đoạn II (Trà Vinh)	48	2023-2025
	Trang trại điện gió V1-5 & V1-6 giai đoạn II (Trà Vinh)	80	2023-2025
	Thủy điện Trà Khúc 2 (Quảng Ngãi)	30	2025
	Trang trại điện gió ngoài khơi	1.800	Chưa xác định
HDG	Trang trại điện gió Phước Hữu (Ninh Thuận)	50	2026
	Trang trại điện gió 7A giai đoạn II (Ninh Thuận)	21	2027
	Trang trại điện gió Hà Đô - Lệ Thủy (Quảng Bình)	30	2026-2030
	Trang trại điện gió Bình Gia (Lạng Sơn)	80	2026
	Trang trại điện gió Lộc Bình (Lạng Sơn)	50	2026-2030
PC1	Thủy điện Bảo Lạc A (Cao Bằng)	30	2026-2030
	Thủy điện Thượng Hà (Cao Bằng)	13	2026-2030
GEX	Trang trại điện gió gần bờ Vĩnh Hải (Sóc Trăng)	129	2026-2030
	Sóc Trăng	670	Chưa xác định

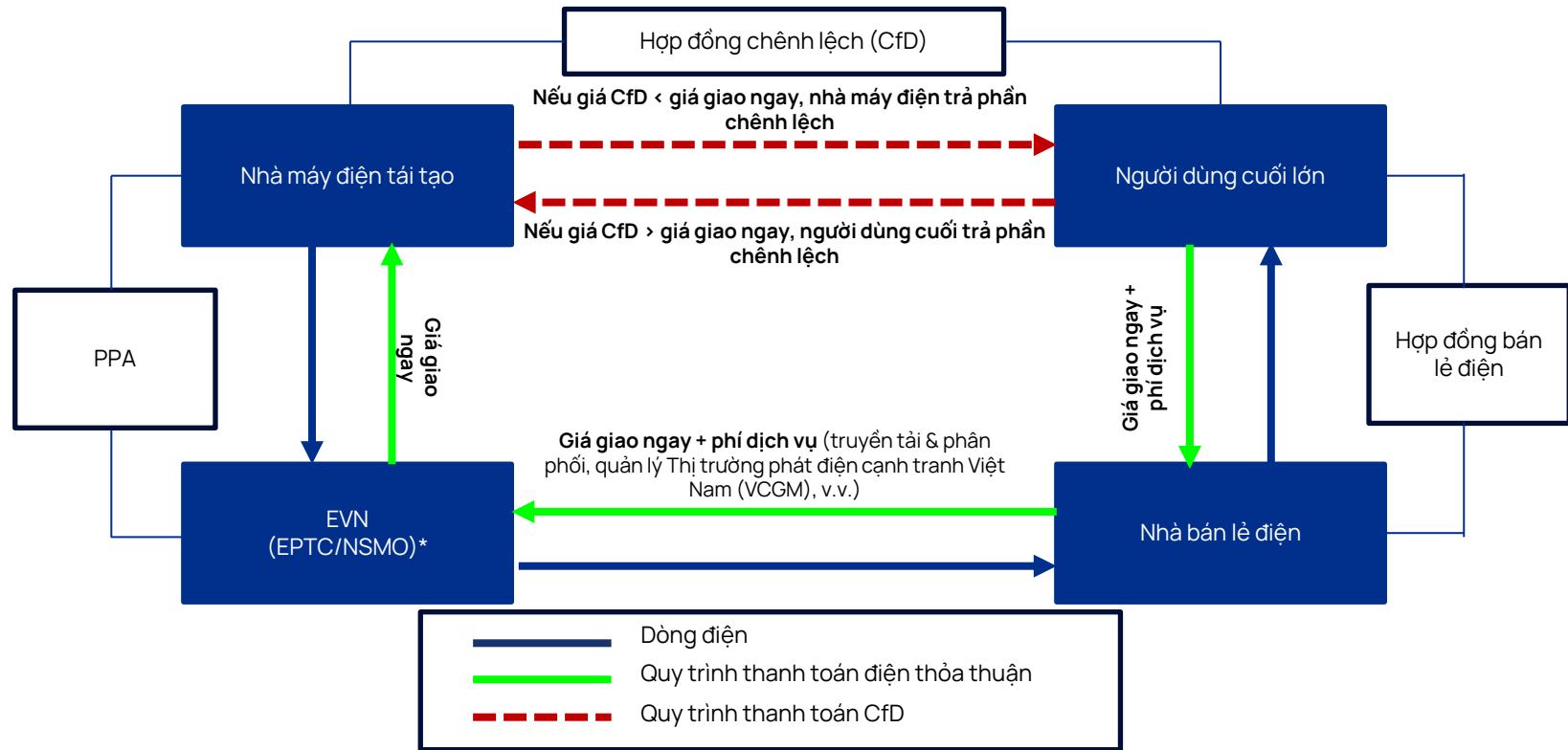
Chúng tôi kỳ vọng hướng dẫn DPPA sẽ được công bố vào nửa đầu năm 2025

Chính phủ đã ban hành Nghị định 80 về cơ chế DPPA vào ngày 03/07/2024.

Chúng tôi kỳ vọng hướng dẫn về DPPA sẽ được công bố vào nửa đầu năm 2025, cung cấp thông tin chi tiết để thúc đẩy đầu tư trở lại vào mảng năng lượng tái tạo. Cơ chế DPPA tạo ra kịch bản "đôi bên cùng có lợi", vừa thúc đẩy đầu tư vào năng lượng tái tạo, vừa hỗ trợ người dùng cuối đạt được mục tiêu bình ổn chi phí và phát triển bền vững.

Lợi ích cho các nhà máy điện tái tạo	
Bán điện trực tiếp	Cơ chế DPPA cho phép các nhà máy này bán điện trực tiếp cho người sử dụng cuối với mức giá thỏa thuận, giúp tránh các biến động và chậm trễ từ chính sách giá do Chính phủ quy định.
Lợi nhuận tiềm năng cao hơn	Các nhà máy điện tái tạo có thể ký hợp đồng chênh lệch (CfD) với giá cao hơn so với giá quy định. Nếu giá CfD công phí vẫn thấp hơn giá bán lẻ của EVN, người dùng lớn sẽ được hưởng lợi từ DPPA, trong khi các nhà máy kiếm được phần lợi nhuận cao hơn.
Tăng cường cơ hội tài chính	Việc ký thỏa thuận với các khách hàng lớn và uy tín có thể sẽ cải thiện khả năng tài chính của các dự án năng lượng tái tạo, từ đó giúp tiếp cận nguồn vốn dễ dàng hơn với các điều khoản thuận lợi hơn.
Lợi ích cho người dùng cuối	
Bình ổn giá	Cơ chế DPPA cho phép người dùng cố định mức giá CfD, đảm bảo khả năng dự báo chi phí và tránh rủi ro từ sự biến động của thị trường.
Mục tiêu bền vững	Việc tiếp cận nguồn năng lượng sạch giúp các nhà sản xuất cắt giảm khí thải và tuân thủ các chính sách như Cơ chế Điều chỉnh Biên giới Carbon của EU (CBAM).
Thách thức	
Quá tải lưới truyền tải	Cơ chế DPPA đối mặt với thách thức từ tình trạng quá tải mạng lưới truyền tải, đặc biệt là ở các trung tâm điện gió và điện mặt trời khu vực miền Trung. Tuy nhiên, Luật Điện lực sửa đổi đã nhấn mạnh việc tư nhân hóa các đường dây 220kV trở xuống. Điều này có thể sẽ giúp đẩy nhanh tiến độ mở rộng lưới điện.

Cơ chế DPPA, trường hợp 2

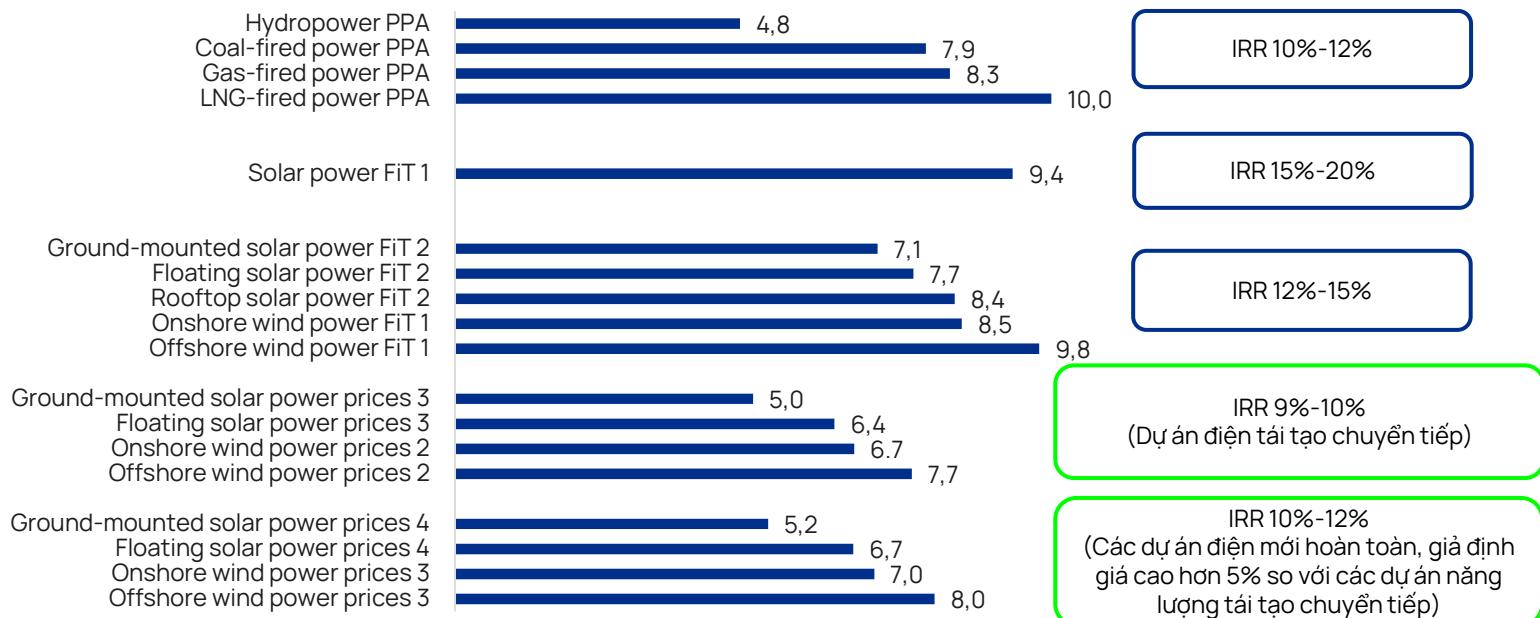


Chúng tôi kỳ vọng một cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo vào năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng Bộ Công Thương sẽ công bố mức giá trần mới cao hơn cho năng lượng tái tạo vào năm 2025, qua đó tạo động lực cho các nhà đầu tư so với mức giá của các dự án chuyển tiếp. Với mức tăng dự kiến 5% so với giá của các dự án chuyển tiếp, chúng tôi ước tính IRR của dự án sẽ đạt khoảng 10%-12%, tương đương với mức lợi nhuận của các nguồn điện truyền thống (bao gồm thủy điện quy mô vừa và lớn, và các nhà máy nhiệt điện).

Chúng tôi cũng kỳ vọng đây sẽ là cơ chế thương lượng/dấu thầu với mức giá trần.

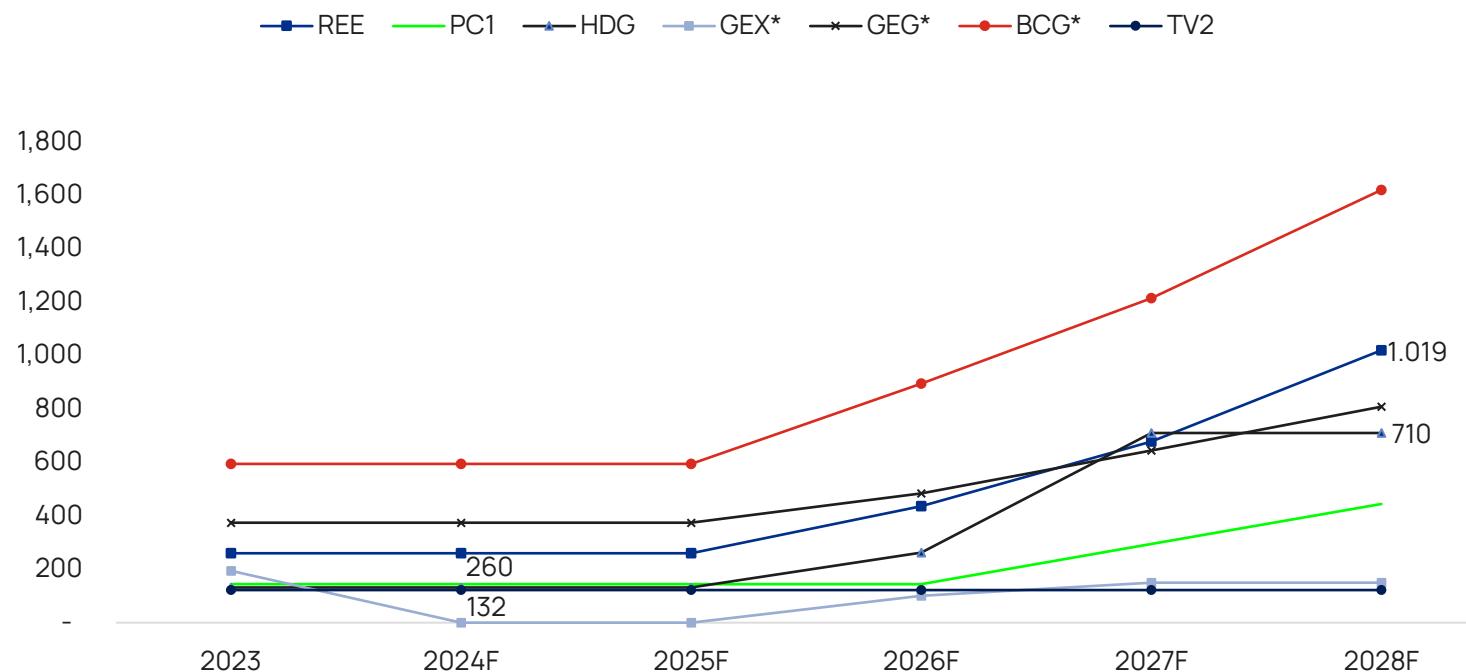
Hợp đồng mua bán điện (PPA) theo hợp đồng của điện truyền thống so với FiT và giá năng lượng tái tạo mới (US cents/kWh)



Triển vọng tăng công suất điện tái tạo của các công ty

- Hầu hết các công ty thuộc phạm vi theo dõi của chúng tôi đều đặt mục tiêu mở rộng đáng kể công suất năng lượng tái tạo, chủ yếu tập trung vào mảng điện gió, thông qua hình thức tự phát triển, M&A và hợp tác chiến lược.
- REE, HDG, và PC1 áp dụng chiến lược xây dựng để vận hành, trong khi GEX theo đuổi chiến lược xây dựng để bán.
- Chúng tôi dự báo REE/HDG sẽ lần lượt bổ sung khoảng 750/600 MW công suất điện mặt trời và điện gió trong giai đoạn 2024-2028, tức tăng gấp 4 lần và 5 lần so với giai đoạn trước.

Triển vọng mở rộng công suất điện gió và điện mặt trời của một số công ty điện lực (MW)



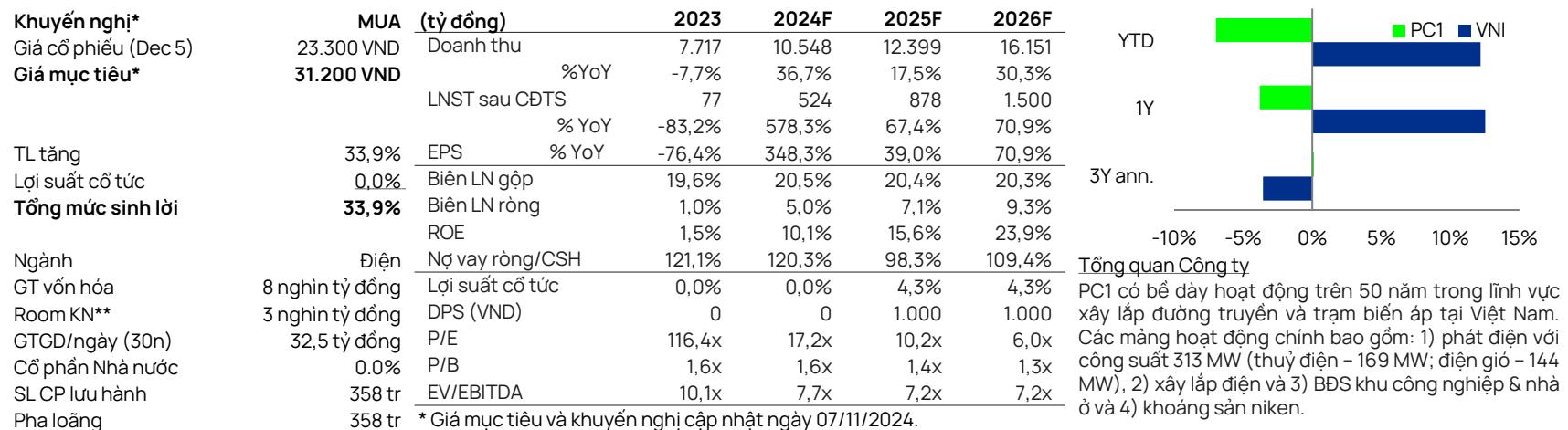
Luật Điện lực sửa đổi sẽ thiết lập khung pháp lý rõ ràng hơn cho việc phát triển điện gió ngoài khơi

Vào ngày 30/11/2024, Quốc hội đã thông qua Luật Điện lực sửa đổi, qua đó giới thiệu khung pháp lý sau đây cho mảng điện gió ngoài khơi nhằm thu hút đầu tư.

Các điểm nổi bật chính của mảng điện gió ngoài khơi tại Việt Nam

Chi tiết	
Thách thức	<ul style="list-style-type: none">Các đợt rút lui khỏi mảng điện gió ngoài khơi tại Việt Nam, bao gồm Ørsted (Biên bản ghi nhớ năm 2021 với T&T cho 10 GW, vốn đầu tư 30 tỷ USD), Equinor và Enel (rút lui năm 2024), đã làm nêu bật các thách thức từ sự thiếu rõ ràng trong các quy định pháp lý và chính sách.
Khung pháp lý được Luật Điện lực sửa đổi giới thiệu	<ul style="list-style-type: none">Cơ chế sản lượng hợp đồng tối thiểu, đảm bảo các phương án tài chính và IRR phù hợp.Chính phủ giao cho các doanh nghiệp nhà nước việc thực hiện khảo sát. Các trường hợp khác, bao gồm nhà đầu tư tư nhân và nước ngoài, cần phải nhận được phê duyệt từ Chính phủ.Các nhà đầu tư nước ngoài có thể góp vốn và chuyển nhượng cổ phần với sự phê duyệt từ các Bộ có liên quan, như Bộ Ngoại giao, Bộ Quốc phòng và Bộ Công an.
Tình trạng hiện tại	<ul style="list-style-type: none">Hiện chưa có công suất vận hành hoặc chuỗi cung ứng trong nước nào được thiết lập.PVS đã tham gia vào M&C điện gió ngoài khơi, xây dựng móng tháp, jacket và trạm biến áp cho các dự án tại Đài Loan và Ba Lan.
Công suất tiềm năng	<ul style="list-style-type: none">QHD VIII nhấn mạnh công suất tiềm năng điện gió ngoài khơi của Việt Nam là 600 GW, lớn nhất Đông Nam Á, với mục tiêu phát triển 6/91,5 GW vào năm 2030/2050, và tiềm năng không giới hạn cho sản xuất và xuất khẩu hydro xanh.
Nhà đầu tư tiềm năng	<ul style="list-style-type: none">Điện gió ngoài khơi của Việt Nam có tiềm năng thu hút các nhà đầu tư như Copenhagen Infrastructure Partners (3,5 GW La Gàn, 10,5 tỷ USD) và Enterprise Energy (3,4 GW Thăng Long, 11,9 tỷ USD) tại Bình Thuận. Tại COP28, cả hai nhà đầu tư đều tái khẳng định sự cam kết, đồng thời kêu gọi các chính sách rõ ràng hơn.

PC1 – Mảng xây lắp điện và thủy điện sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng mạnh trong năm 2025



Trong [Báo cáo cập nhật tháng 11](#) của chúng tôi, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập Đoàn PC1 (PC1) và tăng 8% giá mục tiêu lên mức 31.200 đồng/cổ phiếu. Nguyên nhân là do LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 tăng 4,5% (lần lượt thay đổi +10%/0%/+7%/+5%/+3% trong từng năm) và tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2025.

Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi vì mức tăng 24% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mảng khai thác niken của chúng tôi, được thúc đẩy bởi mức tăng 55% đối với dự báo sản lượng bán của chúng tôi trong suốt giai đoạn 2024-2028. Mức tăng này bù đắp cho mức giảm 4,9% của LNST sau lợi ích CĐTS mảng xây lắp điện (chủ yếu do dự báo lợi nhuận các năm 2024/25 lần lượt giảm 30%/28%).

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 67% YoY, nhờ (1) doanh thu mảng xây lắp điện tăng trưởng 26% YoY, với chiều dài của đường dây 500kV trong giai đoạn 2026-2030 tăng gấp 2,8 lần so với giai đoạn 2021-2025, và dòng vốn đầu tư mới vào mảng năng lượng tái tạo sau khi hướng dẫn của Thỏa thuận mua bán điện trực tiếp (DPPA) dự kiến sẽ được công bố vào nửa đầu năm 2025, (2) lợi nhuận mảng thủy điện tăng mạnh, (3) ghi nhận thêm nguồn doanh thu mới từ dự án BDS Tháp Vàng (trái với việc không ghi nhận doanh thu từ dự án này trong năm 2024), và (4) không ghi nhận lỗ tỷ giá.

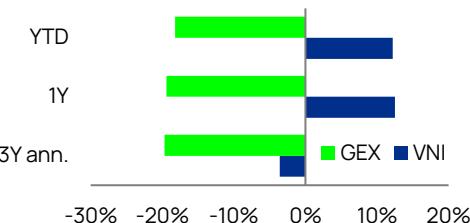
Định giá của PC1 hấp dẫn với P/E năm 2025 ở mức 10,2 lần, thấp hơn khoảng 47% so với P/E trung bình 4 năm của công ty và PEG tương ứng là 0,1 dựa trên mức tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS dự kiến giai đoạn 2024-2026 là 69%.

Yếu tố hỗ trợ: Biên lợi nhuận mảng xây lắp điện năm 2025 cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Ghi nhận lỗ tỷ giá.

GEX - Dự báo LNST cốt lõi tăng gấp đôi trong năm 2025

	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Giá cổ phiếu (05/12)	19.300 VND	Doanh thu	29.998	32.017	36.641	41.607
Giá mục tiêu*	23.600 VND	%YoY	-6,5%	6,7%	14,4%	13,6%
		LNST-CĐTS	330	1.174	735	1.011
		% YoY	-10,5%	255,2%	-37,3%	37,4%
TL tăng	+24,9%	LNST-CĐTS cốt lõi**	668	488	1.093	1.368
Lợi suất cổ tức	0,0%	Biên LN gộp	18,4%	16,9%	18,4%	19,5%
Tổng mức sinh lời	+24,9%	Biên LN ròng	1,1%	3,7%	2,0%	2,4%
		ROE, báo cáo	2,7%	9,2%	5,5%	7,3%
		ROE, cốt lõi**	5,5%	3,8%	8,2%	9,8%
Ngành	Đa ngành	Nợ vay ròng/CSH	78,6%	54,1%	52,3%	41,4%
GT vốn hóa	15,8 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%
Room KN	7 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	0	0	0	500
GTGD/ngày (30n)	122,5 tỷ đồng	P/E	50,7x	14,3x	22,8x	16,6x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,3x	1,3x	1,2x	1,2x
SL CP lưu hành	859 tr	EV/EBITDA	6,0x	6,8x	5,7x	4,7x
Pha loãng	859 tr	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 04/12/2024; ** Không bao gồm các khoản mục bất thường và chi phí khấu hao lợi thế thương mại.				



Tổng quan Công ty

GELEX được cổ phần hóa vào năm 2015 và hoạt động ở hai mảng chính: sản xuất thiết bị điện với 80% cổ phần tại GEE (điều hành CAV (cáp) và THI (máy biến áp) và cơ sở hạ tầng với 97% cổ phần tại CTCP Hạ tầng GELEX – công ty nắm cổ phần điều hành tại VGC (VLXD & KCN) và 49% cổ phần của TITAN Corp. (NXKS/NX xây dựng theo yêu cầu). GEX đã mở rộng sang lĩnh vực điện (245 MW thủy điện, điện mặt trời và điện gió vào cuối năm 2022), lĩnh vực nước sạch thông qua CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (HSX: VCW) và lĩnh vực ngân hàng thông qua Eximbank (EIB).

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 12](#) của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu cho CTCP Tập đoàn GELEX (GEX) nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA, khi giá cổ phiếu của GEX đã giảm 13% trong 3 tháng qua. Việc giảm giá mục tiêu là do mức chiết khấu tập đoàn đa ngành tăng, ở mức 30% (so với 15% như trước đây), dù diễn biến này đã lấn át mức tăng 9% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS trong giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi (thay đổi lần lượt +10%/+7%/+7%/+10%/+11%).

Dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS trung bình 5 năm tăng chủ yếu là nhờ dự báo lợi nhuận của GEE tăng 18% (do tăng trưởng doanh thu cao hơn cũng như biên lợi nhuận cao hơn dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm) và mức tăng 1% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS của VGC.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 sẽ giảm 37% YoY, xuống 735 tỷ đồng, do không ghi nhận 1.100 tỷ đồng lợi nhuận từ thoái vốn so với năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận cốt lõi sẽ tăng gấp đôi, đạt 1.100 tỷ đồng, nhờ: (1) doanh thu thiết bị điện tăng trưởng 14% YoY dù từ mức cơ sở cao 2024, (2) doanh thu BDS KCN tăng trưởng 26% YoY (do đóng góp từ dự án Thuận Thành), (3) chi phí lãi vay giảm.

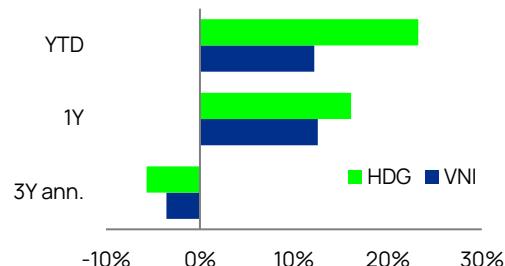
Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST cốt lõi trong giai đoạn 2024-2029 đạt 46%, được thúc đẩy bởi CAGR 10% từ LNST cốt lõi của GEE, CAGR 25% từ LNST cốt lõi của VGC, đóng góp cao hơn từ CTCP Đầu tư nước sạch Sông Đà (HSX: VCW) sau khi tăng gấp đôi công suất vào năm 2025F, đóng góp từ mảng nhà xưởng xây sẵn kể từ năm 2025 (through qua CTLK sở hữu 49% cổ phần, là Titan Corp.) và khách sạn Trần Nguyên Hãn kể từ năm 2026.

P/E dự phóng của GEX trong năm 2025 là 22,8 lần, khá cao nhưng phản ánh mức PEG chỉ đạt 0,5 nhờ CAGR EPS giai đoạn 2024-2029 tốt.

Yếu tố hỗ trợ: Lợi nhuận cao hơn kỳ vọng từ VGC/Titan Corp và đóng góp từ các dự án BDS KCN và KDC mới của VGC. **Rủi ro:** Thua lỗ từ đầu tư chứng khoán.

HDG – Doanh số tại Charm Villas thúc đẩy lợi nhuận trong năm 2025

	KHẢ QUAN	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Khuyến nghị*						
Giá cổ phiếu(05/12)	30.450 VND	Doanh thu	2.882	2.784	3.475	4.301
Giá mục tiêu*	31.000 VND	%YoY	-19,5%	-3,4%	24,8%	23,8%
		LNST sau CĐTS	665	591	882	1.052
		% YoY	-39,3%	-11,2%	49,3%	19,3%
TL tăng	+0,2%	EPS	% YoY	-39,3%	-11,2%	49,3%
Lợi suất cổ tức	1,6%	Biên LN gộp	59,5%	54,3%	58,6%	59,9%
Tổng mức sinh lời	+1,8%	Biên LN ròng	23,1%	21,2%	25,4%	24,5%
		ROE	11,8%	9,6%	13,2%	14,3%
Ngành	Điện/BĐS	Nợ vay ròng/CSH	65,5%	54,3%	71,3%	172,1%
GT vốn hóa	9,6 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Room KN	3 nghìn tỷ đồng	DPS (VND)	500	500	500	500
GTGD/ngày (30n)	102,5 tỷ đồng	P/E	15,9x	17,9x	12,0x	10,0x
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/B	1,6x	1,6x	1,5x	1,3x
SL CP lưu hành	336 tr	EV/EBITDA	8,0x	8,6x	7,8x	9,8x
Pha loãng	336 tr	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 25/11/2024				



Trong [Báo cáo cập nhật tháng 11](#) của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh tăng 5,8% giá mục tiêu cho CTCP Tập đoàn Hà Đô (HDG) lên 31.000 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN.

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu chủ yếu bởi (1) định giá của chúng tôi đối với mảng điện tăng 8% (chủ yếu là do chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận thủy điện tăng), (2) số dư tiền mặt ròng của công ty mẹ cao hơn và (3) tác động tích cực của việc cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2025. Những yếu tố trên bù đắp cho mức định giá thấp hơn 4% của chúng tôi đối với mảng BĐS, chủ yếu là do định giá của chúng tôi đối với dự án khu đô thị Dịch Vọng giảm 80% do tiến độ pháp lý và giải ngân vốn XDCB chậm.

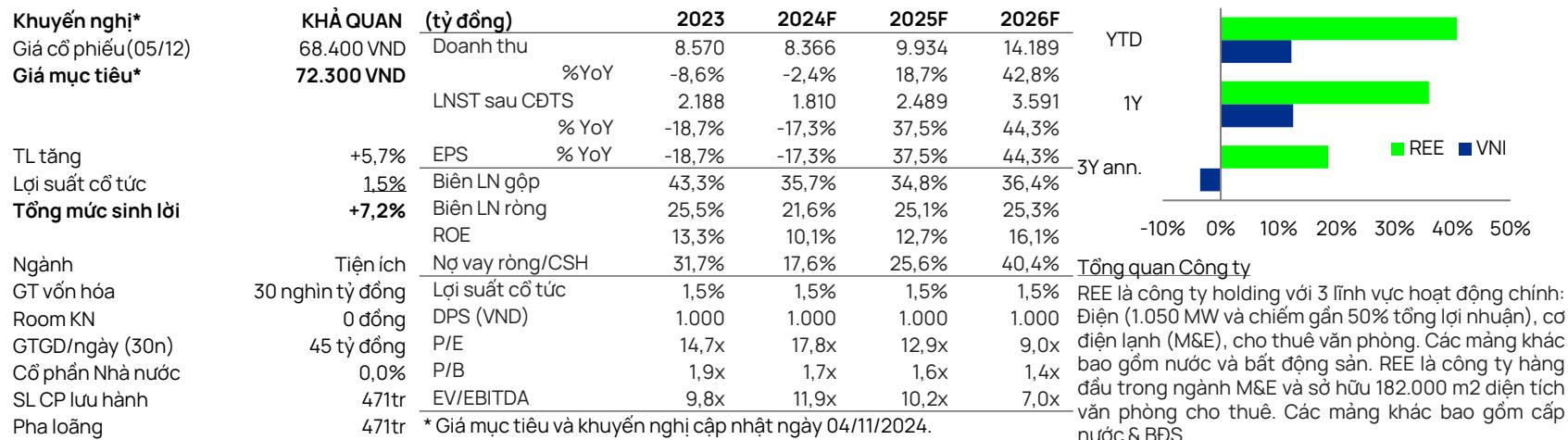
Chúng tôi duy trì dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, lần lượt thay đổi -9%/-9%/+30%/-12%/+6% trong năm 2024/25/26/27/28, chủ yếu là do (1) tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ Charm Villas giai đoạn 3 tăng 11% và (2) tổng LNST sau lợi ích CĐTS từ mảng điện tăng 9% (chủ yếu do lợi nhuận từ thủy điện dự kiến tăng). Các yếu tố này bù đắp cho dự báo lợi nhuận từ dự án Dịch Vọng giảm và dự báo chi phí Holdco tăng của chúng tôi.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 49% YoY, chủ yếu là do (1) lợi nhuận từ BĐS tăng 3,7 lần do ghi nhận doanh số từ dự án Charm Villas giai đoạn 3 và (2) lợi nhuận từ mảng năng lượng tăng 34% YoY, chủ yếu là do mảng thủy điện tích cực.

Định giá của HDG khá hấp dẫn với P/E năm 2025 là 12,0 lần so với P/E trung bình 4 năm của các công ty điện là 13,4 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Loại bỏ rủi ro pháp lý đối với dự án điện mặt trời Hồng Phong và hoạt động kinh doanh KCN mới (~450 ha).

REE - Thủy điện, bất động sản thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025



Trong [Báo cáo cập nhật tháng 11](#) của chúng tôi, chúng tôi tăng 6,2% giá mục tiêu cho CTCP Cơ Điện Lạnh (REE) và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN.

Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi 1) định giá cho mảng thủy điện cao hơn 4% dựa trên dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 tăng 20%, 2) định giá cho mảng cơ điện (M&E) và mảng nước lần lượt cao hơn 30% và 12% do dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 cao hơn so với năm 2024 (dự báo năm 2024 được sử dụng trong định giá trước đây) và 3) nợ ròng tại công ty mẹ (holdco) trị giá 236 tỷ đồng, thấp hơn so với mức 861 tỷ đồng trước đây.

Các yếu tố này, kết hợp với tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2025, bù đắp cho mức giảm 2,4% trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi (thay đổi lần lượt là -10%/0%/-4%/+1%/-2%). Dự báo lợi nhuận thấp hơn này chủ yếu do dự báo lợi nhuận thấp hơn cho mảng điện gió và mảng cho thuê văn phòng, ảnh hưởng dự báo lợi nhuận cao hơn cho mảng thủy điện.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ giảm trong năm 2024 và tăng 37% YoY trong năm 2025, được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS ở tất cả các mảng, bao gồm lợi nhuận từ mảng điện (+32% YoY), mảng bất động sản (gấp 3 lần) và mảng M&E (gấp 2,5 lần).

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 18% trong giai đoạn 2023-2026, được thúc đẩy bởi 1) công suất điện tăng trưởng 16% (bổ sung 162 MW công suất điện gió) và lợi nhuận từ mảng thủy điện tăng, 2) mảng M&E phục hồi từ mức cơ sở thấp của năm 2023 và 3) tòa nhà E-town 6 đi vào hoạt động vào quý 3/2024.

REE có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 đạt 12,9 lần, thấp hơn 6% so với P/E trung bình 1 năm là 13,7 lần. Việc tăng định giá từ mức trung bình 4 năm là 10,3 lần được hỗ trợ bởi 1) REE chuyển đổi thành nhà sản xuất năng lượng tái tạo thuần túy (đang thoái vốn khỏi nhiệt điện) và 2) mức P/E trung bình 4 năm cao hơn của các công ty năng lượng tái tạo trong khu vực là 23,0 lần. P/E dự phóng năm 2025 ở mức 12,9 lần tương ứng PEG là 0,7 dựa trên dự báo CAGR EPS giai đoạn 2024-2026 là 18%.

Rủi ro: Tri hoãn các dự án điện gió mới. **Yếu tố hỗ trợ:** Khoản lợi nhuận 240 tỷ đồng từ việc bán chứng khoán kinh doanh (VIB) và khoản hoàn nhập dự phòng trị giá 200 tỷ đồng từ mảng M&E.

TV2 - Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng mạnh nhưng định giá có vẻ đã đạt mức hợp lý

Khuyến nghị*	PHTT	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	YTD				
								Doanh thu	%YoY	LNST sau CĐTS	% YoY
Giá cổ phiếu (05/12)	31.1500 VND		1.061	1.398	2.165	3.715					
Giá mục tiêu*	32.200 VND		-19,7%	31,7%	54,9%	71,6%					
Giá mục tiêu trước đây	58.300 VND		53	68	109	179					
TL tăng	3,4%		0,2%	29,1%	58,9%	64,4%					
Lợi suất cổ tức	3,2%		6,1%	29,1%	58,9%	64,4%					
Tổng mức sinh lời	6,6%										
Ngành	Điện	Nợ vay ròng/CSH	-4,9%	-10,2%	-25,2%	-22,5%					
GT vốn hóa	2,1 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%					
Room KN**	125 tỷ đồng	DPS (VND)	1.000	1.000	1.000	1.000					
GTGD/ngày (30n)	10 tỷ đồng	P/E	39,7x	30,7x	19,3x	11,8x					
Cổ phần Nhà nước	51,3%	P/B	1,6x	1,6x	1,5x	1,4x					
SL CP lưu hành	67,5 tr	EV/EBITDA	17,2x	15,9x	12,0x	7,5x					
Pha loãng	67,5 tr	(*) Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 10/09/2024 ; (** FOL là 15%									

Tổng quan Công ty

TV2 là một trong 4 công ty tư vấn kỹ thuật điện hàng đầu Việt Nam. Được thành lập vào năm 1985, TV2 khởi đầu là một công ty chuyên cung cấp dịch vụ. Hiện công ty đã mở rộng thành 4 lĩnh vực kinh doanh chính: 1) tư vấn kỹ thuật điện, 2) dịch vụ hợp đồng EPC, 3) vận hành & bảo trì nhà máy điện (O&M) và 4) đầu tư tài chính vào các nhà máy điện tái tạo.

Trong báo cáo cập nhật tháng 9/2024 của chúng tôi, **Chúng tôi giảm 45% giá mục tiêu đối với TV2 xuống 32.200 đồng và hạ khuyến nghị từ MUA xuống PHÙ HỢP THỊ TRƯỞNG**. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 55% dự báo LNST của chúng tôi (lần lượt giảm -19%/ -72%/-57%/-62%/-20% cho các năm 2024/25/26/27/28) vì chúng tôi loại bỏ doanh thu tiềm năng từ dự án Sông Hậu 2 (SH2P) sau những diễn biến gần đây của dự án. Những điều trên ảnh hưởng nhiều hơn so với tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi đến giữa năm 2025 và cập nhật định giá 10% cổ phần cho dự án điện sinh khối Núi Tô I (30 MW) vào dự báo của chúng tôi.

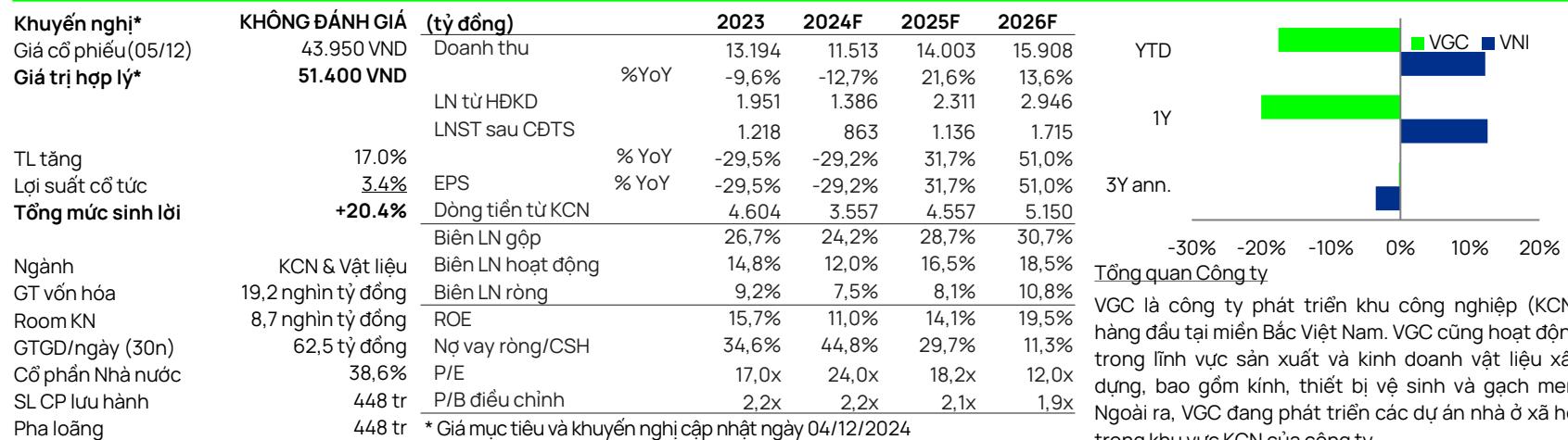
Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ ở mức 109 tỷ đồng (+59% YoY) do (1) doanh thu từ hợp đồng EPC của các dự án năng lượng tái tạo dự kiến sẽ tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm trước nhờ việc triển khai Thỏa thuận Mua bán Điện Trực tiếp gần đây và doanh thu từ nhà máy điện sinh khối Trà Vinh, (2) thu nhập tài chính dự kiến sẽ tăng 84% nhờ mức thu nhập cổ tức cao hơn từ các khoản đầu tư vào điện mặt trời & điện gió, và (3) chi phí tài chính giảm.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS sẽ lần lượt ở mức 22% và 27%, trong giai đoạn 2024-2028, do (1) CAGR doanh thu từ hợp đồng EPC dự kiến sẽ ở mức 41% vì chúng tôi kỳ vọng cơ chế giá mới cho năng lượng tái tạo sẽ được ban hành vào cuối năm nay, giúp thúc đẩy đầu tư vào điện mặt trời & điện gió, (2) lợi nhuận của mảng tư vấn kỹ thuật điện tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu lớn đối với cơ sở hạ tầng truyền tải điện, (3) doanh thu mảng vận hành & bảo trì (O&M) tăng trưởng ổn định từ mức cơ sở cao của năm 2024 (với 1.320 MW bổ sung từ dịch vụ O&M cho nhà máy điện Duyên Hải 2) vì chúng tôi kỳ vọng TV2 sẽ ký hợp đồng O&M để bổ sung thêm 300 MW/năm trong giai đoạn 2025-2028.

Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của TV2 có vẻ đã đạt mức hợp lý với P/E dự phóng năm 2025 là 19,3 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Chủ đầu tư SH2P – Công ty TNHH đại chúng Tập đoàn Tokyo Ink Malaysia đạt được thành công trong việc gia hạn hợp đồng BOT với Bộ Công Thương, khả năng nắm giữ 25% cổ phần của dự án điện gió Tân Thuận giai đoạn 3(25 MW), và dự án điện gió An Đông 1 (50 MW).

VGC – Chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận mới dự kiến sẽ bắt đầu vào năm 2025



Tổng quan Công ty

VGC là công ty phát triển khu công nghiệp (KCN) hàng đầu tại miền Bắc Việt Nam. VGC cũng hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng, bao gồm kính, thiết bị vệ sinh và gạch men. Ngoài ra, VGC đang phát triển các dự án nhà ở xã hội trong khu vực KCN của công ty.

Tổng Công ty Viglacera (VGC) sở hữu tổng diện tích đất khu công nghiệp (KCN) khoảng 4.200 ha. VGC đã phát triển 16 KCN (13 tại miền Bắc, 1 tại miền Trung, 1 tại miền Nam và 1 tại Cuba), với diện tích còn lại có thể cho thuê rơi vào khoảng 1.270 ha tính đến cuối quý 3/2024. VGC đã thu hút hơn 200 doanh nghiệp vào các KCN của mình, bao gồm các thương hiệu lớn như Samsung và Amkor. Chúng tôi dự báo VGC sẽ cho thuê trung bình 154 ha đất KCN/năm trong giai đoạn 2025-2029.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của VGC sẽ phục hồi ở mức 32% YoY vào năm 2025, chủ yếu nhờ (1) sự phục hồi mạnh mẽ của mảng vật liệu xây dựng và (2) mức tăng so với cùng kỳ năm trước của lợi nhuận từ hoạt động cho thuê KCN, với giá cho thuê trung bình dự kiến đạt 110 USD/m² (+21% YoY), mà chủ yếu được thúc đẩy bởi (3) doanh thu từ các KCN cấp 1, bao gồm Thuận Thành (Bắc Ninh) và Sông Công (Thái Nguyên) và (4) mức tăng 7% YoY lên mức 149 ha của diện tích bàn giao.

VGC sở hữu danh mục KCN với tiềm năng mạnh mẽ: VGC đã nhận được phê duyệt cho các KCN Sông Công II Giai đoạn 2, Dốc Đá Trắng và Trần Yên, với kế hoạch khởi công vào năm 2025. VGC cũng kỳ vọng sẽ nhận được phê duyệt cho 3 KCN mới (~1.000 ha) vào năm 2025, qua đó mang lại tiềm năng điều chỉnh tăng đối với dự báo lợi nhuận dài hạn của chúng tôi.

Việc thoái vốn Nhà nước dự kiến sẽ hoàn tất vào cuối năm 2025. Theo VGC, giá trị doanh nghiệp sẽ được định giá vào tháng 9/2024, với việc thoái vốn Nhà nước dự kiến hoàn tất vào tháng 12/2025.

Yếu tố hỗ trợ: Đóng góp từ các dự án KCN và dự án khu dân cư mới trong tương lai.

Năng lượng truyền thống

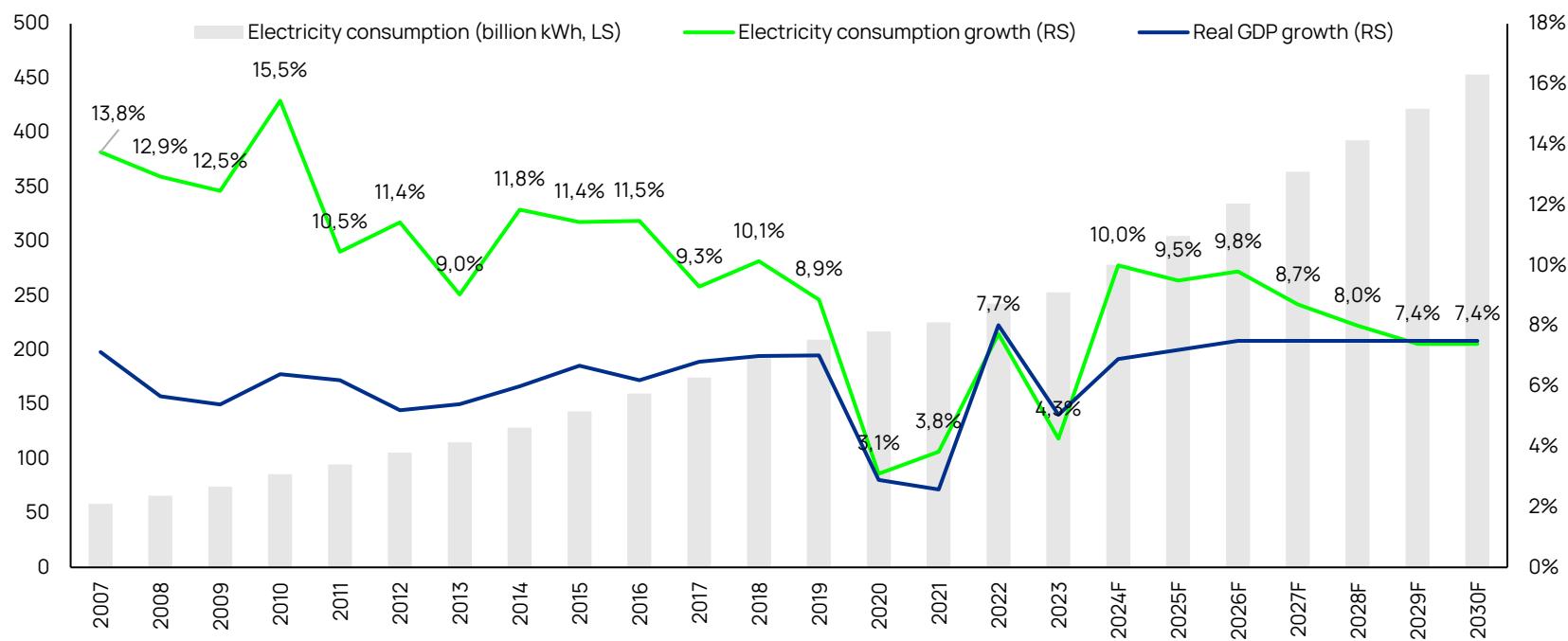
Dự kiến có đủ nguồn cung điện cho năm 2025

Tiêu thụ điện và giá CGM dự kiến tăng lần lượt 9,5% và 8% YoY

Chúng tôi dự báo lượng tiêu thụ điện năm 2025 sẽ tăng trưởng ở mức 9,5% YoY

- Chúng tôi tiếp tục duy trì dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện năm 2025 ở mức 9,5% YoY, phù hợp với [Báo cáo cập nhật ngành Nhiệt điện](#) ngày 30/10/2024 của chúng tôi. Dự báo này giả định độ co giãn GDP-điện ở mức 1,3 lần, gần với mức trung bình 10 năm qua, và phù hợp với dự báo 9,4% của EVN.
- Tuy nhiên, vẫn còn tồn tại rủi ro thiếu hụt điện đối với khu vực miền Bắc** do nhu cầu có thể sẽ tăng mạnh trong giai đoạn mùa khô, theo EVN. Ngoài ra, EVN cũng đang chuẩn bị cho một kịch bản tăng trưởng tiêu thụ điện ở mức cao, có thể lên tới 13,2% YoY.

Dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện của Việt Nam so với dự báo tăng trưởng GDP*



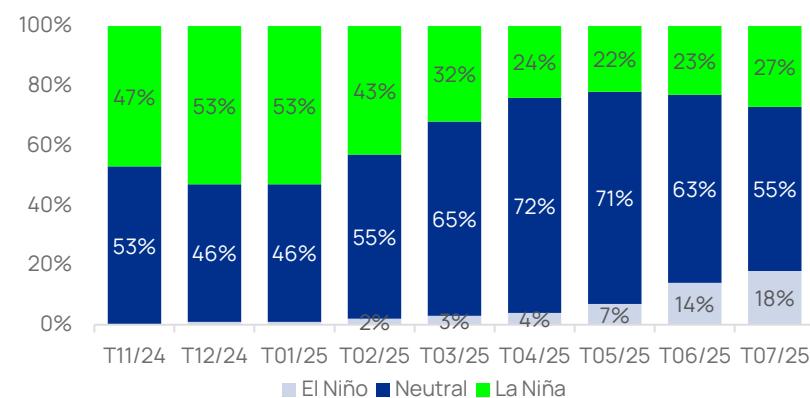
Chúng tôi dự báo sẽ có đủ nguồn cung điện cho năm 2025 so với tình trạng thiếu điện vào năm 2023

- EVN đã đảm bảo việc cung cấp đủ điện cho giai đoạn 11 tháng đầu năm 2024, bất chấp mức công suất đỉnh (Pmax) kỷ lục đạt 49.533 MW (+8,8% so với mức đỉnh của năm 2023) vào tháng 6, theo báo cáo của ERAV.
- Chúng tôi dự báo sẽ không xảy ra tình trạng thiếu điện vào năm 2025 nhờ:**
 - Công suất lắp đặt quốc gia các năm 2024/25 tăng trưởng ổn định ở mức 3,5%/4,5% YoY,
 - Điều kiện thời tiết trung tính trong năm 2025 so với El Niño nhẹ trong năm 2024,
 - Việc hoàn thành đường dây truyền tải điện quốc gia mạch 3 vào tháng 8/2024 có thể sẽ giúp tăng cường nguồn cung điện từ khu vực miền Trung ra miền Bắc.
- Yếu tố rủi ro chính nằm ở các sự cố kỹ thuật bất ngờ.** Các nút thắt chính sách cần phải được giải quyết trong giai đoạn 2026-2030 để đạt được mục tiêu công suất và đảm bảo có đủ nguồn cung điện để đáp ứng nhu cầu điện cao.
- Báo cáo tháng 10 của IRICS đã nâng xác suất xảy ra điều kiện thời tiết trung tính trong giai đoạn nửa đầu năm 2025 lên 60-70%, qua đó cho thấy hiện tượng này sẽ chiếm ưu thế hơn La Niña. **Chúng tôi dự báo điều kiện thời tiết trung tính sẽ chiếm phần lớn thời gian trong năm 2025, sau đó chuyển dần sang La Niña nhẹ vào giai đoạn cuối năm.**

Dự báo của Vietcap về công suất phát điện của Việt Nam (MW)

MW	2021	2022	2023E	2024F	2025F
Thủy điện	21.836	22.544	22.872	23.139	23.235
Nhiệt điện than	24.671	25.312	26.757	27.957	29.357
Nhiệt điện khí	7.125	7.160	7.160	7.910	8.660
Điện mặt trời (trang trại)	8.736	8.736	9.115	9.194	9.344
Điện mặt trời (mái nhà)	7.954	7.954	7.954	7.954	8.104
Điện gió	3.980	3.980	4.802	5.154	5.936
Khác	2.318	2.114	1.895	2.052	2.464
Tổng công suất	76.620	77.800	80.555	83.360	87.100
Tăng trưởng YoY	10,5%	1,5%	3,5%	3,5%	4,5%

Xác suất xảy ra của các điều kiện thời tiết tính đến tháng 10/2024



Giá khí đốt và than trộn lần lượt tăng 14% và 5% YoY vào năm 2025

Trong [Báo cáo cập nhật GAS](#) ngày 29/11/2024 của chúng tôi, chúng tôi dự báo giá khí đốt cho các nhà máy điện sẽ tăng 14% YoY lên mức 10,9 USD/triệu BTU vào năm 2025, và đạt mức 11,8 USD/triệu BTU vào năm 2029, do:

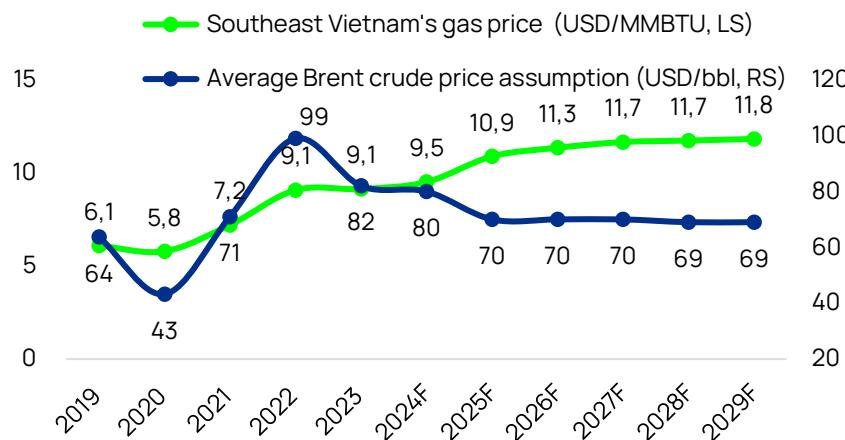
- Nguồn cung khí giá rẻ trong nước (~5-7 USD/triệu BTU) giảm từ 20% trong năm 2024 xuống còn 4% vào năm 2029.
- Nguồn cung khí giá cao trong nước (~7-15 USD/triệu BTU) cũng giảm từ 71% trong năm 2024 xuống 23% vào năm 2029.
- Các nguồn cung khí giá rẻ và giá cao trong nước này sẽ được thay thế bằng khí LNG nhập khẩu (~12-14 USD/triệu BTU), tăng từ mức 9% vào năm 2024 lên 73% vào năm 2029.

Chúng tôi dự báo giá than trộn sẽ tăng 10% YoY trong năm 2024 và 5% YoY vào năm 2025, từ đó khiến chi phí sản xuất điện vẫn cạnh tranh hơn so với điện khí.

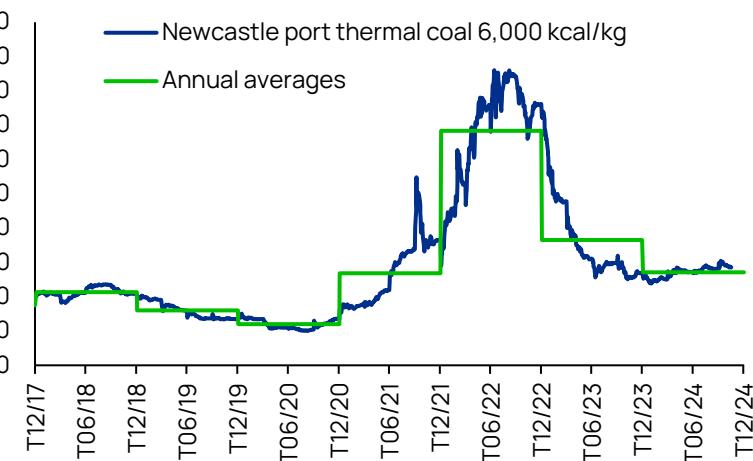
Dự báo giá bình quân than trong nước 5a và than trộn tương đương

Triệu đồng/tấn	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Than trong nước, 5a (5.500 kcal/kg)	1.845	1.808	1.898	1.993	2.093	2.198	2.308	2.423
Tăng trưởng YoY	0,0%	-2,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Than trộn, tương đương 5a (*)	2.738	2.238	2.460	2.591	2.420	2.424	2.511	2.559
Tăng trưởng YoY	48,4%	-18,3%	9,9%	5,3%	-6,6%	0,2%	3,6%	1,9%

Triển vọng giá khí đốt cho các nhà máy điện ở Đông Nam Bộ (USD/triệu BTU)



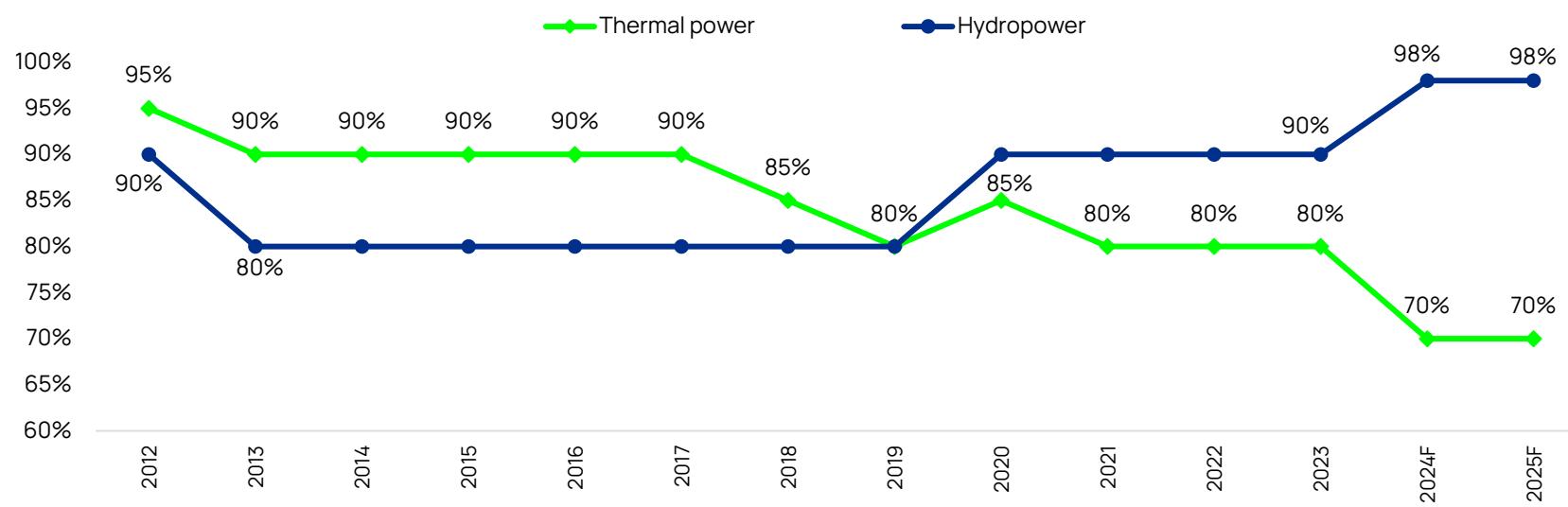
Giá than Newcastle (6.000 kcal/kg) (USD/tấn)



Tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) đối với các nhà máy nhiệt điện và thủy điện lần lượt là 70% và 98% vào năm 2025

- Theo các chuyên gia trong ngành, tỷ lệ sản lượng hợp đồng cho các nhà máy nhiệt điện dự kiến sẽ duy trì ở mức 70% trong năm 2025, tương tự 2024. Điều này có thể sẽ kéo dài các trở ngại đối với các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là các nhà máy điện khí.
- Tương tự, tỷ lệ sản lượng hợp đồng cho các nhà máy thủy điện được dự báo sẽ không thay đổi ở mức 98%, điều này sẽ hạn chế khả năng sinh lời của các nhà máy thủy điện trong năm 2025, với kỳ vọng điều kiện thời tiết sẽ thuận lợi hơn của chúng tôi.

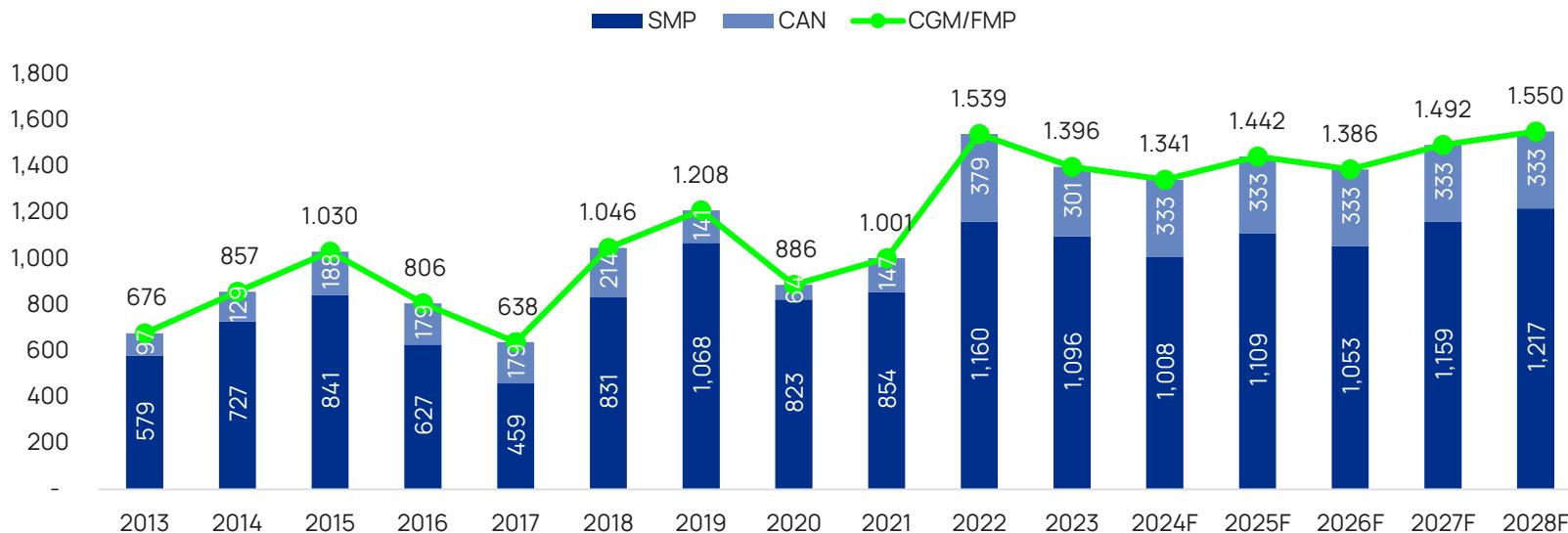
Tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng(%, Qc)



Giá CGM trung bình dự kiến sẽ tăng 8% YoY vào năm 2025

- Trong Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện ngày 30/10/2024, chúng tôi đã điều chỉnh giảm 18% dự báo giá CGM năm 2025 của chúng tôi xuống mức 1.442 đồng/kWh (+8% YoY), sau khi đã giảm 17% dự báo năm 2024.
- Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì mức tăng trưởng 8% YoY đối với giá CGM năm 2025, chủ yếu do (1) chúng tôi dự báo lượng tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng mạnh ở mức 9,5% YoY vào năm 2025 (từ mức cơ sở cao của năm 2024 là 10% YoY, gấp ~3 lần năm 2023), (2) chúng tôi dự báo giá than và khí đốt sẽ tăng lần lượt 5% và 16% YoY và (3) tác động tích cực từ mức tăng 4,8% của giá điện bán lẻ vào tháng 10/2024.
- Chúng tôi cũng điều chỉnh giảm 11% đối với giả định giá CGM trung bình trong các năm còn lại của giai đoạn dự báo, với CAGR giai đoạn 2024-2028 là 3,7%, phù hợp với dự báo lạm phát CPI.

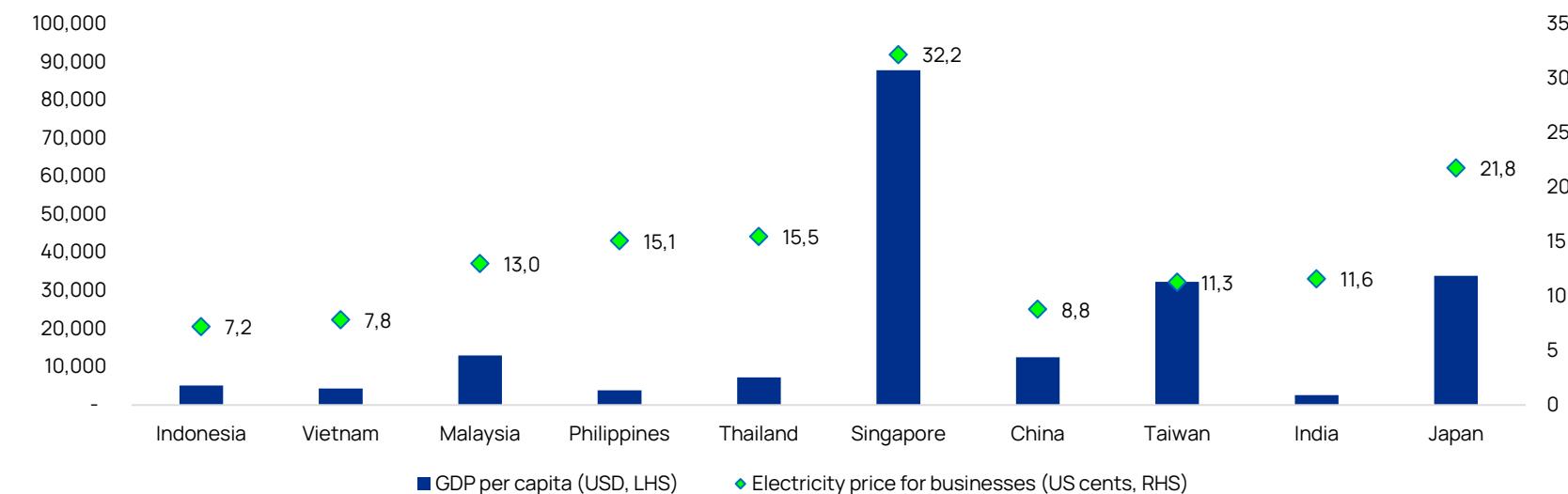
Triển vọng giá CGM trung bình (đồng/kWh)



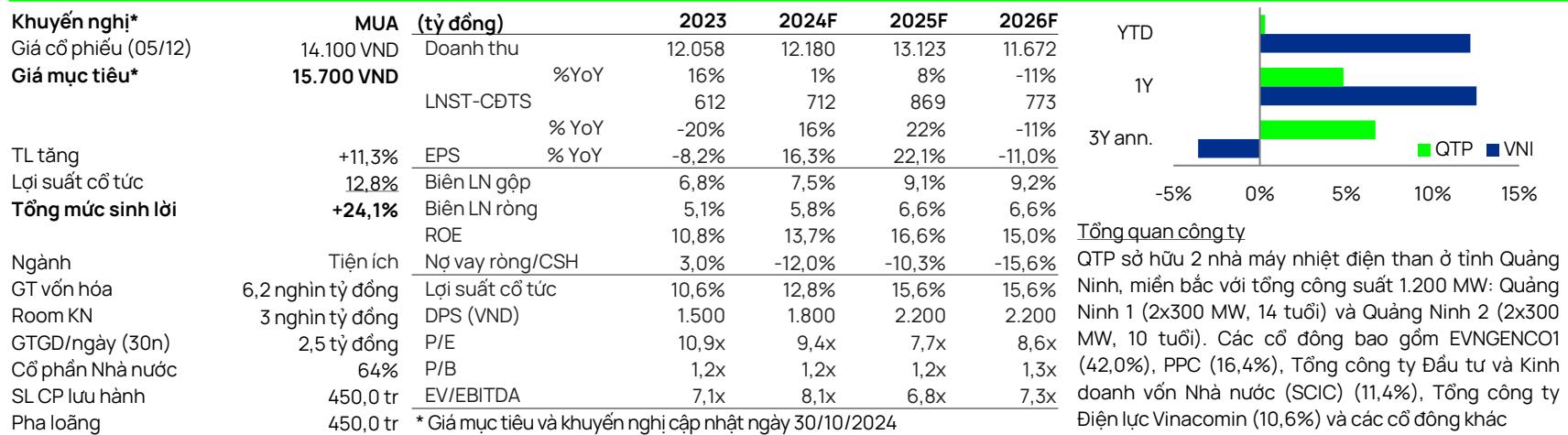
Chúng tôi kỳ vọng giá điện bán lẻ sẽ lần lượt tăng 5%/10% trong các năm 2025/26

- Bộ Công Thương đã phê duyệt mức tăng 4,8% đối với giá điện bán lẻ, đưa giá bán lẻ trung bình lên mức 2.103 đồng/kWh (chưa bao gồm thuế GTGT), có hiệu lực từ ngày 11/10/2024.
- Khi tình hình tài chính của EVN được cải thiện, mức giá điện bán lẻ cao hơn sẽ giúp EVN linh hoạt hơn trong việc mua điện với giá cao hơn, cuối cùng mang lại lợi ích cho các nhà máy điện.
- Tính đến nửa đầu năm 2024, lỗ lũy kế của EVN đã đạt 56 nghìn tỷ đồng, tương đương 29%/9% vốn chủ sở hữu/tổng tài sản. Chúng tôi dự báo EVN sẽ ghi nhận mức lỗ tối thiểu trong năm 2024 và ghi nhận lợi nhuận vào năm 2025, nhưng cần có thêm các đợt tăng giá để xóa các khoản lỗ.
- Chúng tôi kỳ vọng giá điện sẽ lần lượt tăng 5%/10% YoY trong các năm 2025/26F.** Chúng tôi cho rằng các đợt tăng giá này là cần thiết để (1) giúp EVN từng bước xóa các khoản lỗ lũy kế trong giai đoạn 2022-2023, (2) đáp ứng được mức chi phí đầu vào cao hơn (giá khí lần lượt tăng +16%/+2% YoY và giá than trộn lần lượt thay đổi +5%/-6% YoY trong các năm 2025/26F), và (3) cấp vốn cho các khoản đầu tư vốn đầu tư XDCB.

Giá điện cho doanh nghiệp ở một số quốc gia



QTP – Giảm dự báo nhưng định giá QTP vẫn hấp dẫn so với các công ty cùng ngành



Trong Báo cáo cập nhật tháng 10/2024 của chúng tôi, **Chúng tôi điều chỉnh giảm 19% giá mục tiêu cho CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (QTP) xuống còn 15.700 đồng/cổ phiếu** nhưng duy trì **khuyến nghị MUA** do giá cổ phiếu của QTP đã giảm 16% trong 5 tháng qua.

Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh mức giảm 20% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (tương ứng -16%/-32%/-29%/-9%/-9%), do (1) giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) thấp hơn 14% trong giai đoạn này, (2) giá than trộn cao hơn 2-5% (xem Cập nhật Ngành Nhiệt điện của chúng tôi, ngày 30/10/2024) và (3) sản lượng điện thương phẩm năm 2024 thấp hơn và chi phí bảo trì năm 2024 cao hơn. Những yếu tố này ảnh hưởng nhiều hơn so với tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2025.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 22% YoY, được hỗ trợ bởi (1) sản lượng điện thương phẩm tăng 1% YoY, (2) chênh lệch dự phóng giữa giá bán trung bình và giá vốn hàng bán trung bình tăng thêm 10% YoY do dự kiến giá CGM tăng 8% YoY và (3) chi phí tài chính giảm, do QTP dự kiến sẽ trả hết toàn bộ nợ vay vào năm 2024.

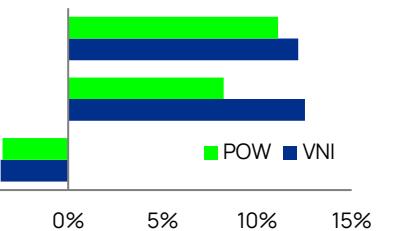
Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2026 là 8%, nhờ (1) hiệu suất hoạt động cao bền vững ở mức 68%-73%, (2) chi phí khấu hao thấp hơn và (3) kỳ vọng giá than sẽ giảm vào năm 2026.

Định giá của QTP có vẻ hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2025 là 7,7 lần, thấp hơn 54% so với P/E trung vị 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực mà chúng tôi lựa chọn và (2) lợi suất cổ tức dự phóng ở mức cao (13-16%) được hỗ trợ bởi dòng tiền dồi dào từ HĐKD (ước tính khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng/năm). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân giá cổ phiếu diễn biến kém tích cực trong 5 tháng qua là do giá CGM thấp cũng như chi phí bảo trì & chi phí khác cao được ghi nhận trong quý 2 và quý 3 (dự kiến sẽ được hoàn nhập trong quý 4).

Yếu tố hỗ trợ: Chi phí bảo trì thấp hơn dự kiến, khoản bồi thường lỗ tỷ giá năm 2023 khoảng 600 tỷ đồng sẽ được nhận trong vài năm tới; SCIC thoái vốn; EVNGENCO1 thực hiện IPO; chuyển sang niêm yết trên HOSE trong dài hạn.

Rủi ro: Suất hao nhiệt (lượng than tiêu thụ trên mỗi kWh) cao hơn dự kiến và tổ máy phát điện tạm dừng vận hành do lỗi kỹ thuật.

POW – Lợi nhuận phục hồi mạnh dù lỗ từ NT3&4

Khuyến nghị*	PHTT	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F	YTD	1Y	3Y ann.		
			Giá cổ phiếu (05/12)	Doanh thu	%YoY	LNST-CĐTS	% YoY	LNST-CĐTS, cốt lõi	Biên LN gộp	Biên LN rộng	ROE
Giá mục tiêu*	12.600 VND					1.039	-49,6%	963	9,5%	3,7%	12,4%
TL tăng	0,8%					1.362	31,1%	1.184	7,4%	4,5%	33,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%					2.116	55,4%	1.556	8,1%	4,9%	32,4%
Tổng mức sinh lời	0,8%					2.550	20,5%	2.550	10,2%	4,6%	13,7%
Ngành	Tiện ích	Nợ vay ròng/CSH	3,4%	4,2%	6,3%	7,0%					
GT vốn hóa	27,5 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%					
Room KN	12,8 nghìn tỷ đồng	P/E cốt lõi	32,2x	26,3x	14,0x	12,1x					
GTGD/ngày (30n)	75 tỷ đồng	P/E báo cáo	29,7x	22,7x	11,0x	12,1x					
Cổ phần Nhà nước	80%	P/B	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x					
SL CP lưu hành	2.342 tr	EV/EBITDA	7,2x	7,2x	4,5x	3,6x					
Pha loãng	2.342 tr	* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 30/10/2024									

Tổng quan Công ty

POW là nhà sản xuất điện lớn thứ 4 Việt Nam. POW có tổng công suất 4,2GW, tương đương khoảng 5% công suất cả nước. Thế mạnh của POW là các nhà máy điện khí (nhà máy Cà Mau - 1.500MW, Nhơn Trạch 1 - 450MW & NT2 - 750MW) chiếm 64% tổng công suất cả nước. Nhà máy điện than (nhà máy Vũng Áng - 1.200 MW) và thủy điện (Hủa Na - 180MW và Đăkrinh 125 MW) đóng góp lượng công suất còn lại.

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 10](#) của chúng tôi, chúng tôi giảm 8,7% giá mục tiêu cho Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) xuống 12.600 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG.

Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi giảm 15,6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (lần lượt thay đổi -4%/-30%/-28%/-11%/-2% cho dự báo các năm 2024/25/26/27/28). Mức điều chỉnh này ảnh hưởng tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2025.

Thay đổi này phản ánh: 1) Dự báo giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) toàn ngành giảm trung bình 14% trong giai đoạn 2024-2028 (vui lòng tham khảo thêm thông tin chi tiết trong Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện ngày 30/10/2024 của chúng tôi), 2) sản lượng điện thương phẩm phục hồi chậm hơn dự kiến trên hầu hết các nhà máy điện của POW, và 3) sản lượng điện theo hợp đồng kém thuận lợi hơn.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 tăng 31% YoY, chủ yếu do khoản thanh toán bảo hiểm trị giá 300 tỷ đồng cho nhà máy Vũng Áng dự kiến ghi nhận trong quý 4.

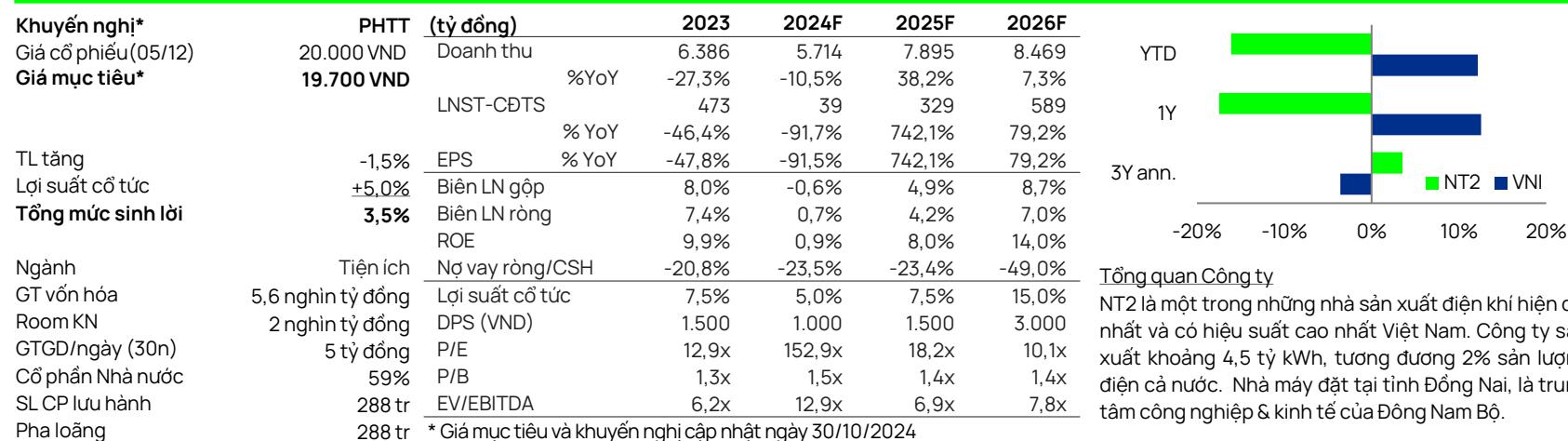
Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 tăng 55% YoY nhờ sản lượng điện thương phẩm tăng 31% YoY đạt 20,7 tỷ kWh (thấp hơn 8% so với mức trước dịch COVID-19, không bao gồm đóng góp từ Nhơn Trạch 3 & 4), LNST từ Cà Mau tăng 80% YoY, sự phục hồi của NT2 và 700 tỷ đồng bồi thường bảo hiểm.

Theo chúng tôi, POW có định giá hợp lý với P/E dự phóng năm 2025 là 11,0 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Khoản thanh toán 400 tỷ đồng từ EVN cho chi phí O&M tại nhà máy Cà Mau.

Rủi ro: Lỗ tỷ giá/vượt chi phí dự kiến/trì hoãn Nhơn Trạch 3 & 4.

NT2 - Lợi nhuận dự kiến phục hồi vào năm 2025 trong khi định giá có vẻ hợp lý



Trong [Báo cáo cập nhật tháng 10](#) của chúng tôi, chúng tôi điều chỉnh giảm 7,5% giá mục tiêu cho CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) xuống còn 19.700 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi là do chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, ảnh hưởng nhiều hơn so với tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2025.

Chúng tôi giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS (tương ứng N.M.*/-35%/-40%/+7%/+9% cho giai đoạn 2024-2028) chủ yếu là do:

- (1) Dự báo tổng sản lượng điện thương phẩm thấp hơn 5,7%, do NT2 đặt kế hoạch sản lượng phục hồi thấp hơn dự kiến và;
- (2) Dự báo giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) trung bình thấp hơn 14% cho giai đoạn 2024-2028 (xem Cập nhật Ngành Nhiệt điện của chúng tôi, ngày 30/10/2024) (*không có ý nghĩa khi so sánh dự báo lãi ròng so với dự báo lỗ ròng trước đó).

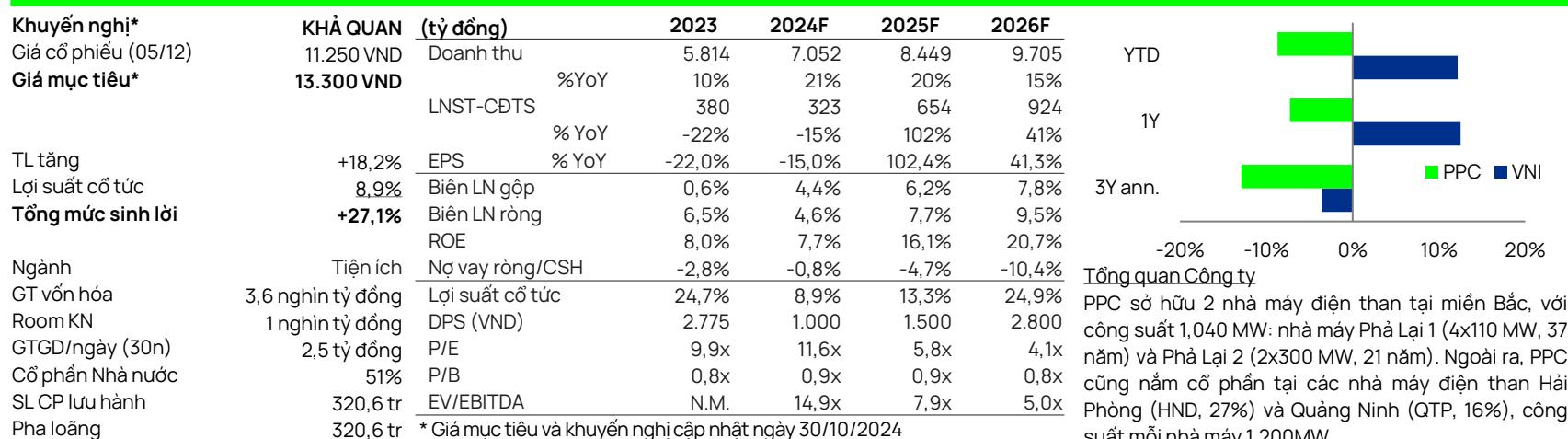
Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2025 là 329 tỷ đồng (+8 lần YoY), chủ yếu nhờ (1) dự báo sản lượng điện thương phẩm tăng 25% YoY, (2) chênh lệch giá giữa giá bán trung bình và giá dầu vào khí tăng 3% và (3) dự kiến khoản bồi thường lỗ tỷ giá 155 tỷ đồng.

Chúng tôi cho rằng NT2 có định giá hợp lý với P/E dự phóng năm 2025 là 18,2 lần so với trung vị P/E trung bình 4 năm của các công ty cùng ngành chỉ có một nhà máy điện là 16,3 lần.

Rủi ro: Cổ tức năm 2025 thấp hơn dự kiến.

Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng năm 2025 cao hơn dự kiến, nhận được 89 tỷ đồng doanh thu từ phí dịch vụ môi trường rùng.

PPC – REE tiếp tục thoái vốn gây áp lực lên giá cổ phiếu PPC



Tổng quan Công ty

PPC sở hữu 2 nhà máy điện than tại miền Bắc, với công suất 1,040 MW: nhà máy Phả Lại 1 (4x110 MW, 37 năm) và Phả Lại 2 (2x300 MW, 21 năm). Ngoài ra, PPC cũng nắm cổ phần tại các nhà máy điện than Hải Phòng (HND, 27%) và Quảng Ninh (QTP, 16%), công suất mỗi nhà máy 1,200MW.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 10/2024 của chúng tôi, Chúng tôi điều chỉnh giảm 20% giá mục tiêu cho CTCP Nhiệt điện Phả Lại (PPC) xuống 20% còn 13.300 đồng/cổ phiếu, nhưng duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN do giá cổ phiếu của PPC đã giảm 23% trong 5 tháng qua.

Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi phản ánh (1) định giá cho hoạt động sản xuất điện độc lập của PPC giảm 21% do chúng tôi điều chỉnh giảm 23% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (tương ứng -53%/-23%/-26%/-11%/-13%); (2) định giá cho HND giảm 22% do chúng tôi điều chỉnh giảm 26% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 và (3) định giá cho QTP giảm 19% do chúng tôi điều chỉnh giảm 20% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028. Những yếu tố này ảnh hưởng nhiều hơn so với tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi sang cuối năm 2025.

Chúng tôi giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 do (1) giá bán trung bình thấp hơn do giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) dự kiến thấp hơn, (2) giá vốn hàng bán trung bình cao hơn do giá than tăng (được đề cập trong Báo cáo cập nhật ngành nhiệt điện của chúng tôi, ngày 30/10/2024), (3) sản lượng điện thương phẩm năm 2024 thấp hơn, (4) thu nhập cổ tức thấp hơn dựa trên KQKD 9T 2024 và (5) thành phần cổ định của Phả Lại 1 thấp hơn.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS từ mảng phát điện năm 2024 sẽ phục hồi lên 146 tỷ đồng (từ mức lỗ 64 tỷ đồng trong năm 2023), nhờ sản lượng điện thương phẩm tăng 20% YoY. Tuy nhiên, thu nhập cổ tức giảm 60% YoY dự kiến sẽ khiến LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giảm 15% YoY. Đối với năm 2025, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng gấp đôi, được hỗ trợ bởi dự phóng sản lượng điện thương phẩm tăng 14%, giá bán trung bình tăng 5% và thu nhập cổ tức tăng gấp đôi.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2026 là 34%, nhờ (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn sau khi tổ máy phát điện S6 của PPC vận hành trở lại từ tháng 9/2023 và tăng trưởng tiêu thụ điện mạnh mẽ tại miền Bắc và (2) dự kiến giá than sẽ giảm vào năm 2026.

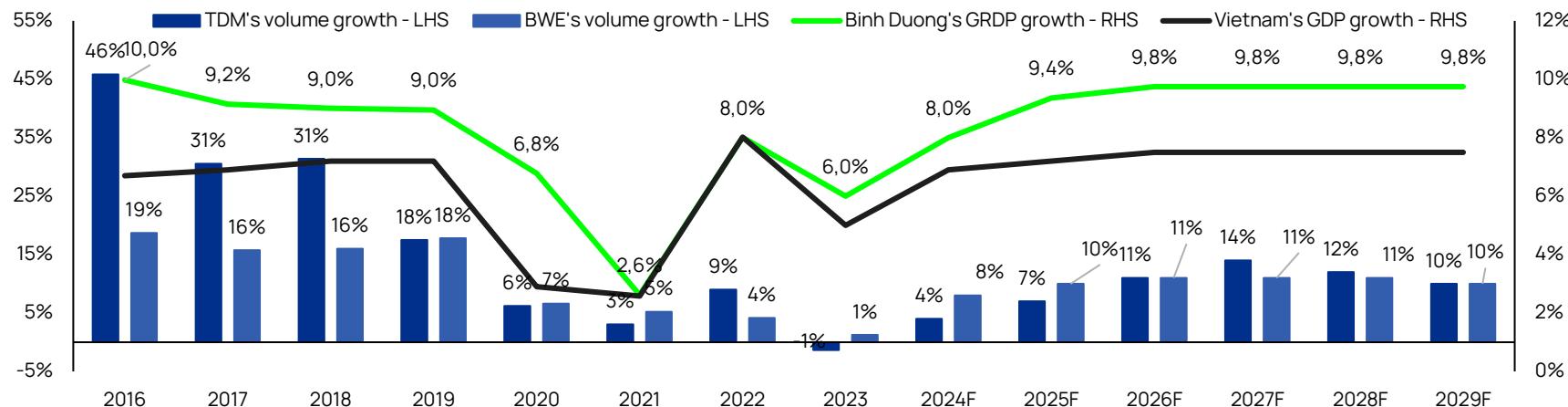
Định giá của PPC có vẻ hấp dẫn với (1) P/E dự phóng năm 2025 là 5,8 lần, thấp hơn khoảng 60% so với P/E trung vị 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực mà chúng tôi lựa chọn và (2) lợi suất cổ tức dự phóng ở mức cao là 9-13%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng REE sẽ tiếp tục giảm tỷ lệ sở hữu tại PPC, điều này gây áp lực lên giá cổ phiếu của PPC.

Yếu tố hỗ trợ: Giá than thấp hơn dự kiến. **Rủi ro:** Các sự cố kỹ thuật của tổ máy phát điện, tạm dừng hoạt động do không đáp ứng quy định về ô nhiễm môi trường; cổ tức từ HND và QTP thấp hơn dự kiến.

Ngành Nước

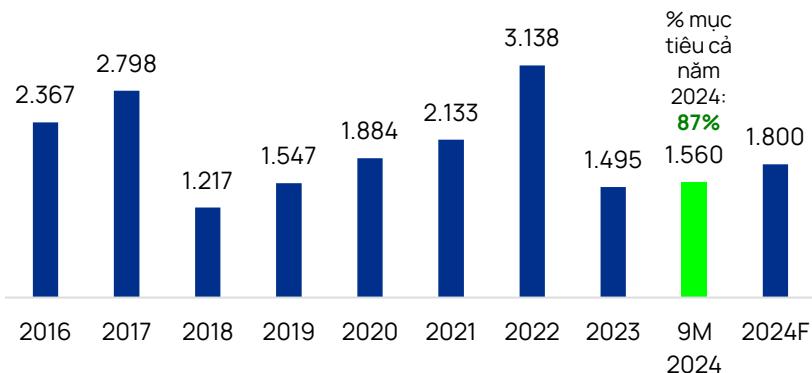
Quy hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương, phê duyệt vào tháng 08/2024, đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất nước vào năm 2030, từ đó cho thấy mức tăng trưởng nhu cầu khá lớn

Bình Dương có mức tăng trưởng nhu cầu nước ổn định trong dài hạn...



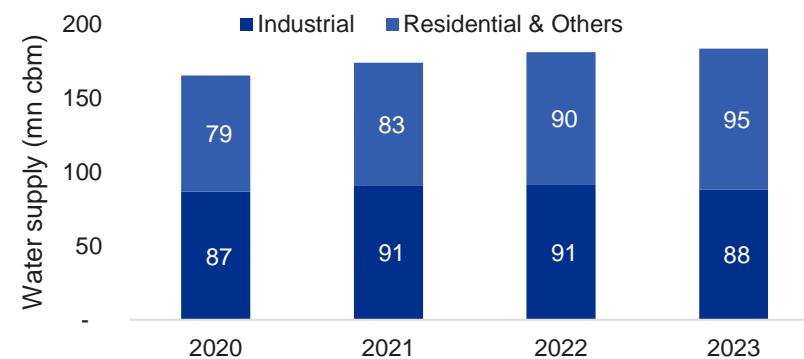
Nguồn: BWE, TDM, chính quyền tỉnh Bình Dương, Vietcap

... nhờ dòng vốn FDI mạnh mẽ. Bình Dương đứng thứ 3 tại Việt Nam về thu hút vốn FDI trong 30 năm qua



Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, Vietcap

... và nhu cầu nước sinh hoạt ngày càng tăng do tốc độ đô thị hóa và di dân cao.



Nguồn: BWE, Vietcap

Giá nước tại tỉnh Bình Dương dự kiến sẽ tăng ở mức 3%/năm, có hiệu lực từ ngày 01/07/2025

Biểu giá nước của Bình Dương cho các hộ tiêu thụ trong giai đoạn 2018-2022 (đồng/m³)

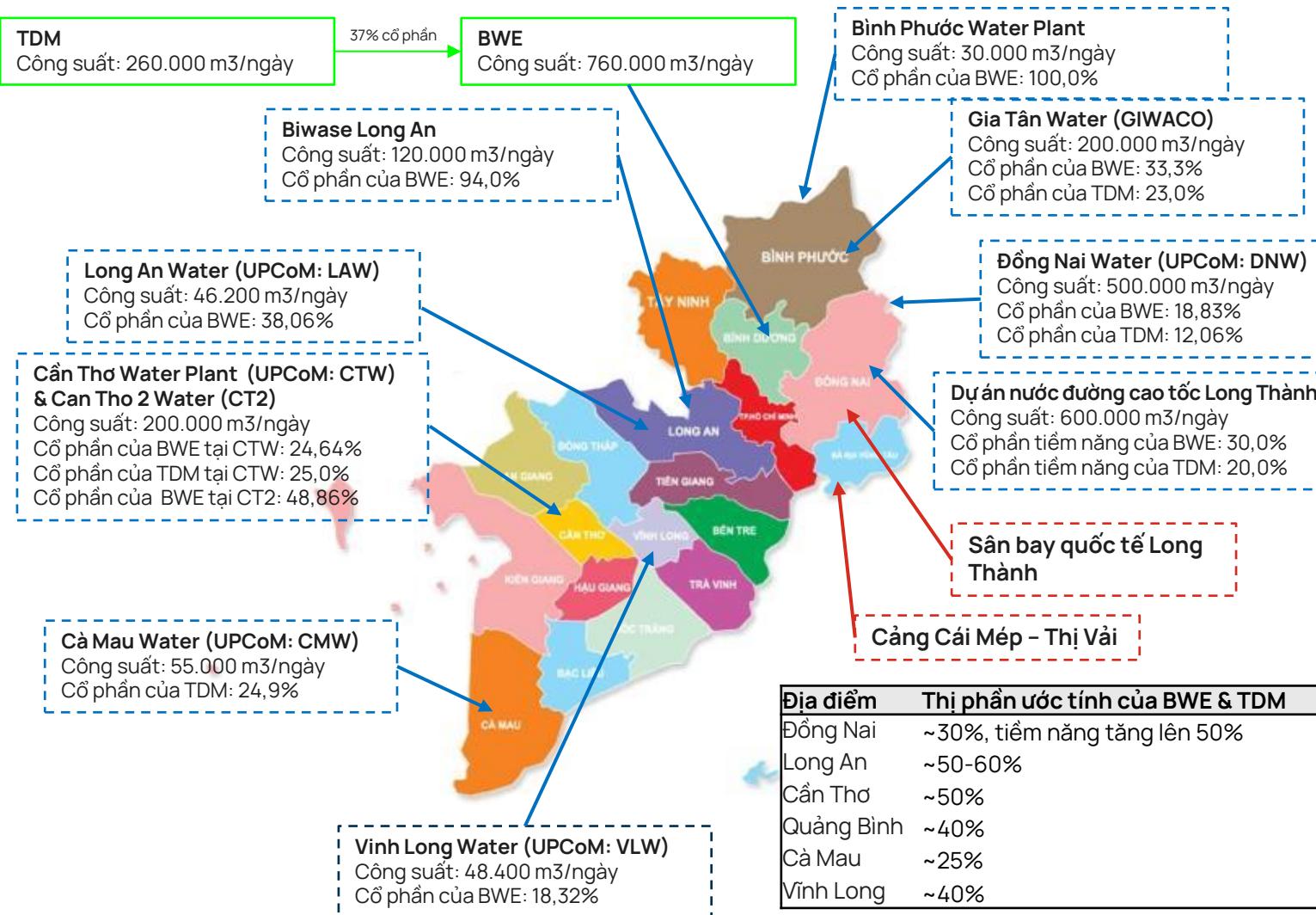
	2018	2019	2020	2021	2022
Dân cư	8.500	9.000	9.500	10.000	10.500
YoY		5,9%	5,6%	5,3%	5,0%
Sản xuất					
- Bán lẻ	11.500	12.000	12.600	13.200	13.800
YoY		4,3%	5,0%	4,8%	4,5%
- Bán buôn	10.800	11.300	11.800	12.500	13.100
YoY		4,6%	4,4%	5,9%	4,8%

Nguồn: Quyết định 04/2018/QĐ-UBND của UBND tỉnh Bình Dương, ngày 22/02/2018.

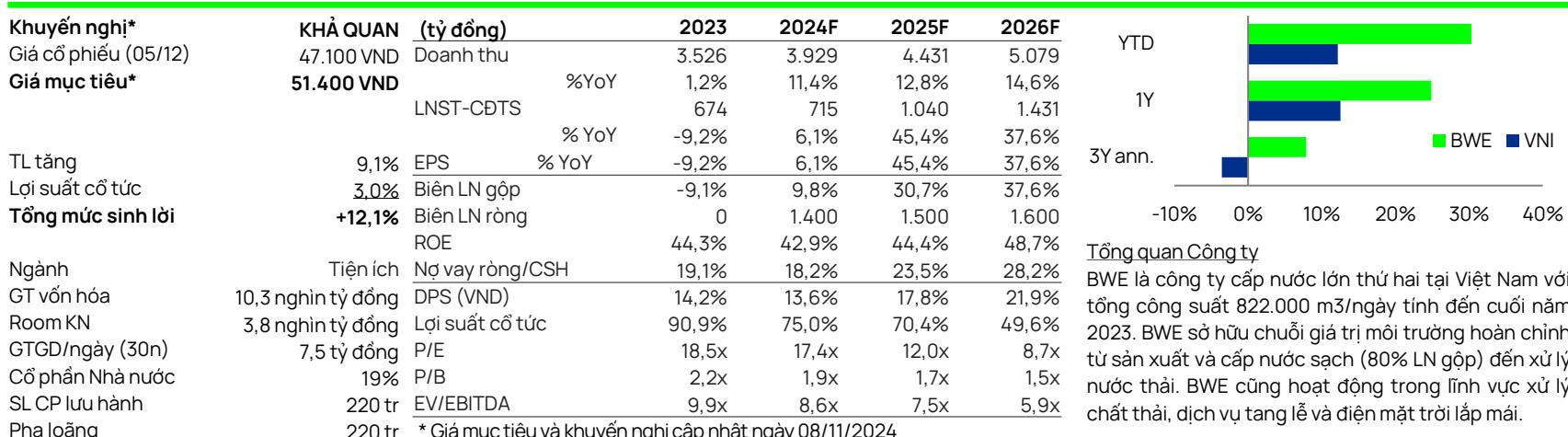
Giá nước của tỉnh Bình Dương so với các tỉnh/thành phố khác trong năm 2023 (đồng/m³)

VND/m ³	Bình Dương	Bình Phước	Bà Rịa - Vũng Tàu	Đồng Nai	TP. HCM	Hà Nội	Cần Thơ	Long An
Sinh hoạt	10.500	8.047- 14.240 theo bậc thang	4.500- 12.500 theo bậc thang	5.800- 12.800 theo bậc thang	6.700- 14.400 theo bậc thang	7.500- 24.000 theo bậc thang	5.500-8.700 theo bậc thang	9.196 (giá bán buôn)
Khu công nghiệp (giá bán buôn)	13.100	14.660	11.500	10.300	12.100	15.000	8.900	12.702

Vị trí các dự án của BWE & TDM và các công ty nước được mua lại



BWE – Sản lượng tăng mạnh dự kiến dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận



Tổng quan Công ty

BWE là công ty cấp nước lớn thứ hai tại Việt Nam với tổng công suất 822.000 m³/ngày tính đến cuối năm 2023. BWE sở hữu chuỗi giá trị môi trường hoàn chỉnh từ sản xuất và cấp nước sạch (80% LN gộp) đến xử lý nước thải. BWE cũng hoạt động trong lĩnh vực xử lý chất thải, dịch vụ tang lễ và điện mặt trời lắp mái.

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho CTCP - TCT Nước - Môi trường Bình Dương (BWE) thêm 6% lên 51.400 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị KHẨ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn là do định giá khoản đầu tư của BWE vào các công ty liên kết tăng khoảng 20% và định giá độc lập cho BWE tăng 3%, sau tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025, bù đắp nhiều hơn cho mức giảm 7% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi (tương ứng -6%/-8%/-6%/-6%/-7% cho các năm 2024/25/26/27/28).

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do (1) giá nước giảm 3% theo kế hoạch mới nhất của ban lãnh đạo và (2) việc tăng giá xử lý nước thải sinh hoạt 20% bị trì hoãn 6 tháng từ quý 4/2024 sang quý 1/2025, ảnh hưởng nhiều hơn so với mức tăng 1% của dự báo sản lượng năm 2024.

Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ tăng 45% YoY lên 1,0 nghìn tỷ đồng vào năm 2025, nhờ sản lượng nước tăng trưởng 10% YoY, giá nước tăng 3% vào giữa năm, tác động 9 tháng của việc tăng giá xử lý nước thải sinh hoạt thêm 20% và chi phí tài chính thấp hơn. Những yếu tố này bù đắp cho mức giảm dự kiến khoảng 35% trong LNST của mảng thương mại và các mảng khác. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng sẽ tăng lên 11% trong giai đoạn 2026-2027, dự kiến sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận.

Định giá của BWE ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 12,0 lần (thấp hơn 34% so với hệ số P/E trung bình 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực) và hệ số PEG dự kiến là 0,5 dựa trên CAGR EPS giai đoạn 2023-2026 là 29%.

Yếu tố hỗ trợ: Giá nước tăng sớm hơn/cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Lỗ tỷ giá, chi phí hoạt động/chí phí khấu hao cao hơn dự kiến.

TDM – Lợi nhuận dự kiến tăng mạnh trong năm 2025

Khuyến nghị*	MUA	(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F		
							%YoY	% YoY
Giá cổ phiếu (05/12)	49.600 VND	Doanh thu	533	564	607	685	YTD	
Giá mục tiêu*	58.800 VND	%YoY	11,2%	6,0%	7,6%	12,8%		
		LNST-CĐTS	283	184	331	413	1Y	
		% YoY	28,5%	-35,0%	79,9%	24,7%		
TL tăng	+18,6%	EPS cốt lõi % YoY	-24,6%	-3,3%	32,2%	35,1%		
Lợi suất cổ tức	3,0%	LNST hợp nhất	468	469	625	830	3Y ann.	
Tổng mức sinh lời	+21,6%	Biên LN ròng	1.400	1.500	1.600	1.700		
Ngành	Tiện ích	ROE	53,2%	32,6%	54,5%	60,3%		
GT vốn hóa	5,5 nghìn tỷ đồng	Nợ vay ròng/CSH	42,5%	37,4%	39,3%	42,7%		
Room KN	2,4 nghìn tỷ đồng	Lợi suất cổ tức	13,9%	8,4%	13,5%	15,6%		
GTGD/ngày (30n)	2,5 tỷ đồng	DPS (VND)	5,8%	1,4%	-7,3%	-15,2%		
Cổ phần Nhà nước	0,0%	P/E CT mè	19,0x	32,2x	17,9x	14,4x		
SL CP lưu hành	110 tr	P/E hợp nhất	11,5x	12,6x	9,5x	7,1x		
Pha loãng	110 tr	EV/EBITDA	13,5x	14,5x	12,6x	10,5x		

* Giá mục tiêu và khuyến nghị cập nhật ngày 08/11/2024

Tổng quan công ty:

TDM là công ty nước tư nhân tại tỉnh Bình Dương (khu kinh tế trọng điểm ở miền Nam). TDM có công suất 260,000 m3/ngày tính đến năm 2022. Công ty sở hữu 37% cổ phần tại công ty nước lớn nhất và có trọng vị chuỗi giá trị nước tại tỉnh Bình Dương (BWE).

Trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi, chúng tôi tăng giá mục tiêu cho CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM) thêm 7% lên 58.800 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn do (1) định giá của BWE tăng 6%, (2) định giá trung bình của các công ty liên kết của TDM tăng 14% và (3) định giá mảng sản xuất nước của TDM tăng 6% (với tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025 lớn hơn mức giảm 8% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi (tương ứng -8%/-10%/-7%/-6%/-8% trong các năm 2024/25/26/27/28).

Chúng tôi hạ dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do giả định về tăng giá nước của chúng tôi giảm từ 5% xuống 3%/năm bắt đầu từ ngày 1/7/2025 và giả định về tổng sản lượng giảm 2%.

Chúng tôi dự báo LNST từ mảng sản xuất nước sẽ tăng 32% YoY vào năm 2025, nhờ giá nước tăng 3% từ ngày 1/7/2025 và sản lượng bán hàng tăng trưởng 7% YoY.

Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 sẽ tăng 80% YoY chủ yếu do thu nhập tài chính tăng gấp 4 lần nhờ cổ tức tiền mặt của BWE.

Chúng tôi dự báo LNST hợp nhất sẽ tăng gần gấp đôi trong 2 năm tới lên 830 tỷ đồng và dự báo CAGR LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2028 là 32%.

Chúng tôi cho rằng TDM có định giá hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2025 công ty mẹ và hợp nhất lần lượt là 17,9 lần/9,5 lần (tương ứng PEG là 0,5/0,3).

Yếu tố hỗ trợ: Giá nước tăng sớm hơn/cao hơn dự kiến.

Rủi ro: Nhu cầu nước phục hồi yếu hơn dự kiến.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

Phòng Nghiên cứu & Phân tích

+84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Giám đốc

Hoàng Nam, ext 124

Ngân hàng, Chứng khoán & Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy, Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138

- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Bất động sản

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149

- Thân Như Đoan Thực, Chuyên viên, ext 174

Hàng Tiêu dùng

Hoàng Nam, Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185

- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Công nghiệp & Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191

- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129

- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 363

- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành Khối môi giới và Giao dịch

Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn