

TRIỀN VỌNG 2025

ĐÓN ĐẦU KỶ NGUYÊN VƯƠN MÌNH



MỤC LỤC



- 01 KINH TẾ VĨ MÔ**
- 02 THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU**
- 03 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU**
- 04 DOANH NGHIỆP TRIỀN VỌNG**

Lạm phát hạ nhiệt tạo điều kiện thuận lợi cho các NHTW hạ lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

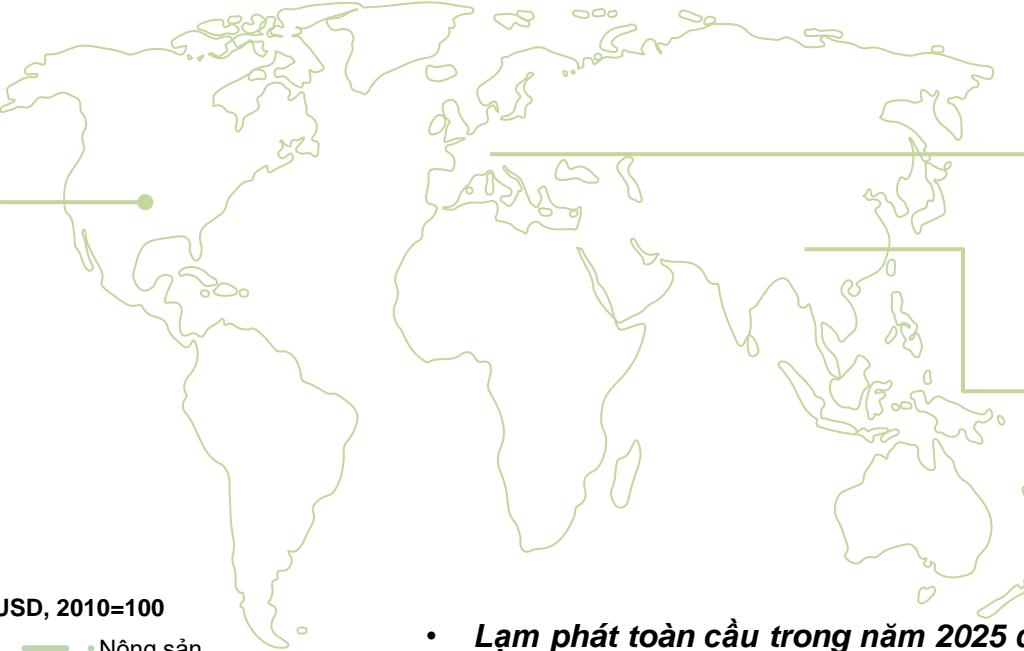
Sự khác biệt trong CSTT của các NHTW vẫn ủng hộ kịch bản đồng USD mạnh.

Mỹ

 Donald Trump trở thành Tân Tổng Thống và Đảng Cộng hòa giành được quyền kiểm soát ở Thượng viện

 Kỳ vọng về các chính sách của Tân Tổng thống Mỹ kéo theo xu hướng gia tăng sức mạnh đồng USD.

 Hoạt động kinh tế Mỹ mở rộng với tốc độ vững chắc. Lạm phát hướng đến mục tiêu trong dài hạn 2%.

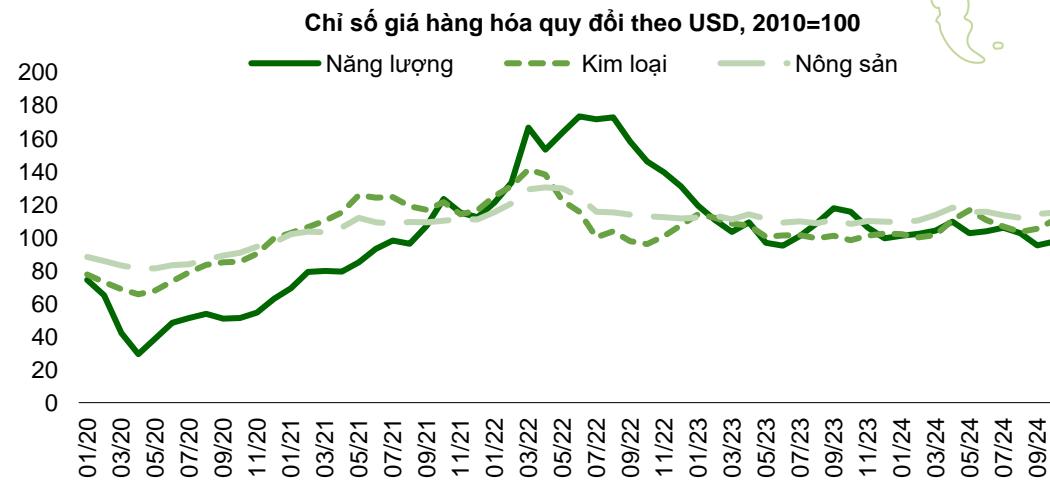


EU

 Quyết định lãi suất tiếp tục theo sát diễn biến số liệu kinh tế vĩ mô.

Trung Quốc

 Chính phủ Trung Quốc đã triển khai một số biện pháp chính sách nhằm hỗ trợ nền kinh tế, bao gồm cắt giảm lãi suất và nỗ lực kích thích tăng trưởng tín dụng.

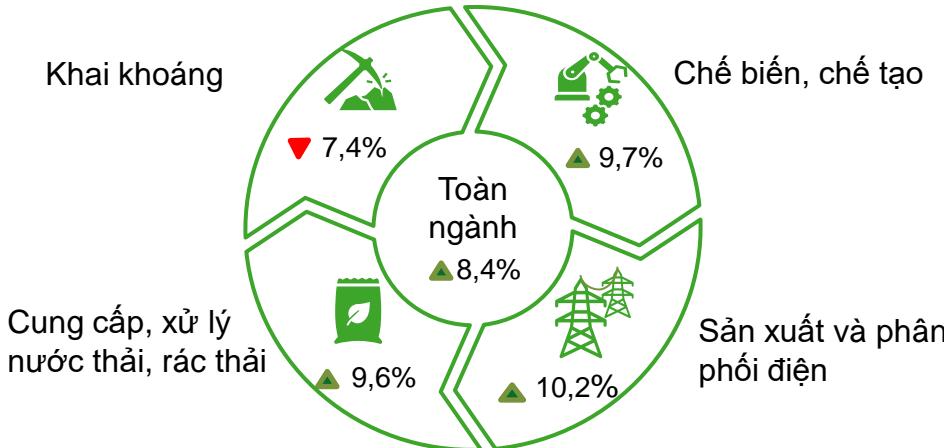


- Lạm phát toàn cầu trong năm 2025 được dự báo sẽ giảm so với giai đoạn đỉnh điểm của những năm trước**, nhờ vào sự ổn định của giá năng lượng, phục hồi chuỗi cung ứng, và chính sách tiền tệ hiệu quả.
- Hiện nay, trên thế giới, nhu cầu tiêu dùng và đầu tư chưa thực sự phục hồi, hoạt động sản xuất kinh doanh gặp những khó khăn nhất định. **Trong bối cảnh lạm phát hạ nhiệt, và triển vọng lạm phát giảm dần, các NHTW có thể cắt giảm lãi suất, điều hành chính sách tiền tệ theo chiều hướng nói lỏng, nhằm hỗ trợ tăng trưởng.**
- Tuy nhiên, **mức độ cắt giảm lãi suất và giá trị của các gói kích thích kinh tế sẽ có sự khác biệt**, tùy thuộc vào sức mạnh nội tại và triển vọng của từng quốc gia.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT CẢI THIỆN RÕ RỆT TỪ QUÝ II

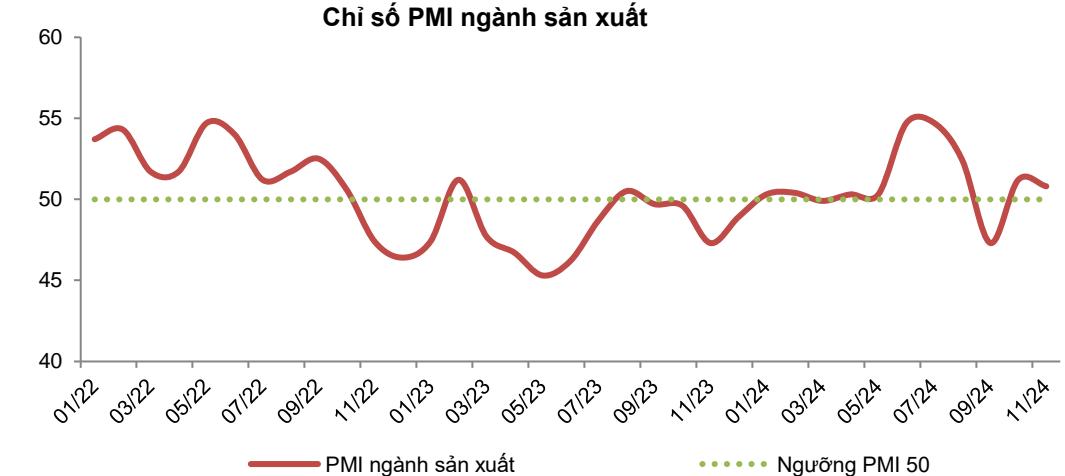
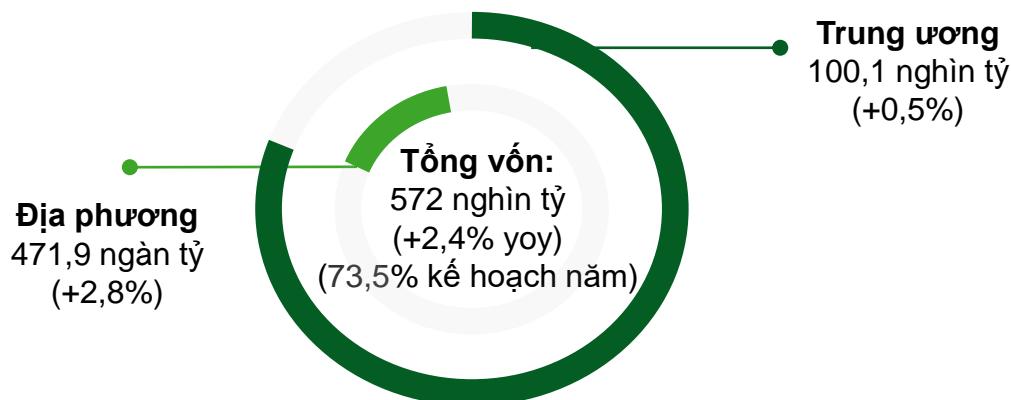
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- Chi số Nhà quản trị mua hàng (PMI) ngành sản xuất Việt Nam vẫn nằm trên ngưỡng 50 điểm trong tháng 11, từ đó cho thấy các điều kiện kinh doanh đã cải thiện tháng thứ hai liên tiếp sau khi suy giảm do cơ bão Yagi trong tháng 9. VCBS dự báo hoạt động sản xuất sẽ tiếp tục có những bước tiến tích cực trong các tháng tới giúp triển vọng tăng trưởng tích cực duy trì tại cuối năm.



Hoạt động đầu tư 11 tháng đầu năm

Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ và được ghi nhận chủ yếu ở các địa phương.

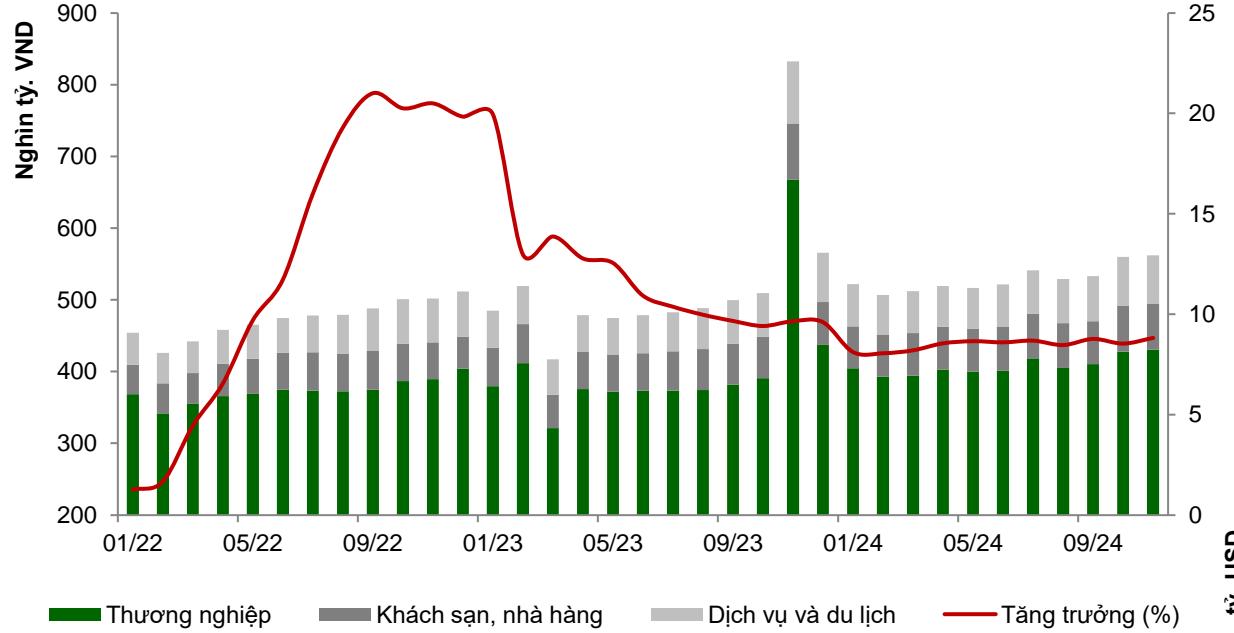


Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam 11 tháng đầu năm



CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG.

Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ



Tổng mức bán lẻ hàng hóa
+8,1% yoy



Bán lẻ hàng hóa
+7,8% yoy



Lưu trú ăn uống
+13% yoy



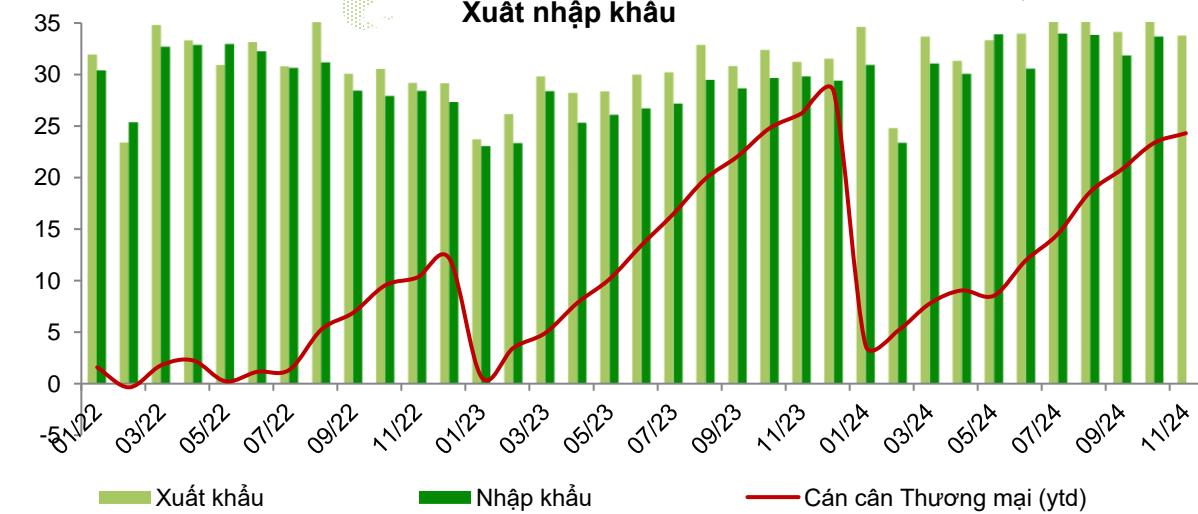
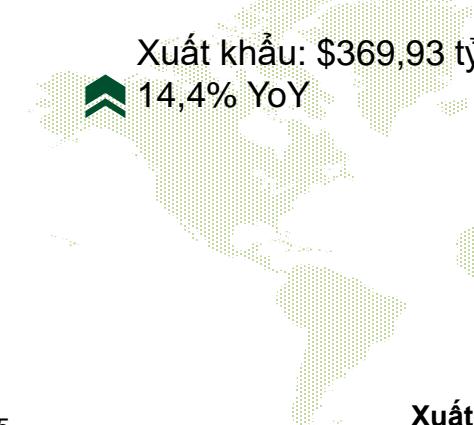
Dịch vụ lữ hành
+17,3% yoy



Dịch vụ khác
+9,1% yoy

XUẤT KHẨU TIẾP TỤC LÀ ĐIỂM SÁNG BỨC TRANH KINH TẾ.

- Tháng 11/2024 ước tính xuất siêu **1,06 tỷ USD**, đưa cán cân thương mại hàng hóa 11 tháng xuất siêu **24,31 tỷ USD** (cùng kỳ năm trước xuất siêu 26,2 tỷ USD)

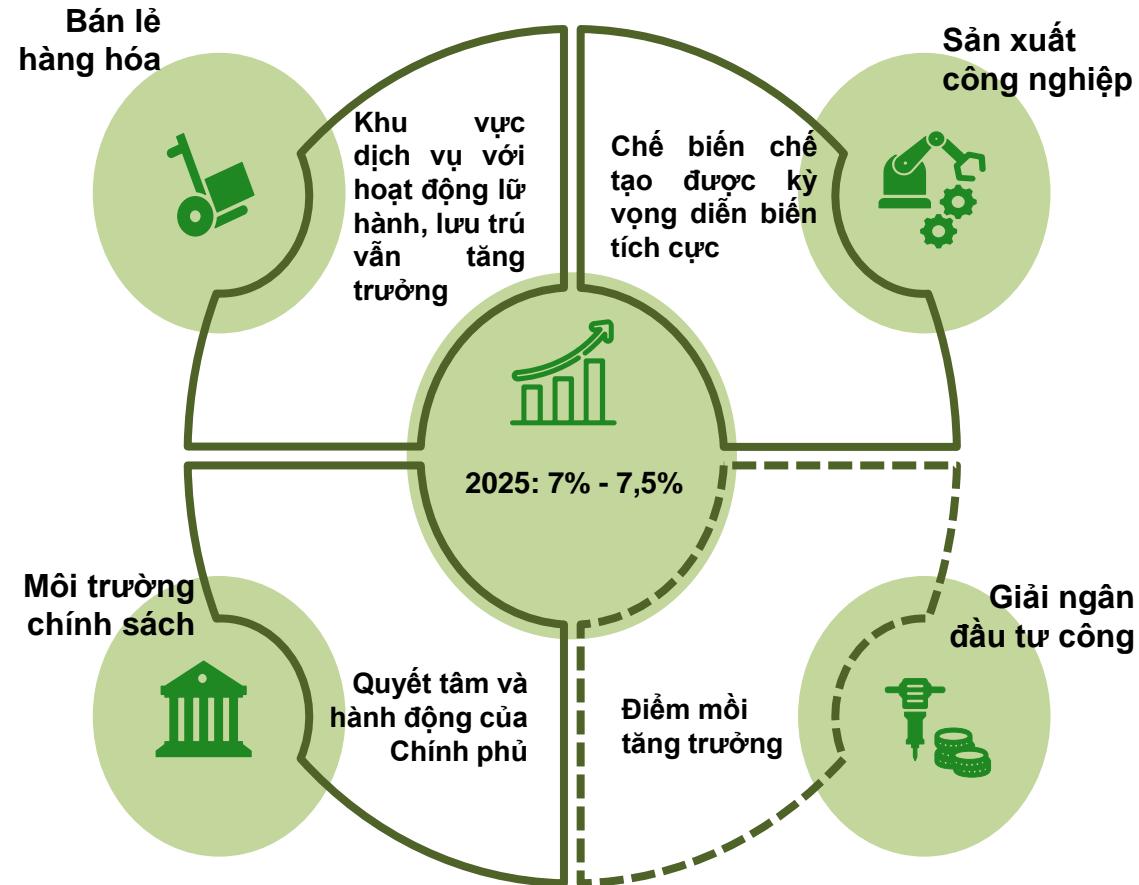


Nguồn: GSO, CEIC , VCBS Research

❖ VCBS kỳ vọng tăng trưởng đạt 7-7,5% trong năm 2025

- ✓ Ngành công nghiệp chế biến - chế tạo vẫn là chỉ báo quan trọng đối với sức khỏe của ngành sản xuất, vốn có đóng góp mức đóng góp đáng kể vào GDP đặc biệt đối với các ngành sản xuất điện thoại, linh kiện điện tử tại khu vực phía Bắc. Trong năm 2025, **khu vực này dự báo sẽ tiếp tục hồi phục khả quan dựa trên triển vọng tăng trưởng toàn cầu đi kèm nhu cầu tiêu dùng tăng trở lại.**
- ✓ Khu vực dịch vụ ăn uống lưu hành: các chính sách thu hút dịch vụ du lịch, đặc biệt đối với thị trường quốc tế được thực hiện xuyên suốt, sẽ giúp ngành dịch vụ tăng trưởng tốt trong cả năm.
- ✓ Cầu tiêu dùng được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng. Doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng theo sự tăng trưởng cơ học của nền kinh tế đi cùng với hiệu ứng hoạt động chi tiêu công khai sắc hơn, và khách du lịch quốc tế.
- ✓ Giải ngân đầu tư công cùng quyết tâm và hành động của Chính phủ tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng, các nhóm ngành sản xuất và dịch vụ.
- ✓ Với chính sách tiền tệ, việc **duy trì lãi suất ở mặt bằng thấp, cải thiện khả năng tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân** là định hướng xuyên suốt và được ưu tiên của Ngân hàng Nhà nước.

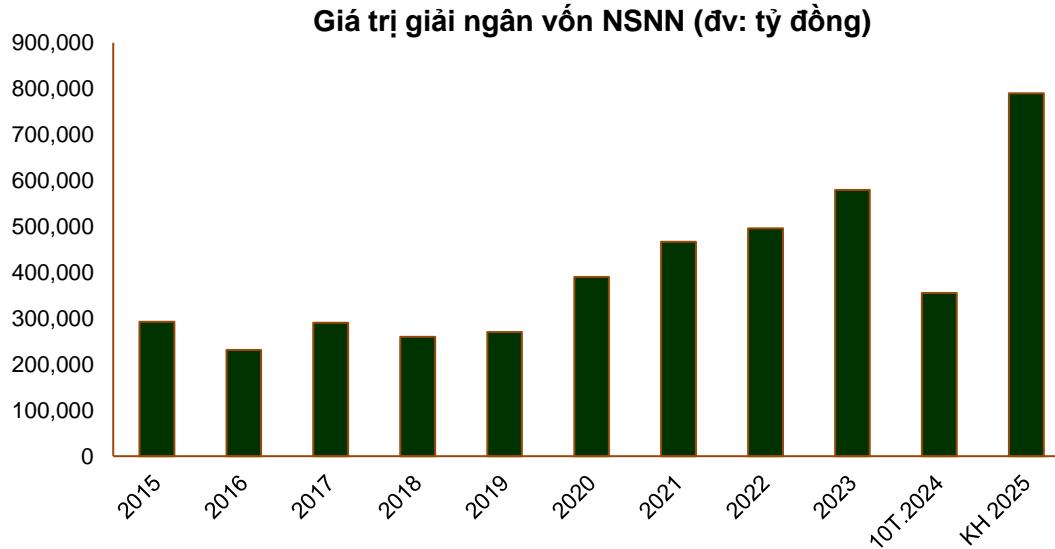
CÁC YẾU TỐ TÁC ĐỘNG LÊN GDP VIỆT NAM 2025



ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG: Dự báo giải ngân đầu tư công tăng mạnh trong năm 2025

Giải ngân đầu tư công là công cụ quan trọng để đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2025 của Chính phủ. VCBS đánh giá tiến độ giải ngân sẽ cải thiện tích cực hơn:

- Thủ tục đầu tư và hoạt động triển khai thuận lợi hơn** nhờ: (1) Ôn định bộ máy nhân sự tại các địa phương và cơ quan chuyên trách, (2) Những cập nhật từ Luật Đất đai và bảng giá đất mới thúc đẩy tiến độ giải phóng mặt bằng.
- Việc công bố quy hoạch của các tỉnh thành** giúp mở ra không gian phát triển mới và là cơ sở cho việc triển khai các dự án công trình công cộng, trung tâm hành chính mới của địa phương.
- Áp lực hoàn thành chỉ tiêu cao hơn khi năm 2025 là năm cuối trong kế hoạch trung hạn 2021 – 2025.
- Một số dự án hạ tầng giao thông quan trọng sẽ giúp gia tăng khả năng kết nối và năng lực thu hút FDI, phát triển các trung tâm sản xuất tại các tỉnh thành mới nổi.



Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 - 2030



Miền Bắc

Đường Vành đai 4 Hà Nội
Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng

Cao tốc Bắc – Nam GĐ2
12 dự án thành phần (dự kiến hoàn thành trong 2025)

Miền Nam

Đường Vành đai 3 TP.HCM
Sân bay Long Thành
Biên Hòa – Vũng Tàu
Bến Lứt – Long Thành
TP.HCM – Chơn Thành
TP.HCM – Mộc Bài
Đầu Giây – Phan Thiết – Vĩnh Hảo

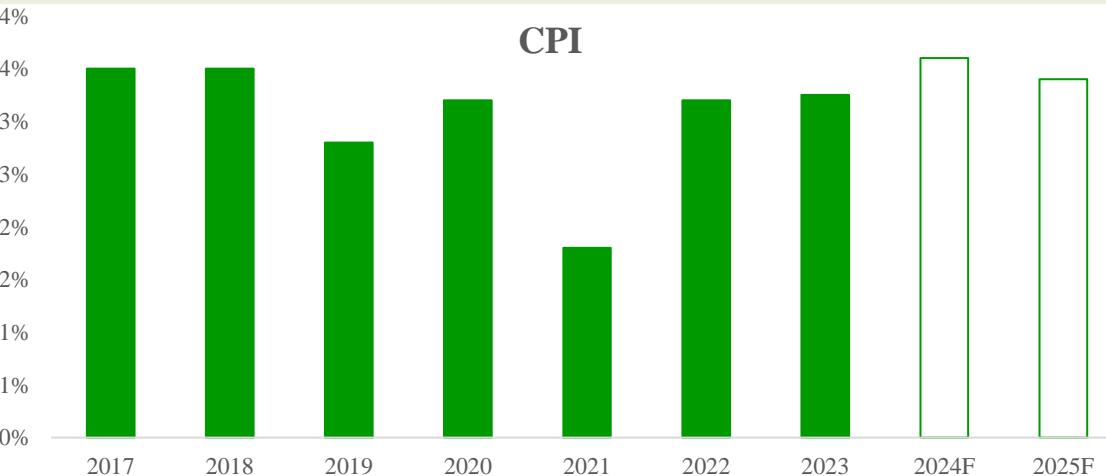
Hoạt động giải ngân đầu tư công và tiến độ triển khai các dự án hạ tầng dự báo sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong năm 2025

NHU CẦU TIÊU DÙNG KHÔNG ĐỘT BIẾN, LẠM PHÁT TRONG TẦM KIỂM SOÁT

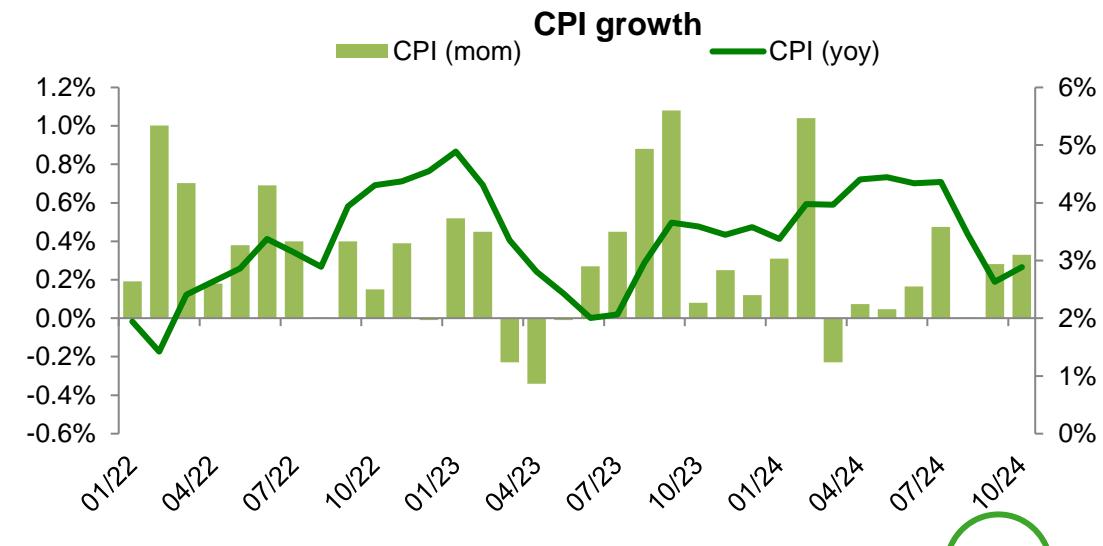
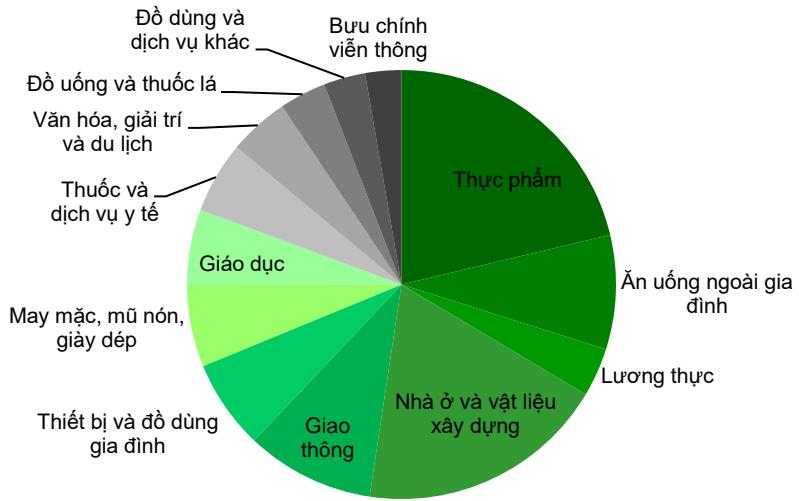
VCBS cho rằng lạm phát 2025 sẽ ghi nhận nhiều yếu tố thuận lợi:

- Giá cả hàng hóa và lạm phát toàn cầu hạ nhiệt.
- Việt Nam luôn có khả năng tự chủ về lương thực, nguồn cung hàng hóa-dịch vụ thiết yếu luôn được đảm bảo.
- Mặc dù cầu tiêu dùng vẫn đang phục hồi tốt nhưng chưa thực sự mạnh mẽ đủ tạo sức ép lên lạm phát.
- Chính phủ vẫn có trong tay một số công cụ và thể hiện quyết tâm ổn định mặt bằng giá như đảm bảo lộ trình điều chỉnh giá của một số mặt hàng, dịch vụ công thiết yếu.
- Chính sách tiền tệ điều hành linh hoạt, giảm thiểu tối đa các tác động.

- Tổng hợp lại, số liệu lạm phát **năm 2025 được dự báo ở mức khoảng 3,5%- 3,7%**. Áp lực lạm phát nếu có, có thể ghi nhận vào cuối năm và đầu năm, do mức nền thấp của năm trước đó.
- **Với lạm phát thuận lợi hơn, NHNN sẽ có dư địa điều hành chính sách tiền tệ trong năm 2025.**



TỶ TRỌNG RỎ HÀNG HOÁ CPI TẠI VIỆT NAM



Nguồn: CEIC, GSO, VCBS tổng hợp

SỨC MẠNH ĐỒNG USD VẪN LÀ YẾU TỐ CHI PHỐI LỚN TỶ GIÁ

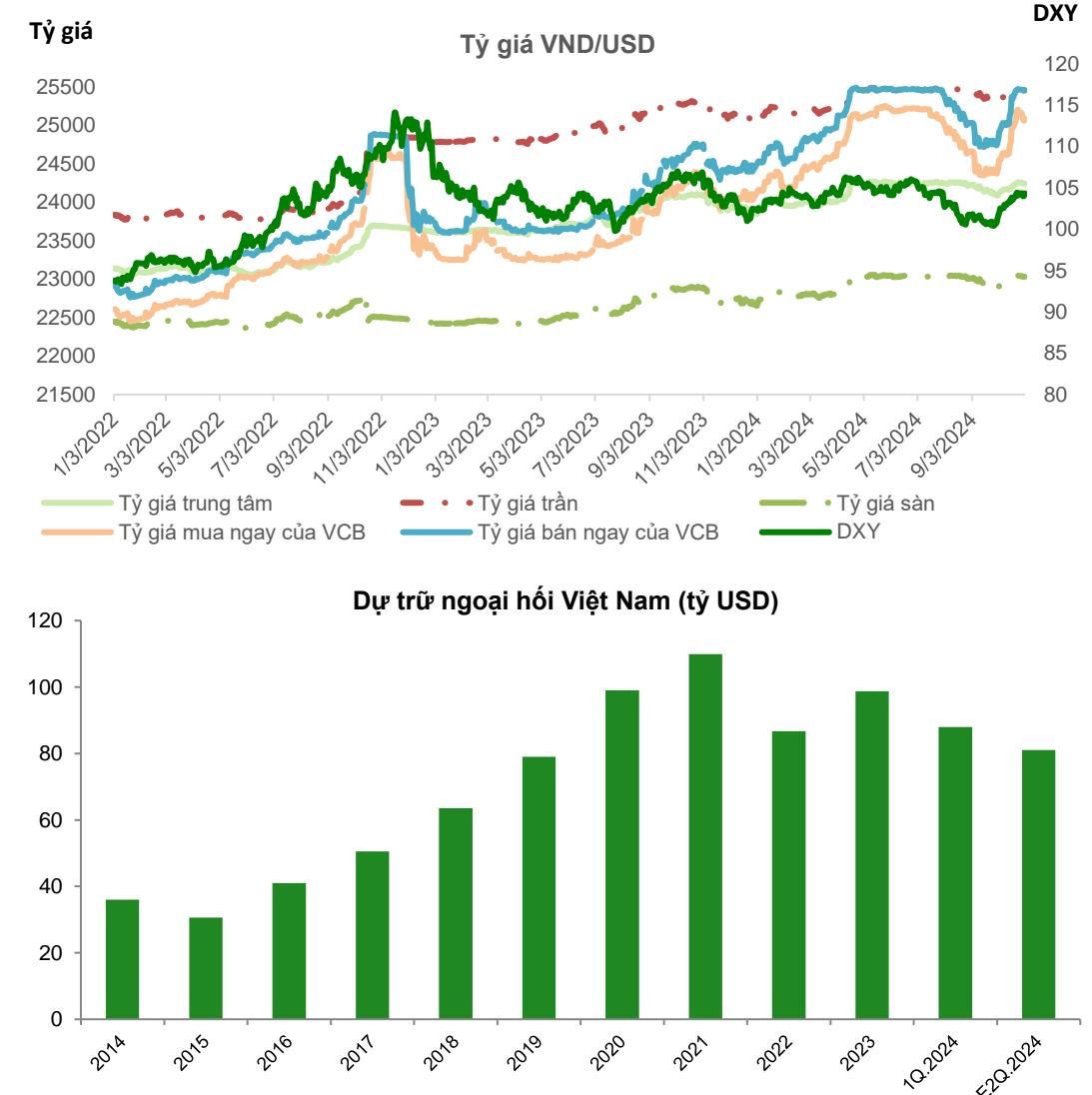
Trong năm 2025, chúng tôi vẫn quan sát thấy những áp lực nhất định lên tỷ giá

- Chỉ số sức mạnh USD (DXY) có thể duy trì ở ngưỡng cao. Xu hướng chính của các NHTW trên thế giới là hạ lãi suất và kích thích tăng trưởng kinh tế, tuy nhiên, mức độ cắt giảm sẽ tùy thuộc vào bối cảnh từng quốc gia. Trong đó, thị trường lao động và khu vực dịch vụ của Mỹ vẫn khá khả quan; theo đó, có thể Fed sẽ trì hoãn việc cắt giảm lãi suất hơn so với kỳ vọng, kéo theo sức mạnh USD cao hơn so với các đồng tiền khác.
- Các xung đột địa chính trị kéo theo nhu cầu đầu tư vào các tài sản trú ẩn an toàn và theo đó, USD có thể là tài sản được ưu tiên lựa chọn.

Mặc dù vậy, thị trường ngoại hối có thể ghi nhận những yếu tố tích cực

- Xu hướng nới lỏng CSTT của các NHTW trên thế giới, dòng tiền vẫn tìm đến các quốc gia đảm bảo được ổn định kinh tế vĩ mô như Việt Nam.
- Kiều hối tiếp tục là điểm sáng của dòng vốn ngoại tệ trong năm 2025 khi liên tục duy trì trên ngưỡng 13 tỷ USD trong 3 năm trở lại đây.
- Đi kèm với đó, cán cân thương mại đạt sẽ tiếp tục dự báo thặng dư lớn trong bối cảnh các nền kinh tế lớn phục hồi
- Trước áp lực tỷ giá, nhà quản lý với bộ máy nhân sự đã ổn định, có thể thực hiện những chính sách điều hành mạnh mẽ hơn nhằm hướng tới mục tiêu ổn định thị trường ngoại tệ, cũng như chính sách thu hút dòng vốn đầu tư trong thời gian tới.

Sức mạnh đồng USD vẫn là yếu tố gây áp lực chính đối với tỷ giá. VCBS đánh giá nhiều khả năng DXY sẽ tiếp tục duy trì ở ngưỡng cao và có thể kéo dài hơn dự kiến, VND được dự báo giảm giá tương đối so với đồng USD với mức biến động hợp lý khoảng 3% cho cả năm 2025



Tăng trưởng tín dụng

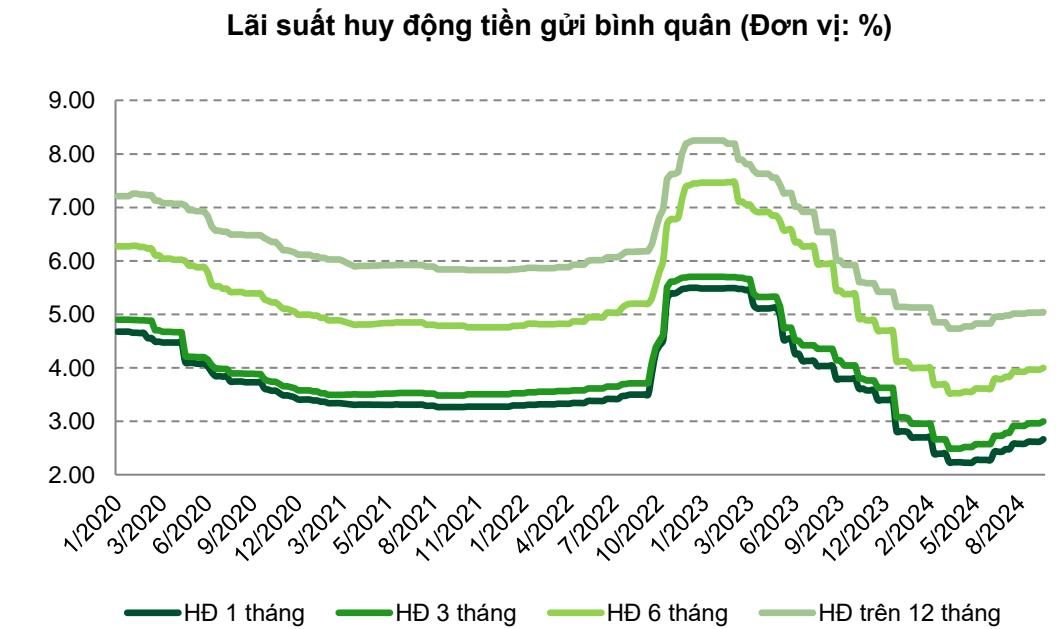
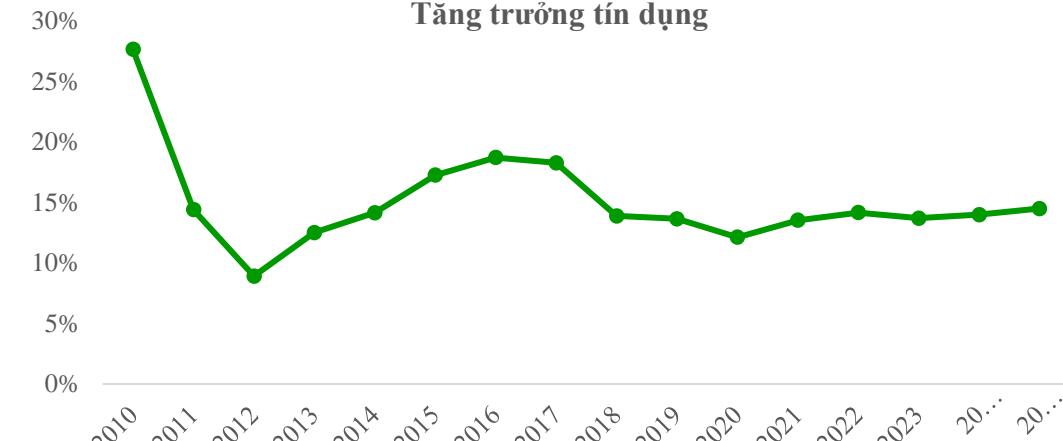
Tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 dự kiến sẽ duy trì ở mức ổn định từ 12-14%, nhờ vào nhu cầu vốn tăng từ các doanh nghiệp và tiêu dùng cá nhân, cũng như sự hỗ trợ từ các chính sách của Chính phủ. Tuy nhiên, NHNN sẽ tiếp tục điều hành một cách thận trọng, đảm bảo chất lượng tín dụng và kiểm soát rủi ro, nhằm tránh các tác động tiêu cực đến nền kinh tế, đặc biệt là nguy cơ lạm phát và nợ xấu.

Kỳ vọng mặt bằng lãi suất huy động ổn định đi ngang

- ✓ Quá trình hạ lãi suất, nói lỏng chính sách tiền tệ cẩn các NHTW đang bắt đầu và sẽ tiếp diễn
- ✓ Với triển vọng tăng trưởng khả quan, lạm phát hoàn toàn nằm trong khả năng kiểm soát, tạo dư địa cho NHNN điều hành CSTT, đảm bảo các yếu tố ổn định.
- ✓ Nhu cầu tín dụng từ các doanh nghiệp và hộ gia đình được dự báo không có sự biến động mạnh, các ngân hàng có thể tiếp tục giữ lãi suất huy động ở mức ổn định để duy trì khả năng cung ứng tín dụng mà không làm ảnh hưởng đến chi phí vốn.
- ✓ **Yếu tố cần theo dõi:** Áp lực tỷ giá, nếu có, có thể khiến nhà điều hành sử dụng các công cụ điều tiết linh hoạt theo từng bước. Ngoài ra, áp lực tăng tại LSHĐ có thể xuất hiện vào cuối năm, khi ngân hàng thường đẩy mạnh cho vay; mặc dù vậy, chúng tôi nhận định áp lực này nếu có sẽ không lớn.

Kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở ngưỡng thấp; tuy nhiên, vẫn có sự phân hóa

- ✓ Chất lượng tín dụng và LSCV vẫn được NHNN theo dõi sát sao thông qua các báo cáo lãi suất. Theo đó, VCBS kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay trung bình tiếp tục được duy trì ở mức thấp nhằm hỗ trợ doanh nghiệp theo định hướng của Chính phủ.
- ✓ Mặc dù vậy, biến động của lãi suất cho vay vẫn có sự phân hóa giữa các ngành nghề và một số doanh nghiệp. Các doanh nghiệp có lịch sử tín dụng yếu có thể vẫn sẽ gặp khó khăn trong việc tiếp cận tín dụng, thậm chí phải chấp nhận một mức lãi suất cao hơn. Một số doanh nghiệp bất động sản có thể chịu yêu cầu khó khăn nhất định.



Nguồn: Các NHTM, VCBS Research

**TĂNG
TRƯỞNG GDP**

Rủi ro địa chính trị



Chính sách tiền tệ
đảm bảo các yếu tố
 ổn định

TỶ GIÁ

Giảm giá ~3%

Lạm phát hạ nhiệt

Lãi suất được kỳ
vọng đi ngang

-

~7% - 7,5%

**LÃI SUẤT****LẠM PHÁT**Lạm phát trung
bình <4%

Giá hàng hóa ổn
định hơn so với
giai đoạn trước

MỤC LỤC

CHẮC TAY CHÈO – VƯỢT GIÔNG BÃO



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

03

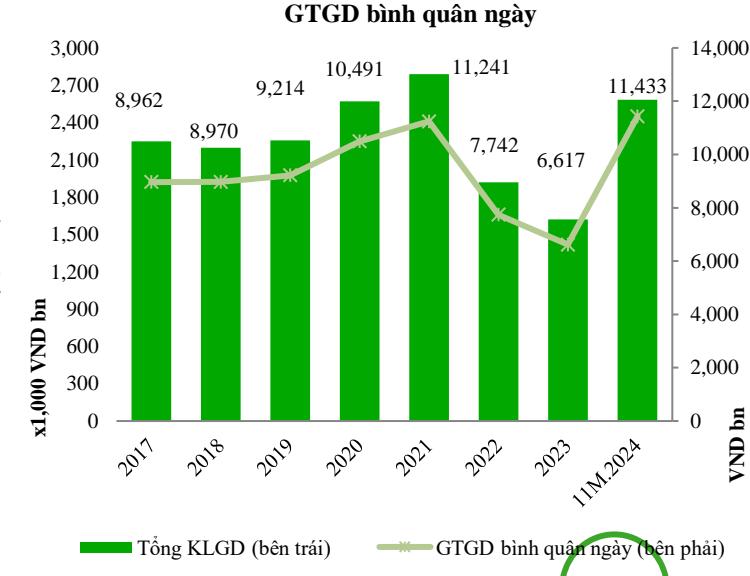
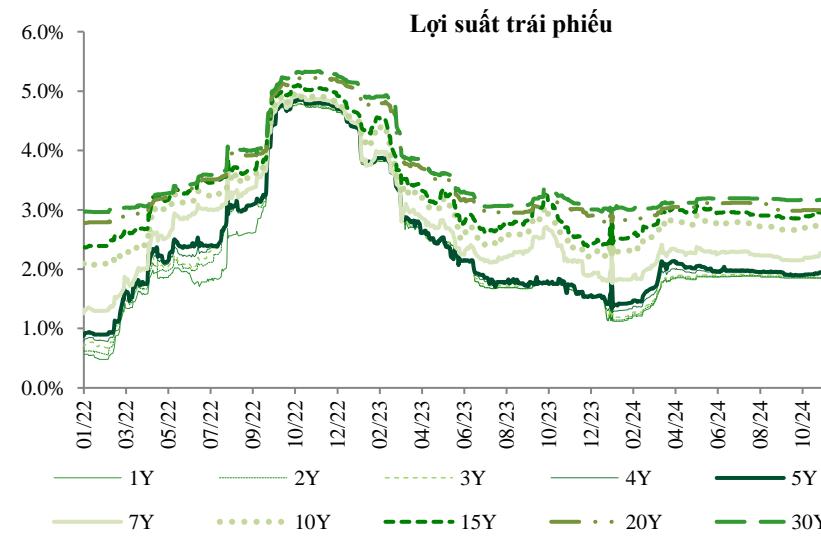
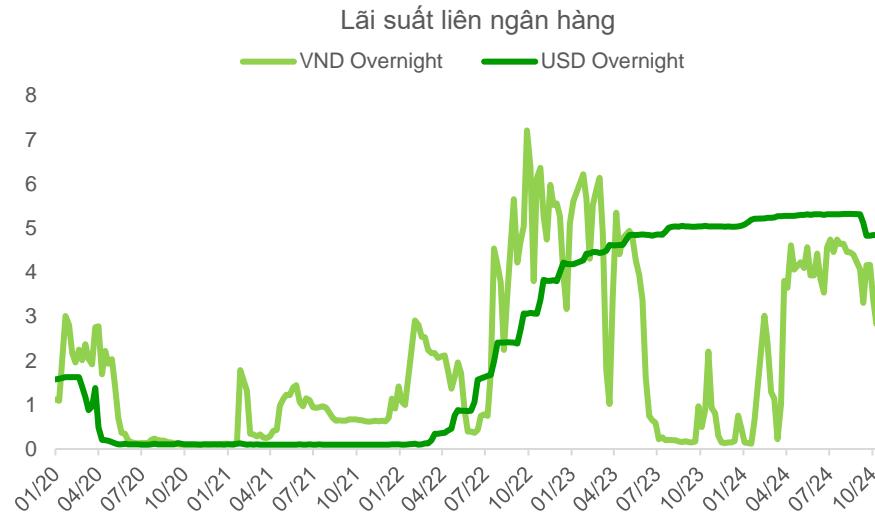
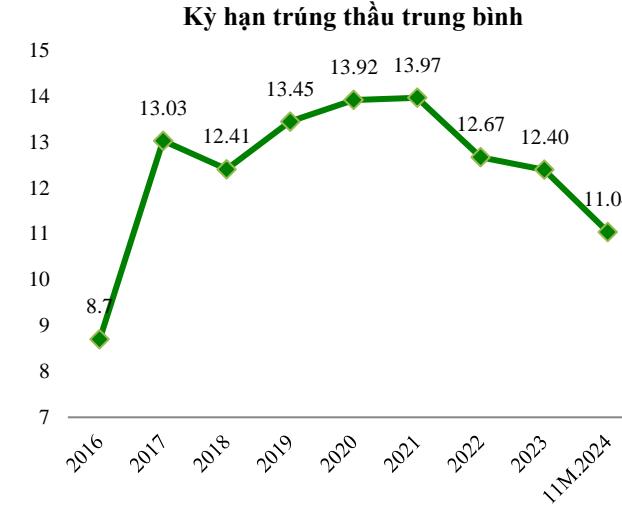
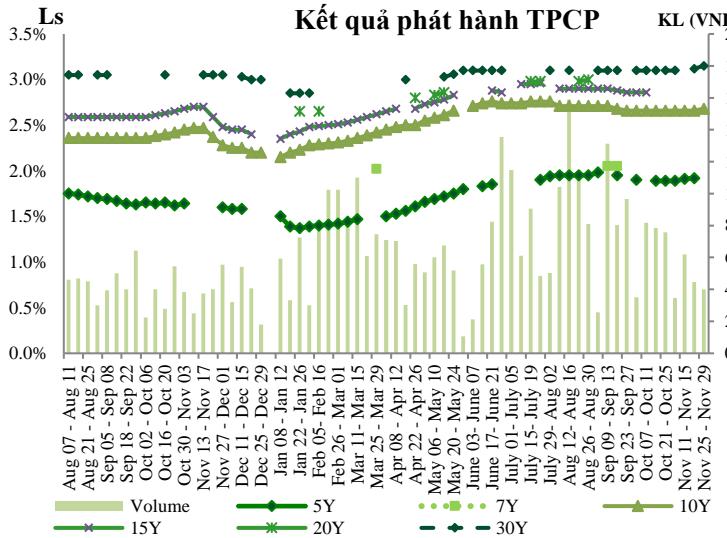
THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

04

DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

LỢI SUẤT NHÍCH TĂNG TRONG NỬA ĐẦU NĂM, VÀ SAU ĐÓ ĐI NGANG TRONG PHẦN CÒN LẠI CỦA NĂM

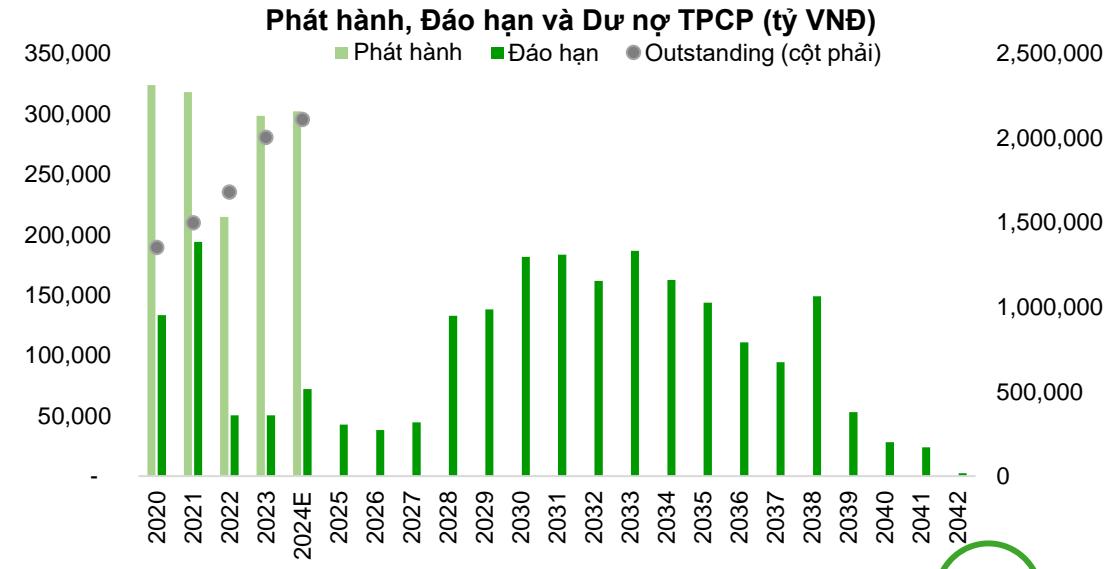
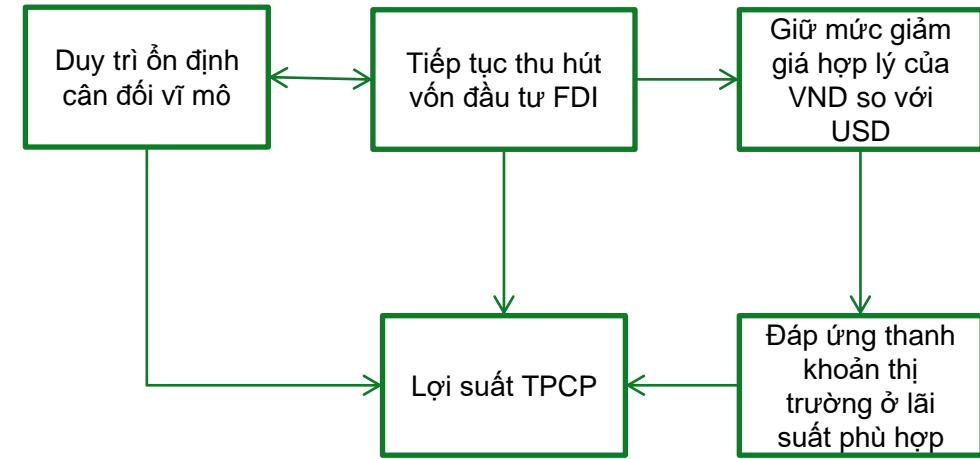
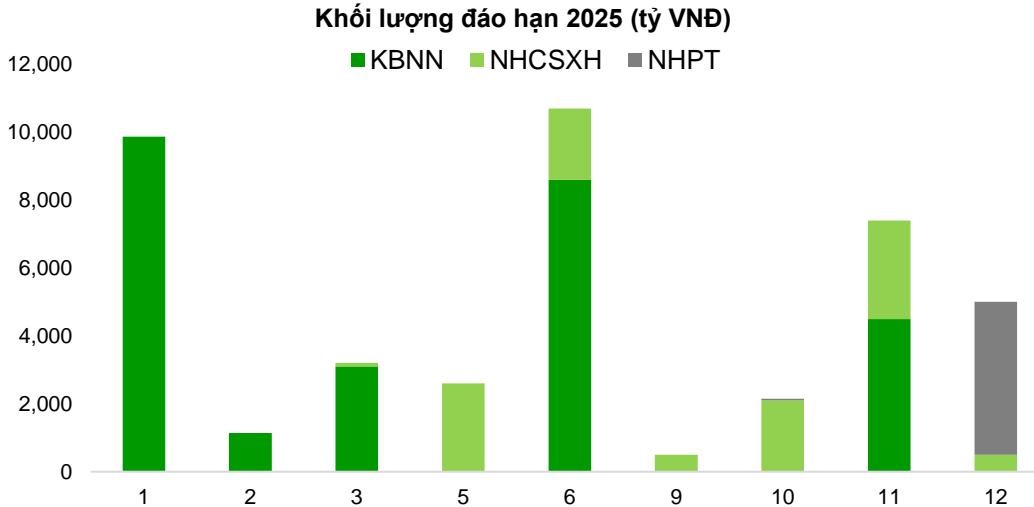
- Trong 11 tháng đầu năm, 323.006 tỷ VNĐ (80.8% KH 2024) trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp. Kỳ hạn trung thầu trung bình ~11 năm.
- 2,583,862 tỷ VNĐ giao dịch trên thị trường thứ cấp tương ứng thanh khoản trung bình ~ 11,433.02 tỷ đồng. Thanh khoản thị trường bắt tăng trở lại sau giai đoạn thanh khoản thắt chặt 2022-2023.
- Lợi suất nhích tăng trong nửa đầu năm, trong đó kỳ hạn thanh khoản 10-15Y tăng khoảng 50 điểm cơ bản.
- Diễn biến của Lợi suất trái phiếu chủ yếu do: (i) Trong giai đoạn áp lực tỷ giá thường trực, NHNN đã thu hẹp thanh khoản liên ngân hàng, định hướng lãi suất liên ngân hàng lên mặt bằng cao hơn, giảm áp lực tỷ giá, (ii) tâm lý các thành viên trên thị trường thận trọng quan sát động thái điều hành của các NHTW lớn trên thế giới và NHNN.



Thanh khoản liên ngân hàng được kỳ vọng ở trạng thái tích cực, lợi suất trái phiếu còn dư địa giảm nhẹ

- ❖ Xu hướng hạ lãi suất, nới lỏng chính sách tiền tệ của NHTW trên thế giới, giúp cho chi vay đi với khoản vay nước ngoài rẻ hơn so với năm 2024.
- ❖ Về phía cung, KBNN có áp lực phát hành lớn hơn do mức dự toán chi đầu tư phát triển tăng, trong đó đầu tư công tiếp tục là mục tiêu chính của Chính phủ trong năm 2025. Mặc dù vậy, khối lượng đáo hạn trái phiếu năm 2025 tương đối thấp.
- ❖ Về phía cầu: nhu cầu đầu tư trái phiếu Chính phủ vẫn ở mức tương đối cao và hoàn toàn có thể cân đối được nhu cầu phát hành kể trên.
- ❖ Thanh khoản hệ thống ngân hàng nhìn chung được kỳ vọng ở trạng thái tích cực, kéo theo xu hướng giảm nhẹ của lãi suất liên ngân hàng.

=> **Dự báo mặt bằng lợi suất trái phiếu còn dư địa giảm nhẹ**, tuy nhiên, trong xu hướng giảm chung, vẫn có thể ghi nhận áp lực tăng ngắn hạn xung quanh các sự kiện và biến động lớn.

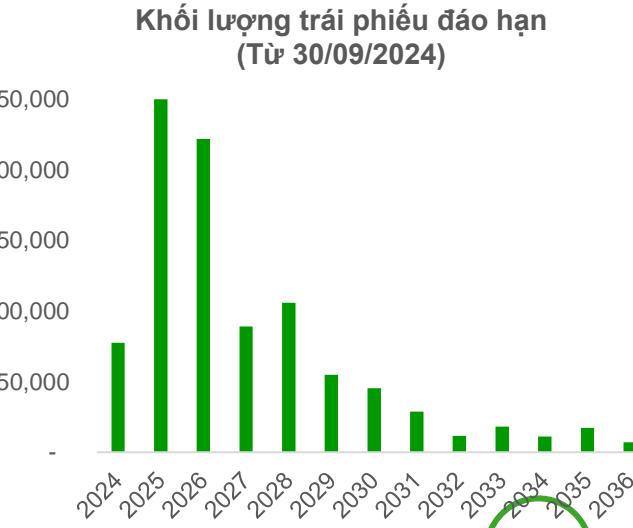
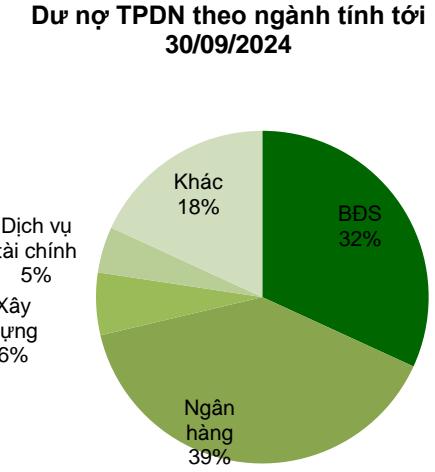
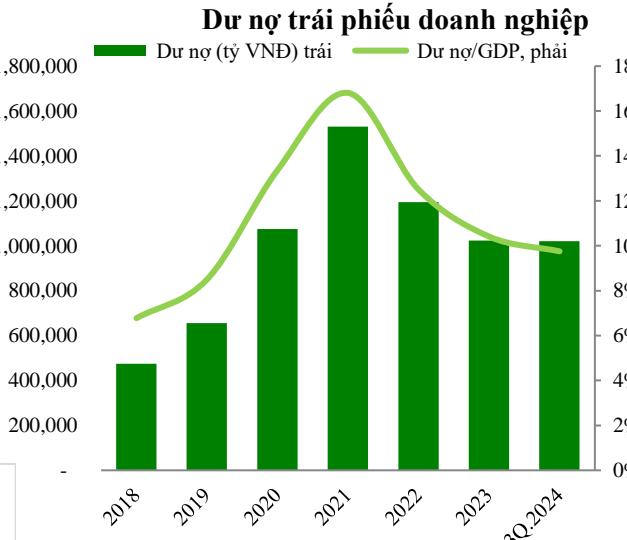
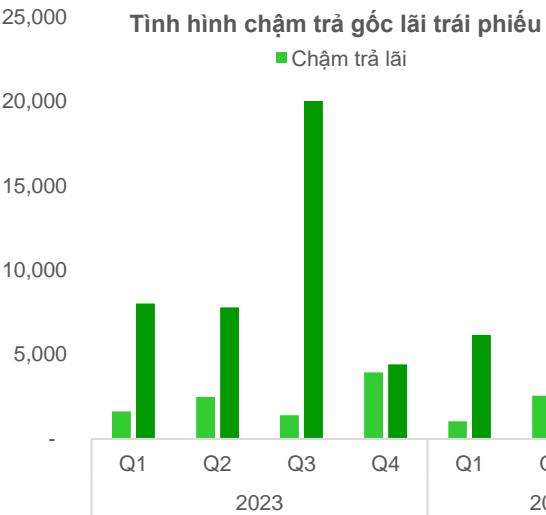
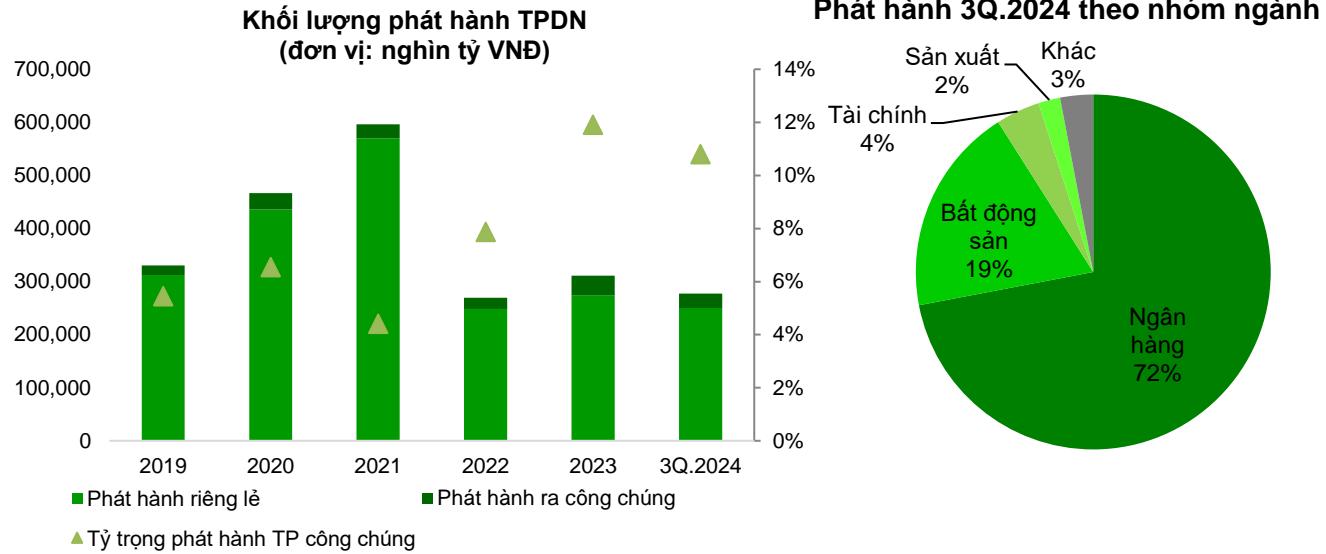


Source: HNX, VCBS compiles

Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn. Thị trường giao dịch thứ cấp vẫn hành ổn định

- Khối lượng phát hành trong năm 2024 chủ yếu đến từ các ngân hàng (70%).
- Việc chậm thanh toán gốc và lãi vẫn tiếp diễn. Tuy nhiên, hiện tượng này đang diễn ra với tốc độ chậm hơn.
- Áp lực trái phiếu đáo hạn đáng kể trong giai đoạn 2025-2026. Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn theo hướng kéo dài thời gian đáo hạn, điều chỉnh lãi suất hợp lý với diễn biến mặt bằng lãi suất cho vay.

Quy mô thị trường dần bước vào giai đoạn ổn định. Quá trình tái cơ cấu tiếp diễn với nghị định 08 trong bối cảnh thuận lợi hơn nhờ lãi suất vẫn đang ở mặt bằng thấp, thị trường trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thứ cấp dần đi vào ổn định với lượng trái phiếu niêm yết và thanh khoản tăng.



MỤC LỤC



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

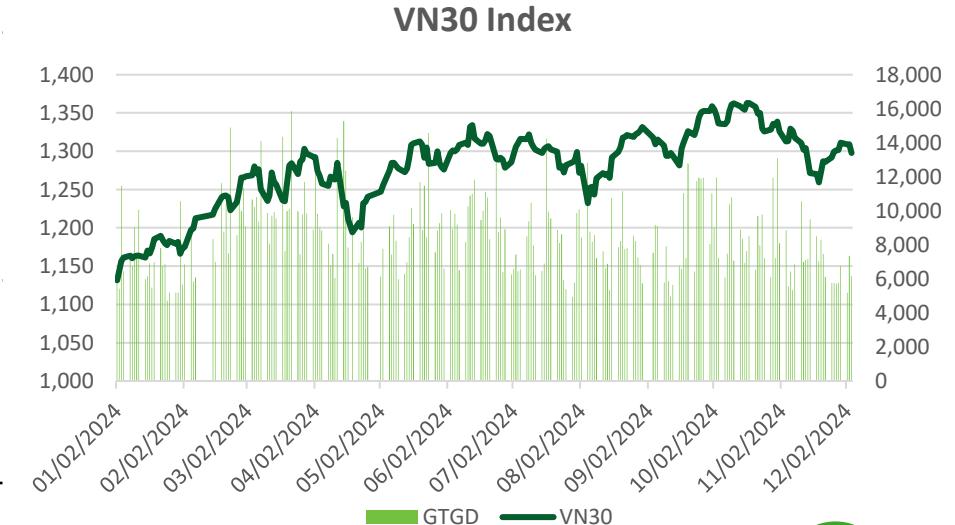
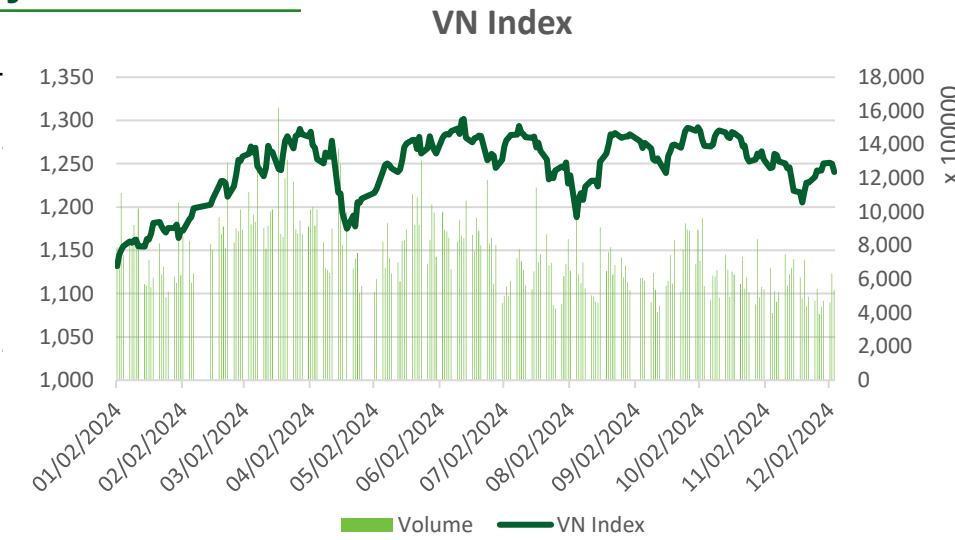
THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

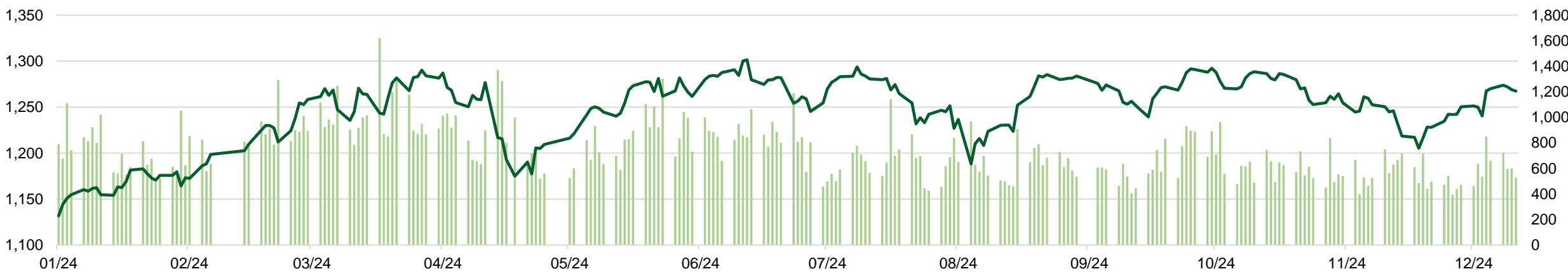
03

DOANH NGHIỆP TRIỀN VỌNG

Bảng tổng hợp số liệu về VN Index, VN30, Thị trường phái sinh, Chứng quyền năm 2024

Chỉ số	Biến động chỉ số	% thay đổi	Chi tiết
VN Index	1128.32 – 1305.83	+ 10.5%	VN Index có diễn biến hồi phục về mặt điểm số so với năm 2023 với GTGD tăng 15.5% yoy, tuy nhiên KLGD giảm hơn 7% yoy
VN30	1126.57 – 1373.66	+15.9%	VN30 ghi nhận diễn biến có phần tích cực hơn so với năm 2023 khi tăng ở cả GTGD (+34% yoy) và KLGD (+19.4% yoy)
Phái sinh	1126.4 – 1378.0	+ 16%	GTGD ở thị trường phái sinh năm 2024 đạt hơn 27,4 tỷ VND, tăng xấp xỉ 5.4% yoy, tuy nhiên KLGD lại ghi nhận giảm gần 9% yoy
Chứng quyền	309 mã chứng quyền giao dịch trong năm 2024, tương ứng với 20 TSCS	Số mã chứng quyền giao dịch năm 2024 giảm gần 27% so với năm 2023	Tính đến ngày 4/12, có 77 mã chứng quyền đang giao dịch dựa trên 17 TSCS



Thị trường trở nên nhạy cảm hơn với những sự kiện kinh tế chính trị trong nước và quốc tế hơn bao giờ hết**Q1.2024**

SBV định hướng tăng trưởng tín dụng 15% và giao từ đầu năm
Quốc hội thông qua dự thảo Luật Đất đai và Luật Các tổ chức tín dụng sửa đổi
SBV thực hiện hút ròng thông qua tín phiếu từ 11/3
UBCK ban hành dự thảo prefunding, dự kiến KRX vận hành từ 2/5, (nhưng thất bại)

Q2.2024

SBV can thiệp nhằm bình ổn thị trường vàng

Q3.2024

Bão Yagi đổ bộ miền Bắc
NHNN tiến hành bơm ròng trên thị trường mở
NHNN hạ lãi suất tín phiếu trên OMO

Q4.2024

Quốc hội thông qua các dự án Luật sửa đổi (Luật Chứng khoán; Luật Đất đai)

Trong nước**Quốc tế**

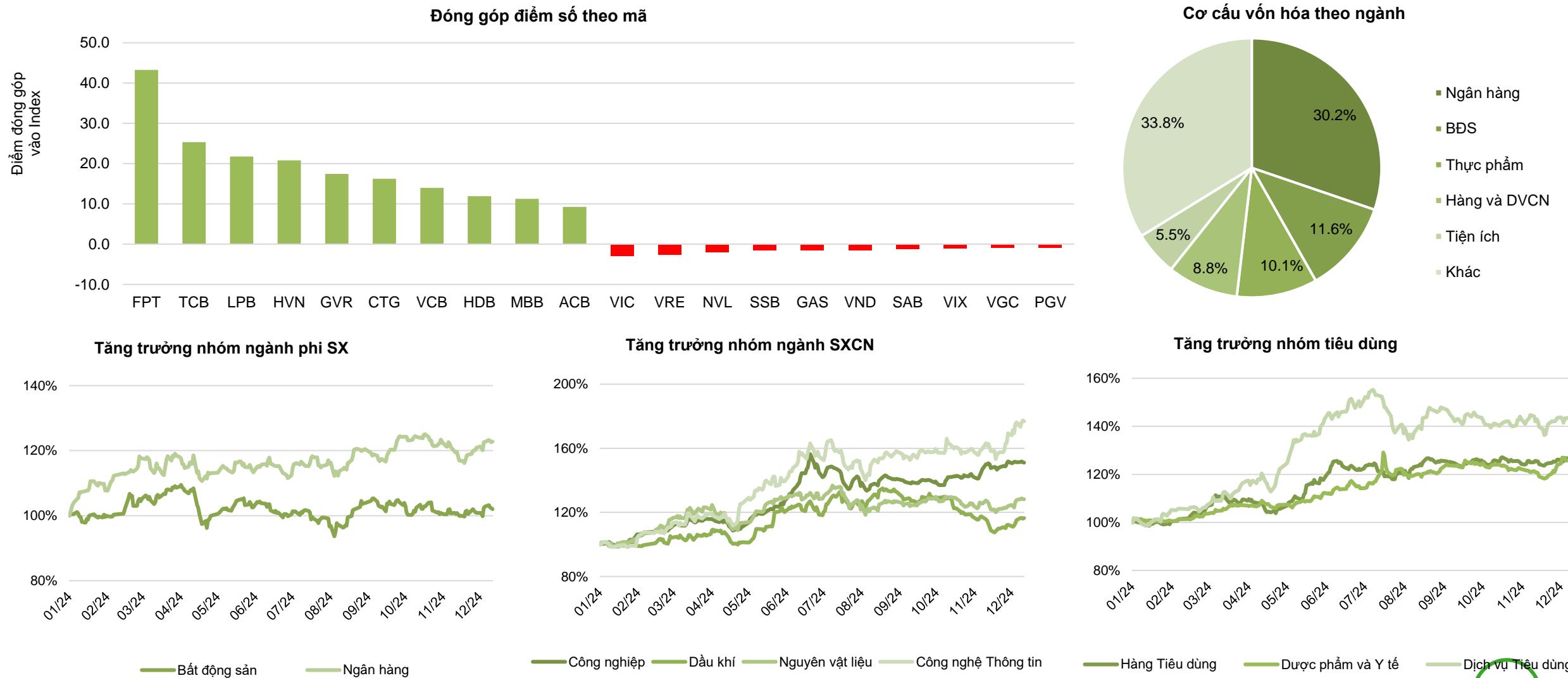
Thị trường thế giới đạt đỉnh
Fed duy trì lãi suất cao
TTCK thế giới điều chỉnh

Xung đột leo thang ở Trung Đông
FED giữ nguyên lãi suất trong kỳ họp tháng 5
ECB giảm lãi suất tiền gửi

Mỹ công bố số liệu việc làm yếu kém
Fed cắt 50bps lãi suất, dự báo cắt thêm 50-75bps cuối năm

Fed cắt thêm 25bps
Donald Trump trúng cử TT Mỹ
DXY tăng mạnh

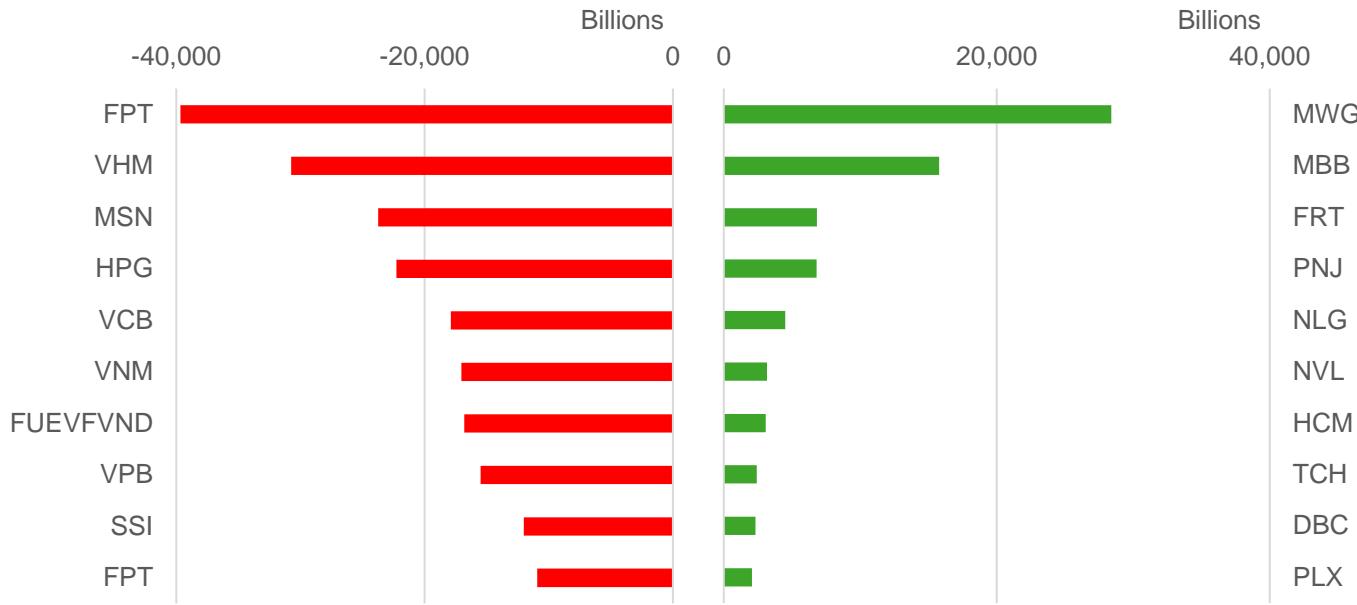
Toàn cảnh thị trường: Ngân hàng, công nghệ dẫn sóng, BĐS hầu như không tăng trưởng.



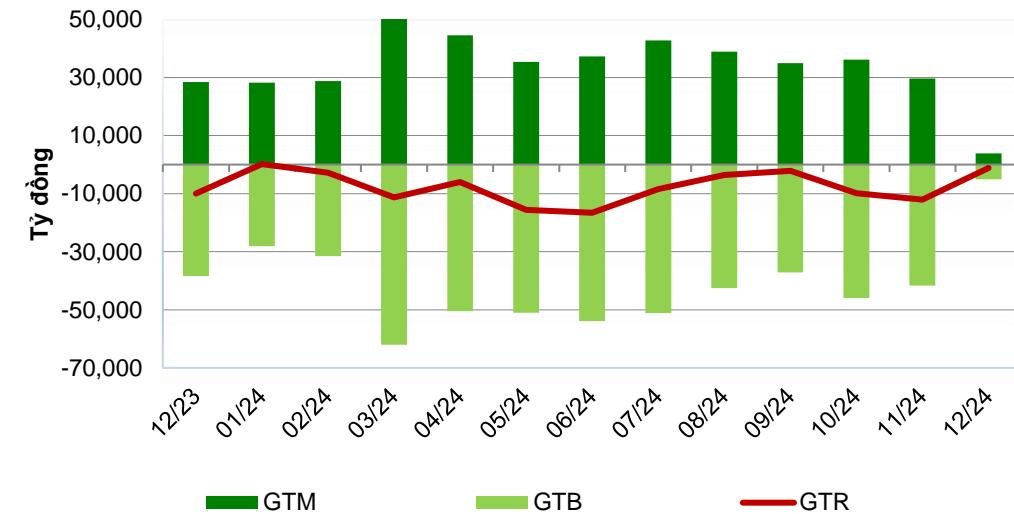
Chuyển động dòng tiền: NĐT ngoại bán ròng liên tiếp trong cả năm 2024

- Trước sức ép mạnh mẽ từ tỷ giá, khôi ngoại liên tục bán ròng trong 3 quý đầu năm với tổng giá trị bán lên tới 144 ngàn tỷ, tập trung chủ yếu ở các mã cổ phiếu Bluechip ngành Ngân hàng, Thực phẩm, và CNTT.
- Giá trị rút ròng tại các quỹ ngoại cũng khá đáng chú ý, tập trung tại các quỹ ETF (Diamond, VN30, Fubon) và quỹ chủ động (VEIL, VOF,...)

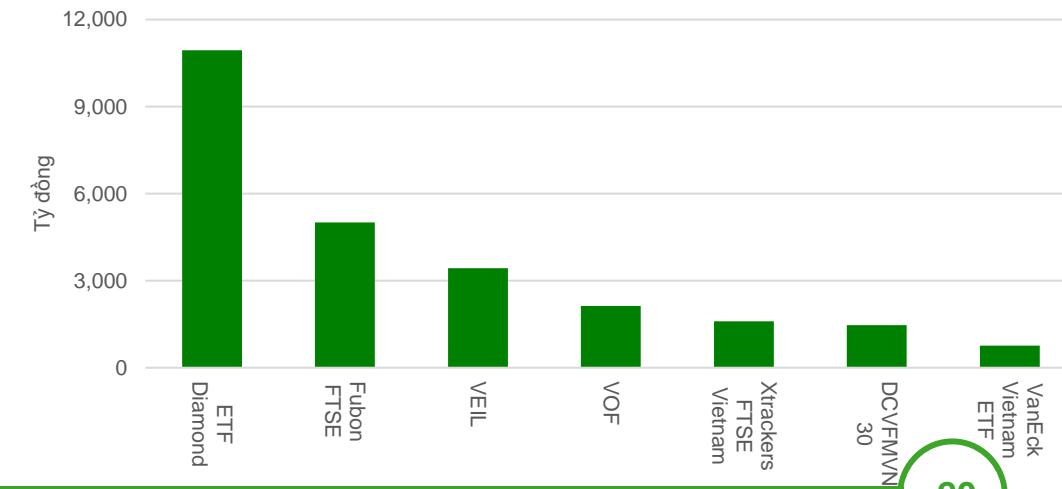
Giá trị mua bán ròng của khôi ngoại theo mã cổ phiếu



Diễn biến mua bán ròng khôi ngoại



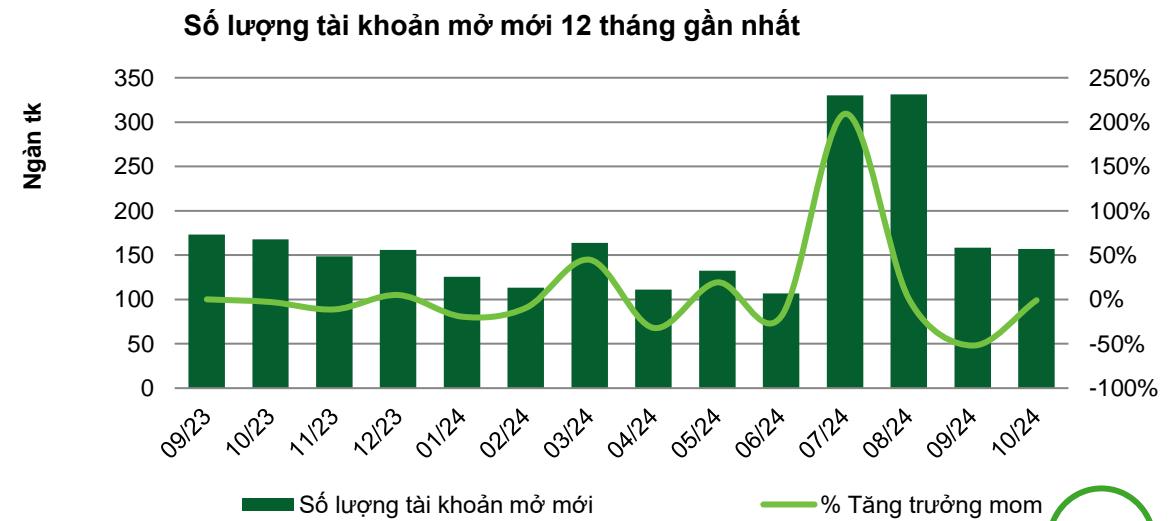
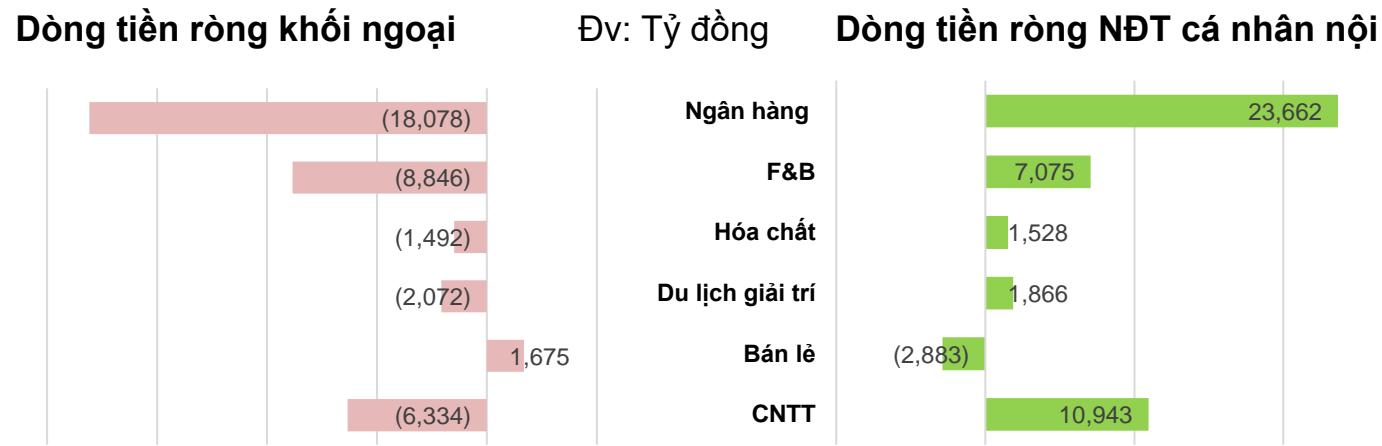
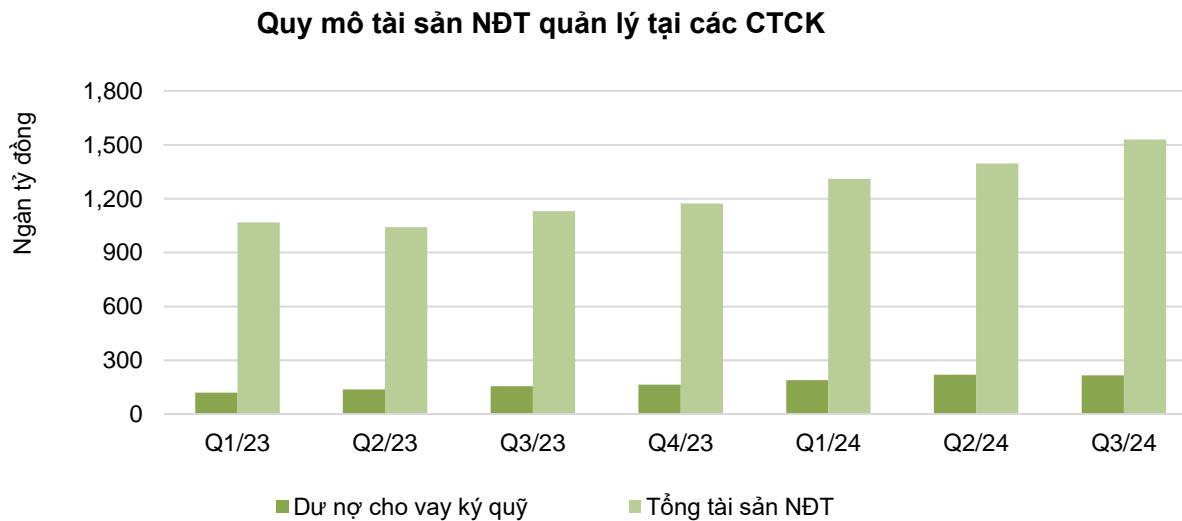
Giá trị rút ròng tại các quỹ lớn trong 2024



Nguồn: FiinPro-X, VCBS tổng hợp

Chuyển động dòng tiền: NĐT nội hấp thụ toàn bộ lực bán từ khói ngoại, và tiếp tục có xu hướng gia tăng thêm

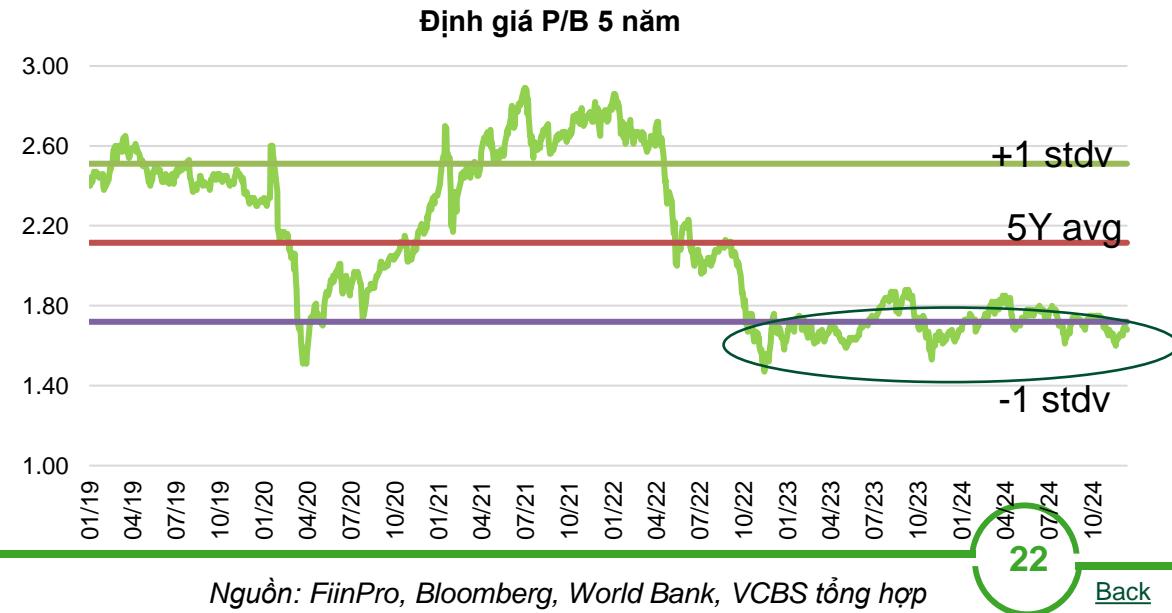
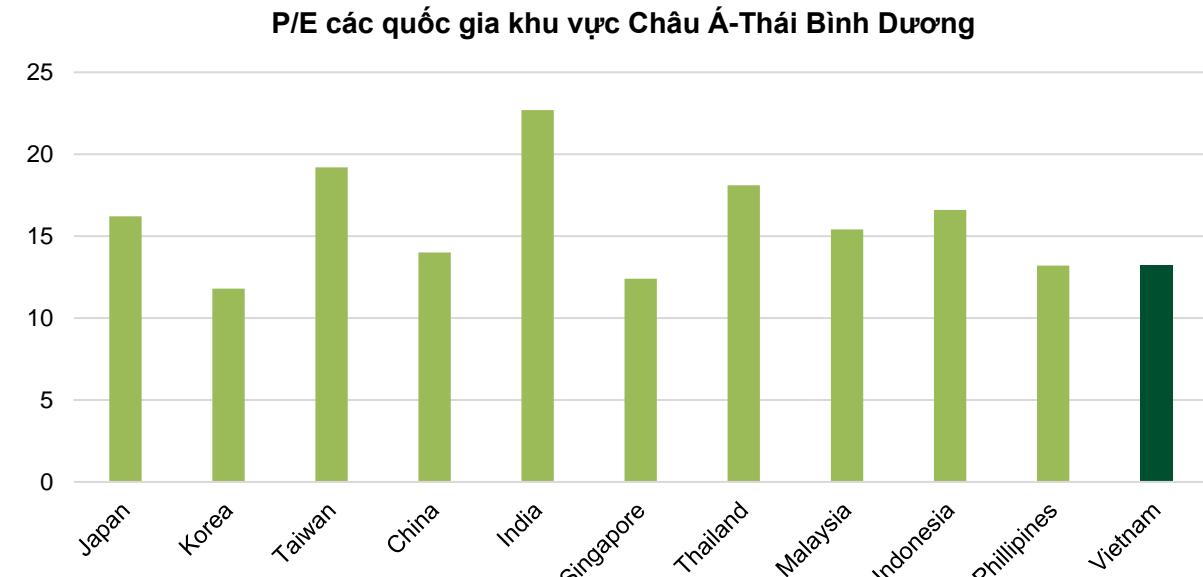
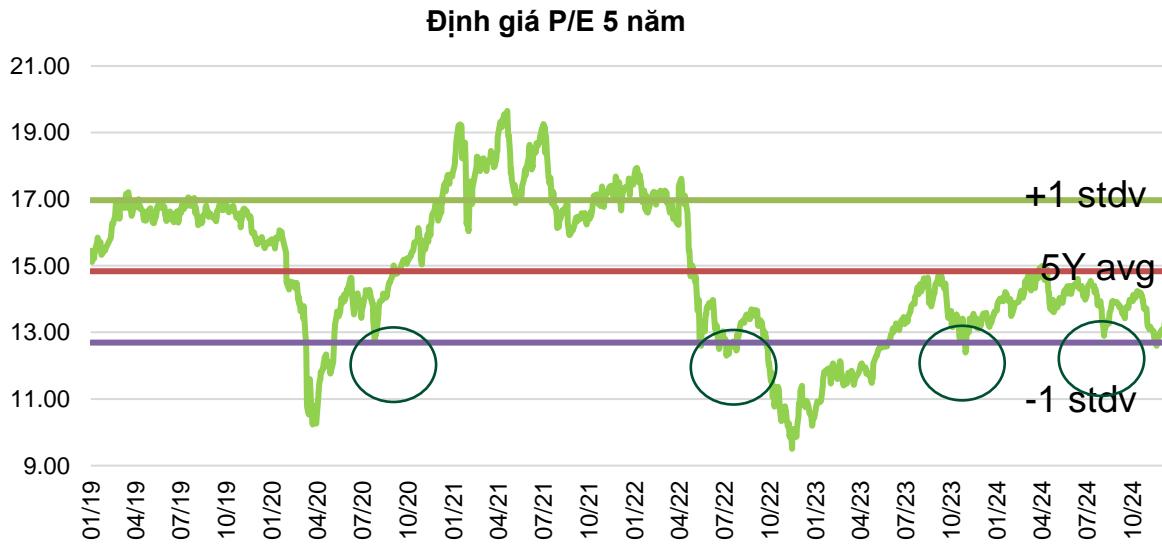
- ➡ Dòng tiền từ NĐT cá nhân nội là động lực hỗ trợ thị trường, hầu như cân đối hoàn toàn lực bán của NĐT ngoại. Trong đó, dòng tiền của NĐT nội đổ vào nhóm ngành ngân hàng và công nghệ thông tin vượt xa giá trị bán của khói ngoại.
- ➡ Theo thống kê của chúng tôi tới cuối tháng 9/2024:
 - Tổng số tài khoản mở mới tăng khoảng 1,6 triệu sv cuối năm 2023.
 - Tổng tài sản của NĐT tại các CTCK ước tăng 30% ytd, loại bỏ yếu tố giá +14%, tổng số tài sản ròng của NĐT đã tăng thêm gần 16% .
 - Dư nợ cho vay ký quỹ tiếp tục duy trì ở mức cao kỷ lục (~216 ngàn tỷ đồng, +31% ytd).



Nguồn: FiinPro-X, VCBS tổng hợp

Định giá thị trường Việt Nam vẫn hấp dẫn

- Hiện VNIndex đang giao dịch ở mức P/E 13.2x, khá thấp so với bình quân khu vực (~15x), và dưới 1 lần độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm (5Y avg – 1 stdv).
- Vùng 5Y avg – 1 stdv thường được coi là mốc hỗ trợ đầu tiên cho P/E của thị trường. Trong 5 năm vừa qua Index đã 5 lần chạm vào mốc này sau đó hồi phục trở lại vùng 5Y avg.
- Vnindex đang giao dịch quanh vùng 5Y – 1stdv của P/B. Mốc P/B này đang thể hiện rõ là vùng hỗ trợ khá cứng cho P/B của Index.

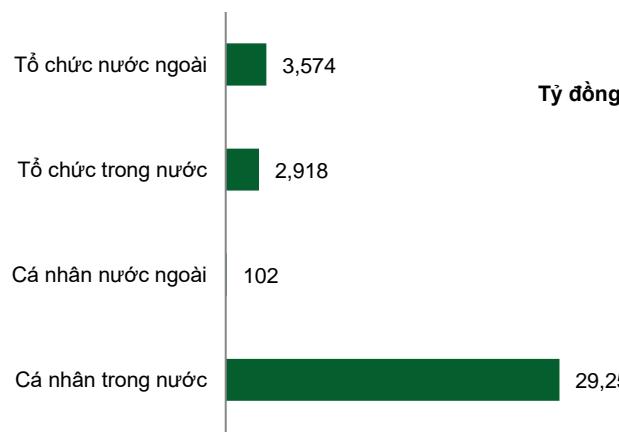


Nguồn: FiinPro, Bloomberg, World Bank, VCBS tổng hợp

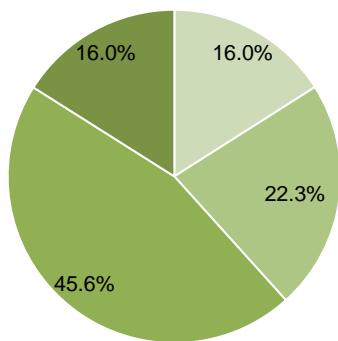
Giao dịch ảm đạm, thanh khoản thị trường thu hẹp.

- Tính trong giai đoạn Q3.2024, khối lượng giao dịch bình quân đạt 755 triệu cổ phiếu, giảm -25% so với quý trước và giảm -34% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị giao dịch bình quân/phân vị đạt 18.613 tỷ đồng, giảm -26% so với quý trước và giảm -24% so với cùng kỳ.
- Tổ chức nước ngoài chiếm 11% tổng giá trị giao dịch trên thị trường, tăng so với quý trước về tỷ lệ và giảm về giá trị tuyệt đối và tiếp tục bán ròng mạnh trong năm vừa qua. Nguyên nhân đến từ 1) Tỷ giá biến động bất lợi do DXY tăng mạnh; 2) Dòng tiền rút về Mỹ đón đầu xu hướng tăng giá cổ phiếu, crypto. NĐT NN có thể sẽ chưa đổ tiền trở lại trong bối cảnh thị trường đầu tư tại các quốc gia phát triển vẫn đang rất hấp dẫn sau khi tổng thống Donald Trump mới đắc cử, ngoài ra các cơ hội trên thị trường cũng phân hóa và khó khăn để tìm kiếm cơ hội rõ ràng.

Tổng GTGD (mua + bán) trung bình ngày trong 12 tháng gần nhất

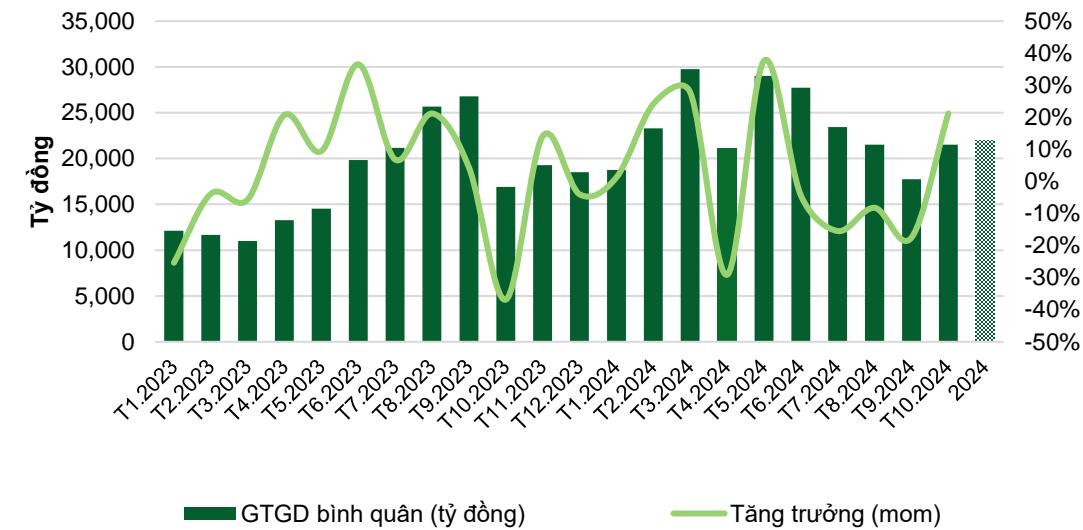


Cơ cấu dòng tiền theo ngành

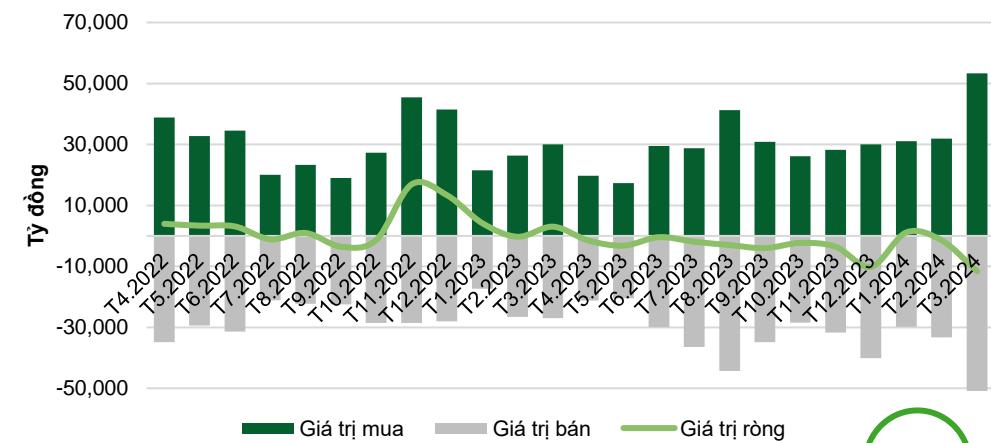


■ Công nghệ Thông tin ■ Thực phẩm và đồ uống ■ Ngân hàng ■ Khác

Thanh khoản thị trường



Tổng GTGD khói ngoại trên cả 3 sàn HSX, HNX và UPCOM (tỷ VND)





Mỗi thời kỳ chuyển giao sẽ mang lại những đột phá trong chính sách điều hành, tạo ra động lực cho thị trường



Chính phủ & các chính sách tài khóa nổi bật

Năm 2006 - 2016

Tăng chi tiêu công có chọn lọc,
Đầu tư hạ tầng
Giảm thuế hỗ trợ doanh nghiệp

Năm 2016 – 2021

Tăng cường giám sát và quản lý
các khoản vay ODA, giảm bội chi
ngân sách

Năm 2021 - 2026

Gói hỗ trợ kinh tế GĐ Covid
Gói kích thích: giảm 2% lãi suất
cho vay, đầu tư chuyển đổi số

NHNN & các chính sách tiền tệ nổi bật

08/2021 – 04/2016

Áp trần lãi suất huy động
Bình ổn thị trường vàng
Tái cơ cấu ngành ngân hàng
Thành lập VAMC
Triển khai cơ chế điều hành tỷ
giá trung tâm

04/2016 – 10/2020

Vận hành linh hoạt chính sách tỷ
giá thả nổi có kiểm soát (tỷ giá
trung tâm)
Kiểm soát tốt lạm phát
Tăng cường xử lý nợ xấu

11/2020 - Nay

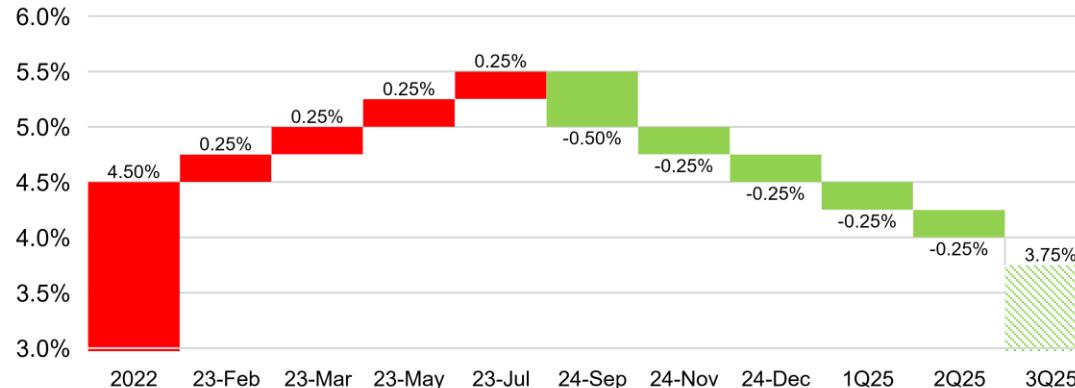
Điều hành linh hoạt biên độ kiểm
soát tỷ giá và thị trường liên ngân
hàng
Can thiệp mạnh mẽ bình ổn thị
trường ngoại hối và vàng



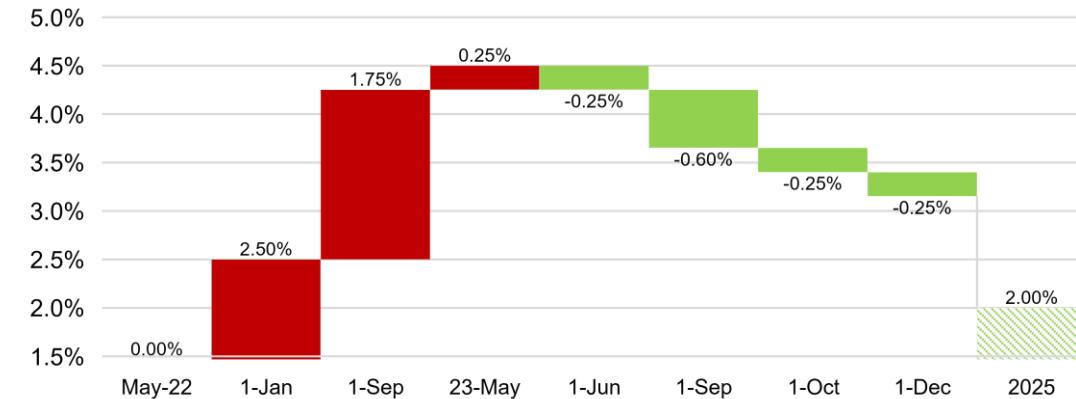
Xu hướng nới lỏng tiền tệ thế giới & dư địa nới lỏng tài khóa trong nước tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng

Xu hướng nới lỏng tiền tệ tại các nền kinh tế lớn sẽ tiếp tục trong 2025

Fed được dự báo sẽ có 3 lần cắt giảm trong 2025

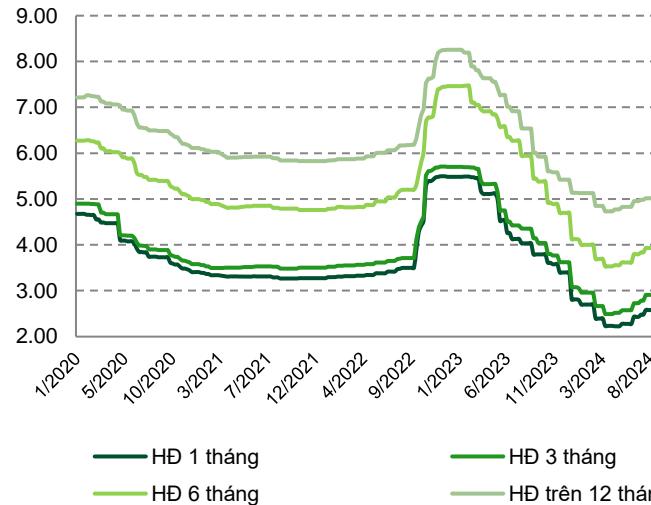


ECB lên kế hoạch giảm LS về 2%



Mặc dù CSTT không còn dư địa, song tài khóa vẫn còn nhiều không gian để mở rộng

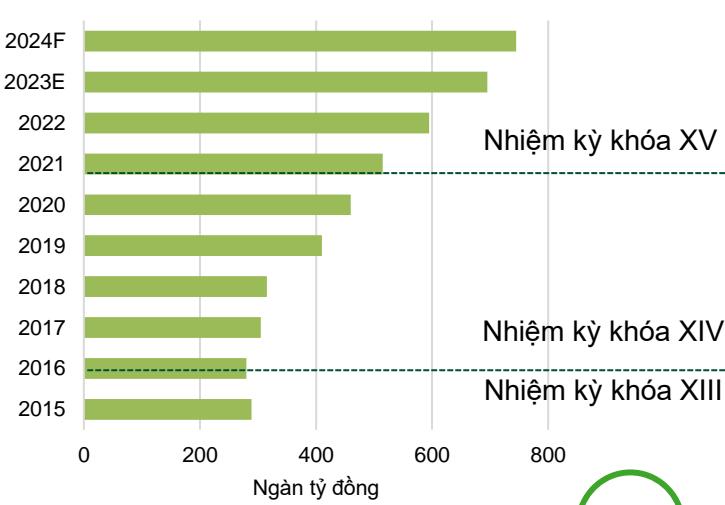
Lãi suất huy động đã ở mức thấp, khó có thể giảm thêm



Bội chi NSNN về mức gần thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây



Đầu tư công thường được đẩy mạnh vào những năm cuối nhiệm kỳ



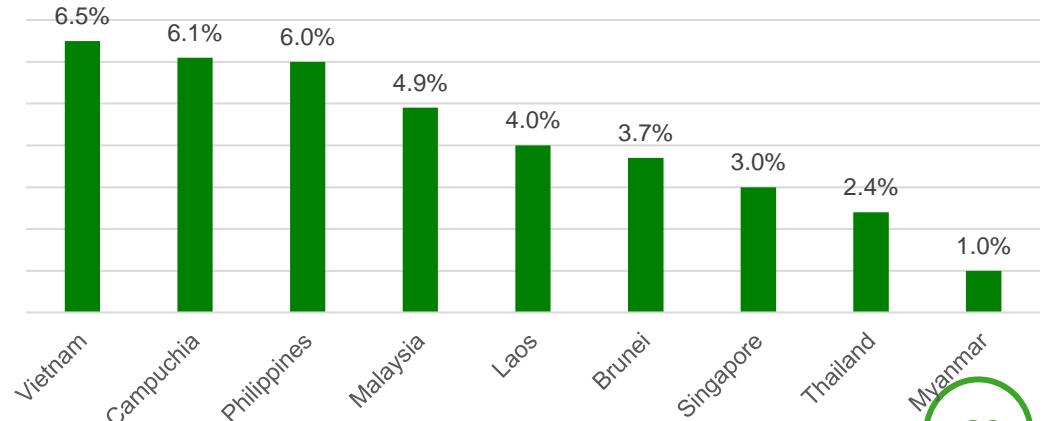
Bối cảnh chính trị ổn định – Động thái quyết liệt từ chính phủ

- Bối cảnh chính trị của Việt Nam trở nên ổn định với đội ngũ lãnh đạo tài năng mới và sự giảm dần của các cuộc chống tham nhũng mạnh mẽ, gây tác động tích cực đến hiệu quả kinh tế quốc gia và tâm lý NĐT như trong năm 2023 và nửa đầu năm 2024.
- Động thái của chính phủ tập trung chuyển hướng sang phát triển mạnh kinh tế thông qua 2 trụ cột chính:
- ❖ **Cải cách khuôn khổ pháp lý, tinh giản hoạt động chính phủ:** khi đơn giản hóa quy trình pháp lý để đẩy nhanh tốc độ, tiết giảm chi phí vận hành và thực hiện tái cơ cấu, sáp nhập các bộ ngành để tối ưu hóa nhân lực biên chế, quản lý nhà nước hiệu quả. Các sửa đổi pháp lý quan trọng được thông qua trong Kỳ họp Quốc hội thứ 8 bao gồm: Luật Chứng khoán, Luật Đầu tư công, Luật Điện lực, Luật Thuế giá trị gia tăng (VAT).
- ❖ **Nỗ lực ngoại giao:** thúc đẩy FDI, trở thành đối tác chiến lược toàn diện với 8 quốc gia lớn, đa dạng hóa thương mại thay vì phụ thuộc vào 1-2 quốc gia như Trung Quốc và Mỹ.
- Việt Nam đã và đang dần cho thấy bước chuyển mình mạnh mẽ trong nỗ lực tăng trưởng kinh tế khi GDP năm 2024 được dự báo đứng đầu khu vực ASEAN (theo World Bank), đem đến kỳ vọng chinh phục các đỉnh cao mới trên TTCK VN.

8 nước VN ký kết trở đổi tác chiến lược toàn diện

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

GDP forecast in 2024





Nâng hạng thị trường: Câu chuyện dần trở nên hấp dẫn

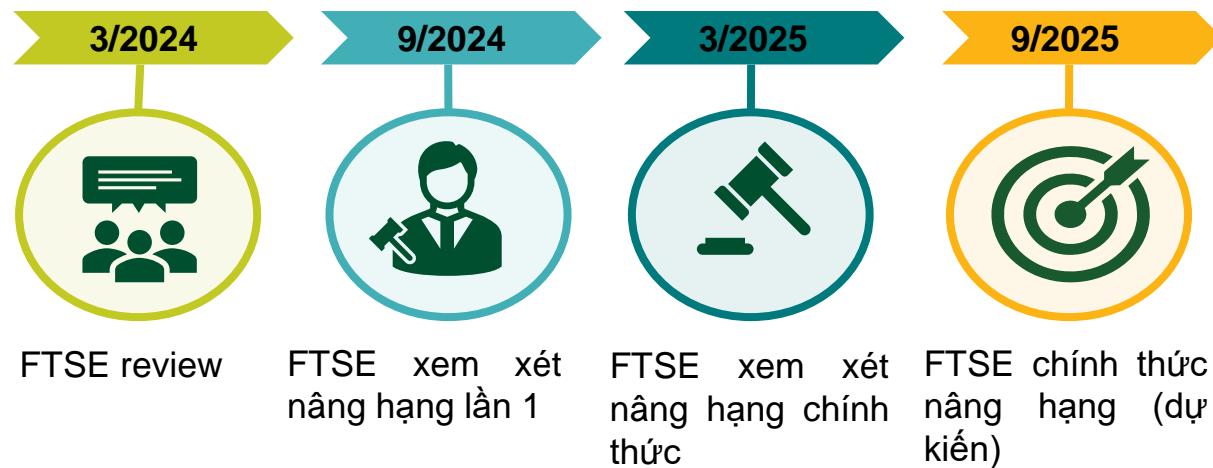
Chỉ số các TTCK cận biên thường tăng trước khi nâng hạng 1 năm, sau đó điều chỉnh



Biến động chỉ số CK Qatar 2013-2015



Thời điểm Việt Nam được FTSE nâng hạng (Dự kiến tháng 9/2025)
gần (Dự kiến tháng 9/2025)



Việt Nam đã hoàn thành 7/9 tiêu chí nâng hạng của FTSE



7/9

Tiêu chí Pre-Funding đã hoàn thiện cơ chế bởi Bộ Tài chính, đang chờ FTSE review

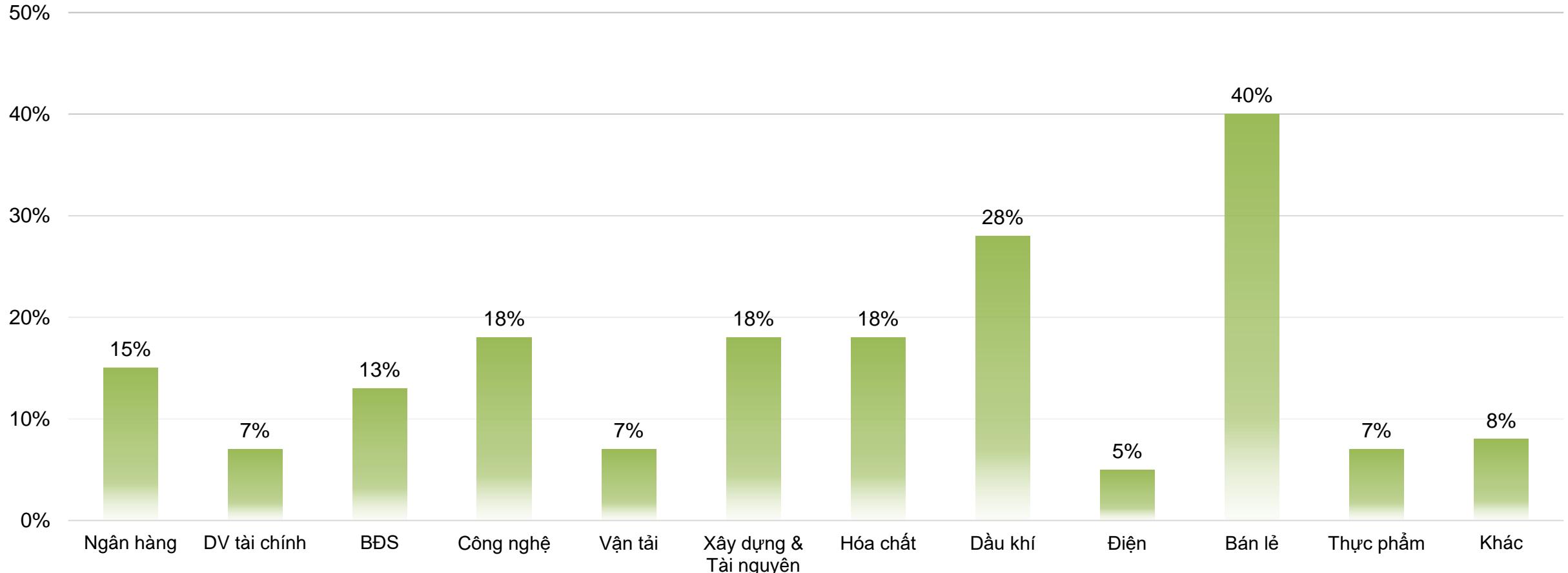


Tiêu chí Chi phí giao dịch thất bại vẫn đang trong quá trình xây dựng.



Lợi nhuận toàn thị trường được dự báo tăng trưởng 12% với động lực từ ngân hàng và bất động sản

DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG THEO NGÀNH



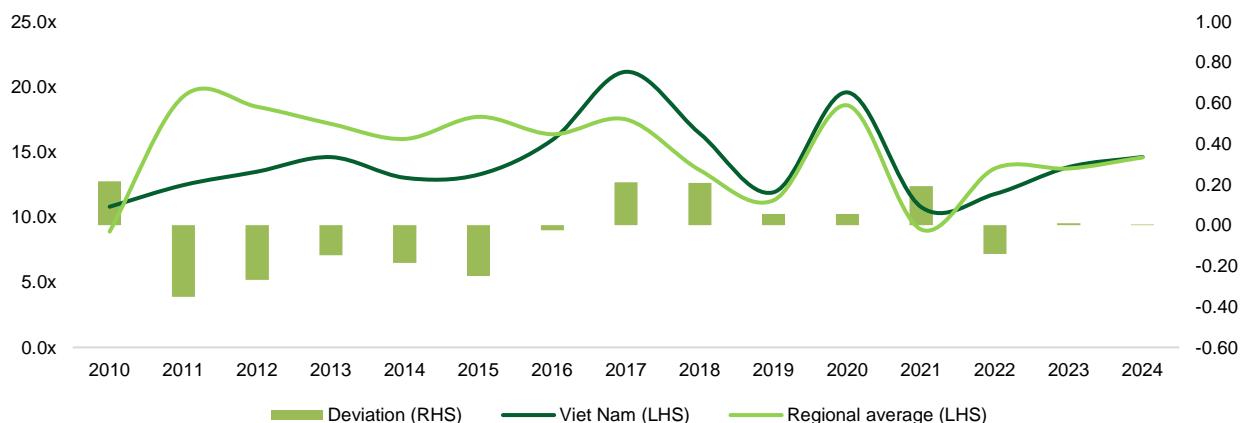


Dự báo chỉ số VN-Index có thể đạt tới 1.555 điểm

- Chúng tôi sử dụng mức trung bình điều hòa của P/E khu vực Châu Á – Thái Bình Dương làm tham chiếu so sánh để xác định mức định giá của thị trường Việt Nam.
- Trong những năm trở lại đây, VN-Index **đang được định giá tương đương mặt bằng bình quân khu vực**. Theo đó, chúng tôi đưa ra ước tính P/E của VN sẽ dao động ở vùng 13.9x – 15.3x trong năm 2024.
- Với kịch bản cơ sở, **Chỉ số VN-Index được dự báo có thể đạt 1.555 điểm** với P/E của VN-Index đạt 14,6x và EPS thị trường +12%. Với kịch bản khả quan, chỉ số có thể đạt 1.663 điểm với kỳ vọng nâng hạng thị trường.

	EPS	11%	12%	13%	14%
P/E	13.9x	1,464	1,477	1,491	1,504
	14.6x	1,541	1,555	1,569	1,583
	15.3x	1,618	1,663	1,647	1,662

P/E của Việt Nam và chênh lệch với khu vực



Thống kê P/E khu vực năm 2024

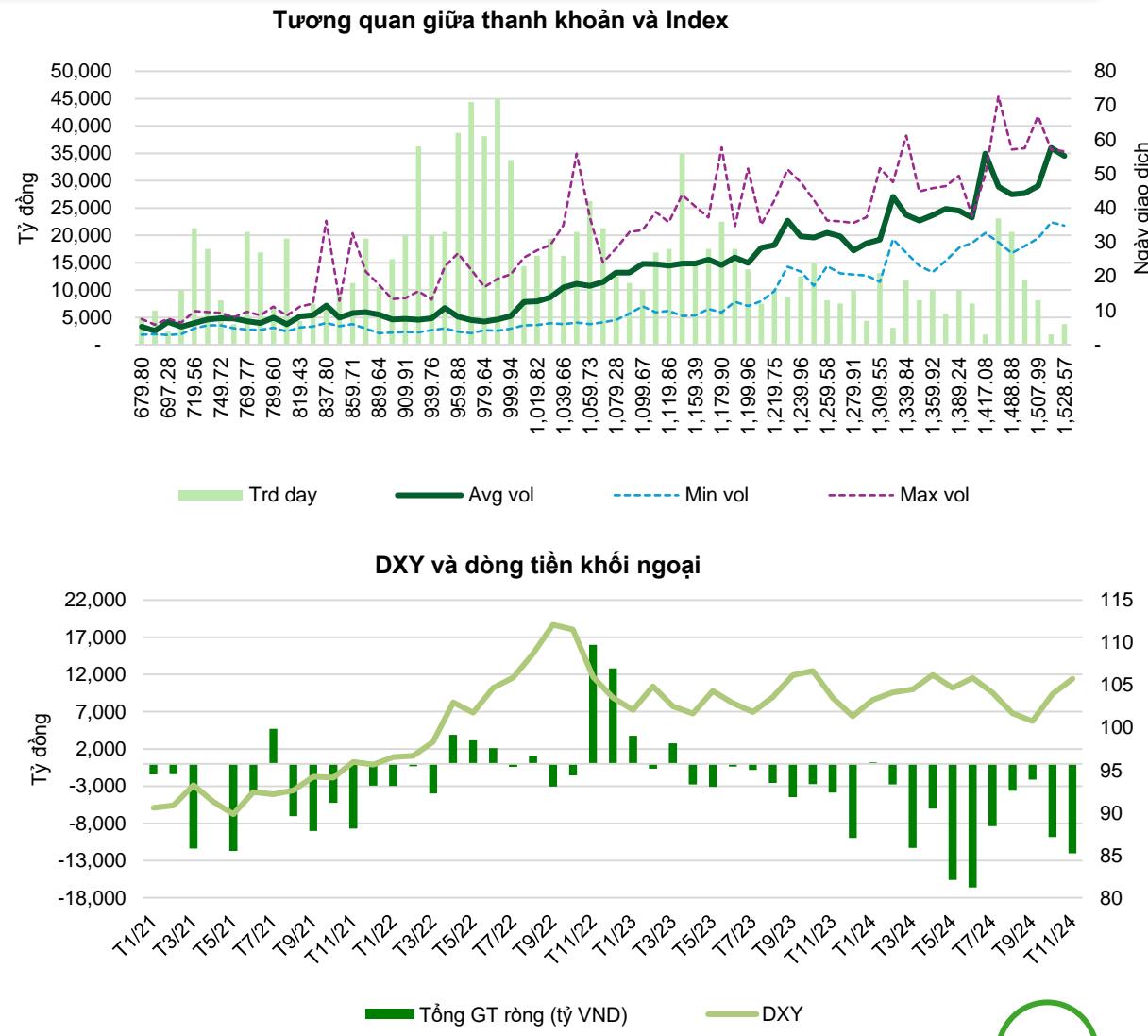
Quốc gia	P/E
Việt Nam	14,6x
Thái Lan	19,8x
Singapore	13,9x
Malaysia	14,7x
Indonesia	15,5x
Thượng Hải	16,1x
Nhật Bản	18,8x
Hàn Quốc	11,6x
Hồng Kông	10,5x
P/E trung bình điều hòa khu vực	14,6x
Chênh lệch Việt Nam/khu vực	0%

Nguồn: FinnPro, Bloomberg



Thanh khoản được dự báo tăng cùng chỉ số cùng những yếu tố hỗ trợ như nâng hạng và các thương vụ chuyển sàn

- Chúng tôi dự báo thanh khoản thị trường có thể đạt 29.500 – 30.500 tỷ đồng/phíên cho cả 3 sàn, với mức tăng tập trung kể từ giữa quý 2/2025, nhờ những đóng góp đến từ
 - Với kỳ vọng index đạt 1.555 điểm, vốn hóa toàn thị trường dự kiến tăng 20%-25%, và giá trị giao dịch được kỳ vọng tăng tương ứng. Dựa trên thống kê trong quá khứ, tương quan giữa GTGD và điểm số index lên tới 94%.
 - Với việc DXY ổn định, kỳ vọng duy trì ở mức cao, chúng tôi cho rằng xu hướng rút ròng của khối ngoại vẫn có thể diễn ra, song ở mức thấp hơn so với 2024, với ước tính đạt 450 tỷ đồng/phíên.
 - Với việc được FTSE nâng hạng lên emerging market, TTCK Việt Nam có thể đón dòng tiền ròng lên tới 1,3 – 1,5 tỷ USD trong quý 3/2025 (trước thềm nâng hạng).
 - Việc chuyển sàn của BSR và MCH có thể giúp giao dịch trên HOSE sôi động hơn. Đồng thời BSR và MCH đều nâng room ngoại lên lần lượt 49% và 50%. Đây hầu như là những cổ phiếu vốn hóa lớn, vị thế cao trong ngành, có thể thu hút thêm nhà đầu tư ngoại tham gia thị trường.



Nguồn: FiinPro, VCBS tổng hợp

1. Chiến lược theo nhóm ngành

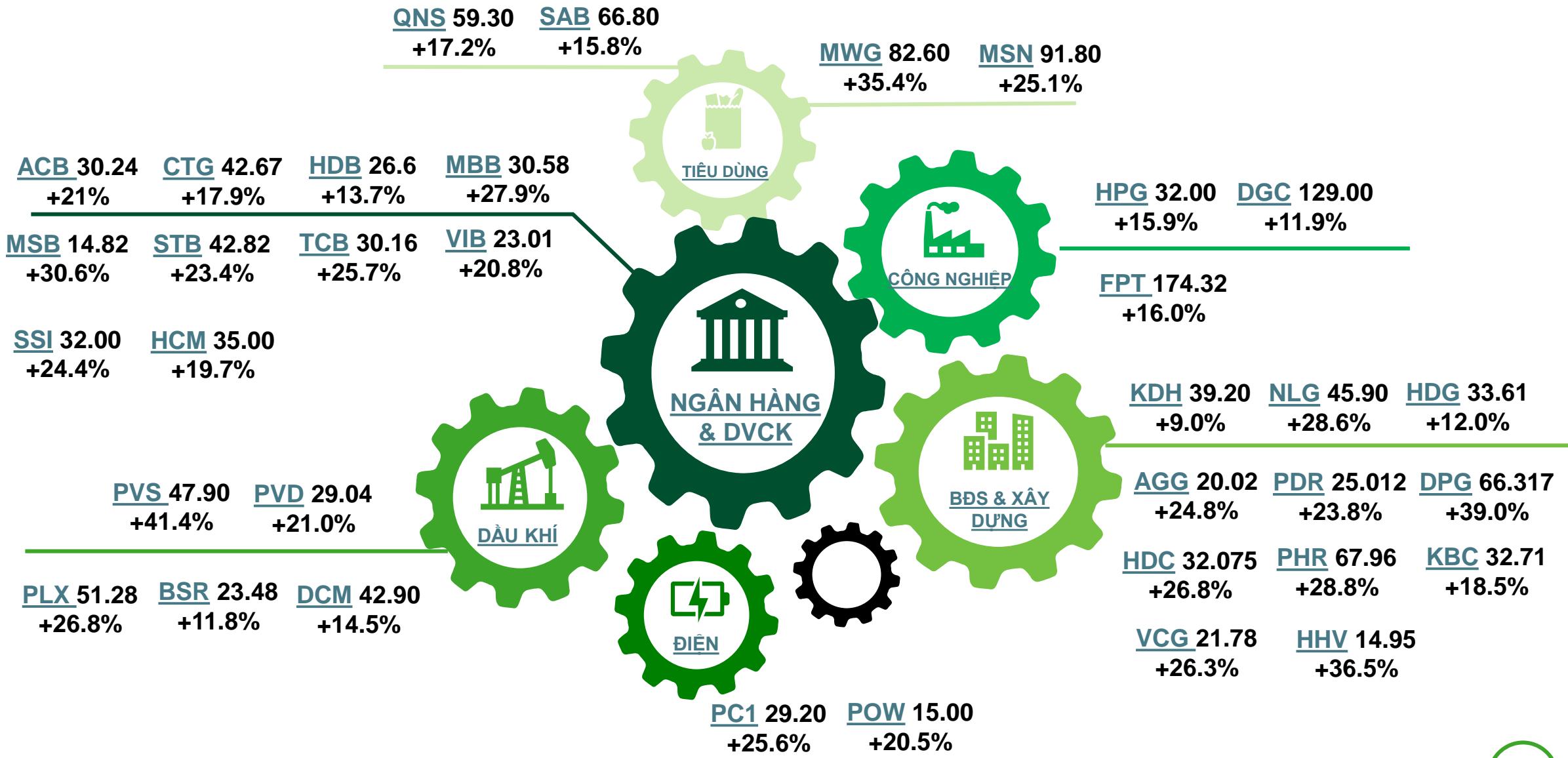
Ngành	Chi tiết
 BDS dân dụng	Thị trường được hỗ trợ tích cực nhờ hành lang pháp luật mới, sự hồi phục trong tâm lý người mua nhà và nhiều doanh nghiệp khởi động lại các dự án lớn.
 Ngân hàng	Triển vọng phân hoá về các ngân hàng có tăng trưởng cao. Các ngân hàng nhỏ có xu hướng kém khả quan. NIM được dự báo được cải thiện nhẹ, cần chú ý áp lực nợ xấu.
 Dầu khí	Giá dầu tiếp tục neo cao sẽ kích hoạt các dự án khai thác dầu khí trong bối cảnh nguồn cung giàn khoan thiếu hụt. Dự án Lô B - Ô Môn tạo ra cơ hội cho các doanh nghiệp thượng nguồn
 Tiêu dùng	Ngành hàng siêu thị hiện đại dần đạt tới điểm hoà vốn và có lãi. Tiêu dùng hồi phục cùng với thu nhập của người dân được cải thiện. Giá NLĐV có xu hướng giảm sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận của các nhà sản xuất đồ uống.

Ngành	Chi tiết
 Chứng khoán	Sóng nâng hạng thị trường. Thanh khoản tăng trưởng nhờ CSTT nói lỏng với đà tăng của VN-Index, động lực với những công ty định hướng bán lẻ..
 Logistic	Đông Nam Á hưởng lợi từ dịch chuyển chuỗi sản xuất. Quang đường vận chuyển và Chỉ số cước vận chuyển Container toàn cầu tăng mạnh khi xảy ra xung đột tại khu vực Trung Đông
 BDS KCN	Dòng vốn FDI vẫn duy trì kết quả tích cực trong năm 2024 - 2025. Tiến độ quy hoạch, phát triển KCN mới được đẩy mạnh.
 Điện	Nhu cầu tiêu thụ điện trong năm 2025 được dự báo tiếp tục tăng trưởng khoảng 10% là yếu tố chính thúc đẩy sự tăng trưởng của ngành. La Nina sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho nhóm thủy điện, đặc biệt là các doanh nghiệp có dự án mới.

2. Chiến lược theo vốn hóa

- Bluechips (cổ phiếu vốn hóa lớn) là các DN có cơ bản tốt, thường hồi phục đầu tiên trong chu kỳ kinh tế và hưởng lợi khi dòng tiền khói ngoại chú ý tới các thị trường cận biên & mới nổi trong bối cảnh các quốc gia lớn nói lỏng tiền tệ. Midcaps & Smallcaps (cổ phiếu vốn hóa vừa & nhỏ) sẽ hồi phục khi có tín hiệu tăng trưởng lợi nhuận bắt kịp nhóm Bluechips và đón nhận dòng tiền lan tỏa từ Bluechips
- Chiến lược đầu tư tối ưu hóa danh mục: **Lựa chọn cổ phiếu Bluechips cho 1H25 và cổ phiếu Midcaps cho 2H25.**

TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ VÀ GIÁ MỤC TIÊU



NGÀNH NGÂN HÀNG VÀ DỊCH VỤ TÀI CHÍNH

ACB – 30.240 (+21.0%)

CTG – 42.670 (+17.9%)

HDB – 26.616 (+13.7%)

MBB – 30.580 (+27.9%)

MSB – 14.820 (+30.6%)

STB – 42.820 (+23.4%)

TCB – 30.160 (+25.7%)

VIB – 23.012 (+15.1%)

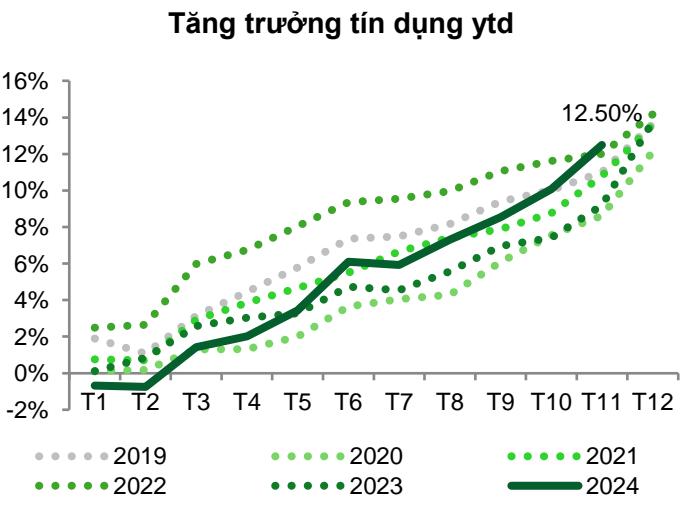
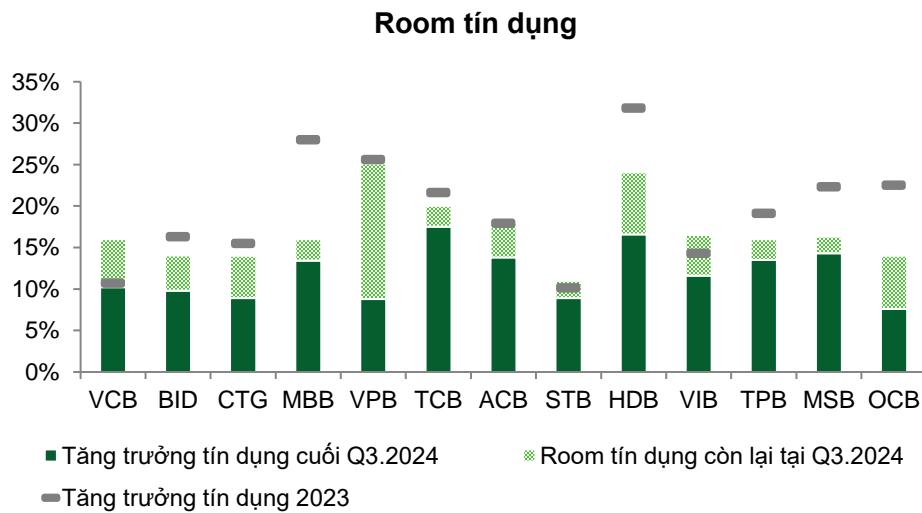
SSI – 32.00 (+21.4%)

HCM – 35.00 (+16.7%)

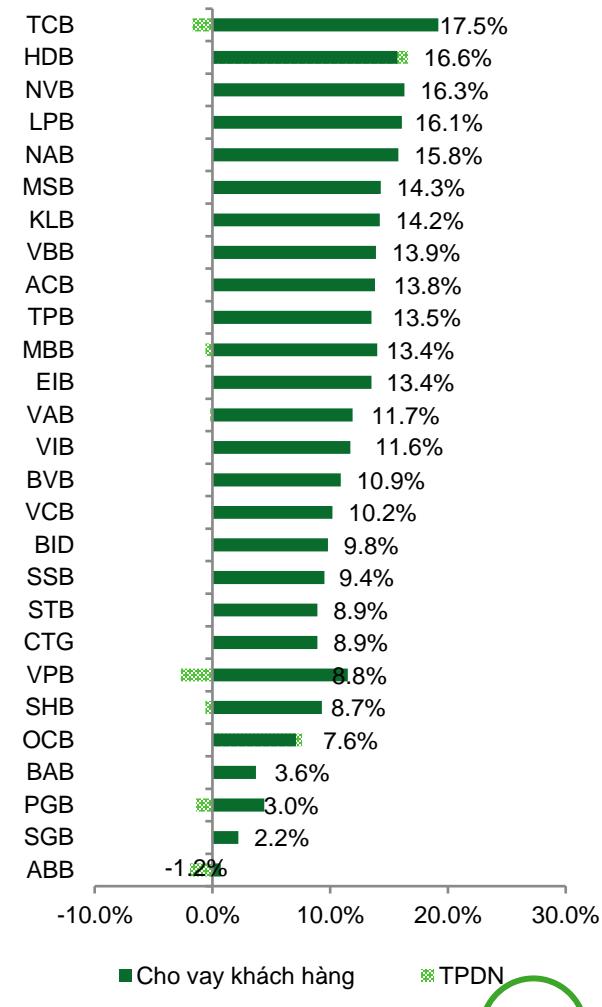


Tín dụng: Tốc độ tăng trưởng khả quan

- Tín dụng toàn hệ thống ghi nhận mức tăng trưởng 12,5% tính tới 13/12/2024**, cao hơn so với mức tăng trưởng trên 9% cùng kỳ 2023 với động lực chính đến từ phân khúc khách hàng doanh nghiệp, trong khi tín dụng bán lẻ hồi phục chậm. Các ngân hàng tư nhân có tỷ trọng cho vay doanh nghiệp BDS, xây dựng ở mức cao ghi nhận mức tăng trưởng khả quan hơn so với trung bình ngành như TCB, HDB, LPB, NAB, MSB.
- Nhu cầu tín dụng gia tăng mạnh về cuối năm** đến từ các doanh nghiệp sản xuất, xuất nhập khẩu và nhu cầu tiêu dùng, đầu tư từ cá nhân.
- Dư địa cho vay toàn hệ thống ở mức dồi dào, nhiều ngân hàng chưa sử dụng hết room tăng trưởng tín dụng được NHNN phân bổ**. Một số ngân hàng tư nhân năng động có khả năng mở rộng tín dụng đạt đến 80% chỉ tiêu như TCB, MBB, MSB, TPB... có thể tiếp tục được nới hạn mức tín dụng trong đợt cấp bổ sung vào cuối tháng 11 và nhóm ngân hàng này dự kiến có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng khoảng 20% trong năm 2024.



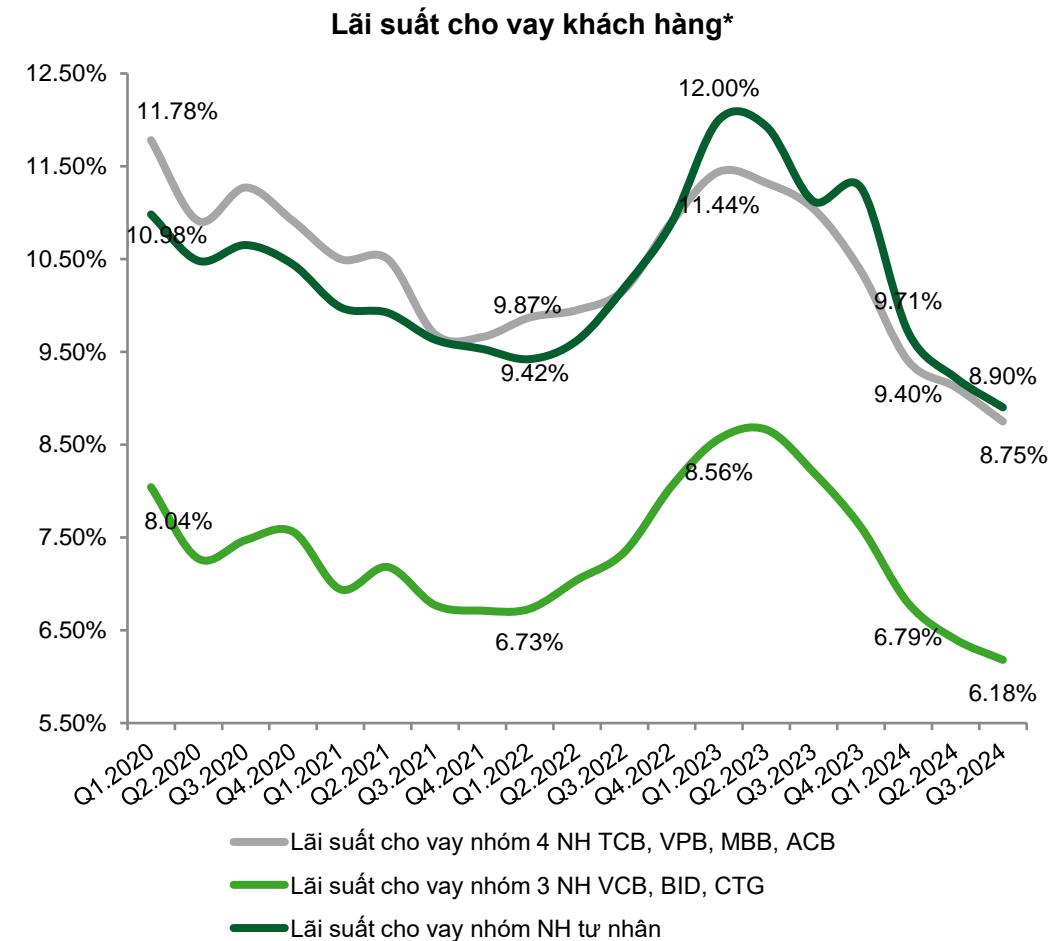
Tăng trưởng tín dụng Q3.2024



Nguồn: NHNN, NHTM, VCBS tổng hợp

Tín dụng: Lãi suất cho vay giảm về mức thấp kỷ lục

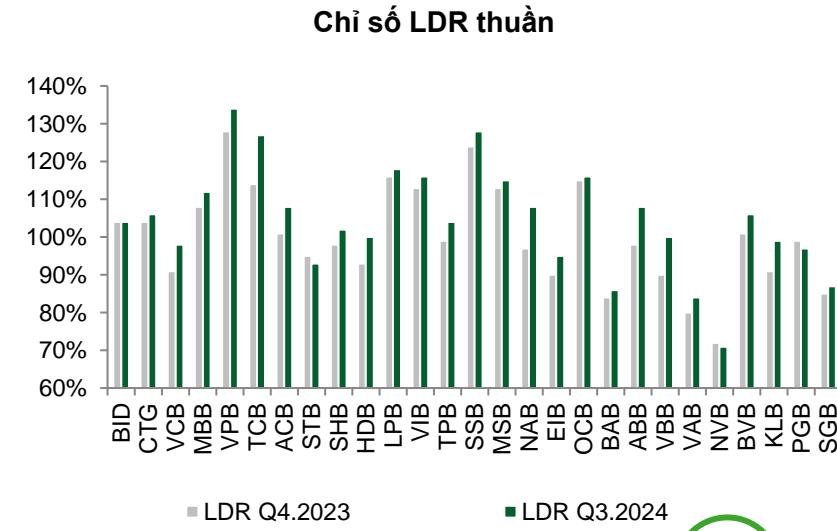
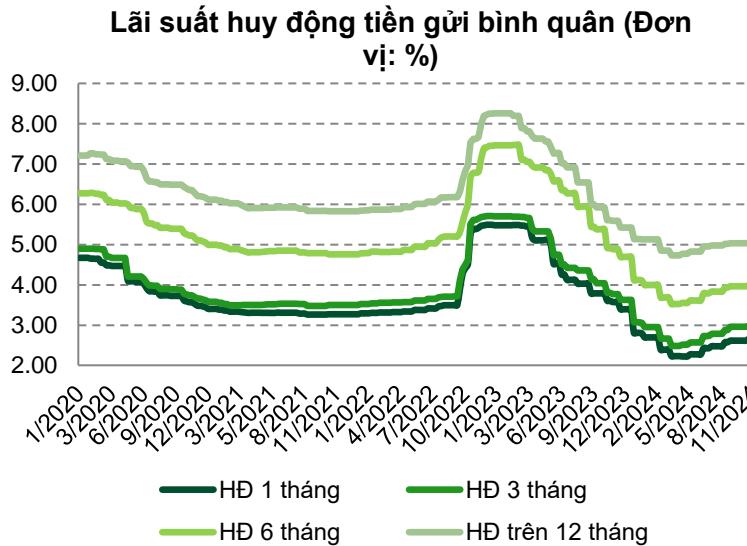
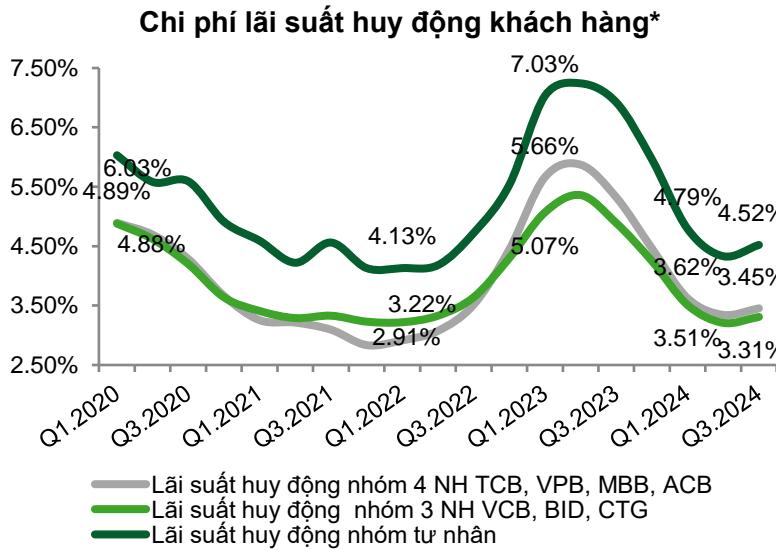
- ❖ Cuối Q3.2024, lãi suất cho vay trung bình ghi nhận trên BCTC các ngân hàng niêm yết giảm khoảng 2,7% từ mức đỉnh Q1.2023, và giảm 1,9% so với cuối Q4.2024. Đây là mức lãi suất thấp nhất trong nhiều năm qua.
- ❖ Trong 10 tháng năm 2024, Ngân hàng Nhà nước giữ nguyên lãi suất điều hành, trong khi lãi suất cho vay giảm tiếp 0,76% so với cuối năm 2023 (sau khi đã giảm khoảng 2,5% trong năm 2023). Việc lãi suất huy động đã điều chỉnh tăng trở lại từ Q2.2024 sẽ có độ trễ 3 – 6 tháng để phản ánh vào lãi suất cho vay, **mặt bằng lãi suất cho vay trên thị trường kỳ vọng sẽ đi ngang trong Q4.2024 và tăng thêm 0,5 – 0,7% trong năm 2025 trong bối cảnh kinh tế hồi phục và nhu cầu tín dụng mạnh mẽ hơn.**
- ❖ Nhóm ngân hàng thương mại tư nhân ghi nhận mức lãi suất cho vay trên BCTC giảm mạnh hơn nhóm ngân hàng quốc doanh (giảm 2,4% so với cuối 2023), đặc biệt là nhóm ngân hàng quy mô nhỏ do áp lực hạ lãi suất đầu ra để thu hút khách hàng, cùng với việc các khoản thoái lãi có xu hướng gia tăng. **Dự kiến lãi suất cho vay của nhóm ngân hàng này giảm chậm lại trong Q4 và có sự cải thiện từ 2025 khi khách hàng quay lại trả nợ, trong khi nhóm ngân hàng quốc doanh và nhóm ngân hàng tư nhân lớn có thể cải thiện sớm hơn nhờ chất lượng tài sản tốt.**



Huy động: Lãi suất huy động chịu áp lực tăng nhẹ

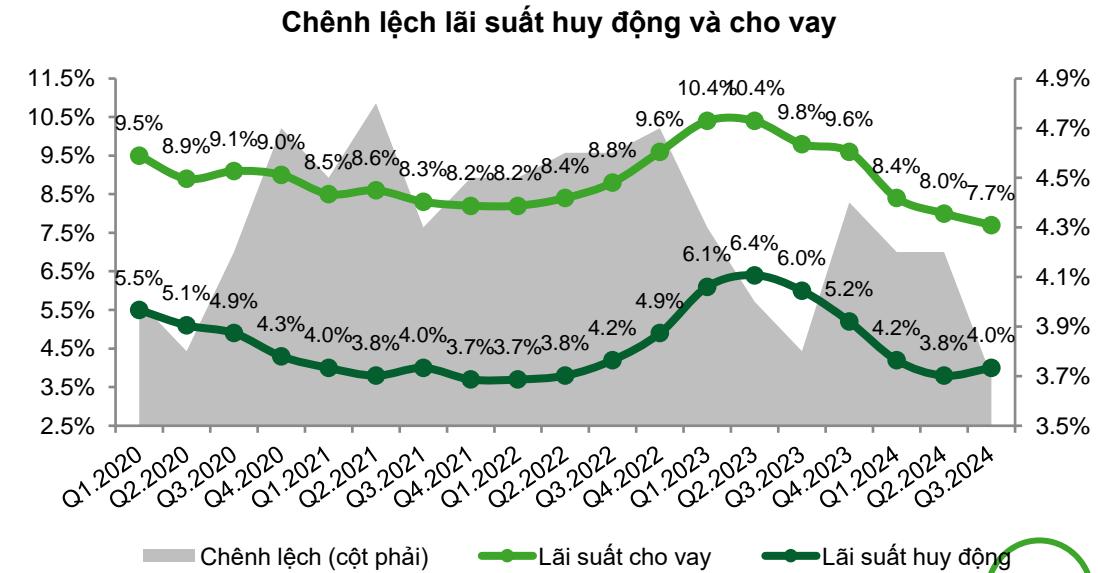
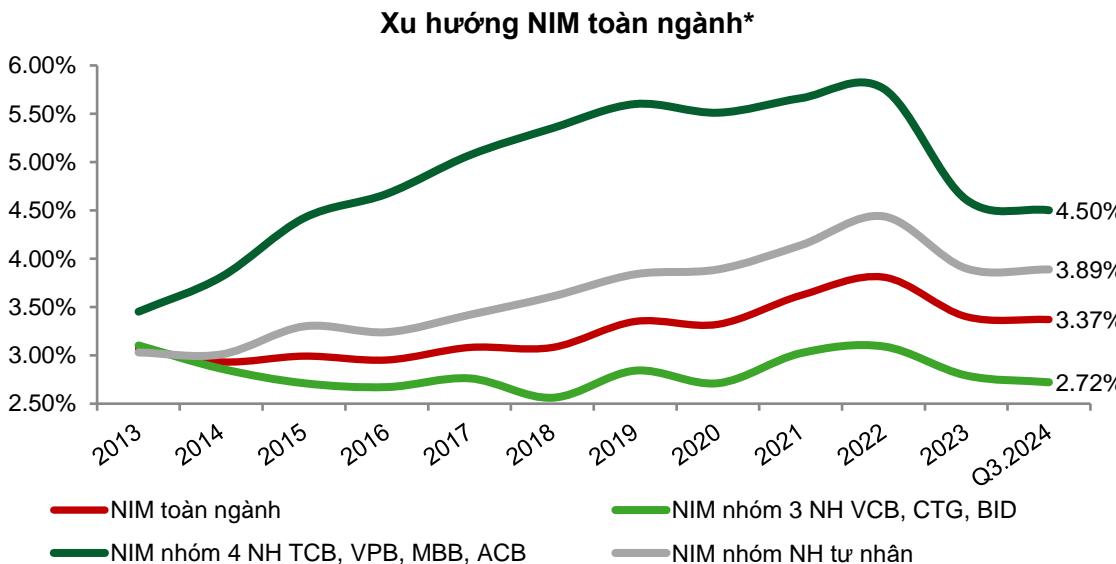
Thanh khoản hệ thống thắt chặt hơn trong ngắn hạn:

- Đến cuối T9.2024, huy động từ khách hàng tăng 4,79% ytd, thấp hơn mức tăng trưởng tín dụng 8,53%.
- Tín dụng tăng tốc vào các tháng cuối năm, áp lực tỷ giá gia tăng khiến NHNN điều tiết cung tiền thận trọng hơn, cũng như nguồn tiền gửi KBNN hạn chế tạo áp lực lên thanh khoản hệ thống.
- Tỷ lệ Vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tăng ở nhóm ngân hàng nhỏ khi nhóm này gia tăng sử dụng vốn ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng. Tỷ lệ LDR tăng ở hầu hết các ngân hàng do tối ưu hóa việc sử dụng vốn để cải thiện NIM.
- ⋮
- ⋮ Lãi suất tiền gửi có kỳ hạn trung bình toàn hệ thống ghi nhận giảm 0,05 – 0,15% tùy kỳ hạn so với thời điểm cuối năm 2023. **Lãi suất tạo đáy trong Q2, hiện mặt bằng lãi suất huy động niêm yết tăng 0,5% từ đáy và vẫn ở mức thấp hơn giai đoạn dịch bệnh.** Dự kiến lãi suất đi ngang trong năm 2025 với kỳ vọng áp lực tỷ giá hạ nhiệt hỗ trợ thanh khoản hệ thống và NHNN tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng.



NIM: Đิ ngang trong 2024

- ❖ Trong Q3.2024, NIM toàn ngành giảm 3 bps xuống 3,37% so với cuối năm 2023. Các ngân hàng nỗ lực duy trì mức NIM gần như đi ngang trong 3 quý gần đây, trong khi chênh lệch lãi suất huy động – cho vay thu hẹp tạo đáy mới (dưới mức đáy tại Q3.2023) khi lãi suất cho vay giảm nhanh và lãi suất huy động bắt đầu điều chỉnh tăng.
- ❖ **NIM dự kiến hồi phục từ mức đáy tại Q3.2024 khi thanh khoản hệ thống dồi dào trở lại, nhu cầu tín dụng mạnh mẽ hơn và sức khỏe tài chính của khách hàng cải thiện giúp hoàn nhập/giảm các khoản thoái lãi.** Trong đó, mức độ cải thiện NIM có sự phân hóa giữa các ngân hàng:
 - Nhóm ngân hàng tư nhân năng động với tập khách hàng đa dạng, chất lượng tốt có NIM tăng nhanh nhờ gia tăng tỷ lệ CASA và nâng cao tỷ trọng tín dụng bán lẻ có tỷ lệ sinh lời cao.
 - Nhóm 4 ngân hàng quốc doanh NIM tăng nhẹ khi các gói tín dụng ưu đãi quy mô lớn đã được giải ngân hết trong năm 2024.
 - Nhóm ngân hàng quy mô nhỏ có năng lực cạnh tranh thấp với tập khách hàng rủi ro cao và khả năng chi trả phục hồi chậm sẽ gặp khó khăn hơn trong việc mở rộng NIM.



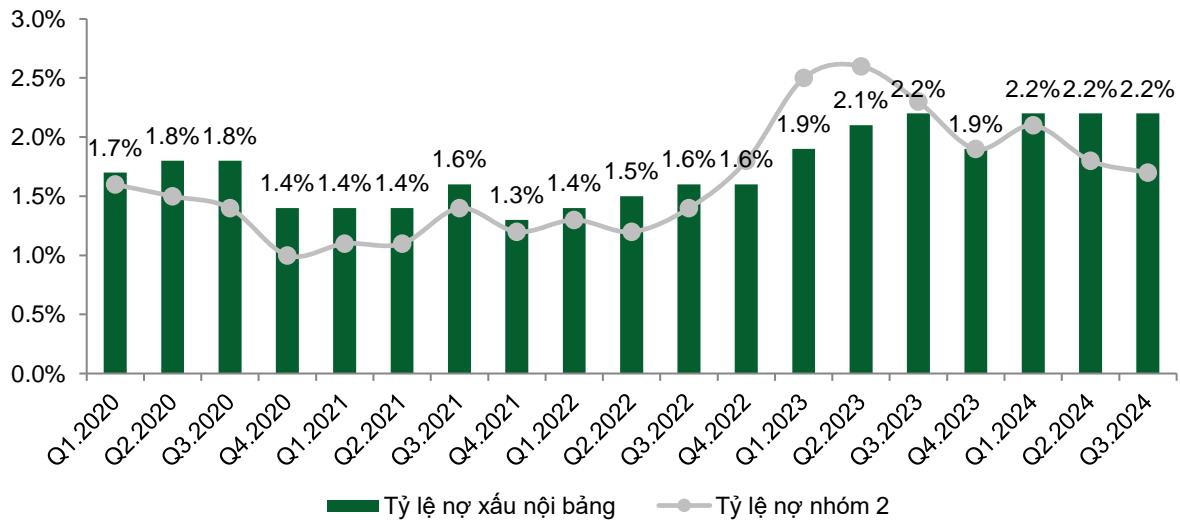
(*) Update BCTC 27 NH niêm yết

Nguồn: NHNN, NHTM, VCBS tổng hợp

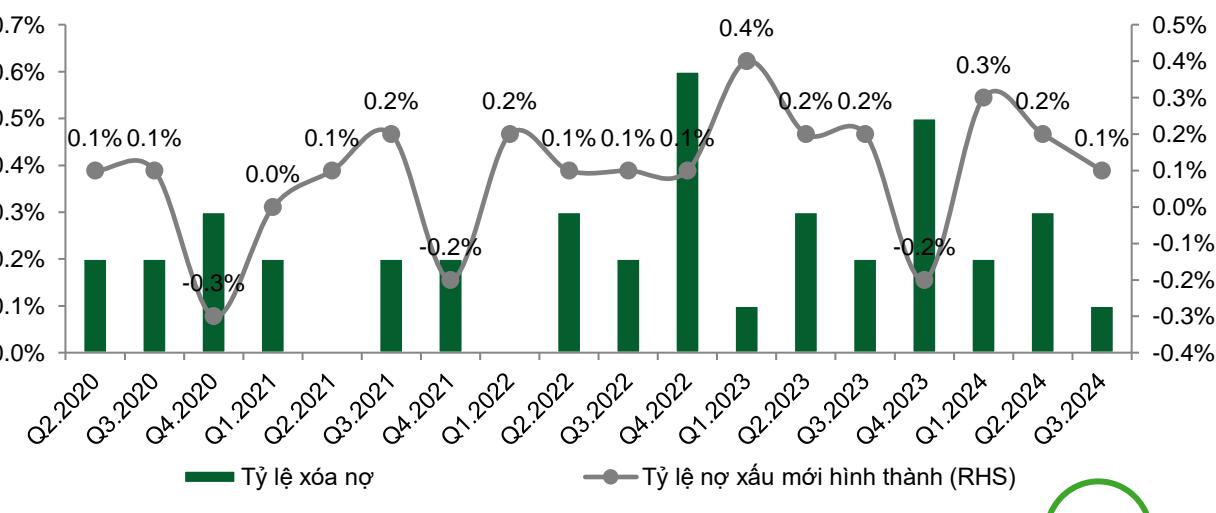
Chất lượng tài sản: Nợ xấu đã đi qua giai đoạn khó khăn nhất

- Nợ xấu và nợ tiềm ẩn rủi ro có dấu hiệu cải thiện:** Cuối Q3.2023, tỷ lệ nợ xấu nội bảng đi ngang đạt 2,2% trong 3 quý liên tiếp. Tỷ lệ nợ nhóm 2 liên tục giảm còn 1,7%. Tỷ lệ nợ gốc tái cơ cấu theo Thông tư 02 tương đối thấp ước tính dưới mức 0,5%. Tỷ lệ nợ ngoại bảng VAMC của các ngân hàng niêm yết ở mức 0,2%. Các khoản nợ bị ảnh hưởng bởi bão Yagi ghi nhận khoảng 192.000 tỷ đồng, chiếm hơn 1% dư nợ toàn hệ thống.
- Chúng tôi đánh giá nợ xấu đã đạt đỉnh và dự kiến đi ngang trong Q4,** hỗ trợ bởi: (1) Yếu tố mùa vụ khi dư nợ tín dụng tăng đột biến vào tháng cuối năm chưa phát sinh nợ xấu và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành trong Q4 thường thấp, (2) Các ngân hàng thường đẩy mạnh trích lập xóa nợ xấu trong Q4; (3) Thông tư 53 hướng dẫn việc cơ cấu lại thời hạn trả nợ và Quyết định số 1510/QĐ-TTg cho phép giữ nguyên nhóm nợ, trích lập dự phòng rủi ro đối với cho khách hàng chịu thiệt hại do bão Yagi giúp giảm mức độ gia tăng nợ xấu và áp lực trích lập cho các ngân hàng. Trong khi đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ nợ tái cơ cấu chuyển thành nợ xấu sau khi Thông tư 02 hết hiệu lực vào 31/12/2024 sẽ ở mức thấp.
- Tỷ lệ nợ xấu kỳ vọng giảm dần trong 2025** nhờ: (1) Tỷ lệ nợ xấu tiềm tàng (nợ nhóm 2, nợ tái cơ cấu) hạ thấp dần giúp giảm áp lực chuyển nhóm nợ trong thời gian tới; (2) Kỳ vọng các khoản nợ tái cơ cấu trong giai đoạn thử thách ở nhóm 2 và nhóm 3 sẽ chuyển về nhóm nợ thông thường từ Q2.2025 khi dòng tiền và hoạt động kinh doanh của khách hàng phục hồi.

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2*



Tỷ lệ xóa nợ và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành*

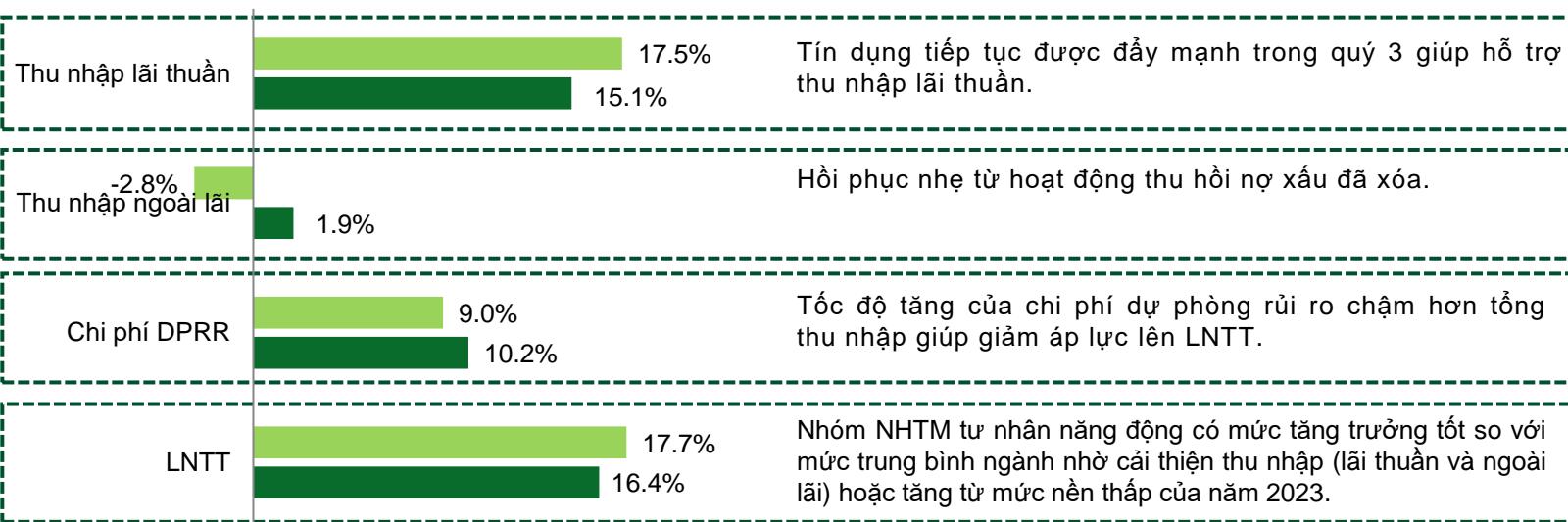


(*) Update BCTC 27 NH niêm yết

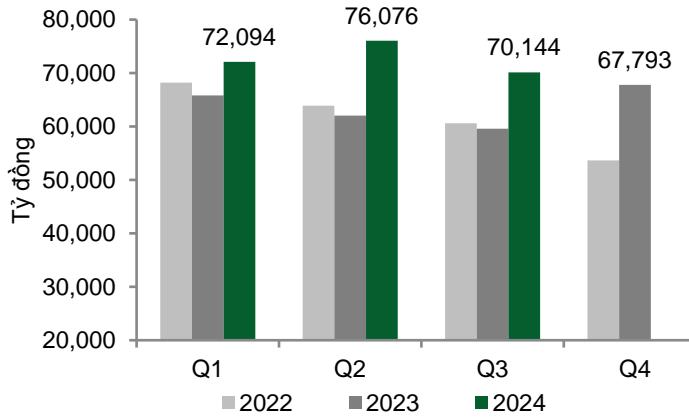
Nguồn: NHNN, NHTM, VCBS tổng hợp

Lợi nhuận tiếp tục phân hóa trong Q3.2024

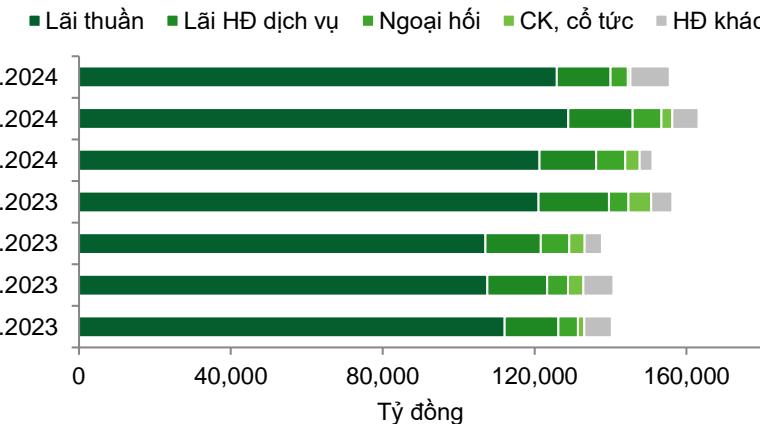
■ Q3.2024 ■ 9T.2024



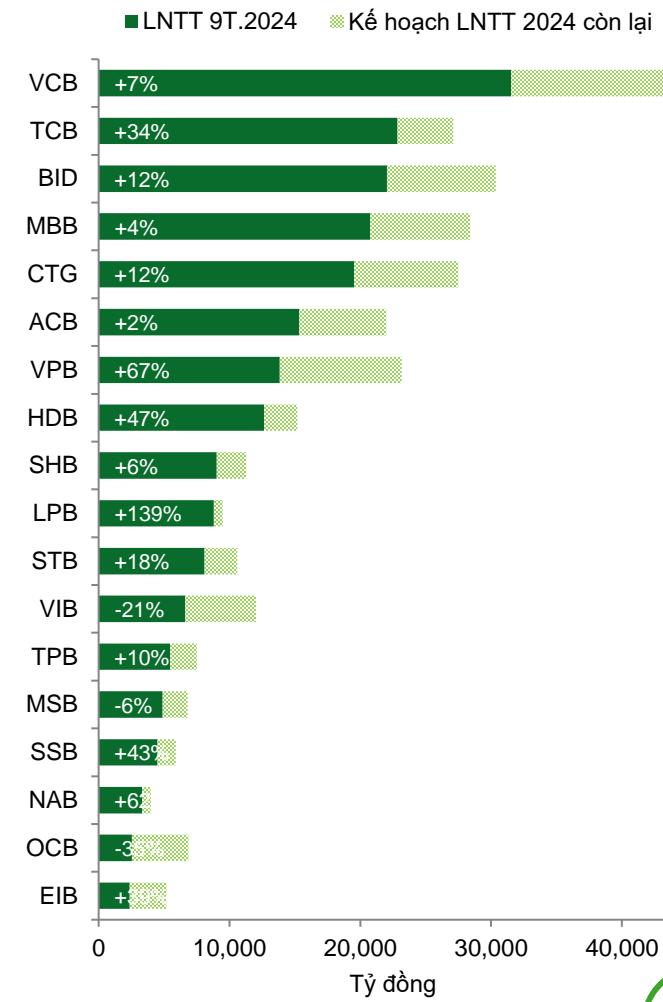
LNTT các ngân hàng niêm yết



Cơ cấu tổng thu nhập



LNTT các ngân hàng 9T.2024



Triển vọng 2025: Lợi nhuận duy trì tăng trưởng, triển vọng tích cực

▼ Tốc độ tăng trưởng tín dụng duy trì khả quan:

- **Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng tín dụng có thể đạt mục tiêu 15% trong năm 2024** với kỳ vọng các ngân hàng đẩy mạnh cho vay cá nhân trong Q4, nhất là các ngân hàng tư nhân năng động quy mô trung bình - nhỏ còn nhiều dư địa tăng trưởng tín dụng.
- **Tốc độ tăng trưởng tín dụng dự báo tiếp tục duy trì mức 14 - 15% trong năm 2025.** Động lực tăng trưởng tín dụng đến từ:

- Mặt bằng lãi suất thấp hỗ trợ tạo lực đẩy cho nhu cầu vay vốn.
- Tín dụng bán lẻ tăng tốc với lực đẩy từ hoạt động kinh doanh và nhu cầu tiêu dùng, trong khi cho vay mua nhà cũng có dấu hiệu hồi phục khả quan.
- Tín dụng bán buôn duy trì ổn định nhờ hoạt động sản xuất, xuất khẩu tích cực, thúc đẩy giải ngân đầu tư công, và thị trường bất động sản tiếp đà hồi phục kéo theo tăng trưởng tín dụng các phân khúc cho vay doanh nghiệp BDS, xây dựng, vật liệu xây dựng.

▼ NIM tăng nhẹ trong năm 2025

khi chi phí vốn được hỗ trợ bởi mặt bằng lãi suất huy động duy trì mức thấp và kỳ vọng tỷ giá hối đoái giảm lãi suất trên thị trường 2, trong khi dư địa giảm tiếp lãi suất đầu ra không còn nhiều. Tiềm năng mở rộng NIM mạnh mẽ thuộc về nhóm ngân hàng tư nhân có thể mạnh về bán lẻ và CASA, có chất lượng tài sản tốt, tập khách hàng có khả năng trả nợ hồi phục nhanh chóng.

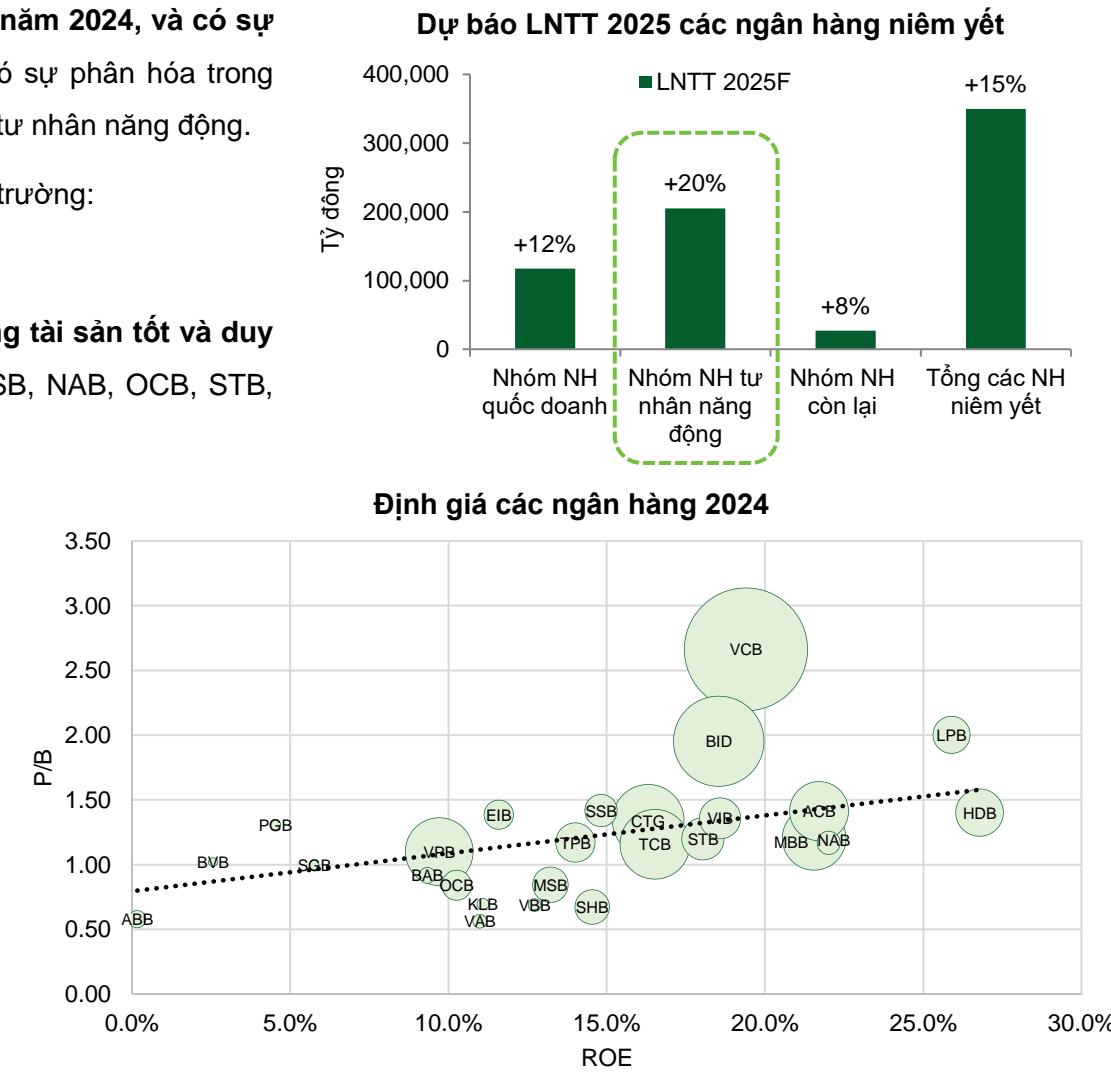
▼ Chất lượng tài sản toàn ngành có xu hướng cải thiện cùng với đà phục hồi của nền kinh tế, cũng như hiệu quả từ các chính sách nối tiếp nhằm hỗ trợ các khách hàng gặp khó khăn (do môi trường kinh doanh không thuận lợi, thiên tai...) của Chính phủ và NHNN.

Có sự phân hóa giữa các nhóm ngân hàng:

- Nhóm ngân hàng chất lượng tài sản tốt sẽ ghi nhận nợ xấu kiểm soát ở mức vừa phải.
- Áp lực nợ xấu vẫn hiện hữu với một số ngân hàng có tập khách hàng tái cơ cấu chưa thể phục hồi trong trường hợp Thông tư 02 không được gia hạn sau 31/12/2024, và rủi ro nợ kéo theo trên CIC đặc biệt với các doanh nghiệp trong lĩnh vực BDS, năng lượng có lượng trái phiếu sắp đến hạn lớn. Nhóm ngân hàng có tỷ lệ nợ tái cơ cấu cao, tỷ lệ bao phủ nợ xấu thấp có thể sẽ phải đổi mới với áp lực trích lập tăng cao trong Q4.2024 – 2025.

Triển vọng 2025: Định giá ngành đang ở mức hấp dẫn

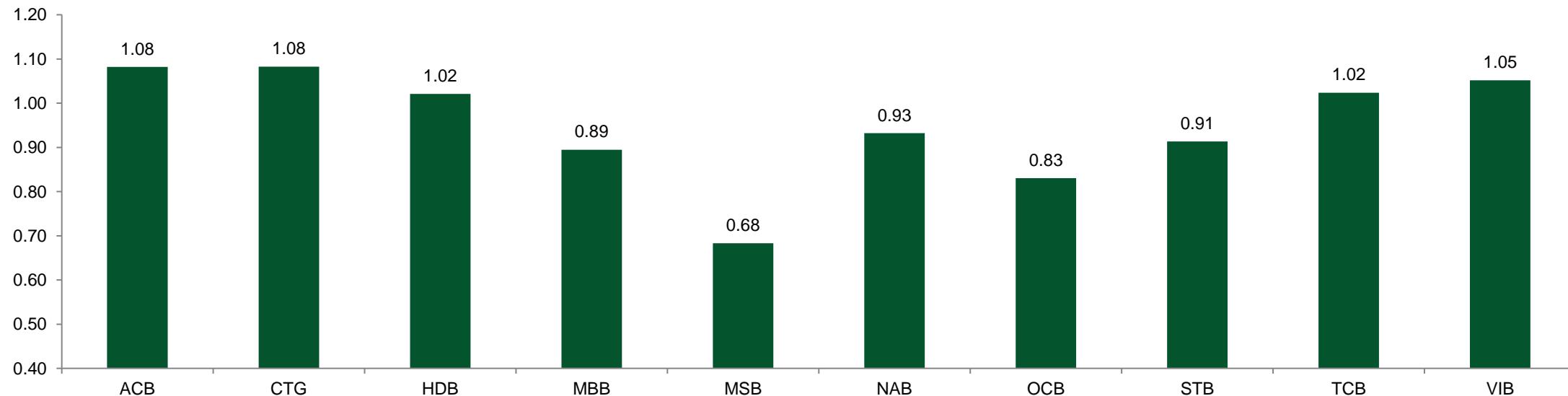
- ❖ Chúng tôi dự báo LNTT tiếp tục giữ đà tăng trưởng đạt mức khoảng 15% trong cả năm 2024, và có sự phân hóa về triển vọng lợi nhuận giữa các nhóm ngân hàng. Lợi nhuận tiếp tục có sự phân hóa trong 2025 với mức tăng trưởng khoảng 15% và triển vọng hồi phục nhanh ở nhóm ngân hàng tư nhân năng động.
- ❖ Chúng tôi đánh giá triển vọng đầu tư cổ phiếu ngành ngân hàng đang ở mức phù hợp thị trường:
 - Định giá P/B toàn ngành hiện thấp hơn khoảng 9% so với mức trung bình 5 năm.
 - Nhóm cổ phiếu có thể xem xét đầu tư trong dài hạn là các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và duy trì tốc độ tăng trưởng vượt trội so với ngành, bao gồm: ACB, CTG, HDB, MBB, MSB, NAB, OCB, STB, TCB, VIB.



Triển vọng 2025: Một số ngân hàng duy trì tốc độ tăng trưởng cao và có mức định giá hấp dẫn

- Tốc độ tăng trưởng cao của lợi nhuận và VCSH tại một số ngân hàng giúp hệ số P/B forward duy trì ở mức hấp dẫn.

P/B forward 2025



LNTT 2025F	25.115	32.393	21.613	35.808	8.181	4.856	5.383	15.241	34.037	11.448
Tăng trưởng yoy	21%	15%	26%	20%	20%	21%	28%	32%	22%	20%
ROAE 2025F	22%	16%	28%	23%	16%	19%	15%	20%	18%	20%

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 18.4 - 26.3

GTGD bình quân 52T 8.947.816

Vốn hóa (tỷ đồng) 112.336

P/E 6,31x

P/B 1,43x

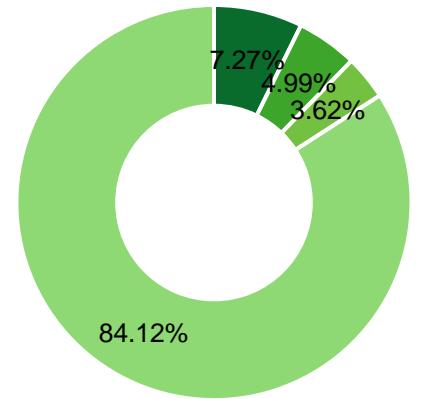
% NN sở hữu 30%

Dự phóng 2025 (tỷ đồng)Tổng thu nhập hoạt động 38.649
(+14,7%)Lợi nhuận trước thuế 24.430
(+17,4%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

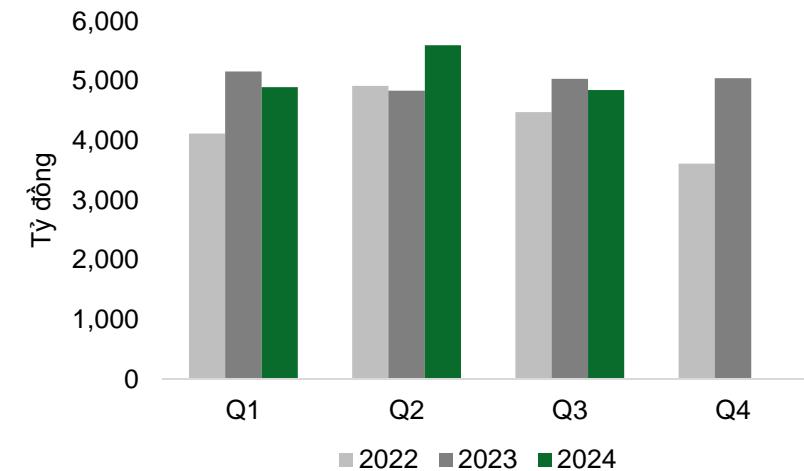
- ❖ ACB là ngân hàng TMCP có hoạt động tập trung chủ yếu ở mảng bán lẻ và SME với sự đa dạng trong các loại hình dịch vụ kinh doanh. Bên cạnh đó, ngân hàng duy trì hiệu quả sinh lời cao và chất lượng tài sản lành mạnh so với mặt bằng chung của ngành.
- ❖ **Cổ đông:** Các quỹ và NĐT nước ngoài chiếm 30%, BLĐ và người liên quan nắm giữ 7,3%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 62,7%.
- ❖ **KQKD 9T.2024:** ACB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 24.956 tỷ đồng (+2,41% yoy), trong đó thu nhập lãi thuần đạt hơn 20.714 tỷ đồng (+10,95% yoy), thu nhập ngoài lãi đạt 4.242 tỷ đồng (-25,55% yoy), chi phí trích lập dự phòng giảm nhẹ, ghi nhận ở mức 1.459 tỷ đồng, LNTT tăng nhẹ 2,1% yoy, đạt 15.335 tỷ đồng.

Cơ cấu sở hữu



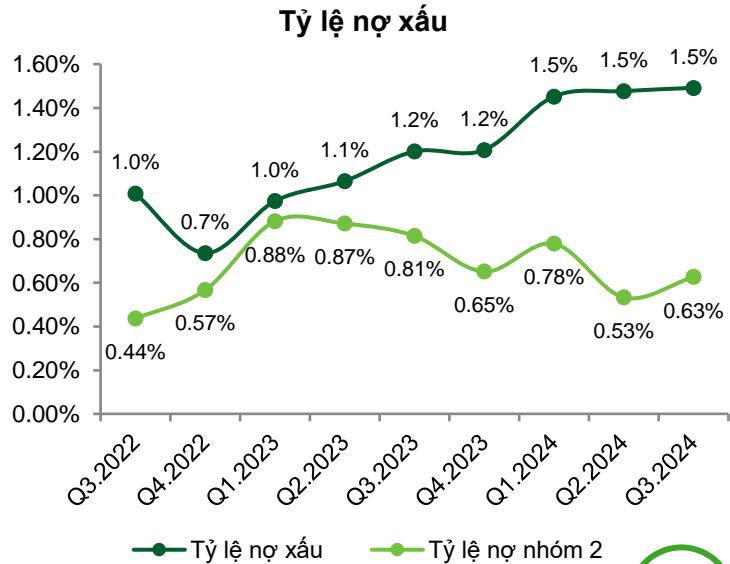
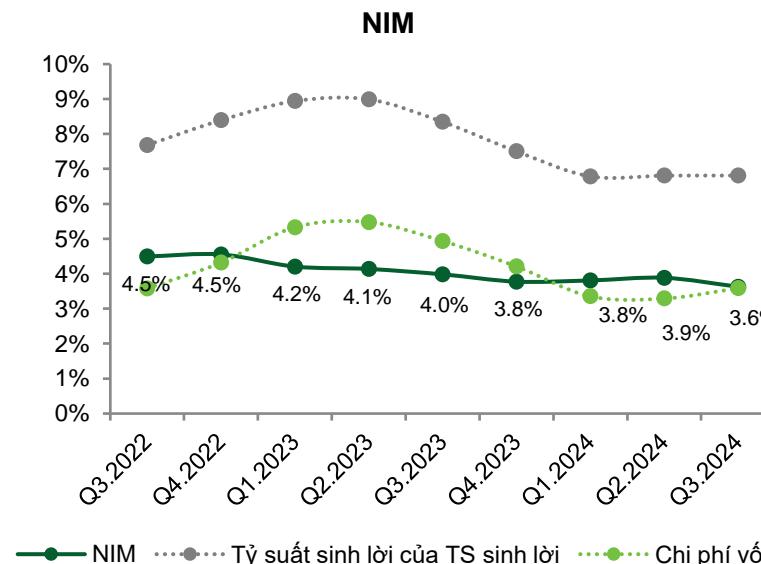
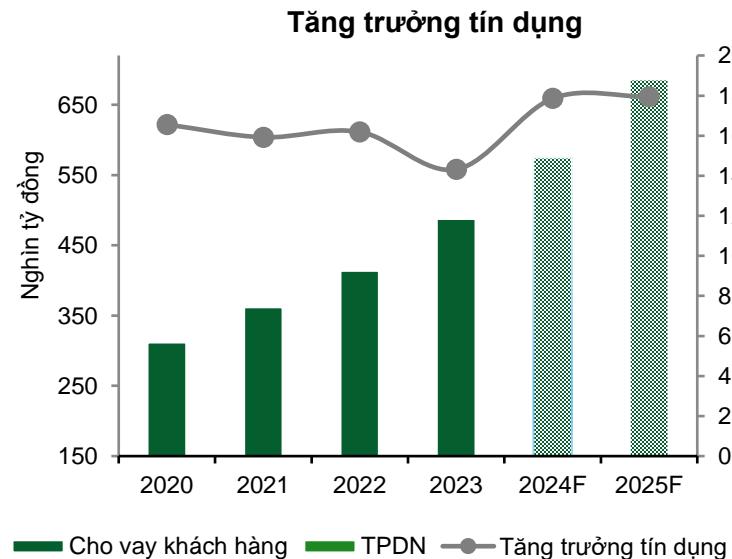
- BLĐ và người liên quan
- Sather Gate Investments Limited
- Dragon Financial Holdings Limited
- Khác

LNTT của ACB

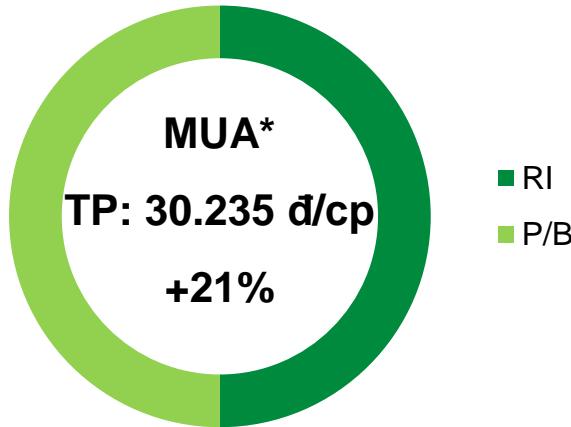


Lợi nhuận hồi phục trong năm 2025

- Tín dụng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong những tháng cuối năm 2024 và 2025** với động lực đến từ sự hồi phục rõ nét của nhóm khách hàng cá nhân trong khi nhu cầu tín dụng nhóm KHDN vẫn giữ mức tăng trưởng khả quan nhờ nền kinh tế kỳ vọng có những diễn biến thuận lợi hơn.
- NIM kỳ vọng được cải thiện trong thời gian tới nhờ:** (1) Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức thấp (tính đến Q3.2024 ghi nhận ở mức 20,7%, thấp hơn tương đối so với mức trần quy định), do đó ngân hàng có nhiều dư địa để gia tăng nguồn huy động vốn ngắn hạn, giúp giảm bớt áp lực lên chi phí vốn; (2) Áp lực cạnh tranh về lãi suất cho vay giữa các ngân hàng được giảm bớt.
- Hiệu quả sinh lời ở mức cao nhờ kiểm soát tốt chi phí và chất lượng tài sản.** Ngân hàng duy trì được một danh mục cho vay với tệp khách hàng trung thành và chất lượng tốt nhờ chiến lược giải ngân tương đối thận trọng, cùng với cơ chế lãi suất cho vay cạnh tranh. Vì vậy chúng tôi cho rằng mặc dù tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng trong giai đoạn 2023-2024 nhưng chất lượng tài sản vẫn được kiểm soát mức tốt so với trung bình ngành và tỷ lệ nợ xấu sẽ được cải thiện kể từ năm 2025 khi môi trường kinh doanh thuận lợi hơn cũng như khả năng trả nợ của khách hàng có thêm thời gian để cải thiện.

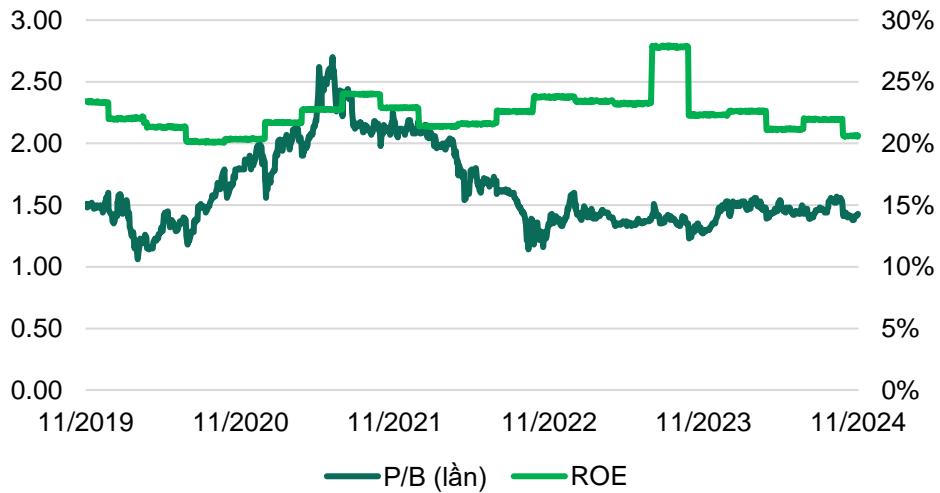


Định giá



■ RI
■ P/B

Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	32.747	33.704	38.649
+/-yoY (%)	13,7%	2,9%	14,7%
LNTT	20.068	20.811	24.430
+/- %	17,26%	3,70%	17,39%
BVPS (đồng/cỗ phiếu)	18.269	18.555	22.709

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng: 2024F, 2025F: 17,9%; 19,3%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2024F, 2025F: 6,76%; 7,14%
- Chi phí vốn 2024F, 2025F: 3,39%; 3,66%
- Tỷ lệ nợ xấu 2024F, 2025F: 1,38%; 1,22%

Một số rủi ro

- Thu nhập ngoài lãi tăng trưởng thấp

Diễn biến giá



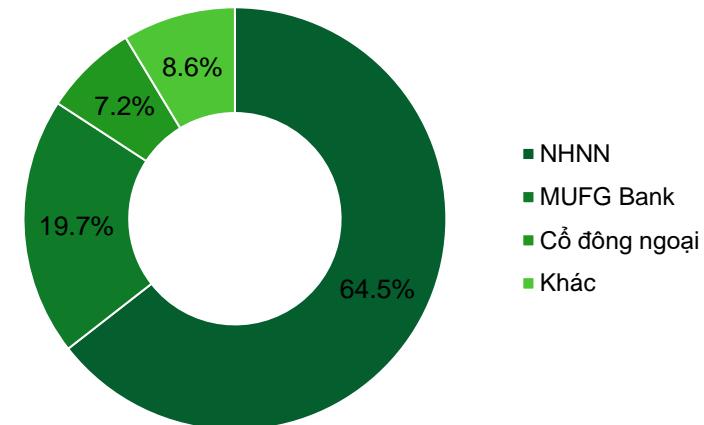
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	26,1 – 37
GTGD bình quân 52T	7.941.648
Vốn hóa (tỷ đồng)	194.930
P/E	8,55x
P/B	1,34x
% NN sở hữu	26,9%
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	93.960 (+15,3%)
Lợi nhuận trước thuế	32.393 (+15,4%)

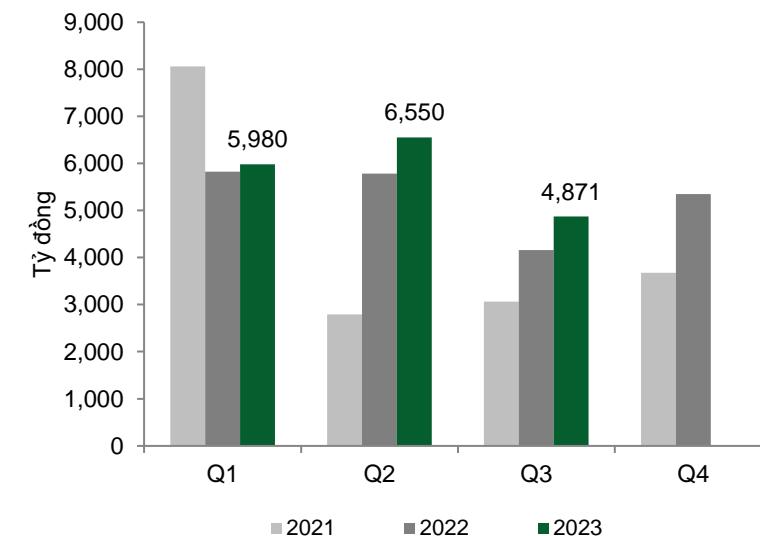
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- CTG là một trong 4 ngân hàng quốc doanh, sở hữu quy mô tổng tài sản đứng thứ 3 toàn hệ thống.
- Cổ đông:** bao gồm 64,5% sở hữu thuộc NHNN, cổ đông chiến lược MUFG Bank sở hữu 19,7%, các quỹ và cổ đông nước ngoài chiếm 7,2%, còn lại là cổ đông khác.
- KQKD 9T.2024:** CTG ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 60.624 tỷ đồng (+16,2% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 19.513 tỷ đồng (+12,1% yoy). Lợi nhuận tăng trưởng nhờ đà tăng của thu nhập lãi và tiết giảm chi phí hoạt động.

Cơ cấu cổ đông



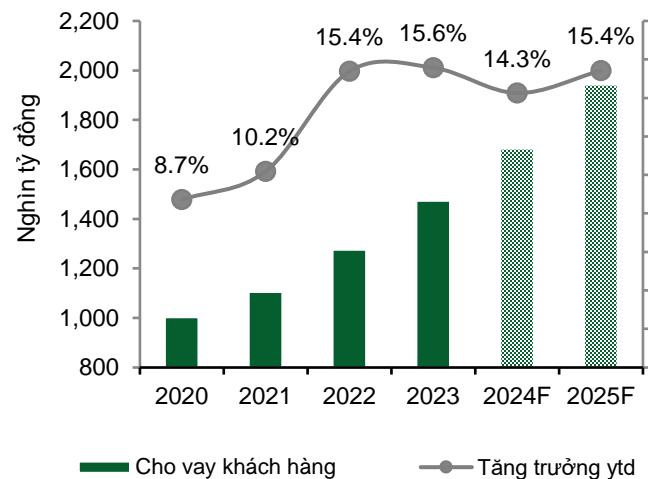
LNTT CTG



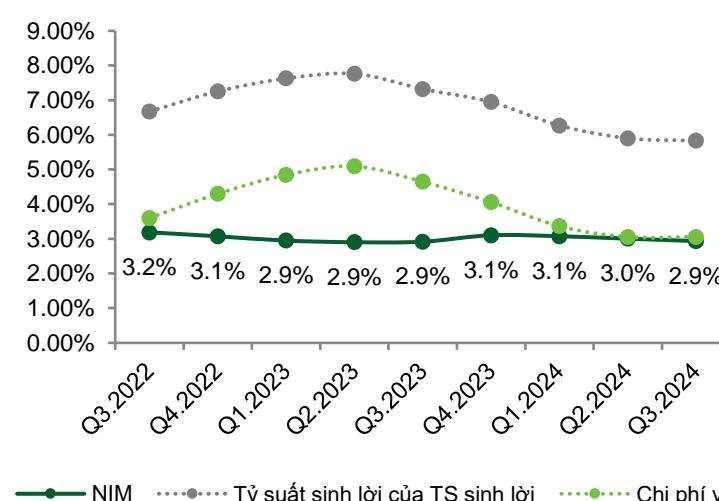
Động lực tăng trưởng từ phân khúc bán lẻ

- Tăng trưởng tín dụng tương đương mức trung bình ngành:** Chúng tôi kỳ vọng CTG sẽ đẩy mạnh giải ngân trong quý cuối năm, dự kiến tốc độ tăng trưởng tín dụng đạt 14,3% cho năm 2024 và 15,4% năm 2025 với động lực đến từ sự phục hồi tốt của phân khúc bán lẻ.
- NIM kỳ vọng cải thiện nhẹ:** Chúng tôi dự báo NIM đi ngang trong Q4.2024 và bắt đầu đà phục hồi trong 2025 với động lực đến từ cả chiều huy động và cho vay. Chi phí vốn duy trì mức thấp nhờ tỷ lệ CASA cải thiện và lãi suất huy động duy trì mức thấp, trong khi dư địa giảm tiếp lãi suất đầu ra không còn nhiều. Tỷ lệ CASA của CTG đạt 22,4%, mức cao thứ 5 trong ngành và là một trong số ít ngân hàng thành công trong việc thu hút nguồn CASA ổn định từ khách hàng cá nhân.
- Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt:** Chất lượng tài sản được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhờ nền kinh tế ấm dần lên cùng với sự phục hồi của các hoạt động sản xuất kinh doanh và thị trường bất động sản.Thêm vào đó, tỷ lệ nợ nhóm 2 và nợ tái cơ cấu của CTG duy trì ổn định ở mức thấp giúp giảm bớt áp lực tăng nợ xấu vào các quý sắp tới. Với chất lượng tài sản ở mức tốt và bộ đệm dự phòng lớn, CTG có đủ dư địa để linh hoạt trong việc trích lập dự phòng để hoàn thành các mục tiêu kinh doanh đề ra

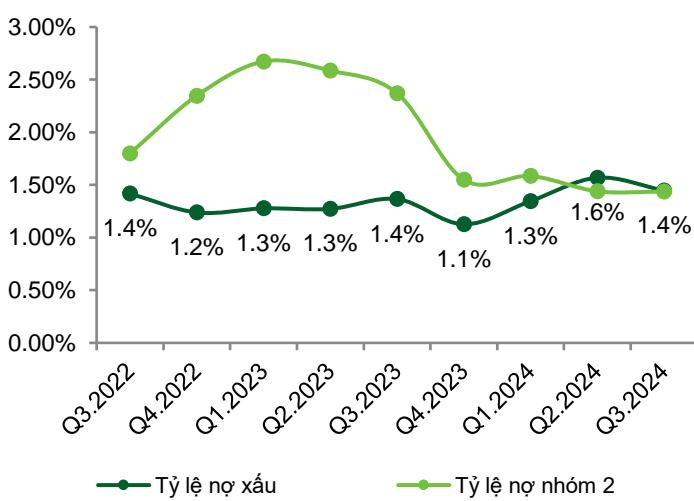
Tăng trưởng tín dụng



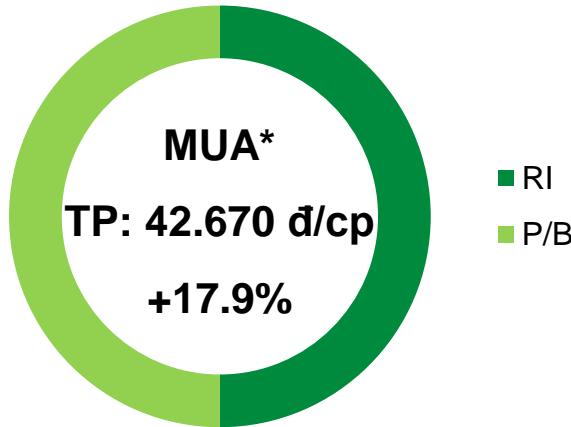
NIM



Tỷ lệ nợ xấu



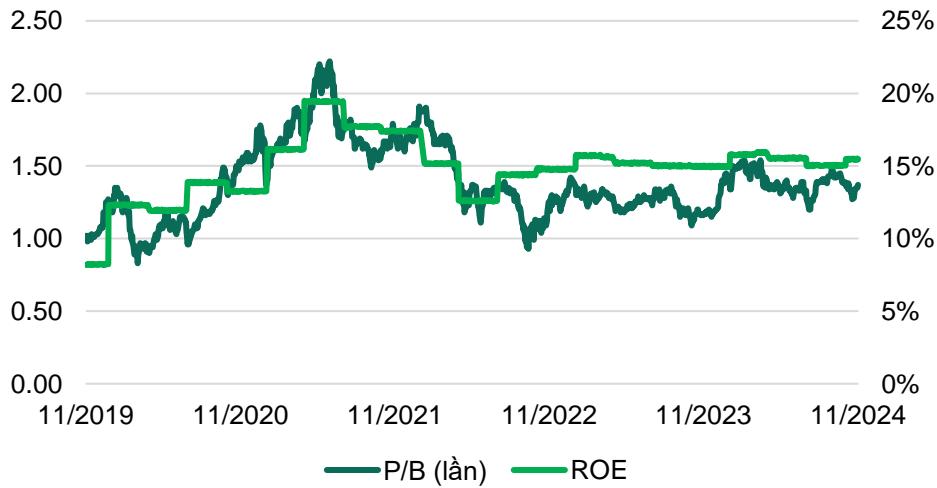
Định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	70.548	81.482	93.960
+/-yoY (%)	10,0%	15,5%	15,3%
LNTT	24.990	28.070	32.393
+/- %	19,3%	12,3%	15,4%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	23.279	27.471	32.327

Lịch sử định giá



Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 2024 14%, 2025 15%
- NIM: 2024 3%, 2025 3%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2024 1,3% và 152%, 2025 1,2% và 157%
- Tỷ lệ CIR 2024 28,5%, 2025: 28%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

(*) Duy trì khuyến nghị theo Báo cáo ngành Ngân hàng 09.12.2024

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 17.3 – 28.3

GTGD bình quân 52T 7.336.156

Vốn hóa (tỷ đồng) 74.124

P/E 5,66x

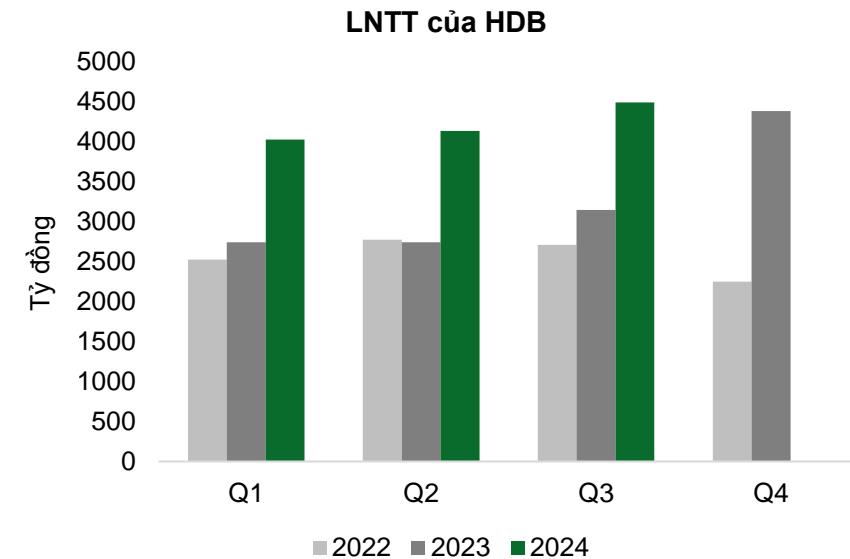
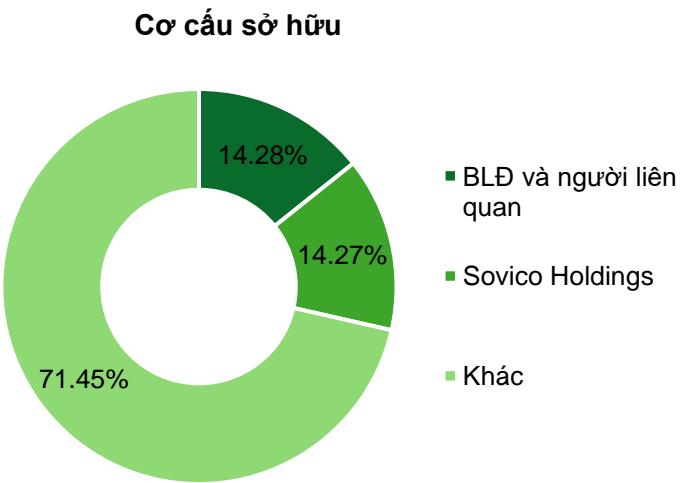
P/B 1,38x

% NN sở hữu 16,64%

Dự phóng 2025 (tỷ đồng)Tổng thu nhập hoạt động 42.624
(+28,6%)Lợi nhuận trước thuế 21.613
(+26,2%)

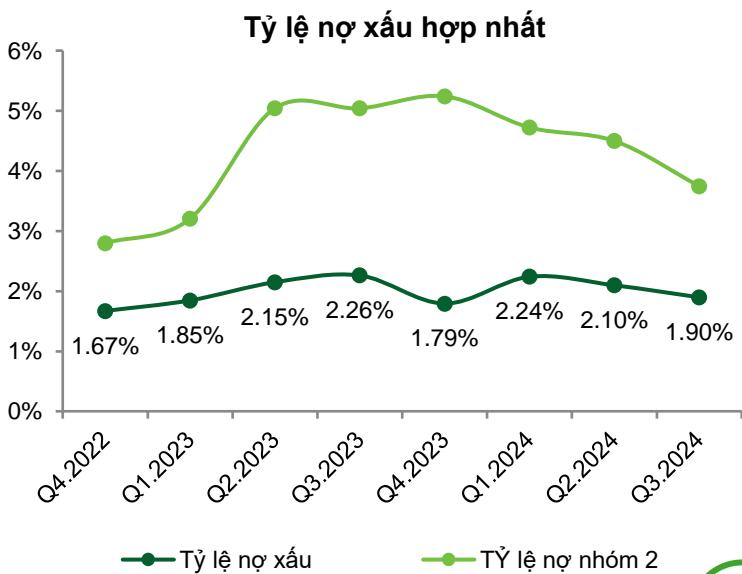
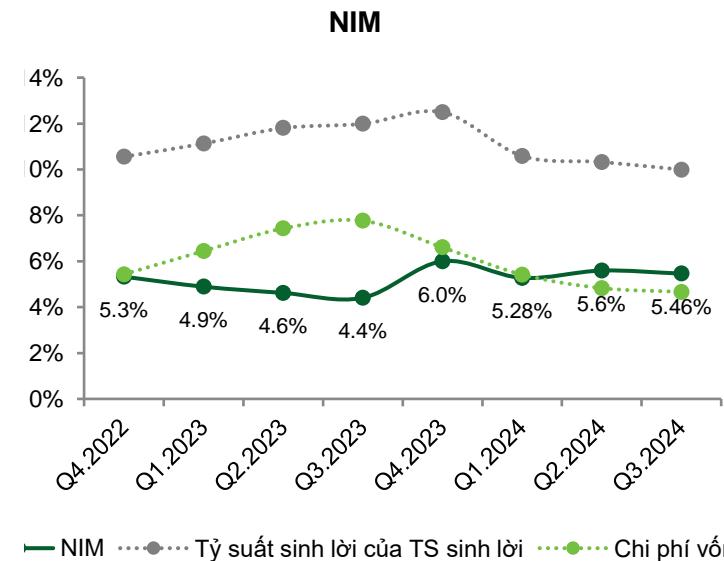
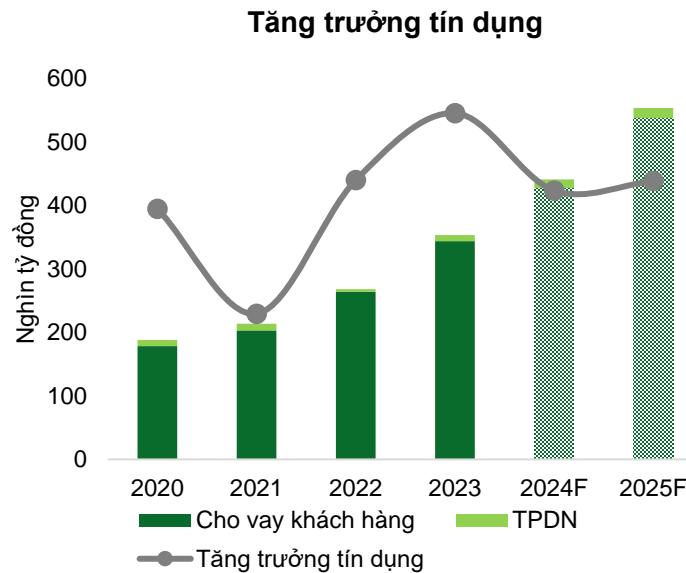
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ➡️ HDBank hiện nằm trong nhóm các ngân hàng tầm trung năng động, với chiến lược phát triển tập trung vào các mảng bán lẻ và SME, có tốc độ tăng trưởng tín dụng cao những năm gần đây.
- ➡️ **Cổ đông:** Các quỹ và NĐT nước ngoài chiếm 16,6%. BLĐ và người liên quan nắm giữ 14,3%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 69,1%.
- ➡️ **KQKD 9T.2024:** HDB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 24.580 tỷ đồng (+34,4% yoy), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 22.654 tỷ đồng (+54% yoy), thu nhập ngoài lãi đạt 1.926 tỷ đồng (-44,1% yoy), chi phí trích lập dự phòng tăng hơn 15% yoy, ghi nhận ở mức 3.490 tỷ đồng, LNTT tăng gần 47% yoy, đạt 12.655 tỷ đồng.

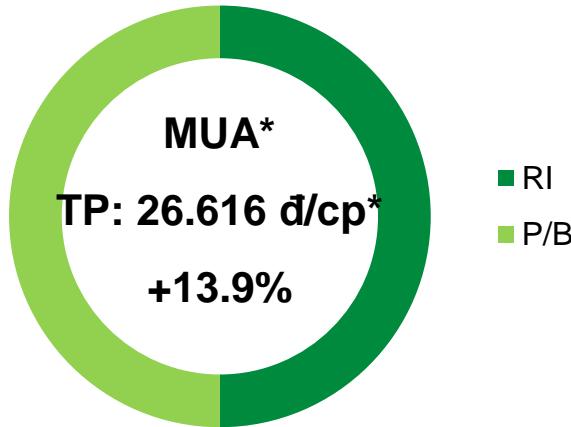


Đà tăng trưởng tích cực trong năm 2025

- ❖ **Triển vọng tăng trưởng tín dụng cao.** (1) Mảng cho vay nhóm nông nghiệp – nông thôn tiếp tục gia tăng mức độ đóng góp vào tăng trưởng toàn ngân hàng trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và sự thúc đẩy của các chính sách hỗ trợ nền kinh tế; (2) Tham gia nhận chuyển giao một ngân hàng yếu kém do đó kỳ vọng nhận được hạn mức tín dụng tốt hơn so với trung bình ngành; (3) Mảng cho vay mua nhà kỳ vọng có mức tăng trưởng khả quan hơn.
- ❖ **NIM tiếp tục được mở rộng nhờ:**
 - Tỷ lệ LDR thấp kết hợp với tăng trưởng tín dụng tích cực
 - Nhiều tiềm năng để cải thiện chi phí vốn khi: (1) Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn ở mức thấp giúp ngân hàng có nhiều dư địa để gia tăng nguồn huy động vốn ngắn hạn với chi phí rẻ hơn; (2) Việc đa dạng nguồn huy động vốn và đẩy mạnh tài trợ chuỗi giúp cải thiện chi phí vốn.
- ❖ **Lợi nhuận kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng khả quan với động lực đến từ:** (1) Sự hồi phục của thị trường bất động sản tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng tín dụng và lợi nhuận; (2) Sự hồi phục của thị trường cho vay tiêu dùng hỗ trợ lợi nhuận của HD Saison.



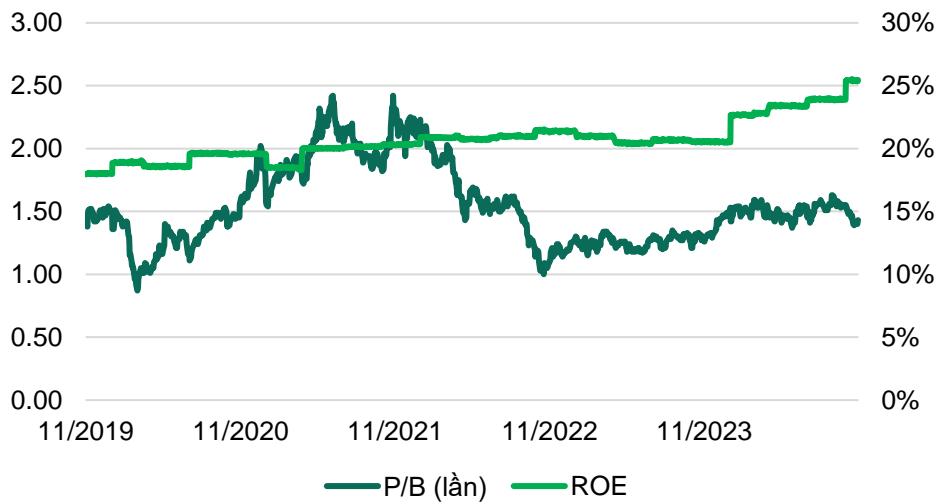
Định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	26.414	33.145	42.624
+/-yoY (%)	20,2%	25,5%	28,6%
LNTT	13.017	17.127	21.613
+/- %	26,8%	31,6%	26,2%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.294	18.818	24.193

Lịch sử định giá



Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng: 2024F, 2025F: 24,7%; 25,6%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2024F, 2025F: 9,70%; 10,44%
- Chi phí vốn 2024F, 2025F: 4,73%; 5,21%
- Tỷ lệ nợ xấu 2024F, 2025F: 1,64%; 1,56%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

Diễn biến giá



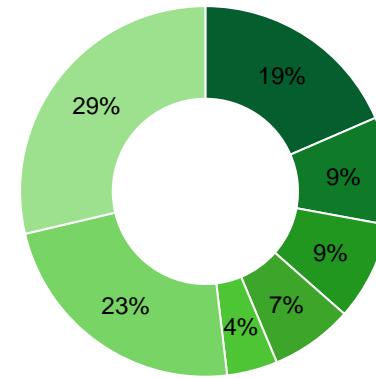
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	17,6 – 25,9
GTGD bình quân 52T	16.618.178
Vốn hóa (tỷ đồng)	128.148
P/E	5,95x
P/B	1,16x
% NN sở hữu	23,2%
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	67.639 (+26,4%)
Lợi nhuận trước thuế	35.808 (+20,4%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

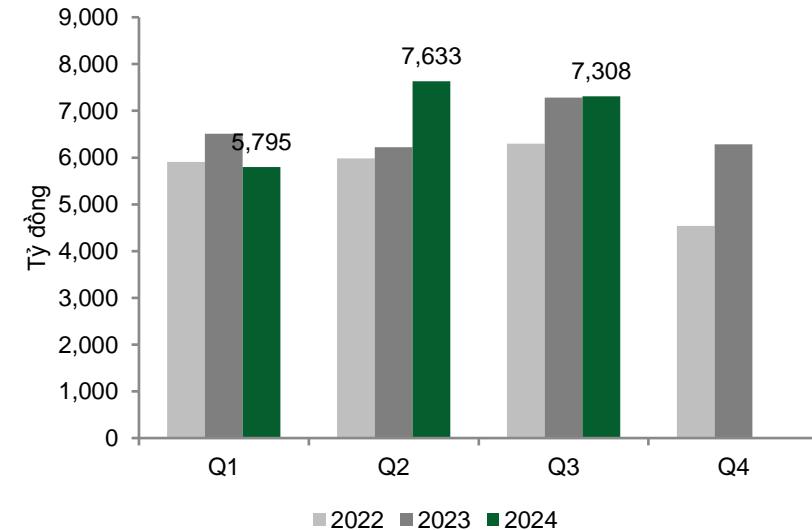
- ➡️ MBB là ngân hàng TMCP quy mô lớn với mô hình kinh doanh năng động, bao gồm nhiều công ty con hoạt động trong lĩnh vực tài chính ngân hàng. MBB có những lợi thế đặc biệt nhờ nằm trong khối Quân đội.
- ➡️ **Cổ đông:** bao gồm 19% sở hữu thuộc Viettel, 9% thuộc SCIC, 23% nước ngoài sở hữu, còn lại là cổ đông khác.
- ➡️ **KQKD 9T.2024:** MBB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 38.850 tỷ đồng (+9,3% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 20.736 tỷ đồng (+3,6% yoy). Mức tăng trưởng khiêm tốn do NIM thu hẹp và đẩy mạnh chi phí trích lập.

Cơ cấu cổ đông



- Viettel
- SCIC
- Tổng Công ty Trực thăng Việt Nam
- Tổng Công ty Tân Cảng Sài Gòn
- Vietcombank
- Quỹ ngoại
- Cổ đông khác

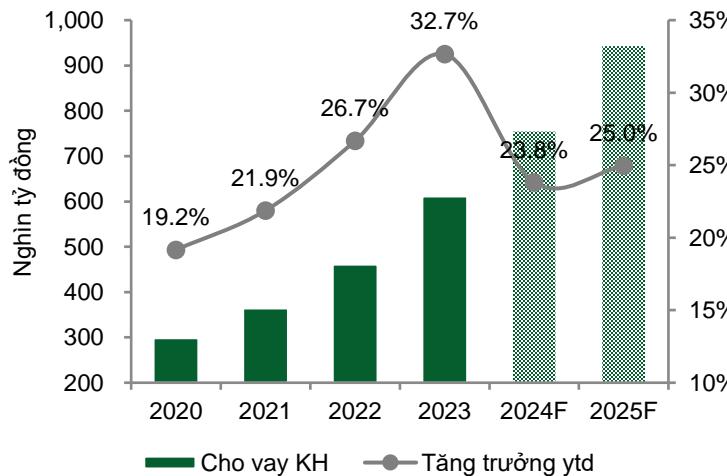
LNTT MBB



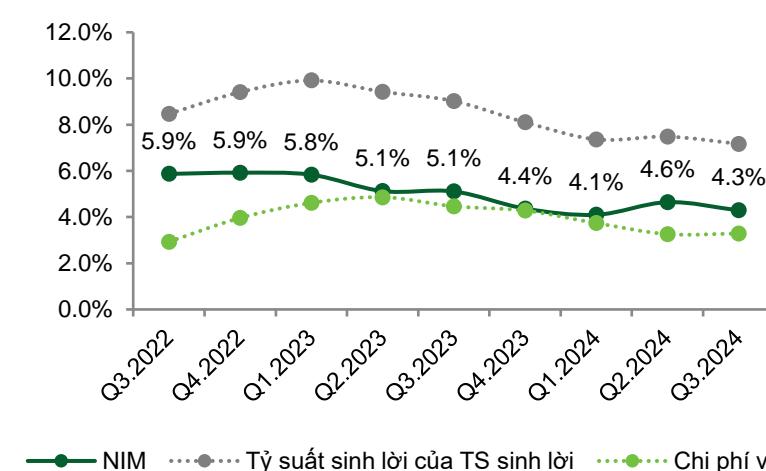
Triển vọng tăng trưởng nhanh trong chu kỳ hồi phục mới

- Tín dụng tăng trưởng trong top cao nhất ngành:** Ước tính MBB có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng trên 20% trong cả 2024 và 2025 nhờ lực đẩy từ cả tín dụng bán buôn và bán lẻ, trong khi tiếp tục được ưu tiên tăng trưởng tín dụng nhanh hơn so với bình quân ngành khoảng 1,5 – 2 lần nhờ việc nhận CGBB ngân hàng Oceanbank.
- NIM hồi phục mạnh mẽ:** NIM kỳ vọng cải thiện nhờ gia tăng tỷ lệ CASA (hiện đạt 36% cao nhất ngành với cơ cấu cân bằng từ cả khách hàng cá nhân và doanh nghiệp) Đồng thời MBB có cơ hội cải thiện tỷ suất sinh lời khi các khách hàng quay lại trả nợ và MBB đẩy mạnh tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ lên 50% dư nợ (hiện chiếm 43%).
- Thu nhập từ phí dịch vụ khả quan:** Với số lượng khách hàng cá nhân tăng nhanh hiện đạt trên 30 triệu khách hàng, hoạt động dịch vụ bán chéo sản phẩm của MBB hồi phục tốt trong năm 2024 và kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào thu nhập ngoài lãi.
- Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện:** Cuối 2024, tỷ lệ bao phủ nợ xấu dự kiến nâng lên mức trên 100%, tỷ lệ NPL đưa về dưới 2% với kỳ vọng khách hàng bị hạ nhóm nợ theo CIC trong Q3 sẽ được chuyển về nhóm nợ thông thường trong Q4.2024. Việc một số khách hàng lớn như Novaland được đẩy mạnh tháo gỡ pháp lý sẽ hỗ trợ chất lượng tài sản của MBB trong 2025.

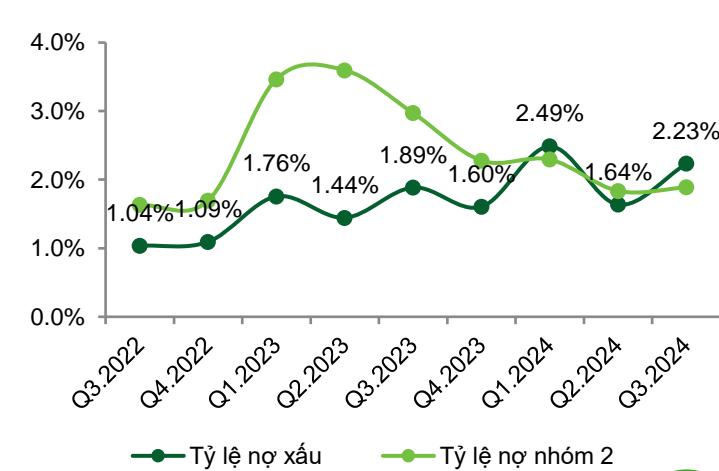
Tăng trưởng tín dụng



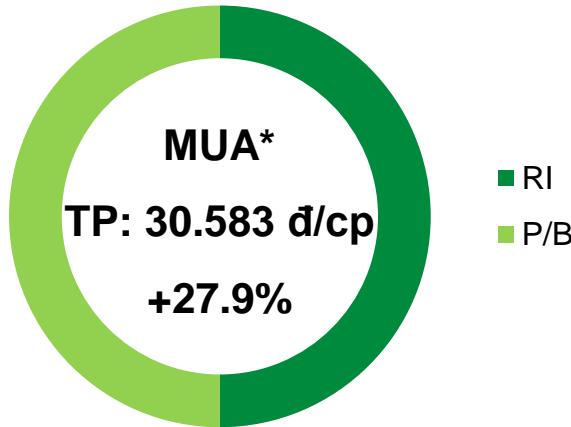
NIM



Tỷ lệ nợ xấu



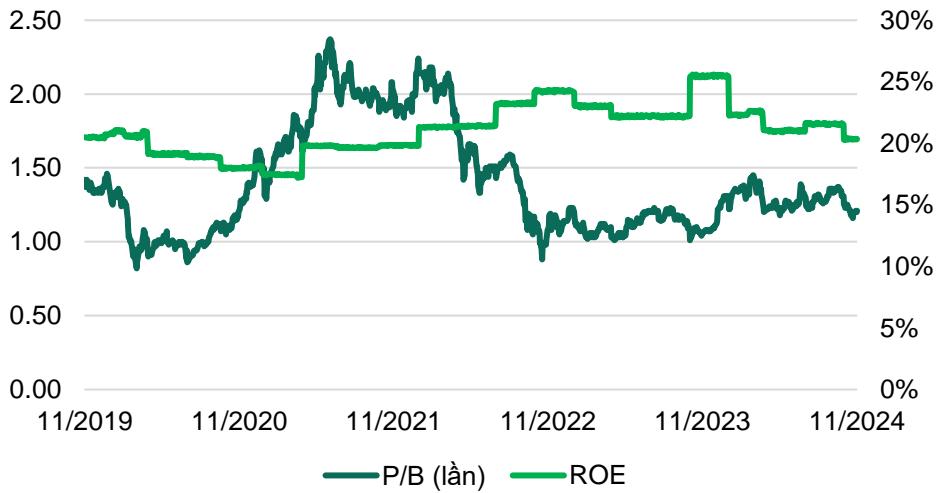
Định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	47.306	53.520	67.639
+/-yoY (%)	3,8%	13,1%	26,4%
LNTT	26.306	29.742	35.808
+/- %	15,7%	13,1%	20,4%
BVPS (đồng/cỗ phiếu)	17.786	21.833	26.819

Lịch sử định giá



Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay khách hàng: 2024 24%, 2025 25%
- NIM: 2024 4,4%, 2025 4,6%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2024 1,6% và 102%, 2025 1,5% và 112%
- Tỷ lệ CIR 2024, 2025: 30,5%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

(*) Duy trì khuyến nghị theo [Báo cáo ngành Ngân hàng 09.12.2024](#)

Diễn biến giá

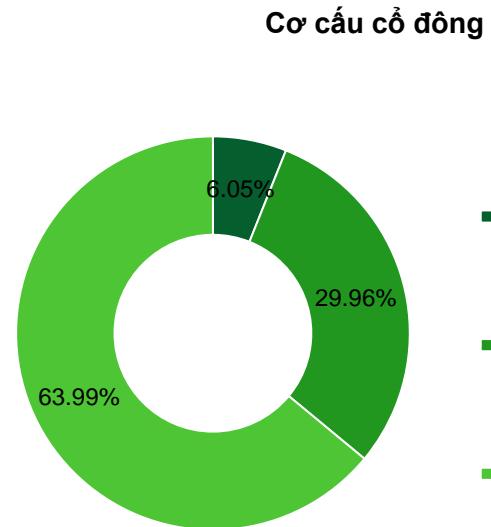


TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

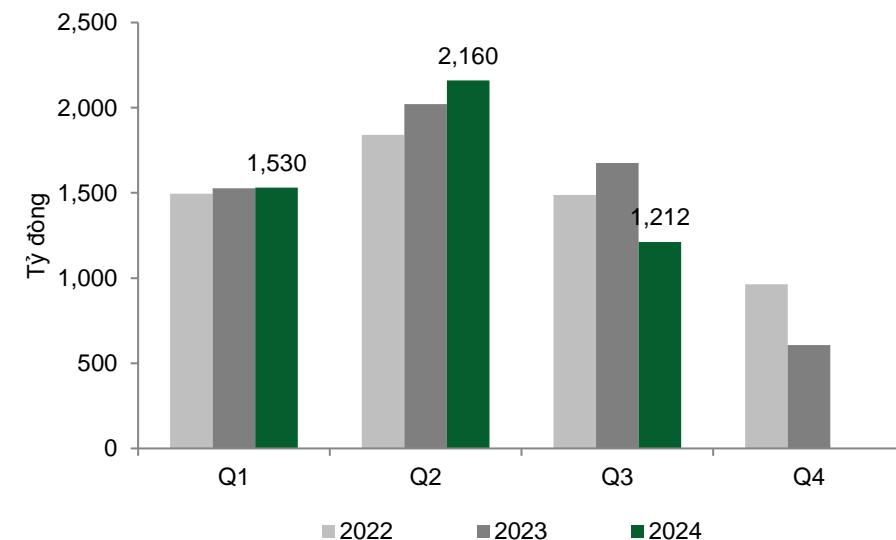
- MSB là ngân hàng TMCP quy mô vừa với mô hình kinh doanh năng động, nỗ lực chuyển đổi số và đa dạng hóa tập khách hàng.
- Cổ đông:** bao gồm 6% sở hữu thuộc VNPT, 30% thuộc sở hữu nước ngoài, còn lại là cổ đông khác.
- Kết quả kinh doanh 9T.2024:** MSB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 9.965 tỷ đồng (+4,1%) và lợi nhuận trước thuế đạt 4.902 tỷ đồng (-6,2% yoy). Lợi nhuận giảm do NIM thu hẹp, thu nhập ngoài lãi gấp khó khăn và tăng trích lập dự phòng.

Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	9,6 – 13,2
GTGD bình quân 52T	7.606.730
Vốn hóa (tỷ đồng)	29.900
P/E	5,31x
P/B	0,85x
% NN sở hữu	27,6%
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	16.523 (+17,2%)
Lợi nhuận trước thuế	8.181 (+20,2%)

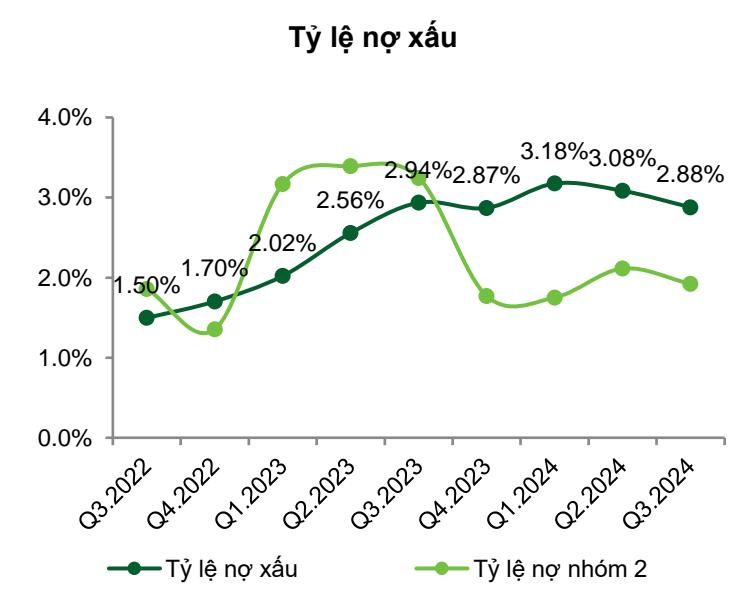
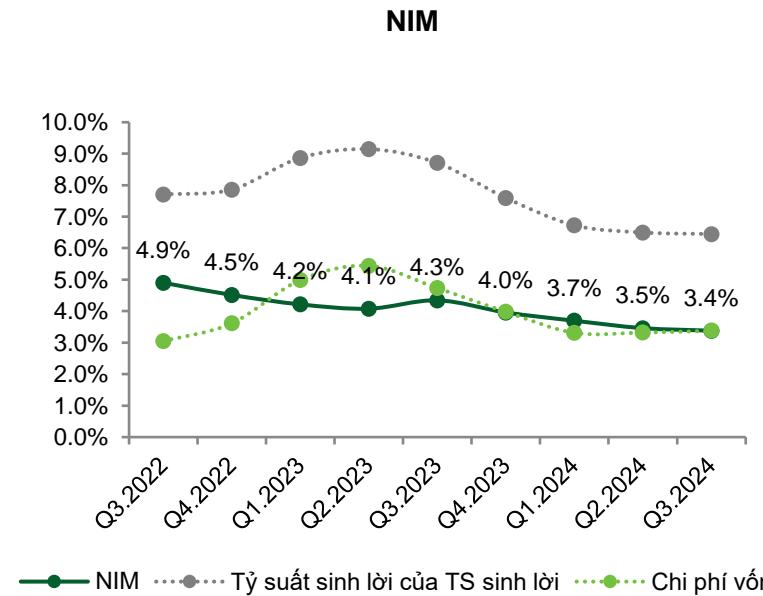
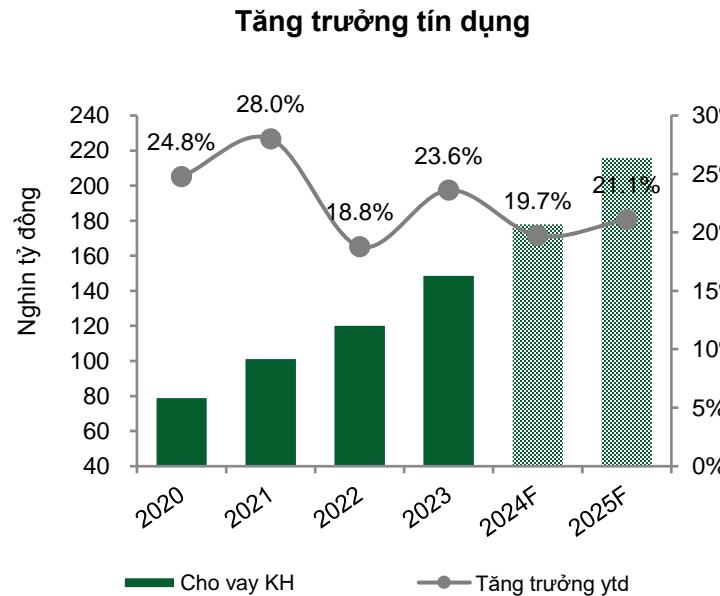


LNTT MSB

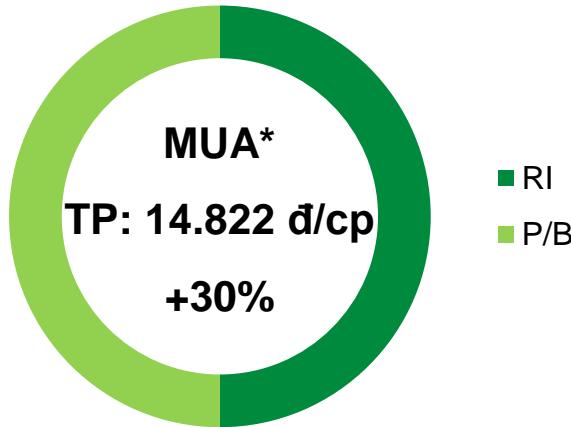


Tiềm năng mở rộng tín dụng và NIM hồi phục

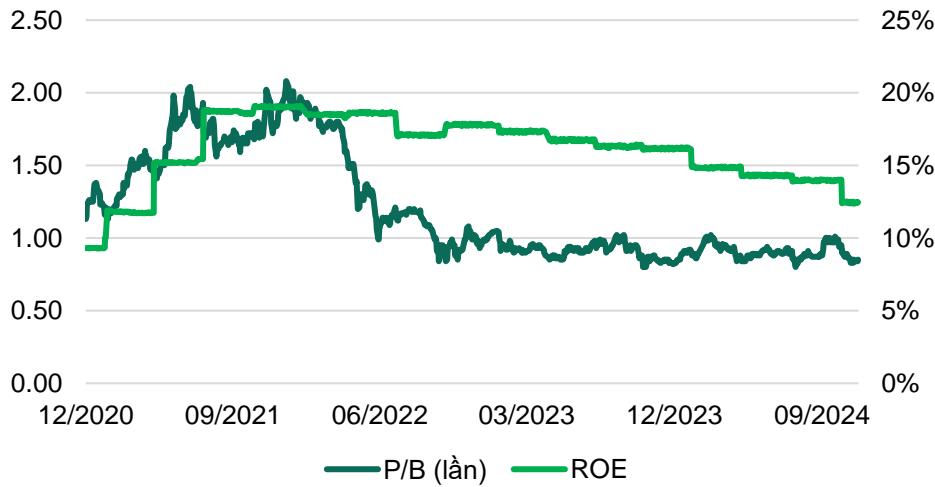
- Nhu cầu tín dụng ở mức tốt:** Chúng tôi kỳ vọng ngân hàng có thể đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 20% cho năm 2024 và 21% năm 2025.
- NIM hồi phục từ 2025:** Các động lực mở rộng NIM của MSB bao gồm: (1) Kỳ vọng tỷ giá hụt hẫng sẽ kéo giảm lãi suất trên thị trường 2, (2) Tỷ lệ CASA cải thiện, (3) Cho vay tăng trưởng tốt, đặc biệt là tín dụng bán lẻ, (4) Nâng cao chất lượng danh mục cho vay giảm các trường hợp thoái lãi.
- Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện:** Hầu hết nợ xấu ở các phân khúc đều đã được phản ánh, nợ nhóm 2 và nợ tái cơ cấu giảm về mức thấp, cùng với việc đẩy mạnh trích lập dự phòng, dự kiến tỷ lệ nợ xấu năm 2024 của MSB giảm về mức 2,6% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu được nâng lên 70%. Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của MSB sẽ tiếp tục cải thiện tích cực trong 2025.
- Tăng trưởng thu nhập bất thường từ thu hồi nợ xấu:** MSB đang xúc tiến quá trình thu hồi khoản nợ xấu 1.000 tỷ đồng và kỳ vọng sẽ hoàn thành trong tháng 12 nhờ chứng từ pháp lý tốt, cùng với việc nền kinh tế và thị trường BĐS ấm dần lên giúp quá trình xử lý tài sản dễ dàng hơn.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	12.289	14.094	16.523
+/-yoY (%)	14,9%	14,7%	17,2%
LNTT	5.830	6.805	8.181
+/- %	0,7%	16,7%	20,2%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	15.649	14.132	16.649

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay KH: 2024 20%; 2025: 21%
- NIM: 2024 3,6%; 2025 3,7%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2024 2,6% và 70%; 2025 2,5% và 75%
- Tỷ lệ CIR 2024 37%; 2025 36%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu
- Rủi ro tập trung

Diễn biến giá



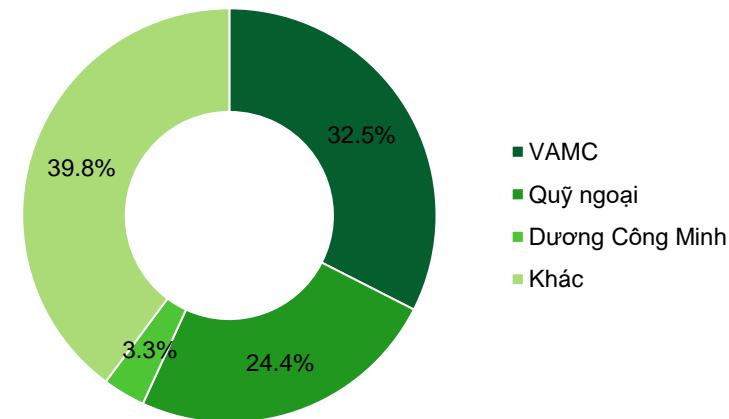
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	26,3 – 35,8
GTGD bình quân 52T	14.963.394
Vốn hóa (tỷ đồng)	62.400
P/E	7,18x
P/B	1,22x
% NN sở hữu	23,5%
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập hoạt động	37.575 (+28,4%)
Lợi nhuận trước thuế	15.241 (+32%)

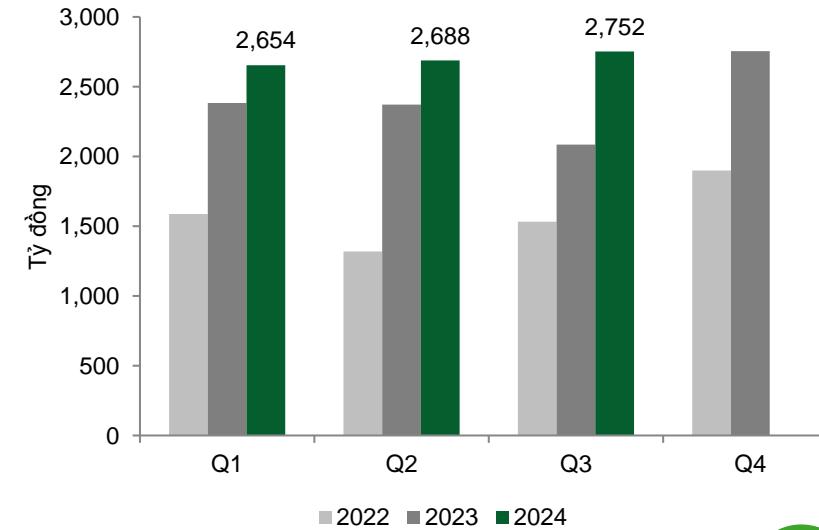
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- STB là ngân hàng niêm yết lớn thứ 7 của Việt Nam về mặt tài sản, hoạt động tập trung chủ yếu vào mảng bán lẻ và SME. STB đang trong giai đoạn cuối của quá trình tái cơ cấu dưới sự giám sát của NHNN, và được kỳ vọng sẽ bước sang chu kỳ hồi phục mạnh mẽ trong những năm tới.
- Cổ đông:** 32,5% cổ phần đang được ủy quyền cho NHNN quản lý thông qua VAMC, sở hữu của khối ngoại khoảng 24%, còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông khác.
- KQKD 9T.2024:** STB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 21.267 tỷ đồng (+9,3% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 8.094 tỷ đồng (+18,3% yoy), nhờ giảm mạnh chi phí trích lập dự phòng..

Cơ cấu sở hữu



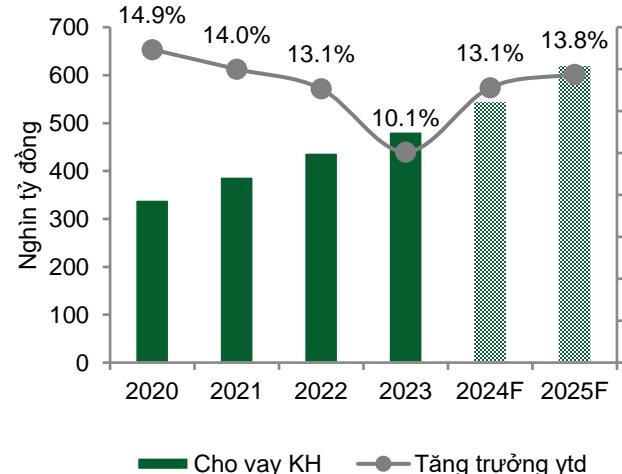
LNTT STB



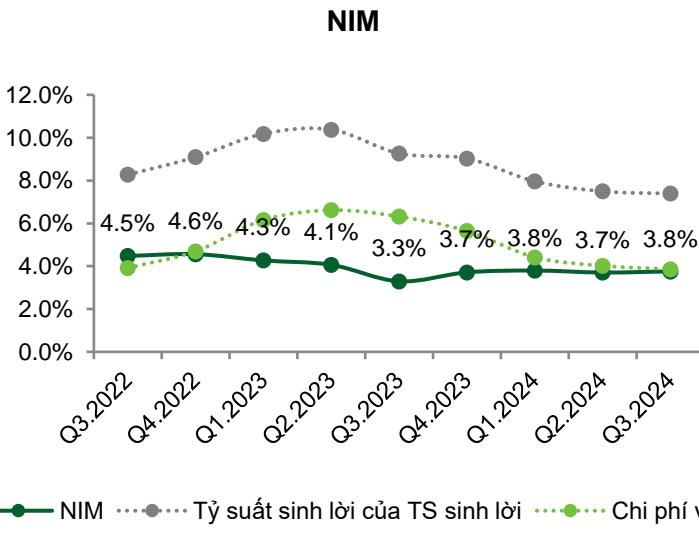
Tích cực hoàn thành trích lập tài sản tồn đọng

- Thu nhập lãi tích cực:** Tín dụng kỳ vọng tăng trưởng tương đương trung bình ngành với 2 phân khúc cho vay chính (bán lẻ phục vụ sản xuất kinh doanh và doanh nghiệp SME) trên đà hồi phục tốt. NIM dự kiến cải thiện nhẹ đạt 3,8% trong năm 2025.
- Áp lực trích lập dự phòng ở mức thấp trong 2025** nhờ: (1) STB đã trích lập hầu hết cho trái phiếu VAMC; (2) Chất lượng danh mục cho vay ổn định với các khoản nợ quá hạn và nợ tái cơ cấu giảm dần, rủi ro tập trung và nợ liên đới qua CIC ở mức thấp.
- Kỳ vọng tiến độ xử lý tài sản tồn đọng của STB sẽ được đẩy nhanh và hoàn thành trong 2025-2026:** Chúng tôi kỳ vọng STB sẽ tất toán toàn bộ trái phiếu VAMC và hoàn thành xử lý toàn bộ nợ xấu thuộc Đề án tái cơ cấu trong 2 năm tới. Trong bối cảnh thị trường bất động sản dần hồi phục và nguồn vốn cấp cho các nhà đầu tư dự án được nới lỏng, chúng tôi cho rằng STB có thể đẩy nhanh quá trình thu hồi tiền đầu giá và khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú sẽ đủ điều kiện hoàn nhập trích lập vào năm 2025. Đồng thời, STB vẫn đang tích cực làm việc với các bên liên quan để xử lý 32,5% cổ phần của STB do VAMC quản lý và chúng tôi kỳ vọng việc chào bán có thể triển khai thành công từ cuối 2025.

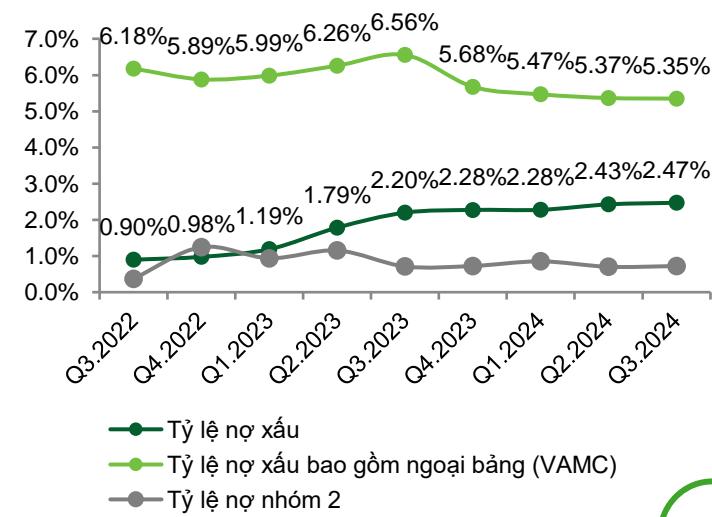
Tăng trưởng tín dụng



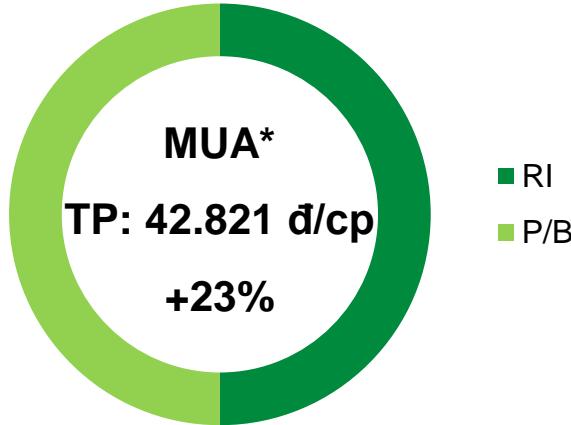
NIM



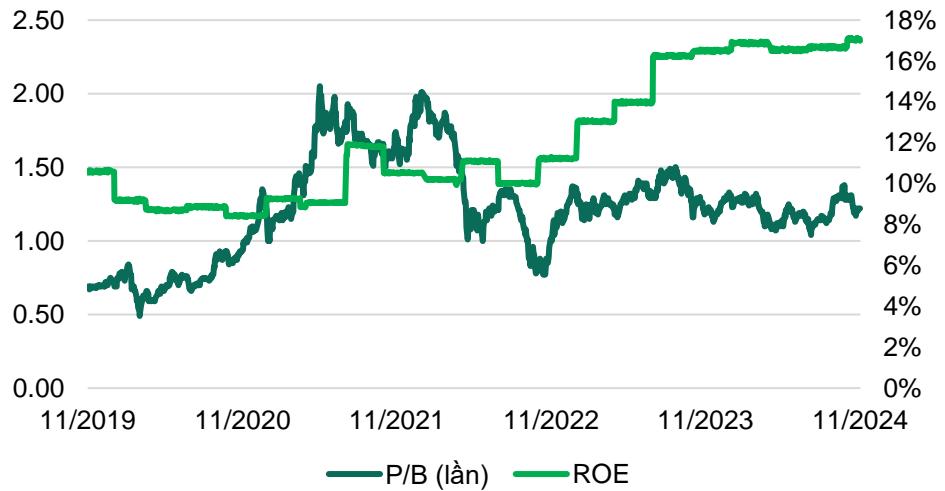
Tỷ lệ nợ xấu



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	26.173	29.257	37.575
+/-yoY (%)	0,1%	11,8%	28,4%
LNTT	9.595	11.549	15.241
+/- %	51,4%	20,4%	32,0%
BVPS (đồng/cổ phiếu)	24.259	29.280	35.747

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng cho vay KH: 2024 13%; 2025 14%
- NIM: 2024 3,7%; 2025 3,8%
- Tỷ lệ nợ xấu và bao phủ nợ xấu: 2024 2,3%, 71%; 2025 2%, 86%
- Tỷ lệ CIR: 2024 46%; 2025 43%
- Chưa bao gồm thu nhập có thể ghi nhận từ việc bán KCN Phong Phú.

Một số rủi ro

- Rủi ro trì hoãn trong quá trình xử lý tài sản tồn đọng
- Rủi ro nợ xấu

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 14.3 – 24.9

GTGD bình quân 52T 10.733.404

Vốn hóa (tỷ đồng) 165.558

P/E 4,49x

P/B 1,15x

% NN sở hữu 22,28%

Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

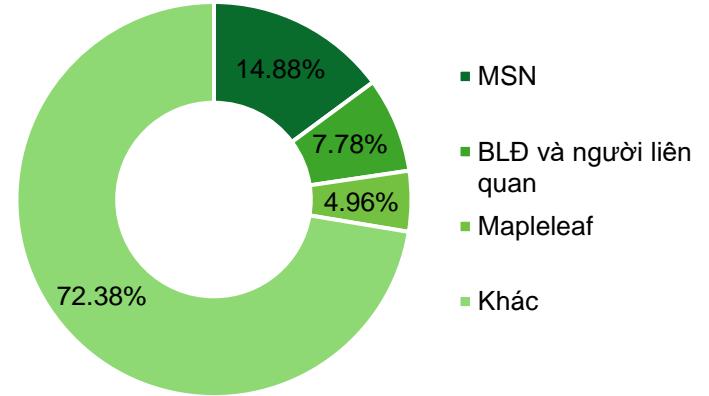
Tổng thu nhập hoạt động 60.306
(+22,15%)

Lợi nhuận trước thuế 34.037
(+21,75%)

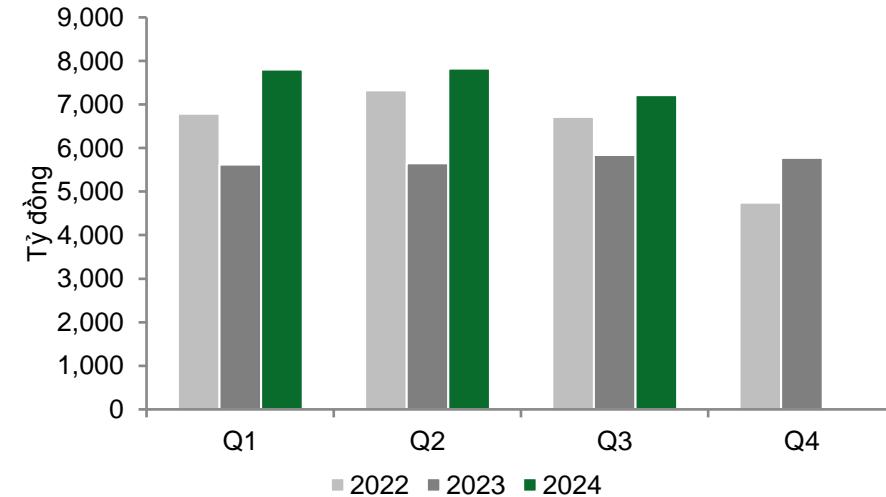
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ❖ Với thế mạnh về công nghệ, vốn và liên tục đẩy mạnh đa dạng hóa, số hóa các sản phẩm và dịch vụ tài chính, ngân hàng ngày càng gia tăng lợi thế cạnh tranh và ghi nhận tốc độ tăng trưởng lợi nhuận nhanh chóng với hiệu quả sinh lời cao trong những năm gần đây.
- ❖ **Cổ đông:** Các quỹ và NĐT nước ngoài chiếm 22,3%, BLĐ và người liên quan nắm giữ 7,8%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 69,9%.
- ❖ **KQKD 9T.2024:** TCB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 37.436 tỷ đồng (+28,9% yoy), trong đó thu nhập lãi thuần đạt 26.906 tỷ đồng (+33,9% yoy), thu nhập ngoài lãi đạt 10.530 tỷ đồng (+17,65% yoy), chi phí trích lập dự phòng tăng gần 74% yoy, ghi nhận ở mức 3.964 tỷ đồng, LNTT tăng hơn 34% yoy, đạt 22.842 tỷ đồng.

Cơ cấu sở hữu

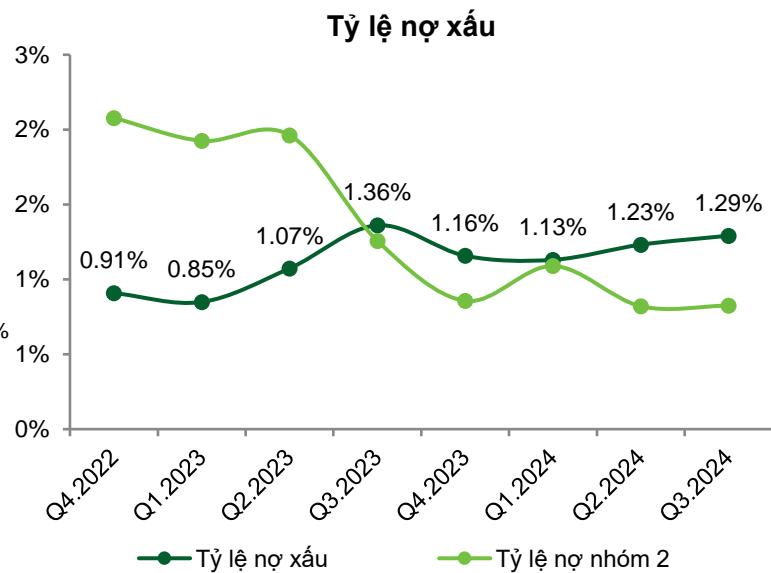
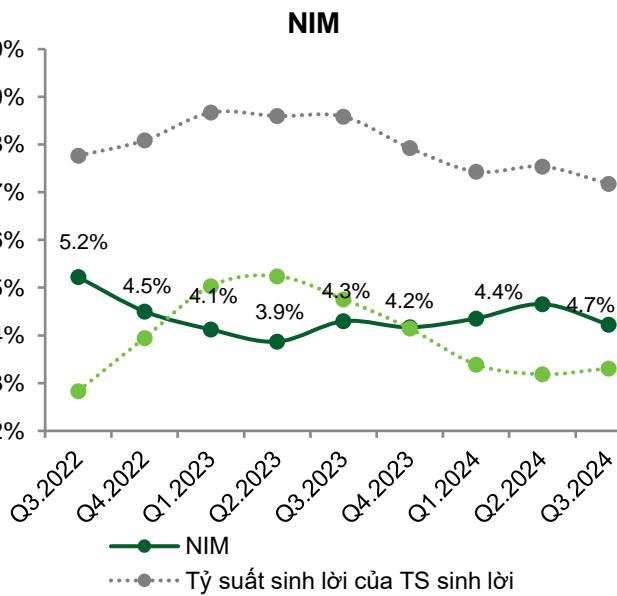
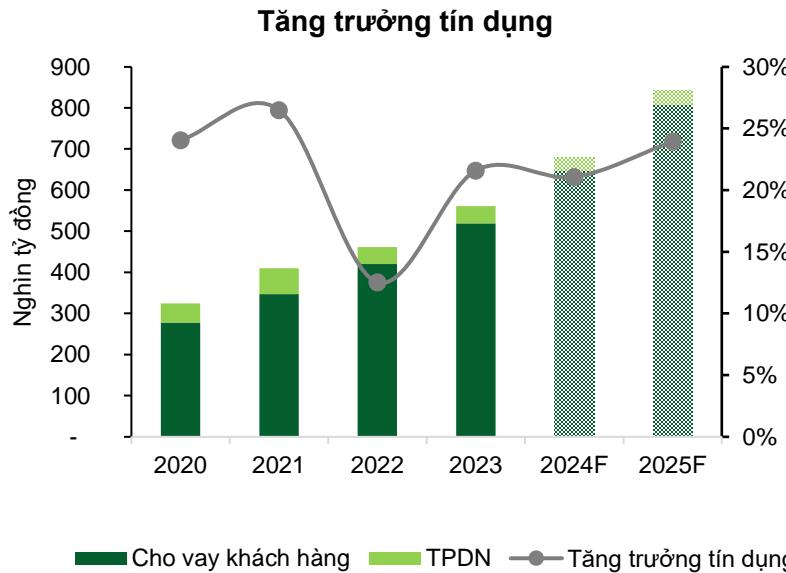


LNTT của TCB

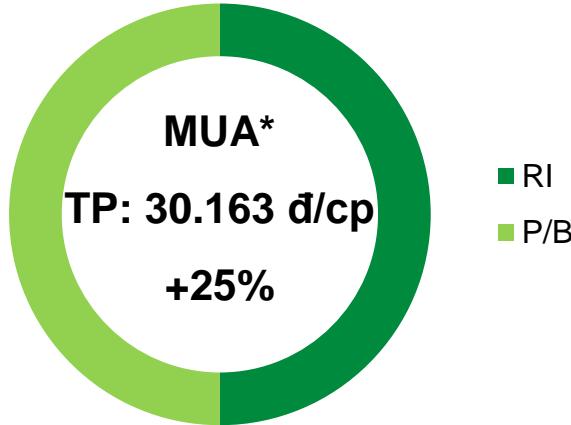


Kỳ vọng hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường bất động sản và xây dựng

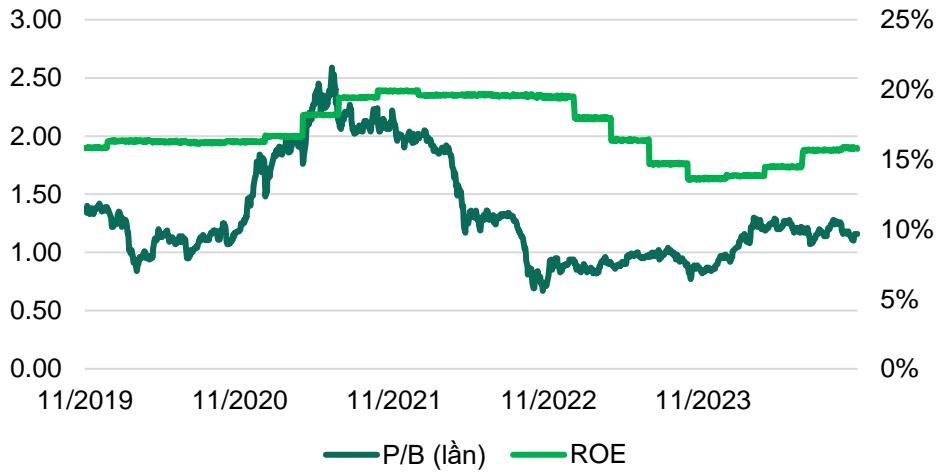
- ➡ **Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong những tháng cuối năm 2024 và 2025 với động lực đến từ sự hồi phục của thị trường bất động sản và xây dựng cũng như nhu cầu vay mua nhà ở.**
- ➡ **NIM kỳ vọng được cải thiện nhờ CASA tiếp tục duy trì ở mức cao và các chiến lược tối ưu hóa chi phí phát huy hiệu quả.** (1) CASA của TCB được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ gia tăng đầu tư và đẩy mạnh các chương trình tiếp cận theo choãi và tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn đang có xu hướng giảm giúp ngân hàng có thêm dư địa để gia tăng nguồn huy động vốn ngắn hạn giúp giảm bớt áp lực lên chi phí vốn; (2) Chi phí vốn được tối ưu hóa nhờ ngân hàng có cơ cấu huy động tương đối linh hoạt.
- ➡ **Đa dạng hóa các nguồn thu nhập ngoài lãi giúp đem lại tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận khả quan:** (1) Thu nhập từ mảng phí dịch vụ đầu tư của TCB cũng kỳ vọng sẽ tăng đóng góp trong mảng thu nhập từ hoạt động dịch vụ trong thời gian tới nhờ lợi thế dẫn đầu mảng này thông qua công ty con TCBS với kỳ vọng hoạt động tư vấn phát hành và phân phối trái phiếu đã bắt đầu có những dấu hiệu cải thiện; (2) Mở rộng sang lĩnh vực bảo hiểm phi nhân thọ qua việc thành lập TCGIns.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	40.061	49.371	60.306
+/-yoY (%)	-2,06%	23,24%	22,15%
LNTT	22.888	27.956	34.037
+/- %	-10,48%	22,14%	21,75%
BVPS (đồng/cỗ phiếu)	36.994	20.581	22.951

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng: 2024F, 2025F: 21,1%; 23,9%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2024F, 2025F: 7,30%; 7,74%
- Chi phí vốn 2024F, 2025F: 3,21%; 3,34%
- Tỷ lệ nợ xấu 2024F, 2025F: 1,29%; 1,18%

Một số rủi ro

- Rủi ro tín dụng tập trung

(*) Duy trì khuyến nghị theo [Báo cáo ngành Ngân hàng 09.12.2024](#)

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 15,0 – 20.4

GTGD bình quân 52T 6.357.869

Vốn hóa (tỷ đồng) 56.305

P/E 6,8x

P/B 1,42x

% NN sở hữu 5,09%

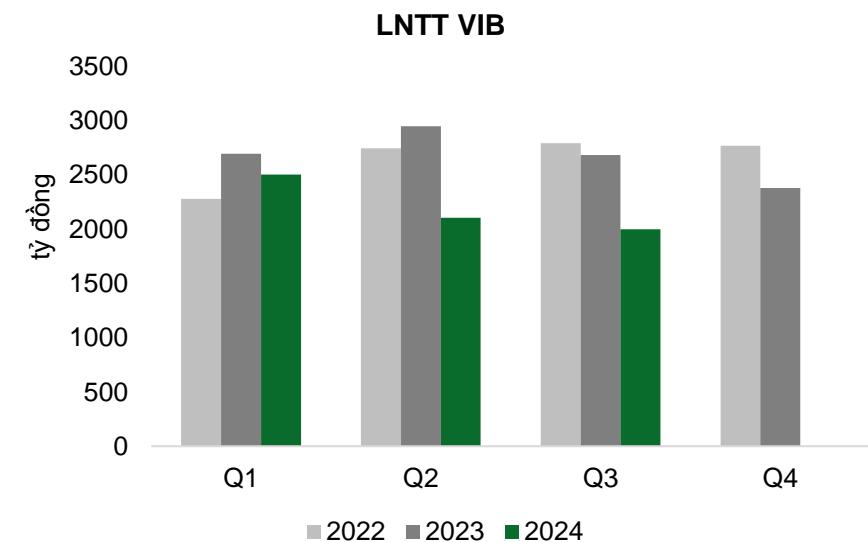
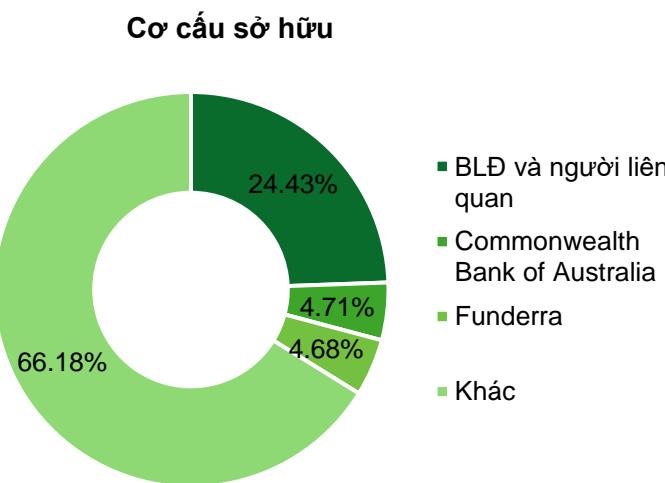
Dự phóng 2025 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập hoạt động 26.096
(+15,87%)

Lợi nhuận trước thuế 11.448
(+20,26%)

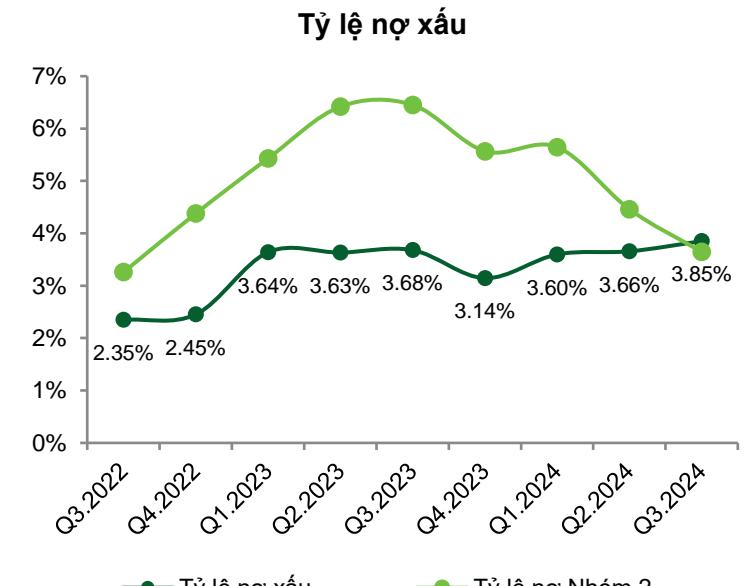
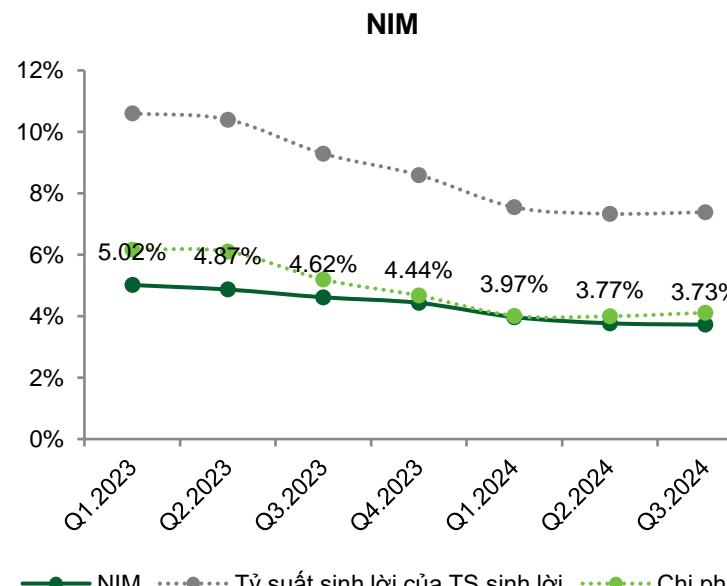
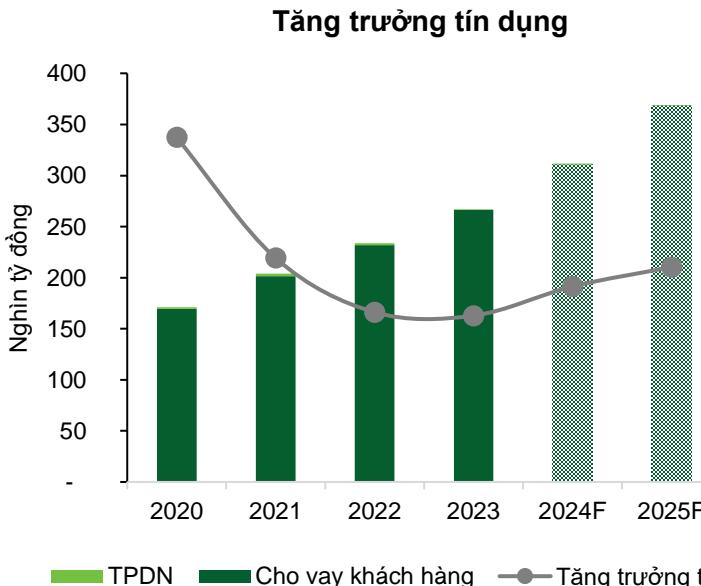
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- VIB là ngân hàng TMCP có tỷ trọng bán lẻ thuộc top đầu ngành với tỷ lệ gần 90% danh mục tín dụng và liên tục dẫn đầu thị phần trong các mảng kinh doanh trọng yếu như cho vay mua nhà, mua ô tô, thẻ tín dụng...
- Cổ đông:** Các quỹ và NĐT nước ngoài chiếm 5,1%, BLĐ và người liên quan nắm giữ 24,4%, còn lại là các cổ đông trong nước khác nắm giữ 70,5%.
- KQKD 9T.2024:** VIB ghi nhận tổng thu nhập hoạt động đạt 15.294 tỷ đồng (-6,28% yoy), trong đó thu nhập lãi thuần đạt hơn 12.677 tỷ đồng (-8,33% yoy), thu nhập ngoài lãi đạt 3.249 tỷ đồng (-1,18% yoy), chi phí trích lập dự phòng tăng nhẹ gần 2,5% yoy, ghi nhận ở mức 3.231 tỷ đồng khiến LNTT giảm gần 21% yoy, đạt 6.603 tỷ đồng.

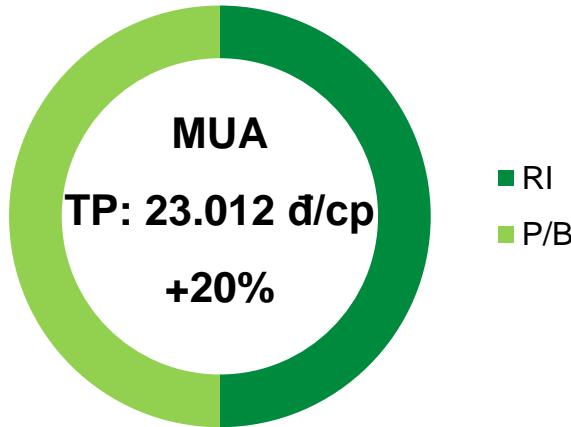


Kỳ vọng hồi phục từ mức nền thấp

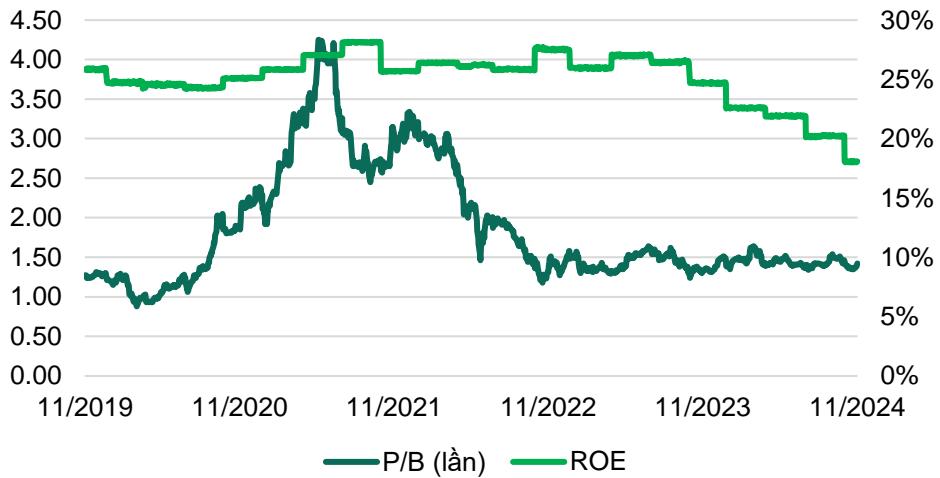
- ➡ **Tín dụng kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong những tháng cuối năm 2024 và 2025.** Trong đó: (1) Mảng cho vay mua nhà ở sẽ là động lực dẫn dắt tăng trưởng với sự hỗ trợ từ mặt bằng lãi suất cho vay được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức thấp và nguồn cung bất động sản có sự cải thiện; (2) Các mảng kinh doanh khác được kỳ vọng giữ mức tăng trưởng khả quan với lợi thế cạnh tranh ở mảng thẻ và mảng cho vay mua ô tô.
- ➡ **NIM kỳ vọng được cải thiện trong thời gian tới nhờ:** (1) Tỷ lệ cho vay bán lẻ ở mức cao với sản phẩm chủ yếu là cho vay mua nhà giúp ngân hàng có thể khai thác các khoản vay với lãi suất cao hơn so với mặt bằng chung; (2) Áp lực cạnh tranh về lãi suất cho vay giữa các ngân hàng kỳ vọng được giảm bớt; (3) Sự năng động và linh hoạt trong hoạt động huy động vốn giúp giảm bớt áp lực phụ thuộc vào kênh huy động tiền gửi từ khách hàng trong bối cảnh lãi suất huy động có thể tiếp tục xu hướng tăng trong thời gian tới.
- ➡ **Thu nhập ngoài lãi kỳ vọng giữ mức tăng trưởng khả quan nhờ sự hồi phục của thị trường bảo hiểm và các hoạt động thanh toán quốc tế và kinh doanh ngoại tệ.**



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	22.160	22.521	26.096
+/-yoY (%)	22,72%	1,63%	15,87%
LNTT	10.704	9.519	11.448
+/- %	1,16%	-11,07%	20,26%
BVPS (đồng/cỗ phiếu)	14.955	14.227	17.301

Một số giả định trong dự báo

- Tăng trưởng tín dụng: 2024F, 2025F: 16,7%; 18,4%
- Lợi suất sinh lời của tài sản 2024F, 2025F: 7,48%; 7,89%
- Chi phí vốn 2024F, 2025F: 3,92%; 4,20%
- Tỷ lệ nợ xấu 2024F, 2025F: 3,74%; 3,45%

Một số rủi ro

- Rủi ro nợ xấu

Điễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 23.100 – 30.600

GTGD bình quân 52T 16.289.914

Vốn hóa (tỷ đồng) 50.420

P/E 12.37x

P/B 1.51x

% NN sở hữu 36,39%

Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

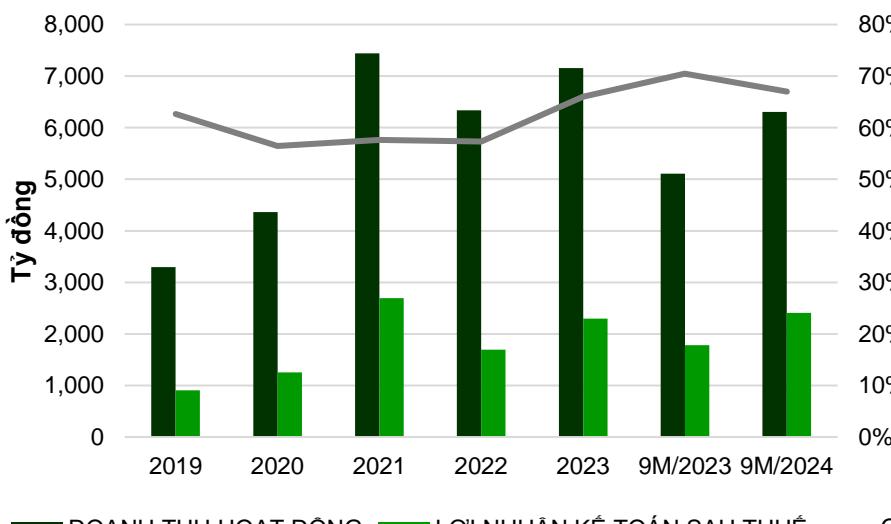
Tổng thu nhập 9.132

Lợi nhuận sau thuế 3.524

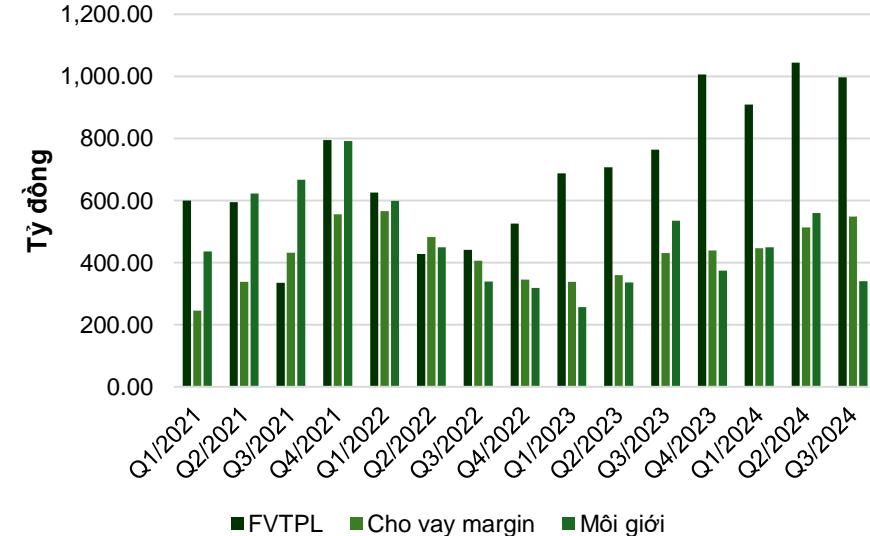
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- SSI là doanh nghiệp đầu ngành chứng khoán với thị phần môi giới cao nhất trong nhóm CTCK truyền thống ở mức 9%. SSI hiện tại có quy mô vốn chủ sở hữu lớn thứ 2 trong ngành và quy mô vốn hóa thị trường lớn nhất. SSI hướng tới cung cấp sản phẩm và dịch vụ chất lượng và ít tham gia vào cuộc chiến cạnh tranh phí với ngành.
- KQKD Q3.2024:** SSI ghi nhận tăng trưởng chậm lại khi doanh thu hoạt động đạt 2.028 tỷ đồng (+4% YoY), lợi nhuận đạt 794 tỷ đồng (+12% YoY). Mảng kinh doanh môi giới sụt giảm mạnh trong bối cảnh thanh khoản sụt giảm mạnh. Trong khi đó, mảng cho vay margin tiếp tục tăng trưởng nhờ margin toàn thị trường tiếp tục tăng và SSI gia tăng vốn cho vay. Mảng đầu tư ổn định bền vững nhờ danh mục tập trung vào trái phiếu và CCTG.

KQKD qua các năm của SSI (Tỷ đồng)

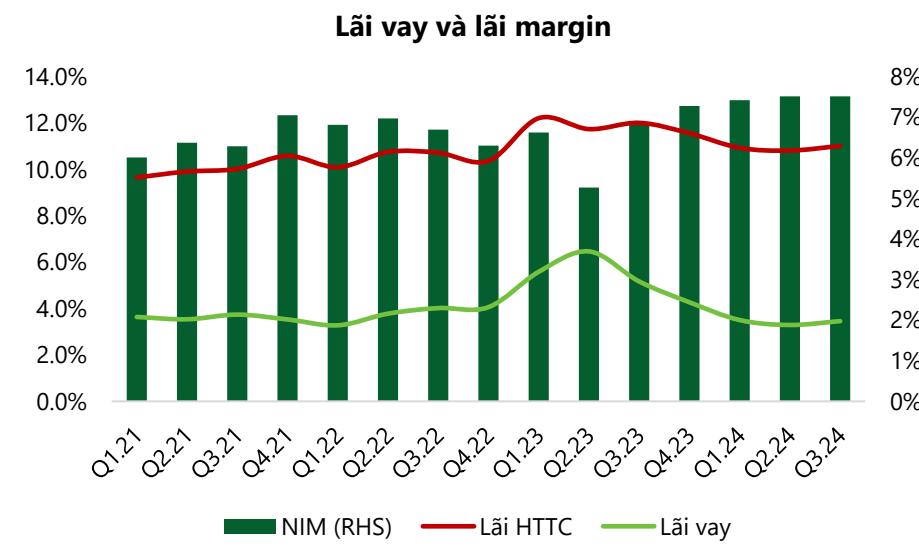
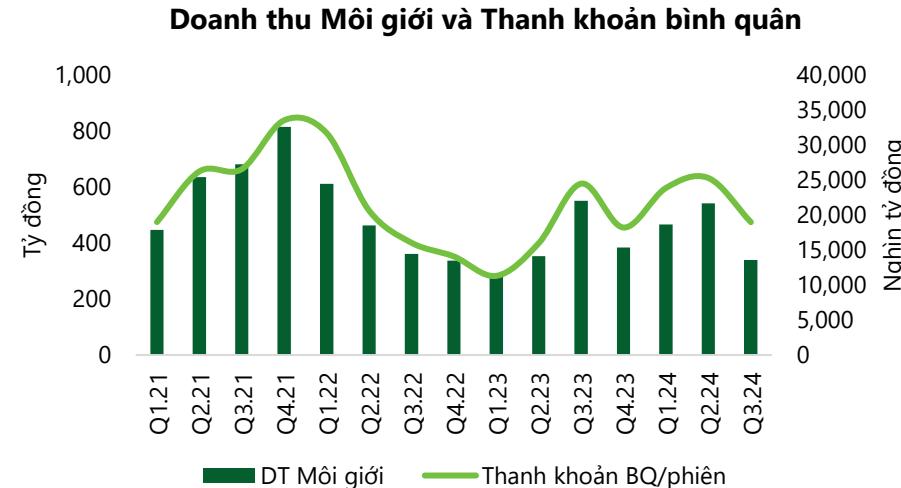
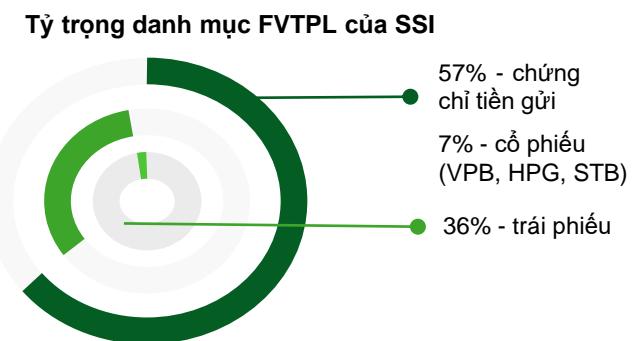
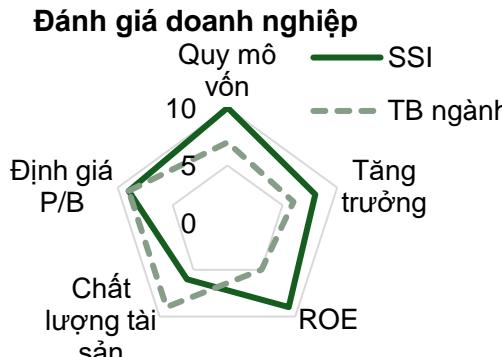


Cơ cấu doanh thu hoạt động của SSI



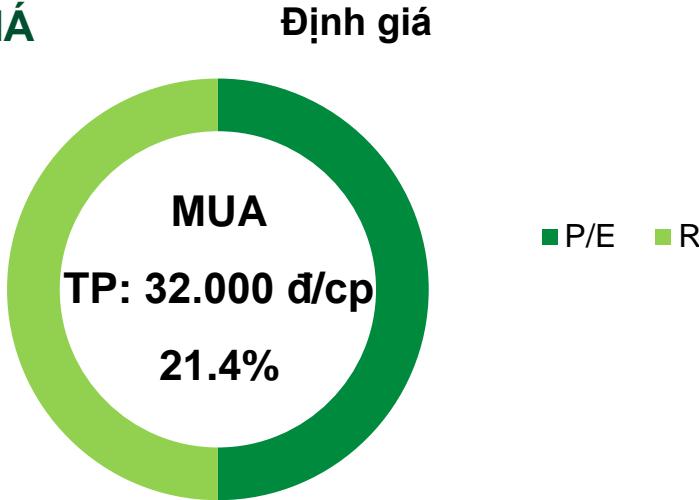
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ Thị phần môi giới kỳ vọng cải thiện trong tương lai. Cho vay margin khởi sắc.
 - Chúng tôi kỳ vọng thị phần của SSI có thể cải thiện nhờ các chương trình ưu đãi phí margin liên tục được triển khai trong năm. Nhờ vào lượng vốn bổ sung phát hành thêm trong Q3.2024, chúng tôi kỳ vọng dư nợ margin tiếp tục được gia tăng trong Q4.2024 và giúp thị phần của SSI cải thiện thêm cuối năm và năm sau. Số dư HTTC của SSI có thể tăng 30% so với bình quân năm 2024. Cùng với đó, việc lãi suất duy trì ở mức thấp sẽ hỗ trợ cho NIM cho vay margin tiếp tục duy trì ổn định.
- ❖ Kỳ vọng hưởng lợi từ nâng hạng thị trường năm 2025
 - Với thị phần giao dịch NĐTNN khoảng trên 20% toàn thị trường, SSI sẽ là CTCK hưởng lợi lớn trong câu chuyện nâng hạng thị trường khi lượng tiền lớn của các quỹ ETF và quỹ chủ động đổ vào thị trường Việt Nam. Chúng tôi cho rằng với câu chuyện non-prefunding được triển khai thì SSI sẽ là công ty có khả năng đáp ứng tốt nhất khi có quy mô vốn lớn nhất ngành.
- ❖ Danh mục tự doanh an toàn, ổn định
 - Danh mục tự doanh của SSI chủ yếu nắm giữ khoảng trên 39 nghìn tỷ CCTG và trái phiếu chất lượng của nhóm ngân hàng Big 4. Điều này đem lại cho SSI lợi nhuận ổn định trong bất cứ bối cảnh nào. Ngoài ra, tài sản đầu tư chất lượng này còn dùng để làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay ngắn hạn giúp bổ sung nguồn vốn, điều này giúp SSI tăng mạnh được dư nợ cho vay margin trong tương lai mà không cần phải tăng vốn pha loãng sở hữu cổ đông nhiều.



Nguồn: HLD, VCBS

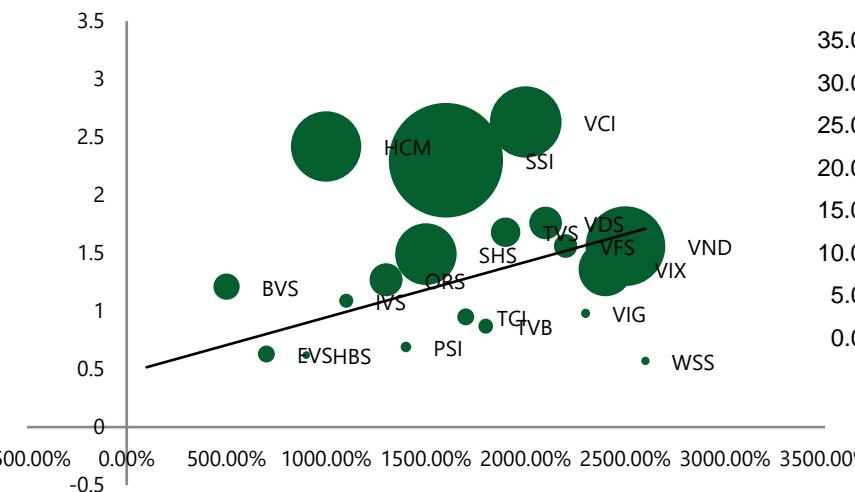
ĐỊNH GIÁ



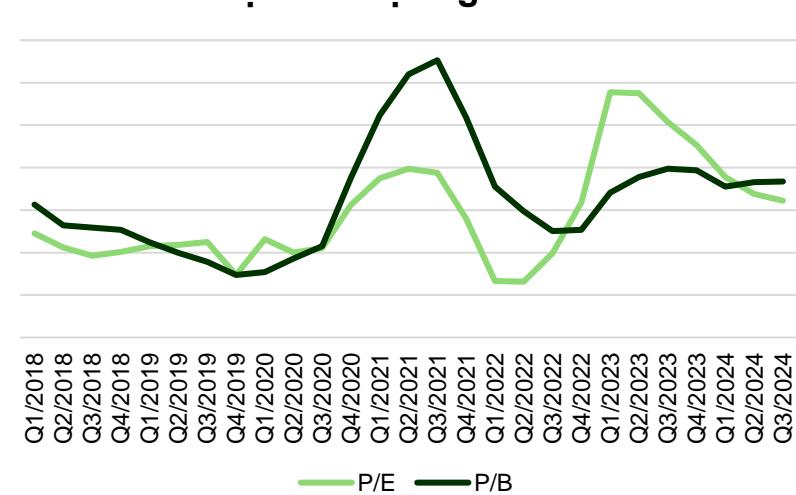
DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	6.476	8.320	9.132
+/- <i>yoY (%)</i>	20%	28%	10%
Lợi nhuận sau thuế	2.295	3.110	3.524
+/- <i>yoY (%)</i>	35,2%	35,5%	13,3%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.531	1.585	1.796

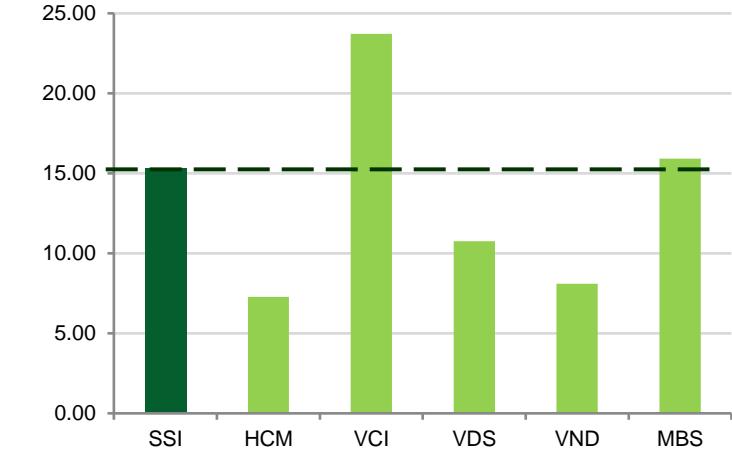
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá SSI



P/E ngành



Diễn biến giá



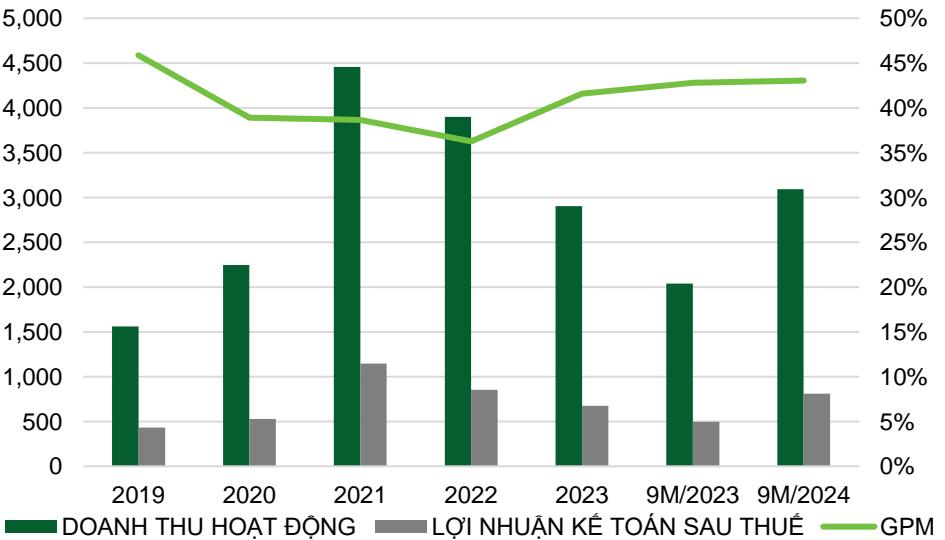
Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm	20.400 – 31.200
GTGD bình quân 52T	8.274.216
Vốn hóa (tỷ đồng)	21.167
P/E	17x
P/B	2x
% NN sở hữu	44,92%
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập	4.023
Lợi nhuận sau thuế	1.522

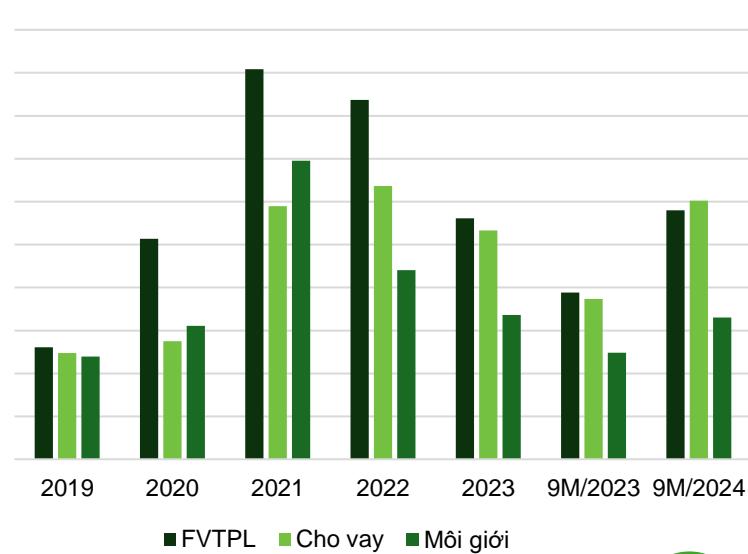
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- 💡 HCM là doanh nghiệp đầu ngành chứng khoán tập trung vào tệp khách hàng bán buôn, dẫn đầu với tệp khách hàng tổ chức. HCM có dư nợ cho vay tăng trưởng thần tốc trong năm 2024 nhờ vào việc tăng vốn mạnh mẽ và đang trong quá trình tăng trưởng lại thị phần.
- 💡 **KQKD Q3.2024:** HCM ghi nhận tiếp tục tăng trưởng mạnh trong bối cảnh ngành chậm lại, doanh thu hoạt động đạt 1.138 tỷ đồng (+38% yoy), lợi nhuận đạt 222 tỷ đồng (+4% yoy). Mảng kinh doanh môi giới sụt giảm doanh thu theo bối cảnh ngành chung khó khăn do thanh khoản thấp, tuy nhiên dư nợ margin tăng mạnh mẽ sau khi tăng vốn mạnh trong Q1 và Q2.2024 giúp doanh thu cho vay duy trì tăng trưởng.

KQKD qua các năm của HCM (Tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu hoạt động của HCM



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Margin tiếp tục là động lực dẫn dắt tăng trưởng

- Thị phần của HCM tăng trưởng mạnh sau khi HCM tăng vốn trong Q1 và Q2.2024. Nhờ vào lượng vốn tăng mạnh, HCM nhanh chóng chiếm lĩnh thị phần trở lại và đẩy mạnh doanh thu cho vay trong bối cảnh cả ngành gặp khó khăn do thanh khoản thấp. HCM cũng vừa thành công thông qua phương án phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu giúp tăng 3.600 tỷ đồng vốn điều lệ giúp thúc đẩy cho vay margin. Đây sẽ tiếp tục là động lực lớn của HCM trong việc lấy lại thị phần và duy trì đà tăng trưởng mạnh trong bối cảnh thị trường khởi sắc.

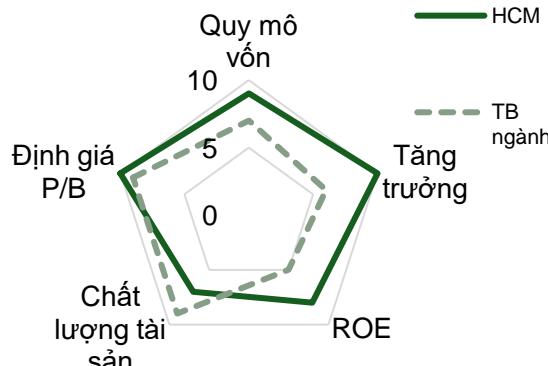
Kỳ vọng hưởng lợi từ nâng hạng thị trường năm 2025

- Với thị phần giao dịch NĐTNN khoảng 22% toàn thị trường, HCM sẽ là CTCK hưởng lợi lớn trong câu chuyện nâng hạng thị trường khi lượng tiền lớn của các quỹ ETF và quỹ chủ động đổ vào thị trường Việt Nam. Chúng tôi cho rằng với câu chuyện non-prefunding được triển khai thì SSI sẽ là công ty có khả năng đáp ứng tốt nhất khi có quy mô vốn nằm trong top các CTCK lớn và đang tăng vốn hơn nữa để đáp ứng cho câu chuyện này.

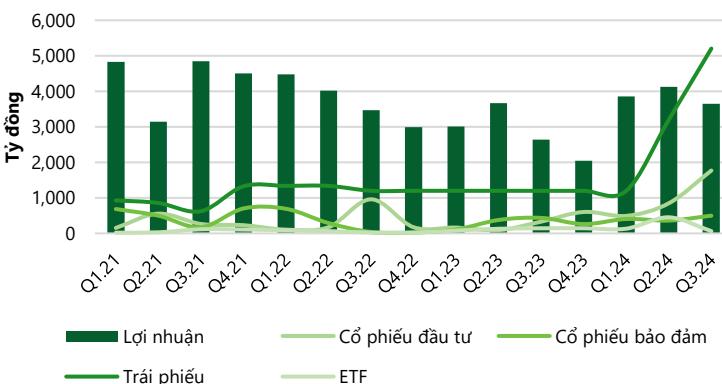
Chiến lược tự doanh tập trung vào tạo lập thị trường

- Danh mục cổ phiếu của HCM tập trung vào bluechips, được phân bổ vào nhóm đầu tư và nhóm đảm bảo cho chứng quyền. HCM đã tăng mạnh tỷ trọng vào trái phiếu niêm yết của ngân hàng Big4 lên khoảng 6.200 tỷ, những tài sản này vừa đem lại lợi suất ổn định, vừa có thể là tài sản đảm bảo chất lượng giúp HCM tăng mạnh nợ vay phục vụ cho nguồn vốn cho vay margin.

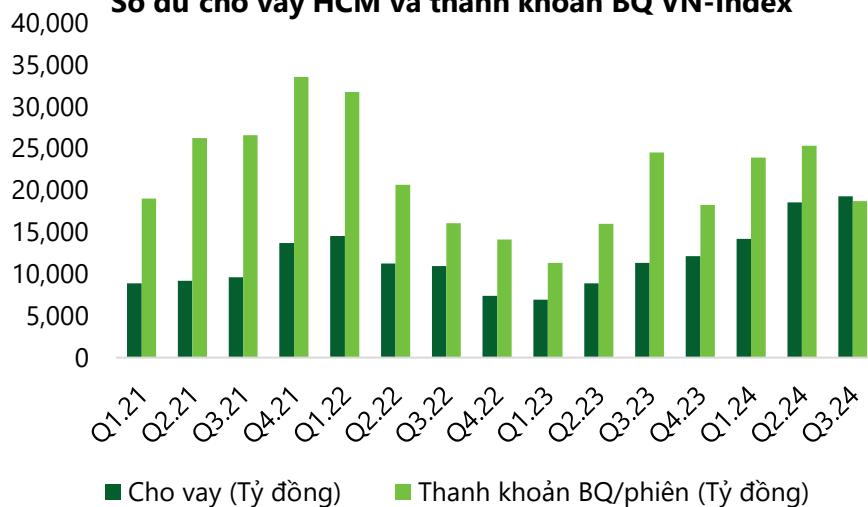
Đánh giá doanh nghiệp



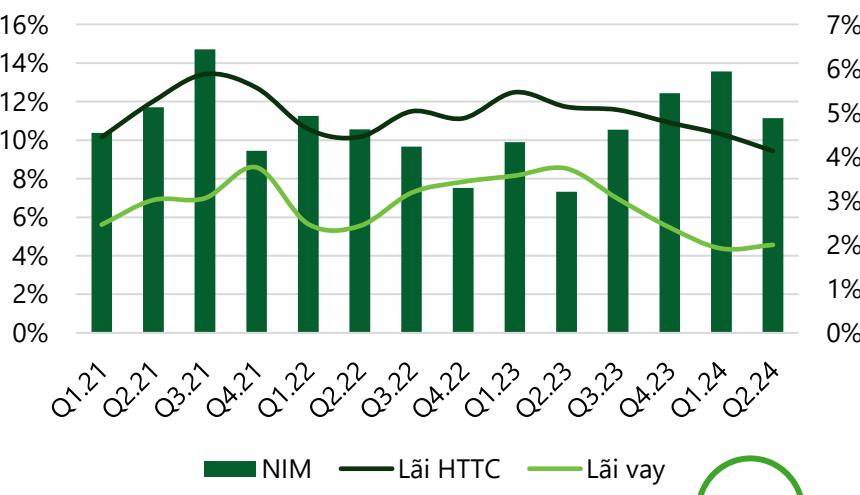
Biến động số dư danh mục và lợi nhuận tự doanh



Số dư cho vay HCM và thanh khoản BQ VN-Index

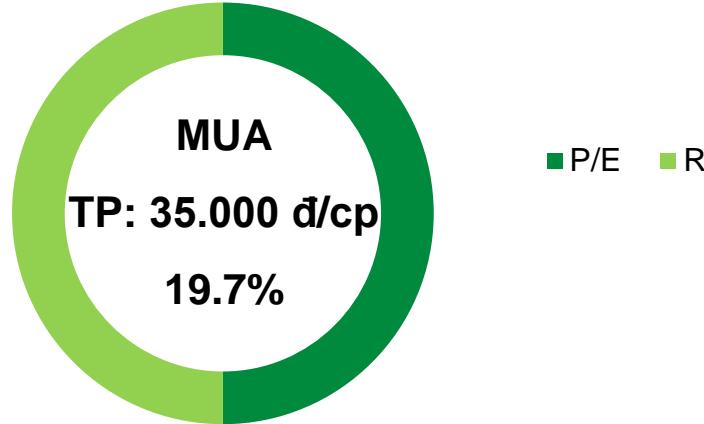


Lãi vay và lãi HTTC



Nguồn: HLD, VCBS

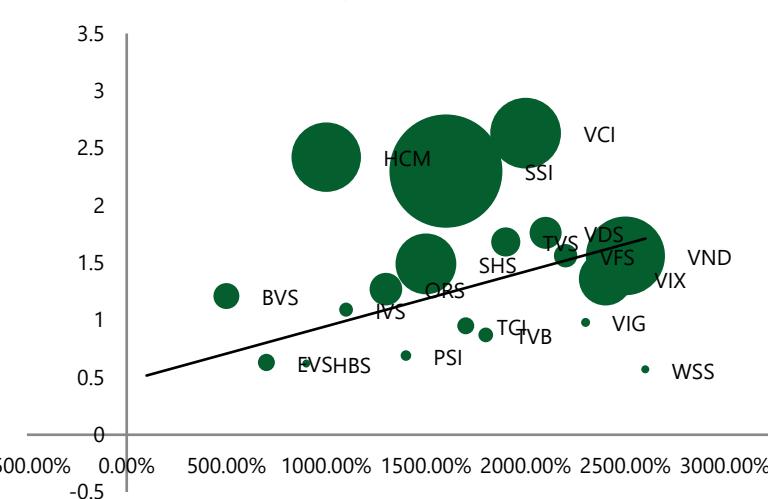
ĐỊNH GIÁ



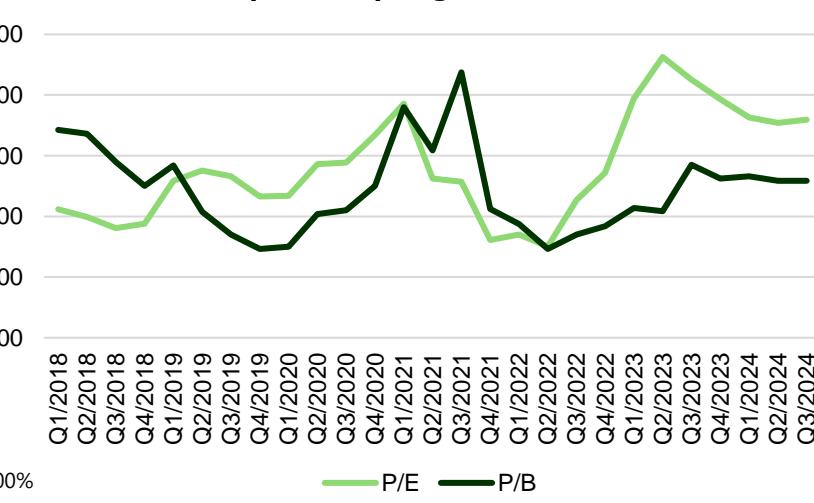
DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.254	3.374	4.023
+/- <i>yoY (%)</i>	-21%	50%	19%
Lợi nhuận sau thuế	674	1.089	1.522
+/- <i>yoY (%)</i>	-21%	61%	40%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.472	1.444	2.018

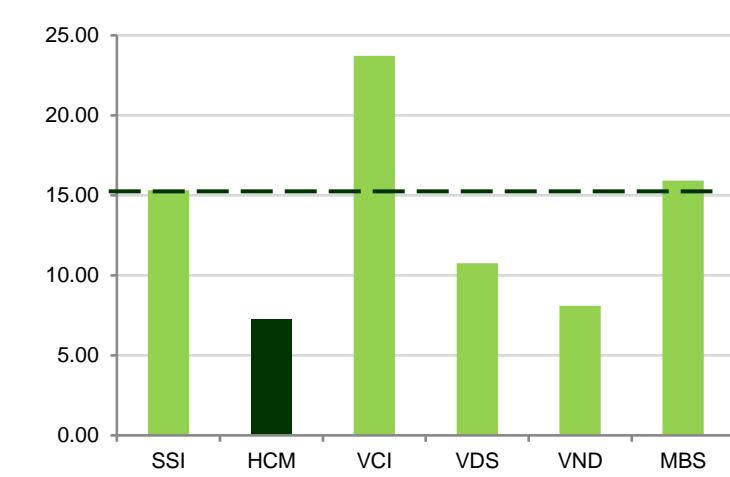
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá của HCM



P/E ngành



NGÀNH XÂY DỰNG VÀ BĐS



▼ **Tín hiệu phục hồi về nhu cầu bất động sản dần trở nên rõ ràng**

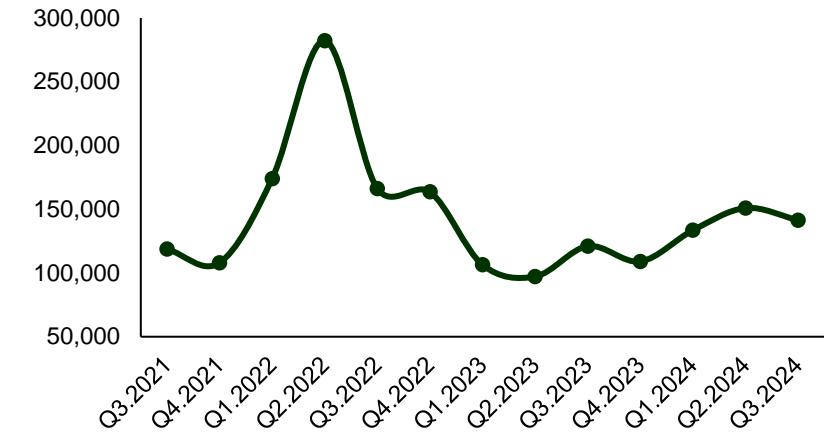
Thị trường BDS dần thể hiện xu hướng hồi phục tích cực cùng với sự tăng mạnh của lượng giao dịch & tìm kiếm BDS. Dự kiến nhu cầu bất động sản sẽ giữ vững xu hướng tăng trong năm tới, trong đó tập trung chủ yếu tại các dự án đáp ứng nhu cầu ở thực như: (1) Sự chuyển dịch lao động về khu vực thành phố lớn và địa phương công nghiệp tạo ra nhu cầu nhà ở gay gắt, (2) Khung pháp lý rõ ràng làm tăng tính minh bạch của thị trường, hỗ trợ tâm lý người mua nhà.

▼ **Kỳ vọng nguồn cung sơ cấp phân khúc nhà ở cải thiện, hỗ trợ tích cực cho khôi phục công việc của doanh nghiệp xây dựng dân dụng trong năm 2025:**

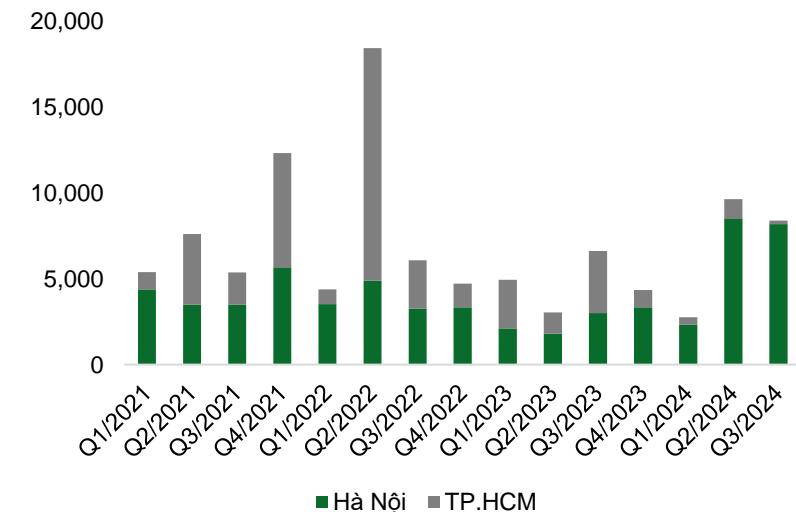
- Chính phủ đã có những động thái tương đối quyết liệt trong việc đẩy nhanh quá trình phê duyệt pháp lý các dự án (bao gồm việc áp dụng sớm các Bộ Luật mới và triển khai nghị quyết thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất từ 1/4/2025), kỳ vọng hỗ trợ tích cực hoạt động phát triển dự án và nguồn cung nhà ở mới.
- Các khu vực vùng ven đô thị lớn (Hà Nội & TP.HCM) còn nhiều dư địa phát triển các KĐT tích hợp quy mô lớn xét đến: (1) Nhu cầu an cư bứt thiết của người dân, trong khi quỹ đất trung tâm hạn chế và giá thành bị đẩy lên cao (2) Hạ tầng giao thông hoàn thiện khiến việc di chuyển đến khu vực trung tâm dễ dàng hơn.

➡ Trong bối cảnh sự phục hồi vẫn còn chậm và phân hóa giữa các khu vực, chúng tôi đánh giá những doanh nghiệp xây dựng sở hữu hồ sơ năng lực mạnh, vị thế vững vàng sẵn có, cùng với độ phủ sóng rộng sẽ có lợi thế cạnh tranh đáng kể.

Lượng giao dịch BDS thành công



Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM

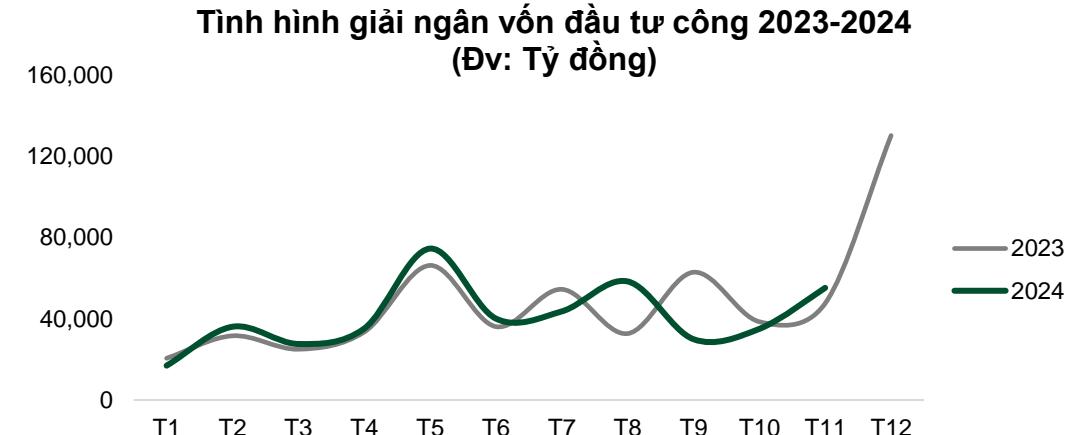


Xây dựng: Dự báo giải ngân đầu tư công tăng mạnh trong năm 2025

- ❖ Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công 11T/2024 đạt 410.953 tỷ đồng, hoàn thành 55% kế hoạch. Tình hình giải ngân trong năm 2024 chậm hơn kỳ vọng do: (1) Vương mốc trong công tác đền bù GPMB, (2) Giá nguyên vật liệu xây dựng chưa được công bố đầy đủ, kịp thời hoặc chưa đồng bộ với giá thị trường, gây khó khăn trong công tác điều chỉnh giá các hợp đồng xây lắp.
- ❖ Tuy nhiên, VCBS đánh giá tiến độ giải ngân sẽ cải thiện tích cực hơn trong năm 2025 nhờ:
 - Việc xây dựng bảng giá đất mới cho từng địa phương giúp giá đền bù được điều chỉnh sát hơn với giá thị trường, đẩy nhanh quá trình GPMB.
 - Kỳ vọng hoạt động đầu tư công sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng GDP trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng được Quốc hội đề ra cho năm 2025 là tương đối cao (6,5% - 7%).
 - Áp lực hoàn thành chỉ tiêu cao hơn khi năm 2025 là năm cuối trong kế hoạch trung hạn 2021 – 2025.

Dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam đẩy nhanh tiến độ thi công

9T/2024, tổng sản lượng thi công của 12 dự án cao tốc đã đạt 45.071 tỷ đồng, tương đương 46% tổng mức đầu tư. Với kế hoạch phần đầu thông xe toàn tuyến vào năm 2025, khoảng hơn 50% khối lượng công việc còn lại kỳ vọng sẽ được đẩy nhanh hoàn thiện trong năm sau do: (1) Những khó khăn về vật liệu đắp cơ bản được tháo gỡ, (2) Đa số dự án đã đi vào giai đoạn thi công hạng mục chính.



Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 - 2030



Xây dựng: Mặt bằng biên lợi nhuận kỳ vọng xu hướng cải thiện

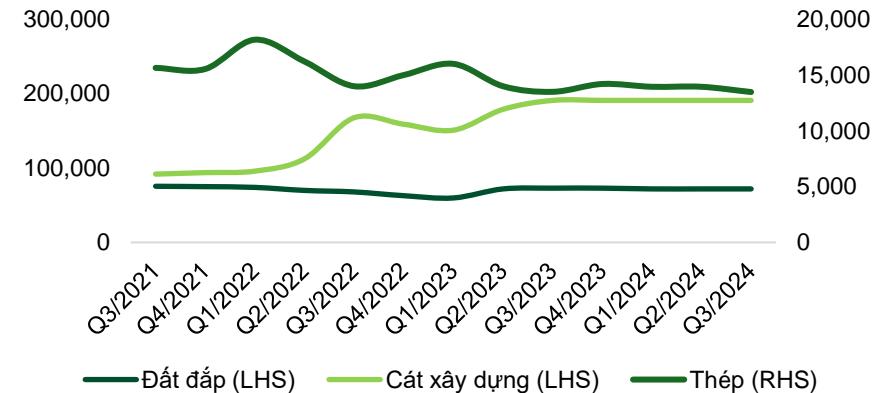
Chính phủ tích cực đưa ra biện pháp gỡ khó, giúp mặt bằng biên lợi nhuận cải thiện

- ❖ **Mặt bằng giá nguyên vật liệu xây dựng** quan trọng như thép, xi măng, cát... ổn định trong giai đoạn đủ lâu để đơn giá hợp đồng điều chỉnh theo chi phí xây dựng của nhà thầu.
- ❖ **Vướng mắc về trượt giá và thiếu hụt nguyên vật liệu (NVL)** cơ bản đã được tháo gỡ thông qua:
 - Nghị quyết số 106 cho phép các nhà thầu không phải thực hiện thủ tục cấp Giấy phép khai thác khoáng sản làm vật liệu xây dựng. Điều này giúp doanh nghiệp chuẩn hóa được giá và khôi lượng nguyên vật liệu.
 - Điều chuyển linh hoạt nguyên vật liệu giữa các dự án, điển hình như việc vận chuyển cát xây dựng kịp thời từ dự án Cần Thơ - Sóc Trăng cho dự án Cần Thơ - Cà Mau.
 - Việc điều chỉnh đơn giá đã bám sát thực tế dựa trên việc tăng tần suất điều chỉnh (từ 1 lần/ năm sang 1 lần/ tháng) và tăng mức độ định giá chi tiết theo từng hạng mục.

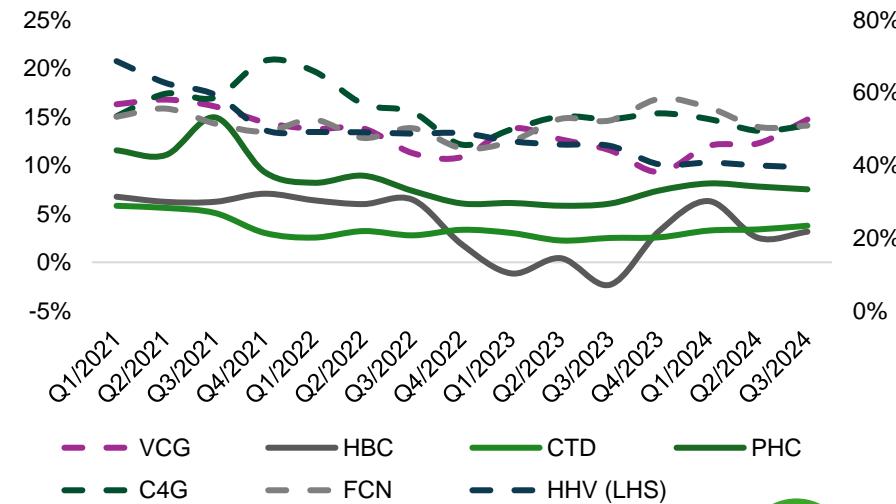
Tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa về biên lợi nhuận giữa các nhà thầu:

- ❖ Khối lượng công việc đã có dấu hiệu cải thiện nhưng tốc độ còn chậm, vì vậy cạnh tranh giữa các doanh nghiệp còn tương đối gay gắt, kéo mặt bằng giá đấu thầu neo tại mức thấp.
- ❖ **Với nhóm xây dựng hạ tầng:** Các doanh nghiệp thi công hầm, cầu sẽ có lợi thế do quá trình quyết toán thường đơn giản hơn vì hầu hết nguyên vật liệu và hạng mục chi phí quan trọng đã có đơn giá rõ ràng, chuẩn mực.
- ❖ **Với nhóm xây dựng dân dụng:** Các doanh nghiệp ký hợp đồng trọn gói có xác định lại khối lượng hoặc hợp đồng theo đơn giá có thể giảm ảnh hưởng của giá VLXD lên doanh thu. Bên cạnh đó, việc sở hữu vị thế tốt trên thị trường cũng tăng khả năng đàm phán giá với nhà cung cấp NVL.

Giá nguyên vật liệu xây dựng tại Hà Nội (Đv: VND/kg)



Biên lợi nhuận gộp các nhà thầu xây dựng



Nguồn: VCBS tổng hợp

Xây dựng: Đảm bảo hiệu quả dòng tiền là yếu tố then chốt

➢ Nhóm xây dựng dân dụng: Giảm áp lực trích lập dự phòng phải thu

Kỳ vọng dòng tiền từ các chủ đầu tư BDS trong giai đoạn 2025-2027 được cải thiện tích cực nhờ: (1) Tỷ lệ hấp thụ duy trì cao, (2) Đẩy nhanh quá trình mở bán các dự án mới và thu về dòng tiền. Điều này giảm thiểu đáng kể áp lực trích lập dự phòng khoản phải thu cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng, thậm chí ghi nhận hoàn nhập nếu chủ đầu tư vượt qua giai đoạn khó khăn.

➢ Nhóm xây dựng hạ tầng: giai đoạn then chốt cần cân đối dòng tiền

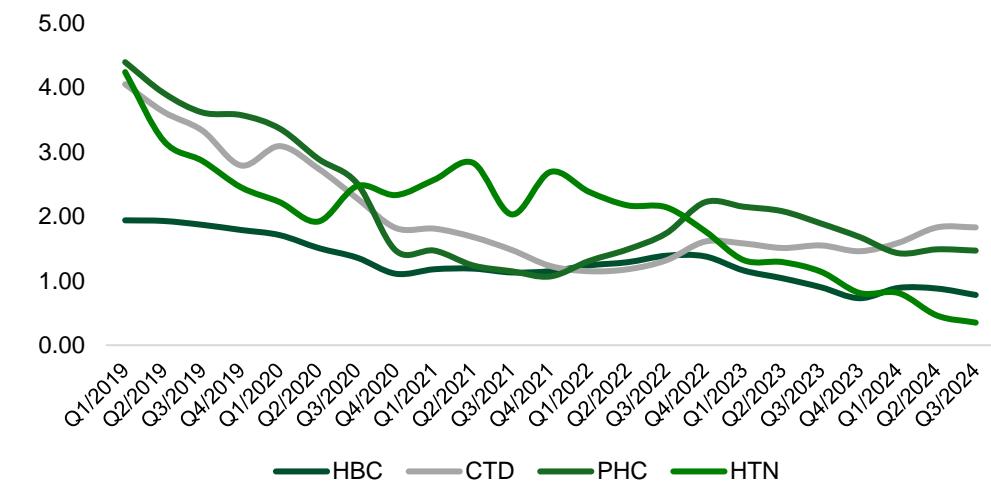
Giai đoạn năm 2025-2026, việc kiểm soát dòng tiền, hiệu quả dự án đối với các doanh nghiệp hạ tầng cần thận trọng hơn do:

- Việc thanh toán dựa theo tiến độ công trình trên cơ sở kết quả nghiệm thu khối lượng đã hoàn thành. Do đó, những doanh nghiệp (1) Chậm tiến độ thi công hoặc gặp khó khăn trong quyết toán, nghiệm thu, (2) Chi phí thực tế quá xa so với định mức, sẽ gặp nhiều bất lợi.
- Nguồn vốn tạm ứng về cơ bản được sử dụng hết, và nguồn tài chính của các nhà thầu phụ bắt đầu thiếu hụt và cần bù đắp bởi nhà thầu chính.

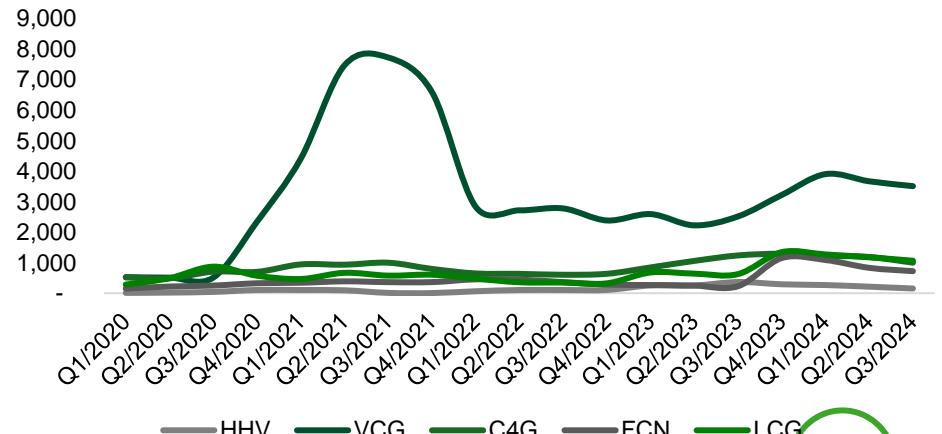
➡ Chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp:

- Sở hữu năng lực tài chính bền vững, không bị thâm hụt dòng tiền nhiều trong hoạt động thi công và phải phụ thuộc vào nợ vay.
- Có khả năng tự chủ được một phần nguồn nguyên vật liệu
- Có hiệu quả kinh tế cao trên từng gói thầu.
- Đảm bảo tốt về tiến độ công trình và hiệu quả dòng tiền.

Hệ số vòng quay khoản phải thu doanh nghiệp xây dựng dân dụng (Đv: lần)



Giá trị người mua trả tiền trước (Đv: Tỷ đồng)



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 16.400 – 23.102

GD bình quân 52T (tỷ đồng) 116,62

Vốn hóa (tỷ đồng) 10.535

P/E 12,77

P/B 0,99

% NN sở hữu 9,07

Dự phóng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu 13.104

Lợi nhuận thuần 737

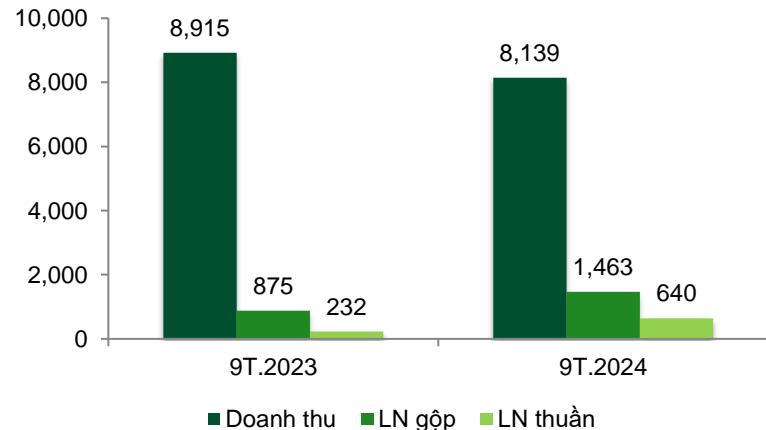
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

➡ **Hoạt động kinh doanh:** VCG là một trong những doanh nghiệp lâu đời và có quy mô lớn trong lĩnh vực xây lắp và cung cấp vật liệu xây dựng. Ngoài ra, VCG sở hữu danh mục hạ tầng các nhà máy điện, nước và cho thuê văn phòng, sàn thương mại. Sau khi hoàn tất thoái vốn nhà nước, VCG tích cực đẩy mạnh phát triển mảng đầu tư bất động sản với dự án trọng điểm Cát Bà Amatia (Hải Phòng) và sắp tới là KCN Đông Anh.

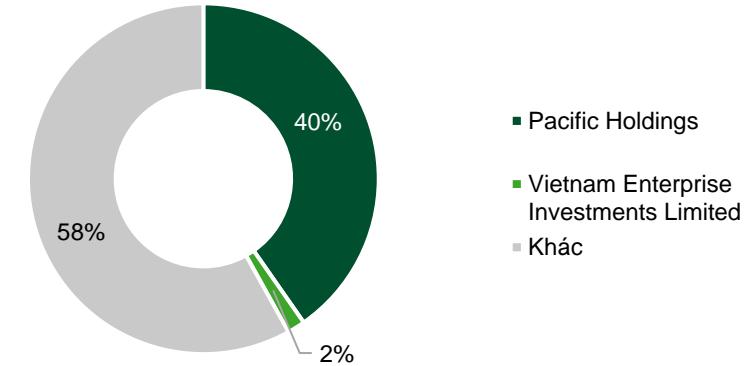
➡ **KQKD Q3.2024:**

- Doanh thu thuần đạt 2.675 tỷ đồng (+12% yoy),** chủ yếu đến từ hoạt động xây lắp nhờ lượng backlog tăng trưởng tích cực trong 3 năm trở lại đây, đến từ các dự án lớn như: Sân bay Long Thành; Sân bay Phú Bài; Sân bay Cam Ranh; Cầu Vĩnh Tuy giai đoạn 2...
- Lợi nhuận thuần Q3.2024 đạt 80 tỷ đồng (-23% yoy).** Biên lợi nhuận thuần đạt 3%, giảm so với cùng kỳ năm ngoái (4%) do cùng kỳ năm ngoái VCG ghi nhận khoản hoàn nhập chi phí dự phòng phải thu khoảng 290 tỷ.

KQKD hợp nhất của VCG (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của VCG



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

📍 Giá trị backlog tăng mạnh đánh dấu mảng xây lắp bứt tốc trở lại

Các dự án hạ tầng trọng điểm (03 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, các gói thầu của sân bay Long Thành) giúp đảm bảo nguồn thu cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2024 - 2026.

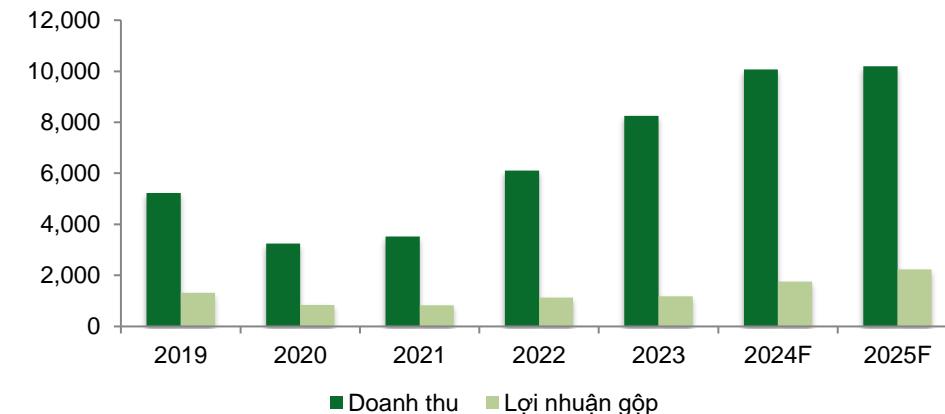
📍 Chuỗi giá trị hoàn thiện tăng khả năng tối ưu lợi nhuận trên từng gói thầu

- Nhờ sở hữu mảng sản xuất và kinh doanh vật liệu xây dựng, VCG tự chủ một phần nguồn VLXD, giúp giảm rủi ro thiếu hụt NVL và mở rộng biên lợi nhuận.
- Nhân rộng mô hình chuỗi giá trị đầy đủ trên một tuyến hạ tầng giao thông (đã từng khá thành công tại dự án cao tốc Vân Đồn – Móng Cái), giúp doanh nghiệp sở hữu năng lực vượt trội trong khai thác dòng tiền và tối ưu lợi ích kinh tế trên các gói thầu xây dựng.

📍 Tiềm năng lớn trong mảng Bất động sản

- Hiệu quả kinh doanh cải thiện ở dự án Đại lộ Hòa Bình & KDC Hải Yên (TP.Móng Cái) nhờ: (1) Các dự án hạ tầng trên địa bàn, (2) Dự án Golden Avenue Móng Cái đã thiết lập mặt bằng giá mới cho khu vực.
- VCG đang đẩy mạnh mảng BDS KCN với 2 dự án (1) CCN Sơn Đông (tỷ lệ đăng ký thuê đạt 100%, dự kiến triển khai trong Q4/2024), (2) KCN Đông Anh (dự kiến khởi công vào Q1/2025). Các dự án đã được phê duyệt và dự báo đem về dòng tiền tích cực trong giai đoạn 2025 – 2026.

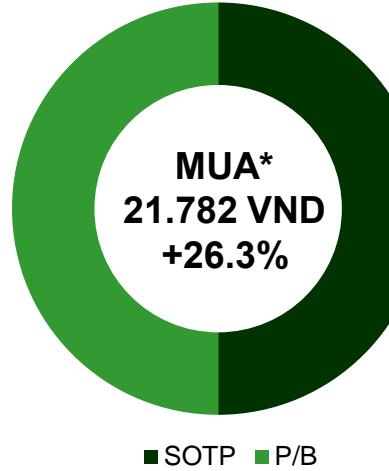
Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng xây lắp (Đv: Tỷ đồng)



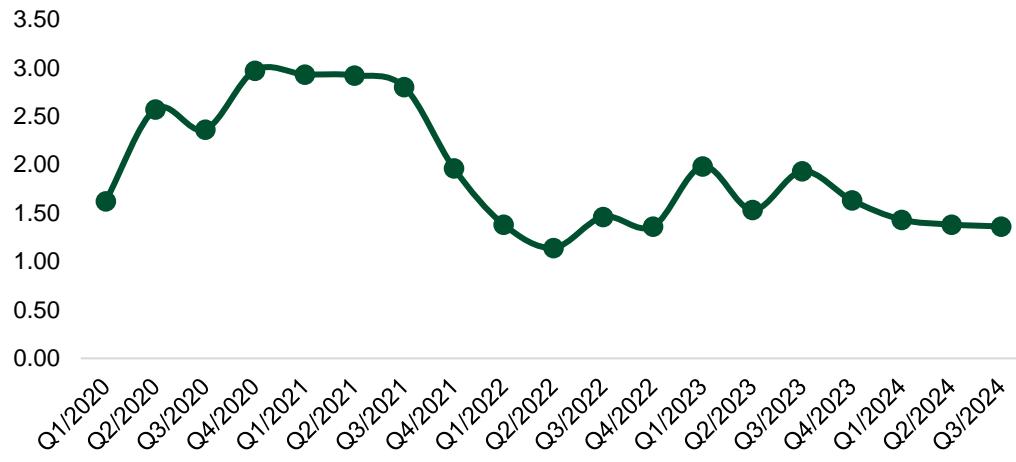
Các dự án BDS của VCG trong giai đoạn 2024 - 2028

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)
BẤT ĐỘNG SẢN DÂN CƯ & THƯƠNG MẠI		
KDC, KĐT Hải Yên	Quảng Ninh	34,9
KDC đô thị đại lộ Hòa Bình	Quảng Ninh	48,8
Khu TMDV Kim Văn – Kim Lũ	Hà Nội	1,2
TTTM Chợ Mơ	Hà Nội	1,5
Cát Bà Amatina	Hải Phòng	172,3
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP		
KCN CNC 2 Hòa Lạc	Hà Nội	270,8
Cụm Công nghiệp Sơn Đông	Hà Nội	72,5
KCN Đông Anh	Hà Nội	300,0

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	12.710	13.104	13.830
+/- yoy (%)	47,3%	3,1%	5,5%
Lợi nhuận thuần	404	737	866
+/- yoy (%)	-54,5%	82,7%	17,4%
EPS (VND/cổ phiếu)	755	1.380	1.620

Một số giả định trong dự báo

- Biên LN gộp mảng xây lắp hồi phục dần về mức trung bình trong giai đoạn 2025 – 2026.

Một số rủi ro

- Tiền độ giải ngân vốn đầu tư công chậm hơn dự kiến.
- Thị trường bất động sản nghỉ dưỡng ảm đạm gây trì hoãn dòng tiền từ dự án Cát Bà Amatina.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 10.000 – 15.410

GTGD bình quân 52T (tỷ đồng) 72,89

Vốn hóa (tỷ đồng) 4.884

P/E 13,56

P/B 0,75

% NN sở hữu 0%

Dự phỏng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu 3.149

Lợi nhuận thuần 424

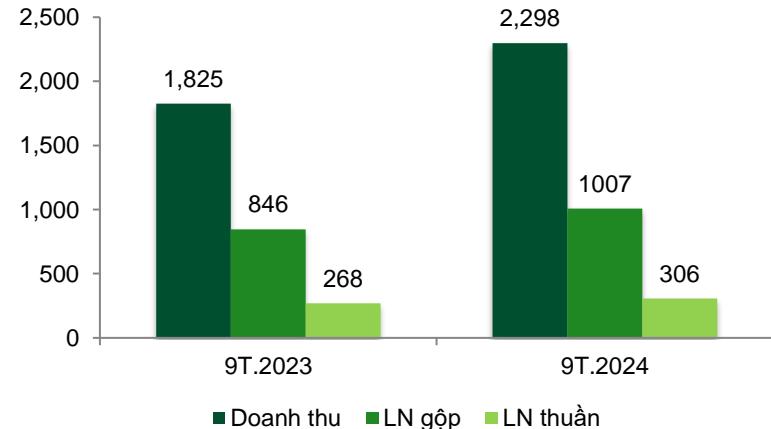
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

➡ **Hoạt động kinh doanh:** HHV là thành viên quan trọng thuộc hệ thống Tập đoàn Đèo Cả - một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực đầu tư thi công các dự án hạ tầng giao thông. Hiện tại, HHV hoạt động trên một số lĩnh vực chính: (1) Đầu tư, khai thác dự án BOT, (2) Duy tu, bảo dưỡng và quản lý vận hành hạ tầng giao thông, (3) Xây lắp công trình giao thông.

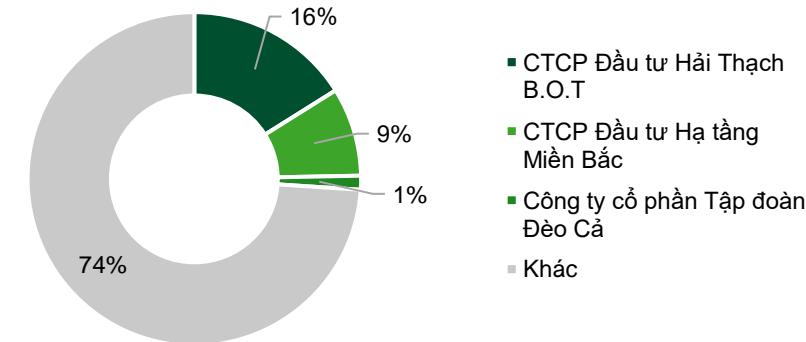
➡ **KQKD Q3.2024:**

- Doanh thu thuần đạt 795 tỷ đồng (+18% yoy).** Mức tăng trưởng tích cực đến từ hoạt động thu phí BOT do lưu lượng xe cải thiện và áp dụng giá vé mới cao hơn 18% tại các trạm hiện hữu.
- Lợi nhuận thuần đạt 104 tỷ đồng (+4% yoy).** Biên lợi nhuận ròng giảm so với cùng kỳ do phần lớn doanh thu đến từ dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, với hình thức chỉ định thầu, có biên lợi nhuận thấp hơn dự án Cam Lâm – Vĩnh Hảo năm ngoái (với hình thức PPP).

KQKD hợp nhất của HHV (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của HHV



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Hoạt động thu phí BOT duy trì triển vọng tích cực.

- Tại cuối năm 2023, HHV đã chính thức được chấp thuận tăng giá thu phí tại 4 trạm (trạm Đèo Cả, An Dân, Cù Mông và Ninh Lộc) với mức tăng trung bình khoảng 18%.
- Lưu lượng xe qua các trạm tiếp tục xu hướng hồi phục cùng với các hoạt động kinh tế và xuất nhập khẩu.

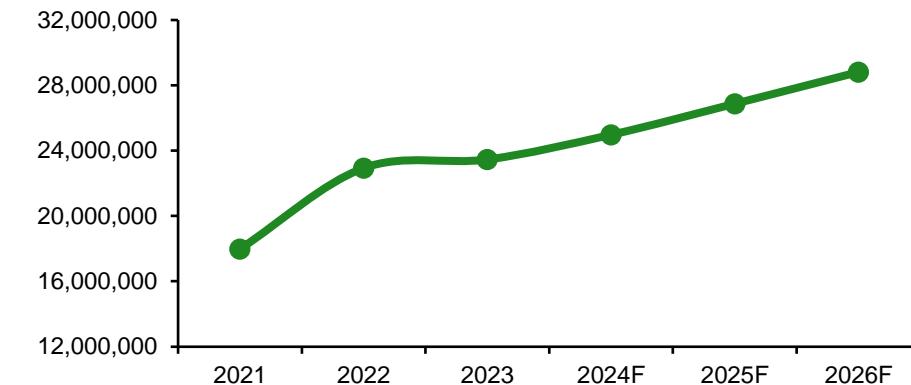
❖ Áp lực chi phí tài chính giảm nhẹ nhờ nhận được khoản hỗ trợ từ NSNN.

- Sau khi đã được bố trí vốn ngân sách trung ương trong kế hoạch trung hạn giai đoạn 2021 – 2025, chúng tôi kỳ vọng HHV sẽ ghi nhận khoản hỗ trợ 1.180 tỷ vào quý cuối năm 2024. Khoản hỗ trợ sẽ được HHV ưu tiên sử dụng để thanh toán nợ vay gốc.
- Trong trung hạn, HHV kỳ vọng tiếp tục ghi nhận các khoản hỗ trợ từ NSNN: (1) Khoản 2.280 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu tại trạm Bắc Hải Vân, (2) Khoản 4.600 tỷ đồng hỗ trợ cho việc sụt giảm doanh thu từ dự án Bắc Giang – Lạng Sơn do chưa thông tuyến đến cửa khẩu Hữu Nghị.

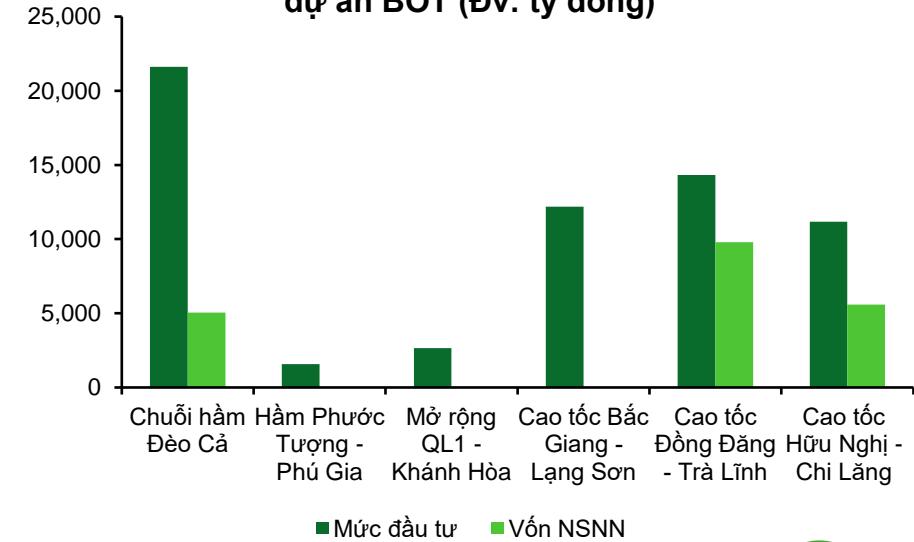
❖ Mảng xây lắp đem lại nguồn việc ổn định.

- VCBS kỳ vọng KQKD mảng xây lắp sẽ cải thiện tích cực trong giai đoạn 2025-2027 nhờ: (1) Các gói thầu quan trọng bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính, (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện khi các dự án trọng điểm đều được thực hiện qua hình thức PPP.
- Quy hoạch mạng lưới đường bộ giai đoạn 2021-2030 đem lại tiềm năng tăng trưởng cho mảng xây lắp của HHV trong dài hạn.

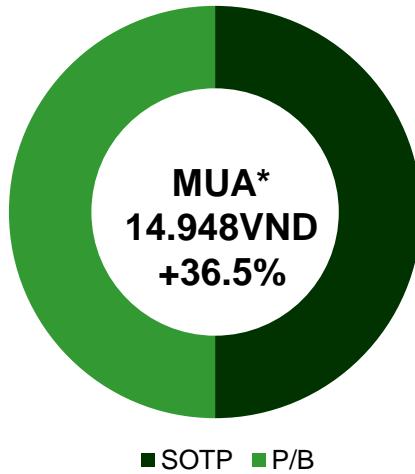
**Tổng lưu lượng qua các trạm thu phí của HHV
(Đv: lượt xe)**



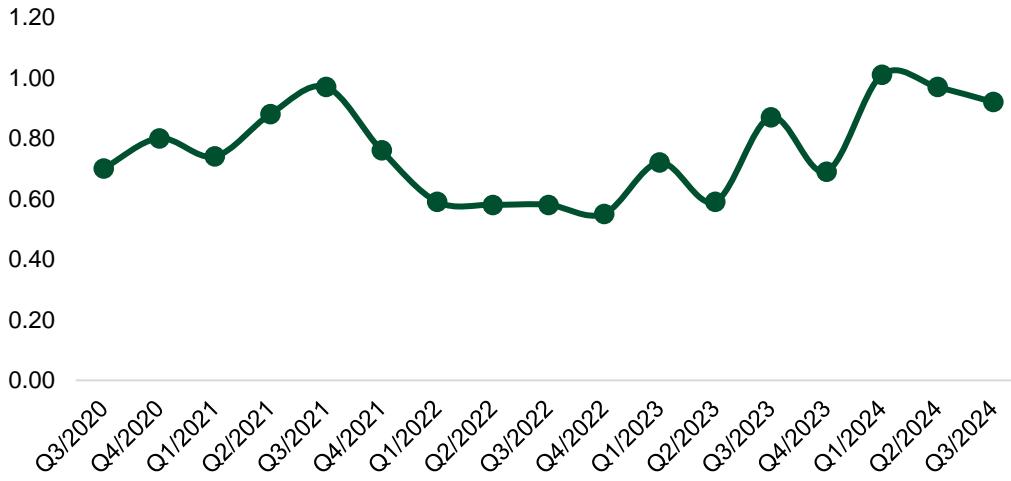
Mức đầu tư và phần vốn NSNN tham gia tại các dự án BOT (Đv: tỷ đồng)



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.686	3.149	3.536
+/- yoy (%)	28,21%	17,25%	12,29%
Lợi nhuận thuần	322	424	466
+/- yoy (%)	21,99%	31,67%	9,95%
EPS (VND/cổ phiếu)	978	982	1.079

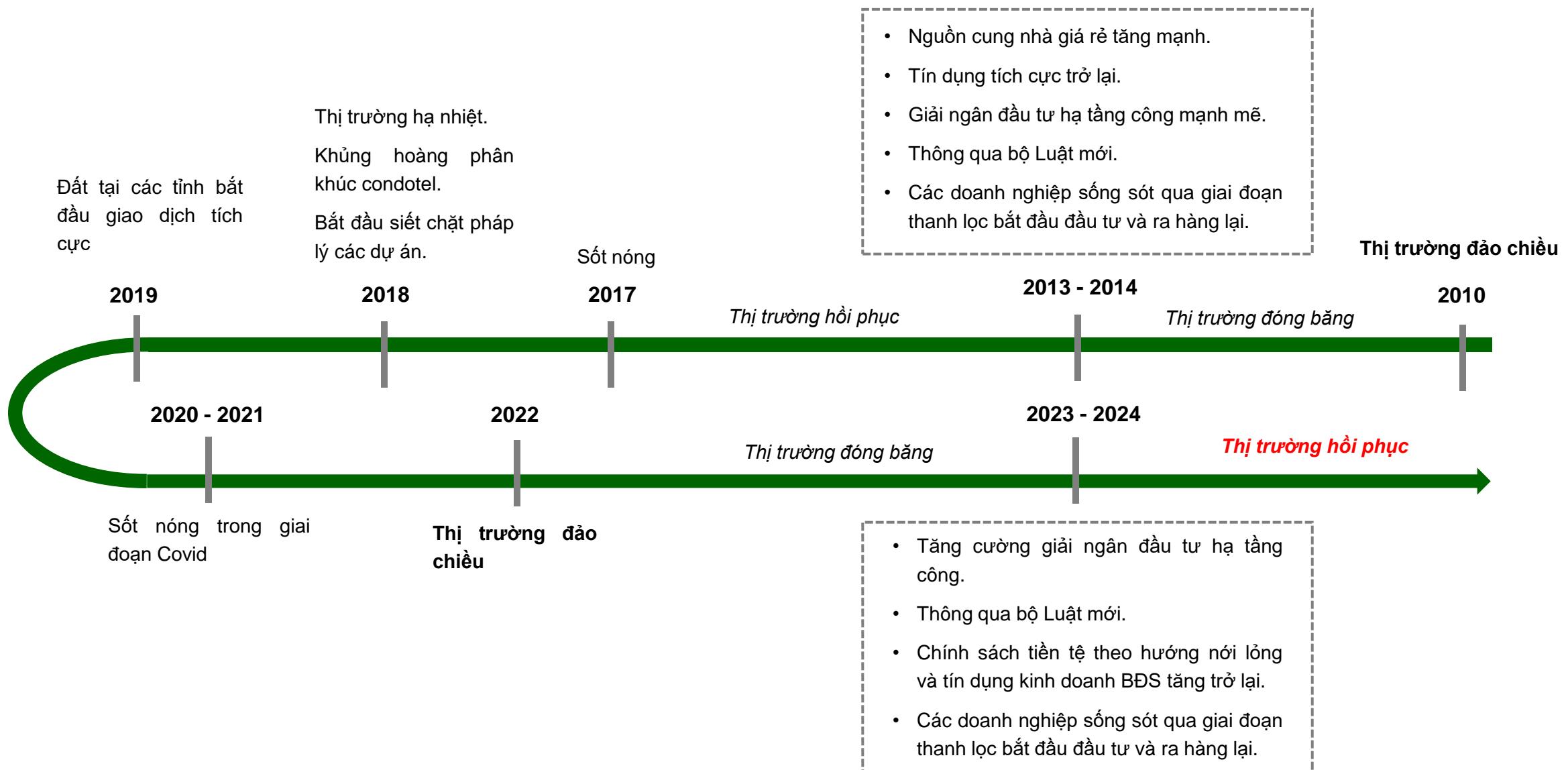
Một số giả định trong dự báo

- Thi công và ghi nhận doanh thu từ gói thầu cao tốc Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng – Trà Lĩnh trong giai đoạn 2024 - 2026.
- Chưa đưa các khoản hỗ trợ tài chính có thể nhận từ NSNN đổi với dự án CT Bắc Giang – Lạng Sơn vào mô hình dự báo.

Một số rủi ro

- Áp lực pha loãng từ các đợt phát hành cổ phiếu.
- Chậm giải ngân các gói hỗ trợ từ ngân sách.
- Dòng tiền thu phí tại các trạm thấp hơn dự kiến.

(*) Duy trì khuyến nghị HHV theo Báo cáo Cập nhật 23.09.2024



- Thị trường BDS được đánh giá **đã vượt qua điểm đảo chiều và bắt đầu bước vào chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2025**, được hỗ trợ tích cực bởi:



Hàng loạt pháp luật mới bắt đầu đi vào thực tiễn và thúc đẩy nguồn cung mới.



Tâm lý người mua nhà tiếp tục cải thiện đối với cả nhu cầu để ở lẫn đầu tư, bắt đầu chấp nhận các sản phẩm có rủi ro cao hơn.



Mặt bằng lãi suất được duy trì mức hợp lý và các dự án có nhiều điều kiện huy động tín dụng hơn khi dần hoàn thiện tình trạng pháp lý.



Động lực thúc đẩy từ hạ tầng khi một số dự án bắt đầu hoàn thiện trong năm 2025 và xu hướng tăng tốc giải ngân đầu tư công.



Hoạt động bán hàng và công bố dự án mới của các chủ đầu tư sau giai đoạn tái cấu trúc và quan sát thị trường.

Trong giai đoạn đầu của chu kỳ thị trường, **sẽ chưa có sự bùng nổ ngay tại tất cả các phân khúc sản phẩm và địa phương**

Hoạt động giao dịch và các làn sóng tăng giá sẽ tập trung tại các sản phẩm & khu vực: (1) Thuộc vùng đô thị hoặc các địa bàn lân cận trung tâm kinh tế (Hà Nội & TP.HCM), (2) Có động lực thực tế từ áp lực dân số và quá trình phát triển kinh tế, hạ tầng – tiện ích trên địa bàn, (3) Có thể đáp ứng một phần nhu cầu an cư thực tế và có tình trạng pháp lý không quá rủi ro.

Trong khi đó, **các sản phẩm BDS du lịch và đất nền tại các tỉnh xa trung tâm kinh tế** dự báo **sẽ chưa khởi sắc** trong năm 2025.

❖ Các Bộ Luật mới ban hành kỳ vọng **bắt đầu thể hiện những tác động rõ rệt đến hoạt động thị trường và nguồn cung dự án mới trong năm 2025**:

- Các quy định dần đi vào thực tiễn sau khi: (1) Có một thời gian để cán bộ, cơ quan quản lý và doanh nghiệp làm quen & hoàn thiện pháp lý dự án theo hệ thống luật mới, (2) Nhiều văn bản dưới luật hướng dẫn cụ thể đã lần lượt được ban hành.
- Trong quá khứ, việc ban hành các bộ Luật mới trong giai đoạn 2013-2014 đã góp phần thúc đẩy mạnh mẽ nguồn cung dự án và hoạt động giao dịch trong các năm tiếp theo.



Luật Đất đai 2024

Gia tăng sử dụng hình thức đấu giá, đấu thầu để làm dự án.

Thu hẹp trường hợp dự án nhà ở được Nhà nước thu hồi đất.

Xây dựng bảng giá đất sát thị trường.



Luật Kinh doanh BĐS 2023

Siết chặt hoạt động phân lô bán nền.

Siết chặt việc đặt cọc, bán nhà hình thành trong tương lai.

Hướng tới xây dựng bộ dữ liệu nhà đất.



Luật Nhà ở 2023

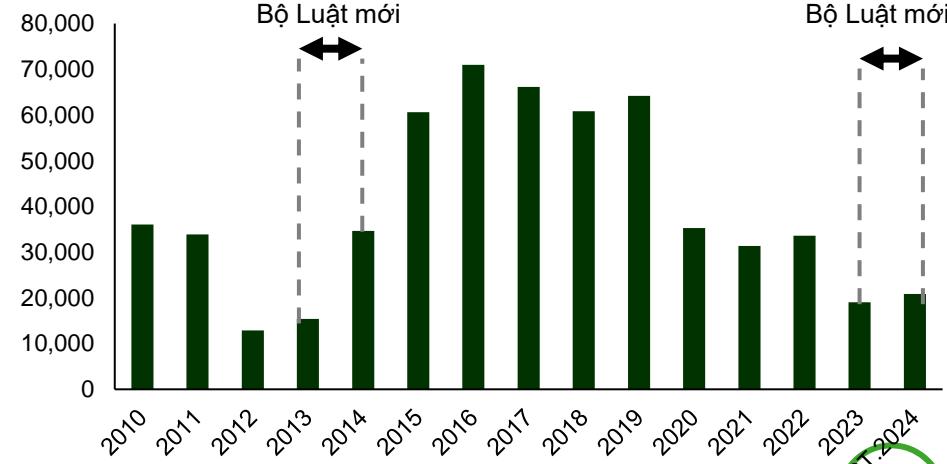
Trọng tâm hỗ trợ các dự án NOXH và dự án cải tạo chung cư cũ.



Thí điểm thực hiện dự án NOTM thông qua nhận chuyển nhượng QSDĐ, hoặc đang có QSDĐ mà không quy định loại đất (hiệu lực từ 04.2025) kỳ vọng giúp tháo gỡ cho một lượng đáng kể dự án đang đình trệ do không có đất ở trên diện tích, mặc dù dự án là đúng quy hoạch và chủ đầu tư đã sẵn sàng về mặt bằng.

Quy định trên **đặc biệt có ý nghĩa tại khu vực thành phố lớn** – nơi nhiều lô đất lớn, sẵn sàng làm dự án: (1) Có nguồn gốc đất nông nghiệp, đất nhà xưởng, kho bãi và không bao gồm đất ở, (2) Không đáp ứng tiêu chí để nhà nước thực hiện thu hồi đất rồi đấu thầu, đấu giá cho doanh nghiệp theo Luật Đất đai 2024.

Lượng căn hộ mở bán mới ở Hà Nội và TP.HCM (đv: căn)



Nguồn: CBRE, VCBS tổng hợp

Nguồn cung dự án cải thiện tích cực trong năm 2025



Lượng dự án cấp phép mới ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024 và dự báo tiếp tục xu hướng gia tăng trong thời gian tới:

- Các cơ quan quản lý đã mạnh lại hoạt động phê duyệt dự án sau khi: (1) Đã bắt đầu làm quen với hành lang pháp luật mới, (2) Bộ máy nhân sự đã tương đối ổn định và giảm bớt các vụ việc xử lý sai phạm về đất đai.
- Việc ban hành các văn bản hướng dẫn và hoạt động của Tổ Công tác Chính phủ thể hiện nhiều hiệu quả trong tháo gỡ khó khăn cho các dự án tồn đọng.
- Làn sóng chấp thuận đầu tư, thông qua quy hoạch chi tiết dự án thường diễn ra sau 6 tháng – 1 năm kể từ khi địa phương công bố quy hoạch tỉnh (phần lớn đã hoàn tất trong năm 2024).



Nhiều doanh nghiệp đã vượt qua giai đoạn tái cấu trúc tài chính/ danh mục dự án, tiếp cận lại được nguồn huy động tài chính và được chính quyền tạo điều kiện tái kinh doanh dự án để tránh rủi ro vỡ phong ấn tài chính & hình thành các dự án treo.

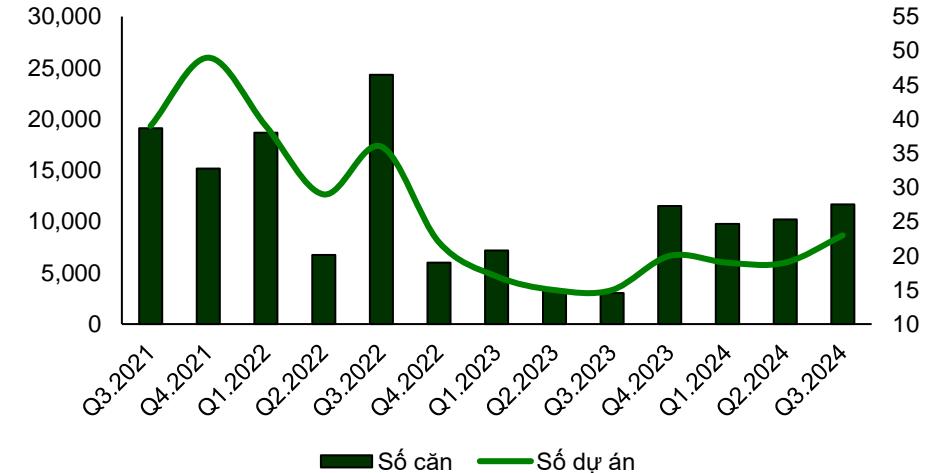


Tận dụng đà hồi phục của thị trường, nhiều chủ đầu tư đã khởi động lại hoặc bắt đầu kế hoạch đầu tư các dự án/ phân khu dự án mới từ giữa năm 2024. **Một lượng đáng kể nguồn cung mới trên sẽ bắt đầu ra hàng trong giai đoạn 2025 – 2026.**

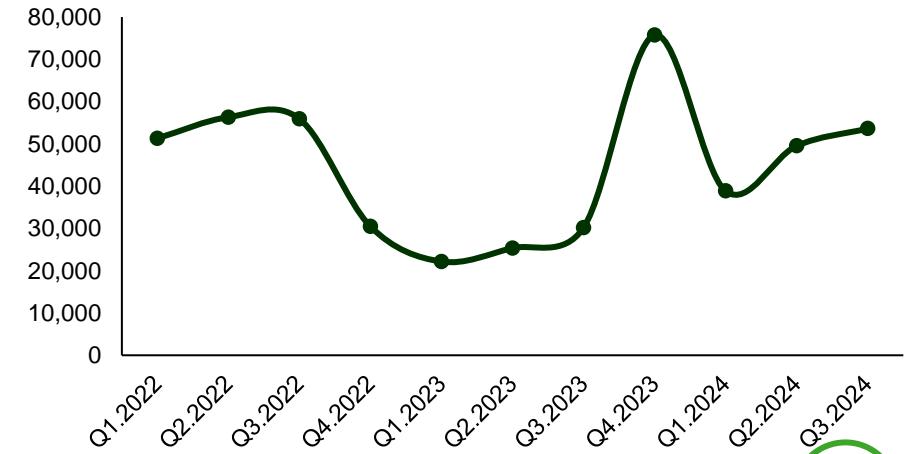


Nguồn cung sản phẩm mới dự báo ghi nhận sự cải thiện tích cực trong năm 2025

Số dự án và số căn nhà ở thương mại được cấp phép mới



Thu NSNN từ tiền sử dụng đất (đv: tỷ đồng)



Nguồn: Bộ Tài chính, Bộ Xây dựng, VCBS tổng hợp

Hoạt động giao dịch và thanh khoản thị trường dự báo ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong năm 2025

**Mặt bằng lãi suất huy động & cho vay mua nhà vẫn duy trì mức hợp lý**

- Kích thích nhu cầu mua BDS cho cả mục đích để ở lẫn đầu tư.
- BDS vẫn là kênh đầu tư được ưa chuộng trong môi trường lãi suất thấp xét đến: (1) Thị hiếu người dân Việt Nam, (2) Lịch sử tăng giá tốt trong dài hạn, (3) Các kênh đầu tư thay thế chưa tạo dựng được niềm tin với phần đông thị trường.



Dòng tiền đầu tư bắt đầu nhập cuộc mạnh mẽ sau khi: (1) Thị trường thể hiện những tín hiệu hồi phục rõ rệt, (2) Mặt bằng giá BDS ngừng rơi và thậm chí bước vào giai đoạn tăng giá mới, do đó nhà đầu tư không còn chờ đợi cơ hội mua nhà giá rẻ và tích cực tái gia nhập thị trường, (3) Các thông tin thanh tra sai phạm, lùm sóng cát lỗ tại dự án dần lắng xuống, qua đó tác động tích cực đến tâm lý và niềm tin thị trường.

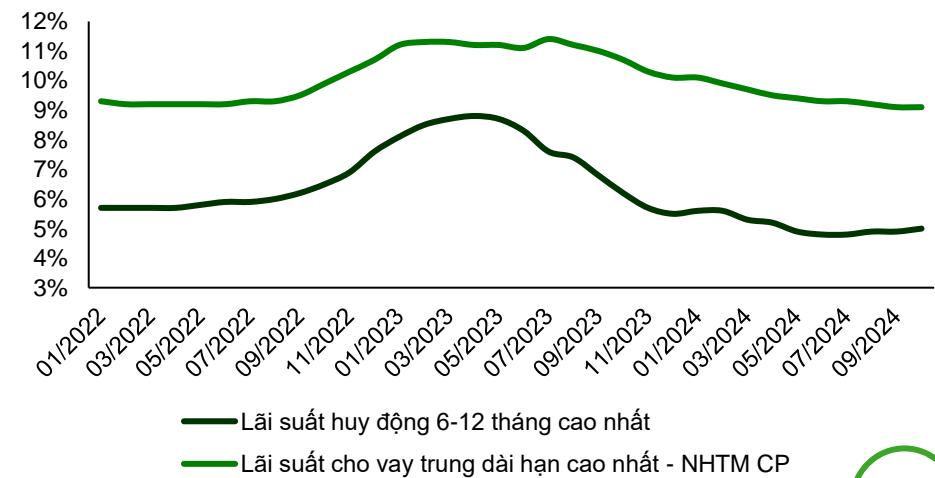


Nhiều dự án của chủ đầu tư lớn bắt đầu ra hàng trong năm 2025 – 2026, thường kéo theo làn sóng giao dịch sôi động và thậm chí xu hướng tăng giá mới của thị trường khu vực.

So với năm 2024, **hoạt động giao dịch trong năm 2025 kỳ vọng sẽ có tính lan tỏa hơn** khi dòng tiền bắt đầu tìm đến:

- Các khu vực ven xa trung tâm kinh tế hơn.
- Các sản phẩm mang nhiều hơn mục đích đầu tư (nhà thấp tầng, đất nền), bớt đặt nặng tính chắc chắn về tình trạng pháp lý của dự án và chủ đầu tư.

→ **Tác động rõ ràng hơn đến hoạt động bán hàng** của các doanh nghiệp BDS **niêm yết** (thường làm dự án khá xa trung tâm thành phố).

Mặt bằng lãi suất huy động và cho vay

Nguồn: Fiinpro, VCBS tổng hợp

Tính sẵn sàng và giá vốn của quỹ đất là yếu tố quan trọng quyết định hiệu quả lợi nhuận dự án trong vài năm tới



Mặt bằng đơn giá tiền sử dụng đất cho các dự án bị đẩy cao tại gần như tất cả địa phương kể từ giữa năm 2024.

- Phá vỡ phương án tài chính mà doanh nghiệp có thể đã sử dụng để xây dựng đơn giá bán và thỏa thuận với đơn vị cấp tín dụng trước đó.
- Giải pháp tách dự án ra thành nhiều giai đoạn để giảm áp lực tài chính cũng không hiệu quả do TSDĐ cho giai đoạn tiếp theo sẽ tiếp tục bị đẩy lên cao khi cơ quan định giá có thể sử dụng chính mặt bằng giá bán trước đó làm cơ sở tính toán.



Bảng giá đất mới tại nhiều địa phương ghi nhận mức tăng gấp nhiều lần mức cũ

- Về mặt tích cực, việc cập nhật bảng giá đất mới sát thị trường: (1) Kì vọng đẩy nhanh tiến độ GPMB khi đơn giá đền bù dễ được người dân chấp nhận hơn, (2) Giảm bớt chi phí không chính thức của dự án xét đến thực trạng chủ đầu tư có thể chấp nhận trả giá thị trường để hoàn thành GPMB, nhưng lại không được khấu trừ tương ứng khi tính nghĩa vụ tiền đất (do cơ quan quản lý vẫn sử dụng bảng giá đất làm cơ sở).
- Tuy vậy, bảng giá đất mới có thể: (1) Tạo ra hiệu ứng tăng giá đến đất thổ cư chuyển nhượng trong khu vực – một trong những đầu vào để xác định đơn giá TSDĐ cho dự án, (2) Gia tăng áp lực dòng tiền của doanh nghiệp trong giai đoạn GPMB, trong khi giai đoạn trên thường chưa có hỗ trợ từ vốn tín dụng.



Gây khó khăn đáng kể cho các doanh nghiệp:

- Đang trong giai đoạn phát triển quỹ đất.
- Quy hoạch dự án tại khu vực thị trường chưa khởi sắc, do đó khó đẩy áp lực gia tăng chi phí vào giá bán.
- Đã nhận đặt cọc, thậm chí kinh doanh một phần dự án theo phương án đơn giá bán cũ, do đó có thể vỡ phương án tài chính nếu không thể đàm phán lại với khách hàng.



Mặt khác, **những doanh nghiệp có sẵn quỹ đất đã sạch mặt bằng và hoàn thành nghĩa vụ tài chính** sẽ có lợi thế rất lớn về giá thành và hiệu quả lợi nhuận trong giai đoạn vài năm tới.

Về dài hạn, những doanh nghiệp thích nghi được với các quy định và điều kiện thị trường mới sẽ có cơ hội bứt phá trong chu kỳ BĐS tiếp theo



Có khả năng tạo ra giá trị gia tăng tốt cho quỹ đất dự án trong bối cảnh giá vốn tích lũy quỹ đất được đẩy sát với giá thị trường, và các chiến thuật xin lấy chổ dự án để khai thác chênh lệch tăng dư khi chuyển đổi đất không còn nhiều hiệu quả.

- Có thương hiệu tốt. Quy hoạch bài bản, chất lượng sản phẩm cao và tạo dựng được hệ thống dịch vụ, tiện ích nội khu.
- Phát triển các dự án KĐT quy mô lớn, gồm nhiều phân khu và tận dụng xu hướng tăng giá qua các đợt mở bán. Các dự án trên sẽ tập trung chủ yếu ở vùng ven và chỉ khả thi với các chủ đầu tư lớn.
- Đối với các doanh nghiệp có năng lực thấp hơn: có thể lựa chọn chiến lược đầu tư đón đầu khu vực đang có chuyển biến mạnh về hạ tầng và bộ mặt đô thị, theo đó hưởng lợi từ xu hướng tăng giá đất kể từ lúc chốt đơn giá TSDĐ đến thời điểm mở bán.



Chuyên nghiệp hóa hoạt động phát triển và kinh doanh dự án

- Cẩn trọng hơn trong việc phân tích thị trường và xây dựng phương án tài chính (thay vì chỉ tập trung tích lũy dự án và quỹ đất như giai đoạn trước) khi việc sở hữu quyền triển khai dự án hiện tại không còn đồng nghĩa với lợi nhuận tương lai.
- Cải thiện năng lực đầu thầu dự án, phát triển dự án tạo sản phẩm thực tế và phù hợp với nhu cầu, khả năng chi trả của người mua nhà trên địa bàn.
- Quản lý cơ cấu tài chính khỏe mạnh và sử dụng nợ vay ở mức hợp lý. Không phụ thuộc vào các hình thức bán nhà trên giấy khi dự án chưa đủ điều kiện kinh doanh.



Đối với các doanh nghiệp quy mô nhỏ và không mạnh về nguồn lực tài chính, có thể lựa chọn:

- Hợp tác, liên doanh để hình thành các đơn vị lớn.
- Tham gia đồng phát triển, làm nhà đầu tư thứ cấp tại các khu đô thị của doanh nghiệp lớn.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 26.916 – 35.783

KLGD bình quân 52T 2.800.081

Vốn hóa (tỷ đồng) 33.165

P/E 56,5

P/B 1,58

% NN sở hữu 38,12%

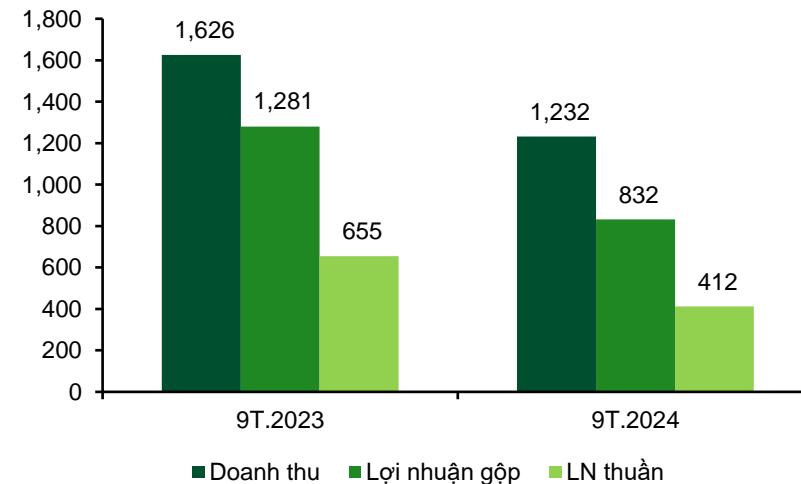
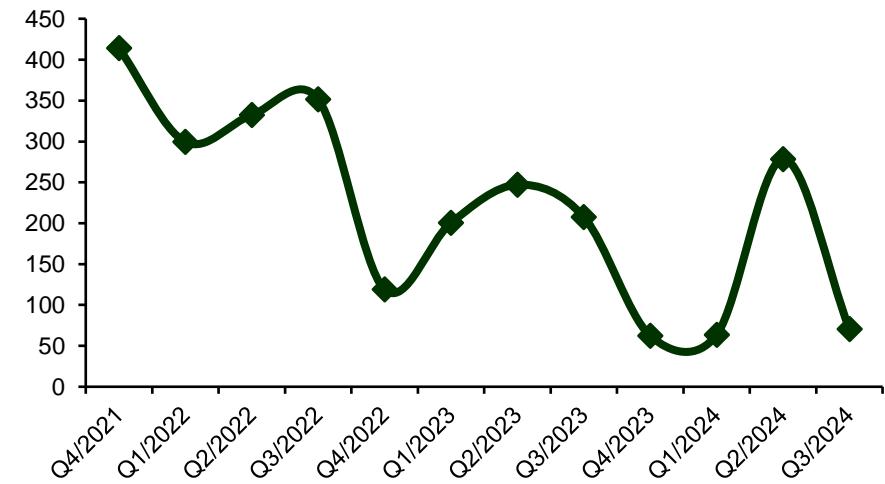
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập 6.218

Lợi nhuận thuần 1.103

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

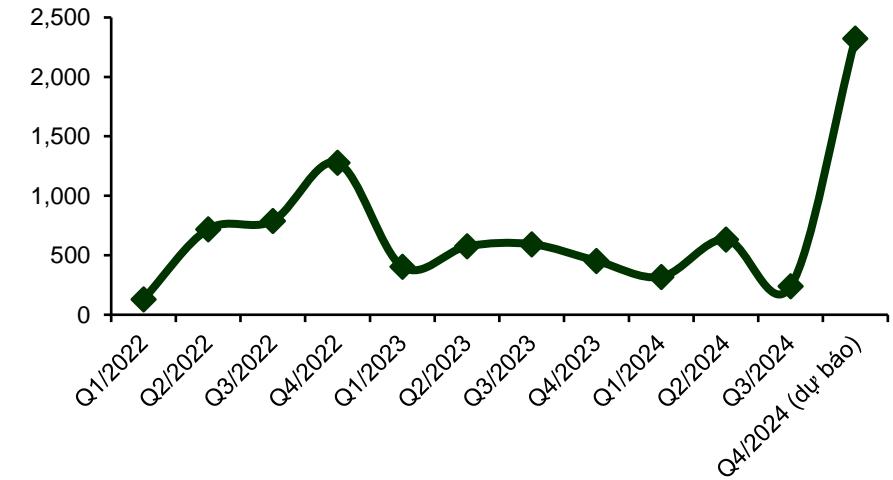
- ➡️ KDH là một trong những chủ đầu tư BDS hàng đầu tại TP.HCM, đã gây dựng uy tín lớn về chất lượng sản phẩm, tiến độ bàn giao và tình trạng pháp lý thông qua các quần thể dự án Safira – Mega – Classia, Mega Village – Melosa, KDC Phong Phú... Doanh nghiệp chủ trương tập trung phát triển các dự án nằm trong khu vực đô thị TP.HCM nhằm tối ưu hóa lợi thế về quỹ đất và tốc độ bán hàng, đồng thời hướng tới việc phát triển dự án đại đô thị tại dự án KDC Tân Tạo (330 ha tại Q.Bình Tân).
- ➡️ **KQKD 9T.2024:** Doanh thu 9T.2024 đạt 1.232 tỷ đồng, giảm 24,2% so với cùng kì do dự án trọng điểm The Privia (Q.Bình Tân, TP.HCM) với hơn 1.000 căn hộ vẫn chưa thực hiện bàn giao trong các quý đầu năm. Lợi nhuận thuần đạt 412 tỷ đồng (-37,1% yoy).

KQKD hợp nhất của KDH (đv: tỷ đồng)**Mặt bằng LN thuần của KDH (đv: tỷ đồng)**

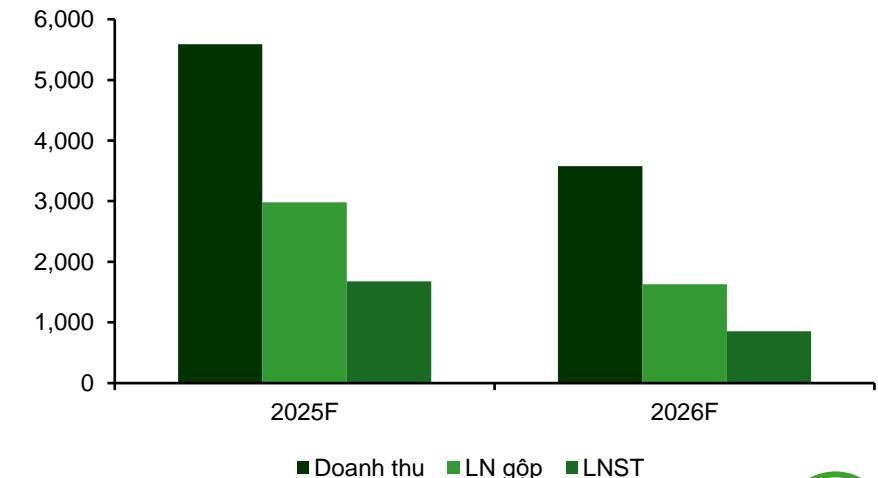
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ **Dự án cao tầng The Privia (Q. Bình Tân, TP.HCM) bắt đầu bàn giao và ghi nhận lợi nhuận từ Q4.2024 :**
 - Từ giữa tháng 10.2024, KDH đã hoàn thành công tác nghiệm thu và bắt đầu bàn giao các căn hộ cho khách hàng.
 - Với 1.043 căn hộ và mức giá bán khá cao, dự án kì vọng sẽ đóng góp khoảng 3.000 tỷ đồng doanh thu cho KDH, phần lớn được ghi nhận trong giai đoạn Q4.2024 & Q1.2025.
- ❖ **Tổ hợp dự án The Foresta (TP.Thủ Đức, TP.HCM) bắt đầu mang về dòng tiền:**
 - Hiện tại, doanh nghiệp đã hoàn thành thi công hạ tầng, xây thô và đang trong quá trình hoàn thiện nội - ngoại thất cho các sản phẩm, dự kiến có thể bắt đầu bán hàng và bàn giao ngay từ đầu năm 2025 với mức giá bán khá cao (200 – 250 triệu đồng/ m²).
 - Hiệu quả lợi nhuận ở mức tốt nhờ giá bán cao và KDH đã hoàn thành nghĩa vụ TSDĐ từ năm 2022 (trước giai đoạn tăng mạnh của đơn giá TSDĐ). Theo đó, The Foresta dự báo sẽ đóng góp khoảng 2.500 tỷ đồng LNST cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2026.
- ❖ **Nhiều chuyển biến tích cực tại dự án The Solina (Bình Chánh, TP.HCM):**
 - Trong tháng 07.2024, KDH đã chính thức hoàn thành nghĩa vụ tài chính đối với giai đoạn 1 (13,4 ha), bắt đầu triển khai hạ tầng và dự kiến có thể ra mắt trong năm 2025.
 - Với mức giá bán dự kiến khoảng 110 triệu đồng/ m² (tính riêng tiền đất), phần thấp tầng của The Solina dự kiến mang về khoảng 5.500 tỷ đồng dòng tiền bán hàng cho KDH trong giai đoạn 2025 – 2027

Doanh thu chuyển nhượng BDS của KDH (đv: tỷ đồng)



KQKD ghi nhận từ dự án The Foresta (đv: tỷ đồng)



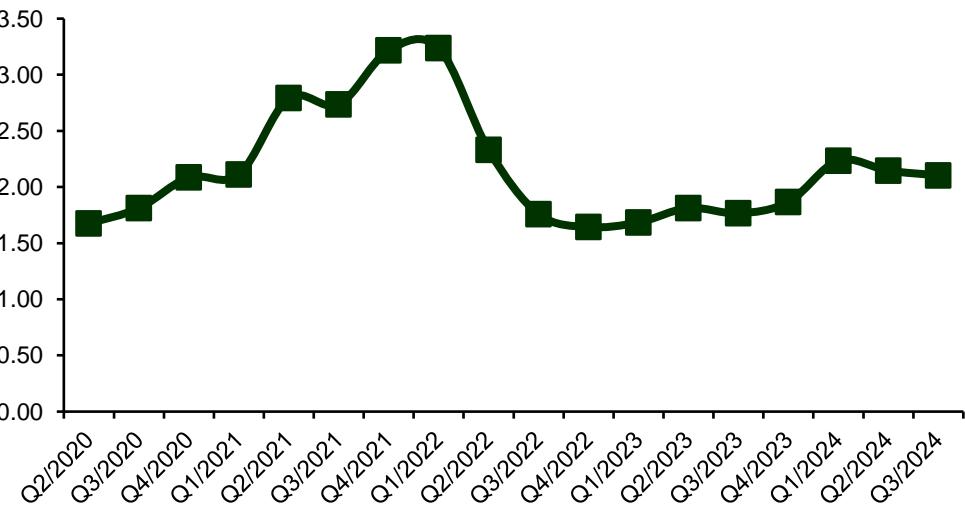
Nguồn: KDH, VCBS

ĐỊNH GIÁ

MUA*
39.198 VND
+9.0%

■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.166	3.566	6.218
+/- yoy (%)	-27,15%	64,61%	74,37%
Lợi nhuận thuần	716	928	1.103
+/- yoy (%)	-35,11%	29,71%	18,87%
EPS (VND/cổ phiếu)	895	1.021	1.213

Một số giả định trong dự báo

- Dự án The Foresta bắt đầu bán hàng và thực hiện bàn giao nhà cho khách hàng từ đầu năm 2025.
- Dự án The Solina bắt đầu ra mắt từ nửa cuối năm 2025.

Một số rủi ro

- Kể từ dự án The Solina, mặt bằng biên lợi nhuận của KDH có thể suy giảm do mặt bằng đơn giá TSDĐ tăng cao.
- Chi phí GPMB và TSDĐ tại dự án KDC Tân Tạo bị đẩy quá cao so với nguồn lực tài chính của KDH hoặc phương án tài chính dự án.

Điễn biến giá**Thông tin cổ phiếu**

Biên động 1 năm	35.296 – 45.381
-----------------	-----------------

KLGD bình quân 52T	2.432.521
--------------------	-----------

Vốn hóa (tỷ đồng)	14.621
-------------------	--------

P/E	48,4
-----	------

P/B	1,12
-----	------

% NN sở hữu	48,82%
-------------	--------

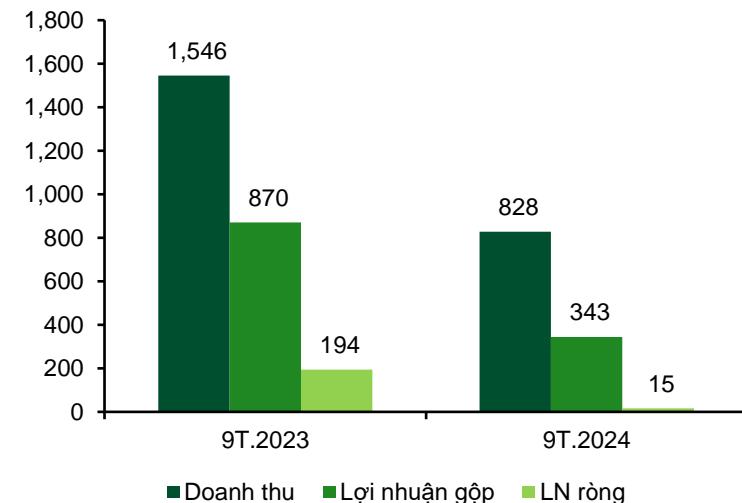
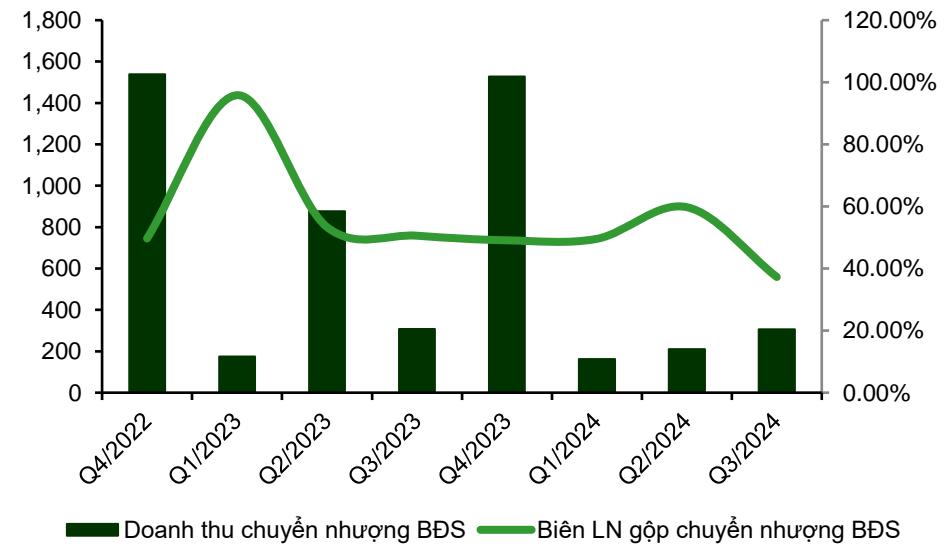
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập	6.035
---------------	-------

Lợi nhuận thuần	856
-----------------	-----

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- NLG là một nhà phát triển bất động sản nhà ở lớn tại khu vực phía Nam với phân khúc sản phẩm đa dạng, bao gồm các sản phẩm nhà giá rẻ (EhomeS), chung cư trung – cao cấp (Flora) và biệt thự có giá trị cao (Valora). Trong giai đoạn hiện tại, NLG đang tập trung phát triển các dự án quy mô lớn tại khu vực đô thị vệ tinh TP.HCM.
- KQKD 9T.2024:** KQKD giảm mạnh so với cùng kì với doanh thu đạt 828 tỷ đồng (-46,4% yoy), LN thuần đạt 15 tỷ đồng (cùng kì là 194 tỷ đồng) do: (1) Dự án cao tầng Akari City giai đoạn 2 – Bình Tân, TP.HCM chưa thực hiện bàn giao, (2) Biên LN gộp suy giảm do trong kì các dự án Waterpoint (Long An) và Central Lake (Cần Thơ) chủ yếu tập trung bán hàng phân khúc EhomeS (với giá bán thấp).

KQKD hợp nhất của NLG (đv: tỷ đồng)**KQKD chuyển nhượng BDS (đv: tỷ đồng)**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Kỳ vọng ghi nhận sự bùng nổ về KQKD trong Q4.2024:

- NLG đã bắt đầu thực hiện bàn giao các căn hộ tại dự án Akari City giai đoạn 2 (Q.Bình Tân, TP.HCM) từ tháng 10.2024.
- Dự kiến trong Quý 4, doanh nghiệp có thể hoàn thành bàn giao và ghi nhận doanh thu đối với khoảng 1.000 căn hộ tại dự án, qua đó mang về 3.300 tỷ đồng doanh thu.

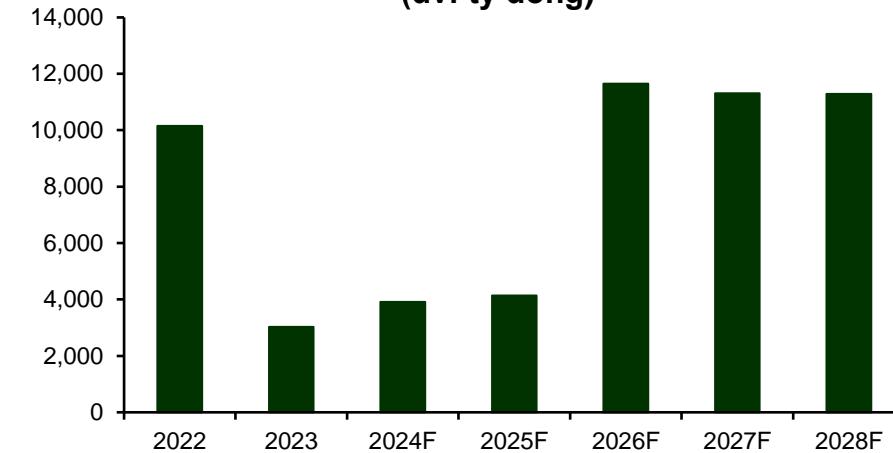
❖ Hoạt động bán hàng duy trì xu hướng hồi phục mạnh mẽ:

- **Dự án Waterpoint (Long An):** Phân khu biệt thự - liền kề tiếp theo (The Pearl) dự kiến sẽ thực hiện bán hàng từ đầu năm 2025 với mặt bằng giá bán dự báo cao hơn đáng kể so với các đợt mở bán trước, đặc biệt khi TTTM Aeon Mall bắt đầu triển khai thi công.
- **Dự án Nam Long Central Lake (Cần Thơ):** Sau khi hoàn thành nghĩa vụ tiền sử dụng đất, NLG đã bắt đầu ra mắt dự án từ tháng 11.2024 và được thị trường đón nhận tích cực.

❖ Chờ đợi sự bùng nổ từ các đại dự án tại Đồng Nai:

- Quy hoạch tổng thể điều chỉnh TP.Biên Hòa, Đồng Nai (trong đó trọng điểm sửa đổi là phân khu C4) đã chính thức được phê duyệt trong tháng 11.2024. Đây là cơ sở quan trọng để dự án Izumi City (170 ha) khởi động các bước điều chỉnh quy hoạch chi tiết và kinh doanh trở lại từ năm 2025 - 2026.
- Sau khi đưa vào kinh doanh, Izumi City và Paragon Đại Phước kì vọng sẽ đóng góp hơn 21.000 tỷ đồng dòng tiền bán hàng trong giai đoạn 2025 – 2028 với biên lợi nhuận ở mức tương đối cao.

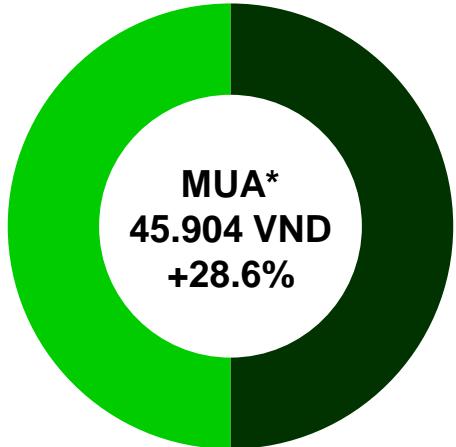
**Doanh số bán hàng của NLG & công ty liên kết
(đv: tỷ đồng)**



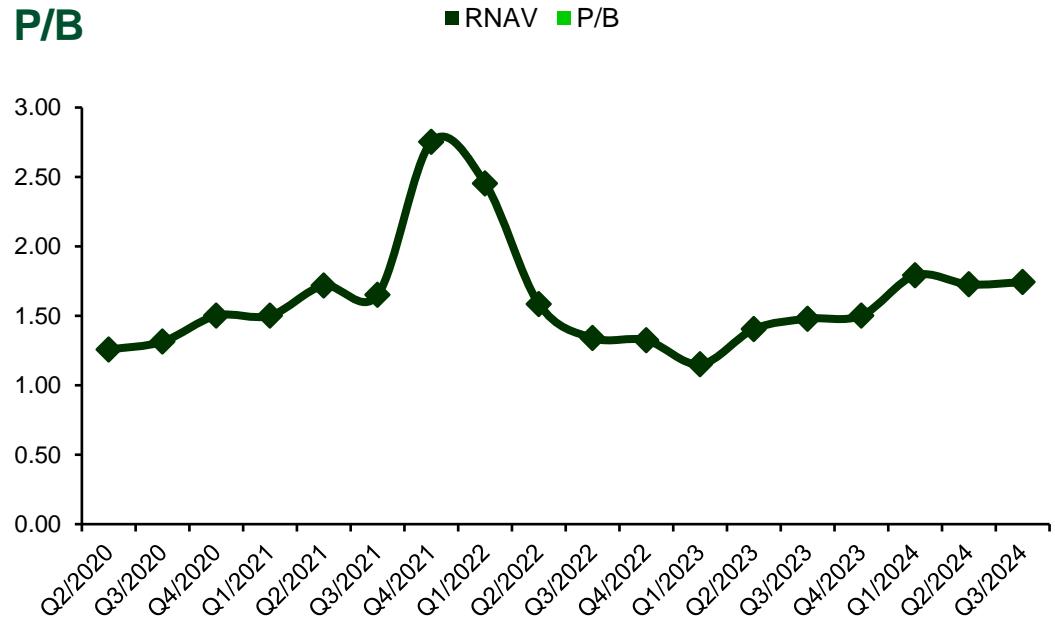
Các dự án trọng điểm của NLG trong giai đoạn đầu tư 2025 - 2028

Dự án	Tổng diện tích (m ²)	Tiến độ
Waterpoint (Long An)	3.550.000	Đang kinh doanh các phân khu
Nam Long Central Lake (Cần Thơ)	430.000	Đang kinh doanh các phân khu
Izumi City (Đồng Nai)	1.700.000	Đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính. Đang thực hiện điều chỉnh quy hoạch
Paragon Đại Phước (Đồng Nai)	430.000	Đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính. Đang thực hiện điều chỉnh quy hoạch

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3.181	5.755	6.035
+/- yoy (%)	-26,68%	80,90%	4,87%
Lợi nhuận thuần	484	641	856
+/- yoy (%)	-13,04%	32,52%	33,56%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.257	1.666	2.225

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu bàn giao các sản phẩm đất nền & thấp tầng tại KĐT Nam Long Central Lake từ cuối năm 2024 - đầu năm 2025.
- Dự án Izumi City hoàn thành điều kiện pháp lý và tái khởi động bán hàng từ năm 2025 - 2026.

Một số rủi ro

- Chậm tiến độ hoàn thành pháp lý và khởi động các dự án Izumi City và Paragon Đại Phước.
- Thị trường BDS vùng ven TP.HCM hồi phục chậm hơn dự kiến, ảnh hưởng đến khả năng bán hàng tại các dự án đại đô thị của NLG.
- Việc điều chỉnh quy hoạch tại Paragon Đại Phước phát sinh nghĩa vụ tiền sử dụng đất bổ sung.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 21.968 – 32.400

KLGD bình quân 52T 3.816.714

Vốn hóa (tỷ đồng) 9.669

P/E 12,45

P/B 1,28

Dự phỏng KQKD 2025 (tỷ đồng)

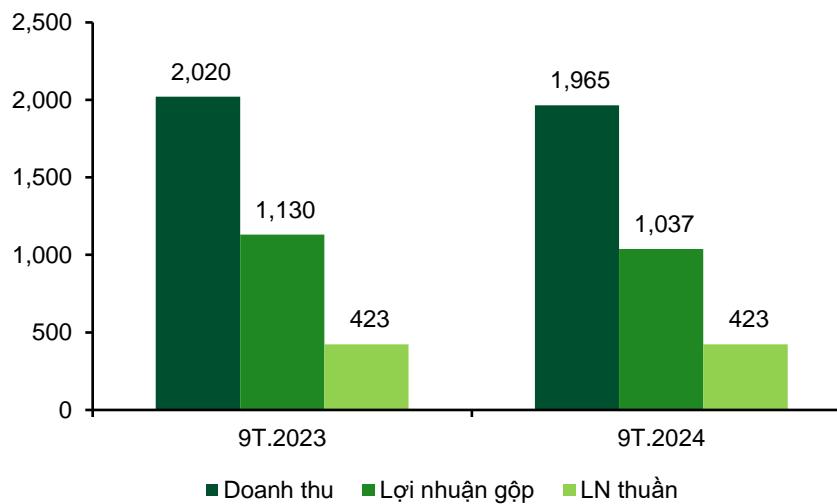
Tổng thu nhập 4.403

Lợi nhuận thuần 1.292

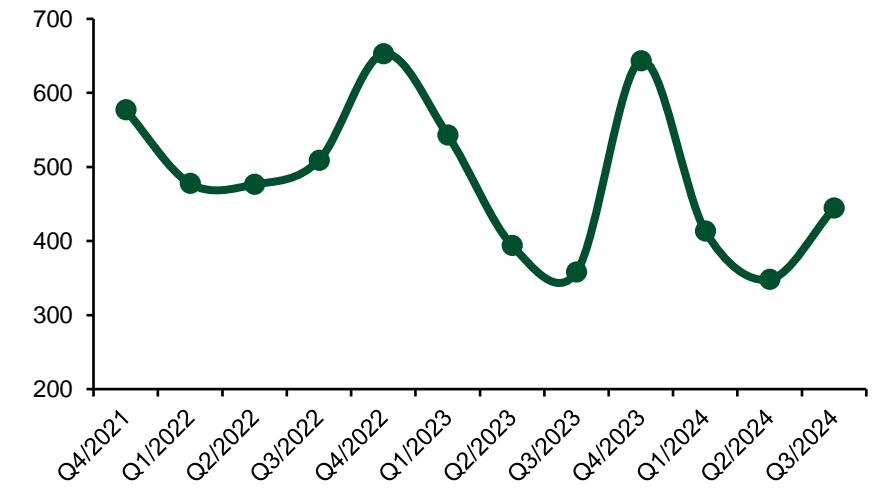
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ➡ HDG tiền thân là công ty xây dựng trực thuộc Bộ Quốc Phòng và được cổ phần hóa. Hiện tại, HDG hoạt động trên 3 lĩnh vực chính: (1) Phát triển BDS với danh mục dự án tập trung tại khu vực đô thị Hà Nội & TP.HCM, (2) Sản xuất điện (bao gồm các loại hình thủy điện, điện mặt trời và điện gió), (3) Vận hành, cho thuê khách sạn và các BDS đầu tư.
- ➡ **KQKD 9T.2024:** KQKD không có sự thay đổi nhiều so với cùng kì với doanh thu và LN thuần đạt lần lượt 1.965 tỷ đồng (-2,7% YoY) và 423 tỷ đồng (ngang cùng kì). Điều này đến từ việc: (1) Dự án Hado Charm Villas (Hoài Đức, Hà Nội) chưa thực hiện mở bán lần 3, (2) Mảng phát điện (bao gồm phần lớn là thủy điện) vẫn chịu áp lực trong nửa đầu năm 2024 do lượng mưa và mức tích nước thấp, và chỉ bắt đầu ghi nhận sự tăng trưởng trở lại từ Q3.2024 khi trạng thái thời tiết chuyển dần sang La Nina.

KQKD hợp nhất của HDG (đv: tỷ đồng)



Doanh thu phát điện của HDG (đv: tỷ đồng)



Nguồn: HDG, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Dự án Hado Charm Villas dự kiến mở bán đợt mới trong năm 2025:

- HDG có kế hoạch khởi động lại hoạt động kinh doanh tại dự án Charm Villas trong năm 2025 với việc mở bán đợt 3 (bao gồm 108 căn biệt thự - liền kề).
- Mặt bằng giá bán tại dự án hiện đã vượt qua mức đỉnh năm 2022. Với mức giá bán dự kiến 145 – 160 triệu đồng/ m², các sản phẩm còn lại tại Charm Villas dự kiến đem về khoảng 2.000 - 3.000 tỷ đồng dòng tiền cho HDG trong giai đoạn 2025 – 2026.

❖ Kỳ vọng gỡ vướng pháp lý tại các dự án BĐS gối đầu:

- Dự án cao tầng Hado Green Lane (Q.8, TP.HCM) và Hado Minh Long (TP.Thủ Đức, TP.HCM) kì vọng được tháo gỡ vướng mắc nhiều năm về chuyển mục đích sử dụng đất nhờ triển khai Thí điểm thực hiện dự án NOTM thông qua thỏa thuận về nhận QSDD hoặc đang có QSDD.
- Sau khi khởi động đầu tư, 2 dự án trên dự kiến có thể bắt đầu triển khai bán hàng từ 2026 – 2027.

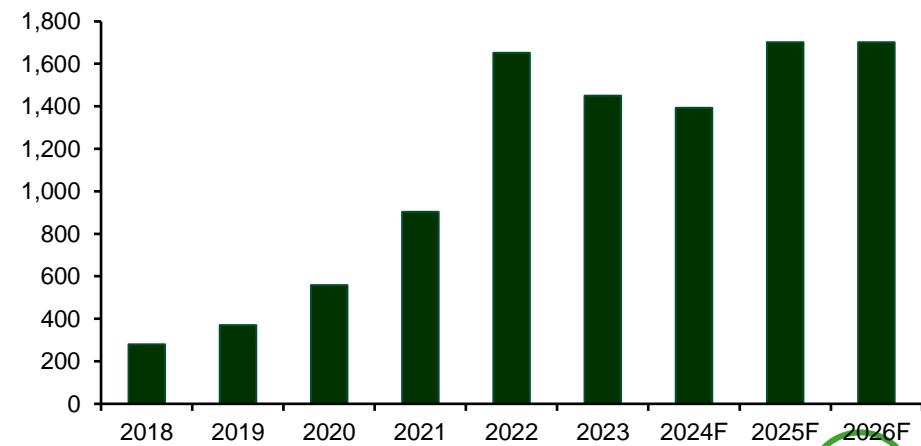
❖ Mảng thủy điện tăng trưởng mạnh mẽ nhờ chu kỳ thời tiết La Nina:

- KQKD mảng thủy điện của HDG dự báo ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể trong năm 2025 khi trạng thái thời tiết chuyển hẳn sang pha La Nina (với đặc điểm mưa nhiều).
- Về dài hạn, danh mục nhà máy thủy điện của HDG là nguồn đóng góp giá trị đến dòng tiền doanh nghiệp và sở hữu động lực tăng trưởng từ: (1) Gia tăng công suất từ 2 nhà máy mới, (2) Mặt bằng giá bán điện trên thị trường cạnh tranh gia tăng qua các năm.

Các dự án BĐS trọng điểm của HDG

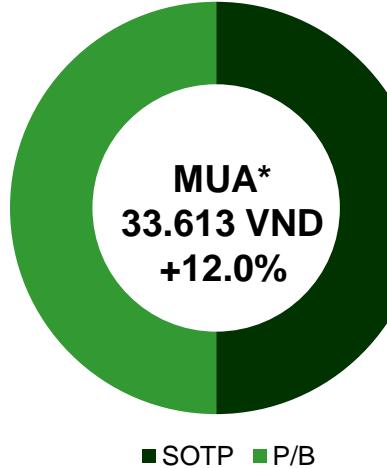
Dự án	Tổng diện tích (m ²)	Tiến độ
Hado Charm Villas (Hoài Đức, Hà Nội)	300.200	Chuẩn bị mở bán đợt cuối
Hado Green Lane (Q.8, TP.HCM)	23.000	Đã GPMB, chờ thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất
Hado Minh Long (TP.Thủ Đức)	27.000	Đã GPMB, chờ thủ tục chuyển mục đích sử dụng đất
HH Dịch Vọng (Cầu Giấy, Hà Nội)	9.861	Đang điều chỉnh quy hoạch
CC3 Dịch Vọng (Cầu Giấy, Hà Nội)	4.506	Đã hoàn thành GPMB

Sản lượng phát điện của HDG (đv: triệu KWh)

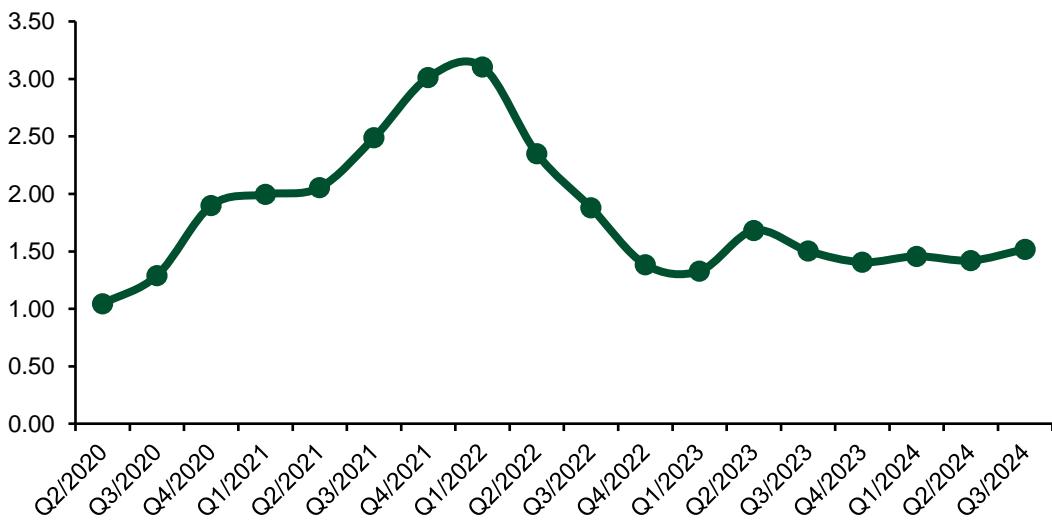


Nguồn: HDG, VCBS

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2.889	2.909	4.403
+/- yoy (%)	-19%	1%	51%
Lợi nhuận thuần	665	698	1.292
+/- yoy (%)	-39%	5%	85%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.977	2.077	3.843

Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu mở bán đợt mới và ghi nhận doanh thu tại dự án Hado Charm Villas trong năm 2025.
- Các dự án Hado Minh Long, Hado Green Lane hoàn thành tháo gỡ điều kiện pháp lý và bắt đầu triển khai trong giai đoạn 2026 – 2027.

Một số rủi ro

- Tốc độ xử lý vướng mắc pháp lý tại các dự án BĐS gói đầu chậm hơn dự kiến.
- Các vấn đề pháp lý tại các dự án điện mặt trời Hồng Phong 4 và SP – Infra 1 dẫn tới mức giá phát điện có thể bị điều chỉnh giảm xuống.

(*) Duy trì khuyến nghị HDG theo Báo cáo Cập nhật 04.12.2024

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 14.550 – 21.720

KLGD bình quân 52T 809.794

Vốn hóa (tỷ đồng) 2.446

P/E 6,68

P/B 0,76

Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

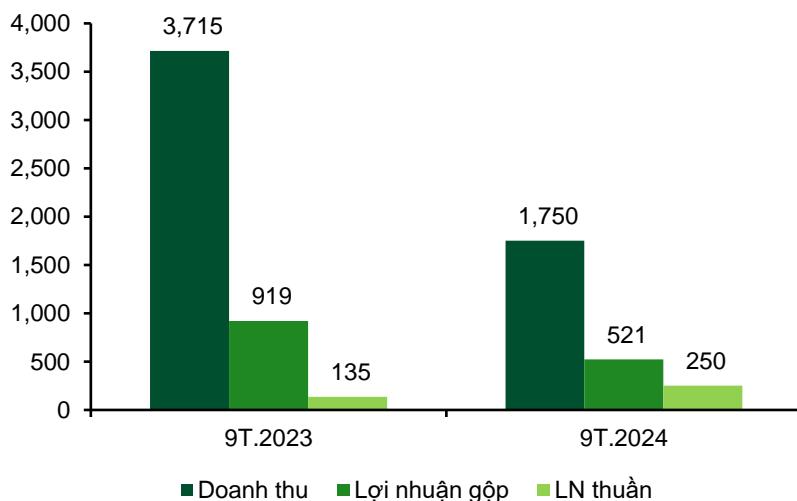
Tổng thu nhập 871

Lợi nhuận thuần 152

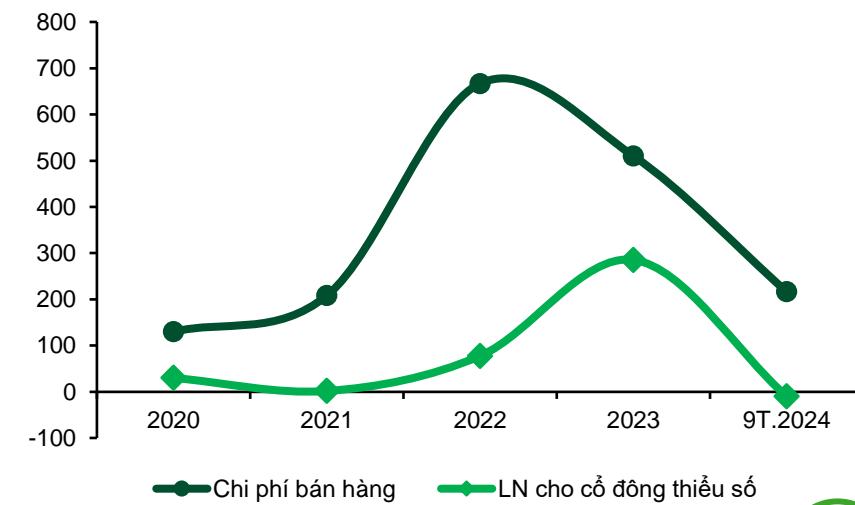
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- AGG được thành lập từ năm 2012. Sau nhiều lần tăng vốn và hợp tác chiến lược với nhiều quỹ đầu tư, đối tác trong và ngoài nước, AGG đã trở thành một trong các nhà phát triển bất động sản tiêu biểu trên địa bàn TP.HCM và khu vực lân cận với nhiều dự án lớn như The River Panorama, Sky 89, The Sóng,...
- KQKD 9T.2024:** Doanh thu đạt 1.750 tỷ đồng (-52,9% yoy) do trong kì AGG chỉ thực hiện bàn giao nốt các sản phẩm còn lại tại dự án West Gate Bình Chánh. Trong khi đó, LN thuần đạt 250 tỷ đồng, tăng trưởng 85,6% yoy nhờ: (1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện do các căn hộ còn lại của Westgate Bình Chánh chủ yếu nằm tại các phân khu mở bán sau và có giá bán cao hơn, (2) CP bán hàng được tiết giảm, (3) Lợi ích cổ đông thiểu số giảm mạnh do AGG đã hoàn tất nâng tỷ lệ sở hữu tại doanh nghiệp dự án West Gate lên gần 100% tại cuối năm 2023

KQKD hợp nhất của AGG (đv: tỷ đồng)



CP bán hàng và lợi nhuận cho cổ đông thiểu số (đv: tỷ đồng)



Nguồn: AGG, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Bắt đầu đưa vào kinh doanh dự án The Gio (Bình Dương):

- The Gio đã hoàn thiện phần lớn các điều kiện pháp lý quan trọng và AGG đã tổ chức lễ khởi công dự án vào tháng 06.2024, dự kiến có thể bắt đầu ra mắt chính thức ngay từ đầu năm 2025.
- Với quy mô 3.000 căn hộ, The Gio kì vọng mang lại hơn 7.000 tỷ đồng doanh thu cho AGG trong giai đoạn 2026 – 2027.

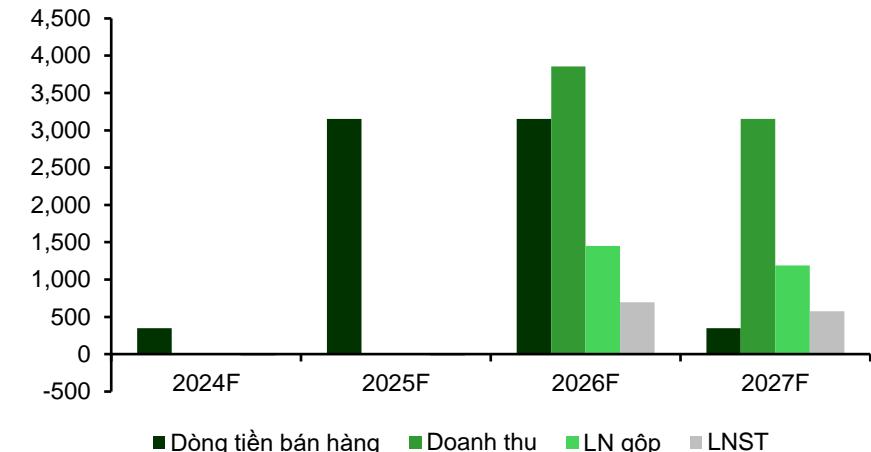
❖ Chờ đợi sự bùng nổ từ các dự án lớn tại Bình Chánh:

- Trong chu kỳ đầu tư mới, khu vực Bình Chánh (TP.HCM) tiếp tục được AGG xác định là địa bàn kinh doanh trọng điểm với 2 dự án The Lá Village (BC27) và The West Gate 2 (BC3.2).
- VCBS đánh giá cao tiềm năng tăng giá trong dài hạn tại các dự án nhờ: (1) Hưởng lợi từ mật độ dân cư và mặt bằng giá bán đã được xác lập bởi West Gate, (2) Khu vực Bình Chánh có nhiều dư địa để phát triển thành vùng đô thị mới của TP.HCM.

❖ Kỳ vọng cải thiện hiệu quả lợi nhuận tại các dự án mới:

- Các dự án được AGG tích lũy quỹ đất và hoàn thiện dần tình trạng pháp lý từ các bước đầu. Ngoài ra, quy mô dự án tương đối lớn, bao gồm nhiều phân khu giúp AGG có điều kiện để kinh doanh dần dự án và tận dụng xu hướng tăng giá qua các đợt mở bán.
- Giảm phụ thuộc vào nguồn vốn huy động trái phiếu, hợp tác đầu tư và áp lực phải bán nhanh dự án để hoàn trả nghĩa vụ.

Dòng tiền & KQKD ghi nhận từ dự án The Gio
(đv: tỷ đồng)



Các dự án trọng điểm của AGG trong chu kỳ đầu tư 2024 - 2027

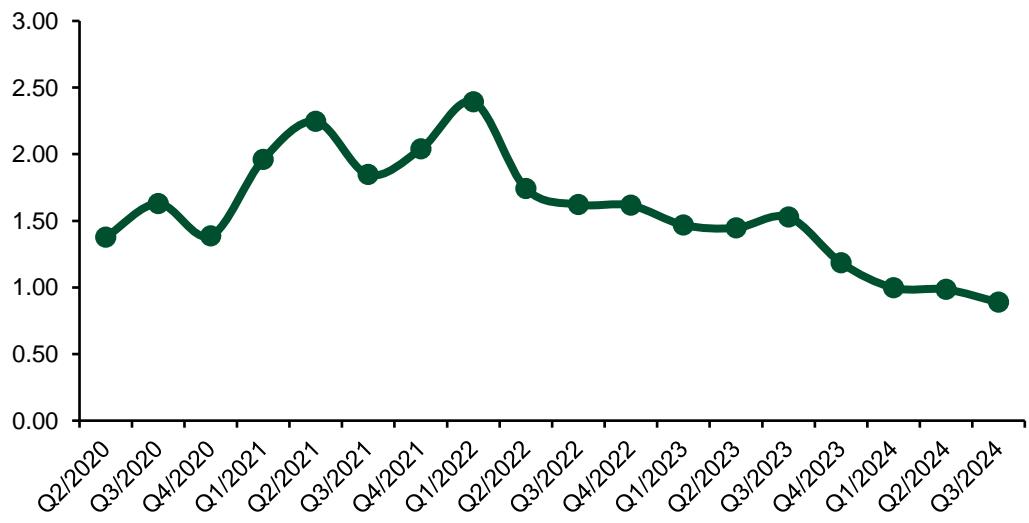
Dự án	Tổng diện tích (m ²)	Tiến độ
The Gio (Dĩ An, Bình Dương)	31.000	Đã khởi công. Dự kiến ra mắt đầu năm 2025
The West Gate 2 (Bình Chánh, TP.HCM)	32.000	Đang hoàn thiện quy hoạch 1/2000 và thủ tục chấp thuận chủ trương đầu tư
The Lá Village (Bình Chánh, TP.HCM)	270.000	Phê duyệt nhiệm vụ lập quy hoạch 1/2000

ĐỊNH GIÁ



■ RNAV ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	3.891	1.988	871	3.925
+/- yoy (%)	-37,13%	-48,91%	-56,19%	350,77%
Lợi nhuận thuần	175	277	152	336
+/- yoy (%)	824,40%	58,14%	-45,08%	120,87%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.402	1.707	937	2.070

Một số giả định trong dự báo

- Dự án The Gió bắt đầu bán hàng chính thức từ đầu năm 2025 và thực hiện bàn giao trong năm 2026.
- Các dự án West Gate 2 và The Lá Village giải quyết được các điều kiện pháp lý và bắt đầu ra mắt từ năm 2026 – 2027.

Một số rủi ro

- Nghĩa vụ tiền sử dụng đất tại dự án West Gate 2 và The Lá Village vượt quá năng lực tài chính của AGG, buộc doanh nghiệp phải chuyển nhượng bớt một phần lợi ích tại dự án.
- Doanh nghiệp chưa có nhiều kinh nghiệm trong việc triển khai các dự án KĐT quy mô lớn, đầy đủ tiện ích và hạ tầng đô thị.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 17.000 – 29.759

KLGD bình quân 52T 9.422.181

Vốn hóa (tỷ đồng) 17.943

P/E 35,9

P/B 1,61

% NN sở hữu 6,45%

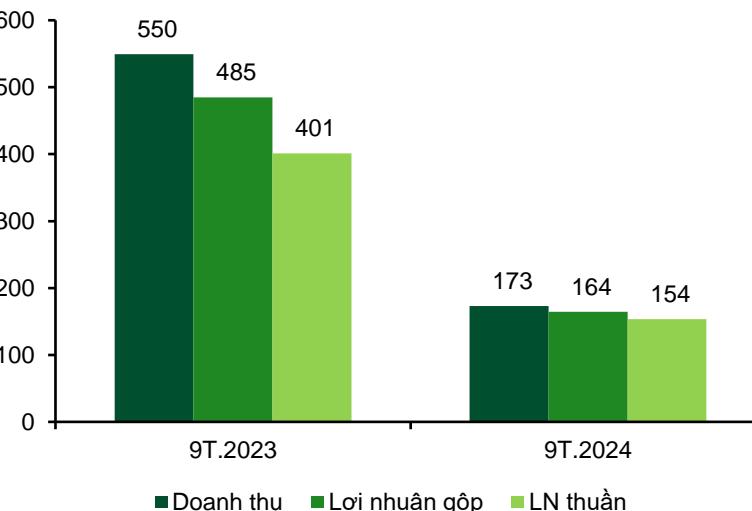
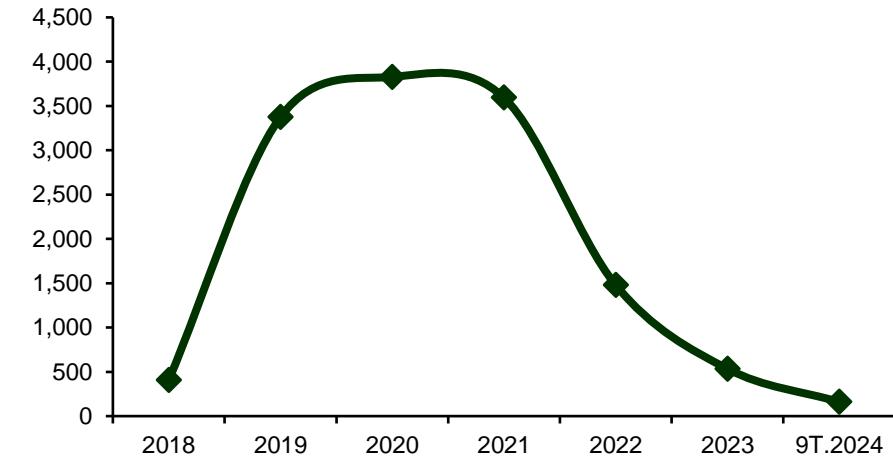
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập 8.011

Lợi nhuận thuần 1.810

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ➡ PDR là một nhà phát triển bất động sản uy tín tại phía Nam, đã làm nên tên tuổi thông qua chuỗi dự án căn hộ cao cấp tại thị trường TP.HCM mang thương hiệu EverRich. Trong các năm gần đây, PDR đã mở rộng mạnh mẽ địa bàn kinh doanh ra các thị trường địa phương và thu về thành công nhất định tại các dự án KĐT sinh thái Nhơn Hội (Bình Định), Astral City (Bình Dương),...
- ➡ **KQKD 9T.2024:** Doanh thu và LN thuần 3 quý đầu năm đạt lần lượt **173 tỷ đồng (-68,5% yoy)** và **154 tỷ đồng (-61,5% yoy)**. Hoạt động bán giao BĐS ở mức thấp khi dự án KĐT sinh thái Nhơn Hội (Quy Nhơn, Bình Định) về cơ bản không còn đất thương phẩm. Trong khi đó, các dự án gối đầu như KDC Bắc Hà Thanh (Bình Định) và Cao ốc Thuận An (Bình Dương) vẫn đang trong giai đoạn hoàn thiện điều kiện pháp lý và thi công.

KQKD hợp nhất của PDR (đv: tỷ đồng)**Doanh thu chuyển nhượng đất của PDR (đv: tỷ đồng)**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Cơ bản hoàn thành tái cấu trúc tài chính và bước vào chu kỳ đầu tư mới:

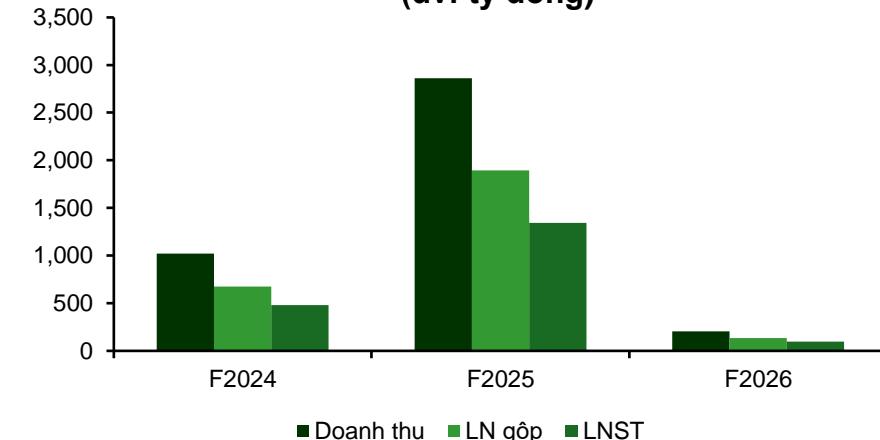
- Trong giai đoạn 2023 – 2024, doanh nghiệp đã hoàn tất xử lý các nghĩa vụ nợ trái phiếu và đưa cấu trúc tài chính về mức khá an toàn.
- Việc hoàn thiện thủ tục pháp lý tại dự án KDC Bắc Hà Thanh (Bình Định) và Cao ốc Thuận An 1&2 (Bình Dương) cho phép doanh nghiệp huy động nguồn vốn tín dụng (thay cho trái phiếu), qua đó giảm bớt rủi ro thanh khoản.

❖ KDC Bắc Hà Thanh (Bình Định) bắt đầu đem về dòng tiền:

- Trong nửa cuối năm 2024, PDR đã lần lượt hoàn thiện các công đoạn pháp lý cuối cùng. Hiện tại, dự án đã hoàn thành 90% tiến độ hạ tầng kỹ thuật và đã bắt đầu nhận đặt cọc.
- Với 1.422 lô đất nền (tương ứng giá trị bán hàng kì vọng hơn 4.000 tỷ đồng), dự án sẽ là nguồn đóng góp dòng tiền quan trọng cho PDR từ Q4.2024.

❖ Kỳ vọng lợi nhuận lớn từ dự án Cao ốc Thuận An 1&2 (Bình Dương):

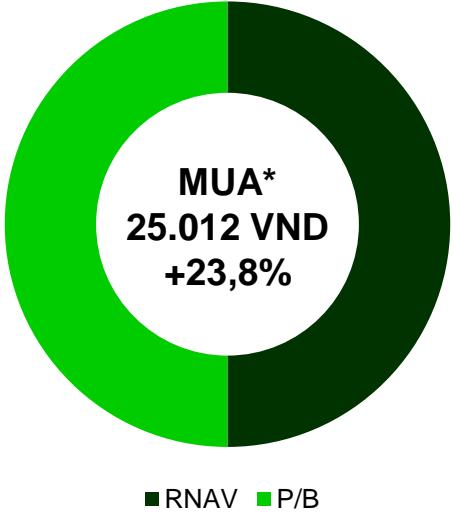
- Trong tháng 09.2024, PDR đã nhận giấy phép xây dựng giai đoạn 2 tại dự án. Theo đó, doanh nghiệp đã chính thức đủ điều kiện để bắt đầu thi công đối với toàn bộ tổ hợp chung cư, dự kiến có thể triển khai bán hàng từ giữa năm 2025.
- Với giá bán dự kiến 20 – 25 triệu đồng/ m², tổ hợp dự án kì vọng đem về gần 10.000 tỷ đồng doanh thu cho PDR trong các năm tiếp theo.

KQKD ghi nhận từ dự án KDC Bắc Hà Thanh
(đv: tỷ đồng)

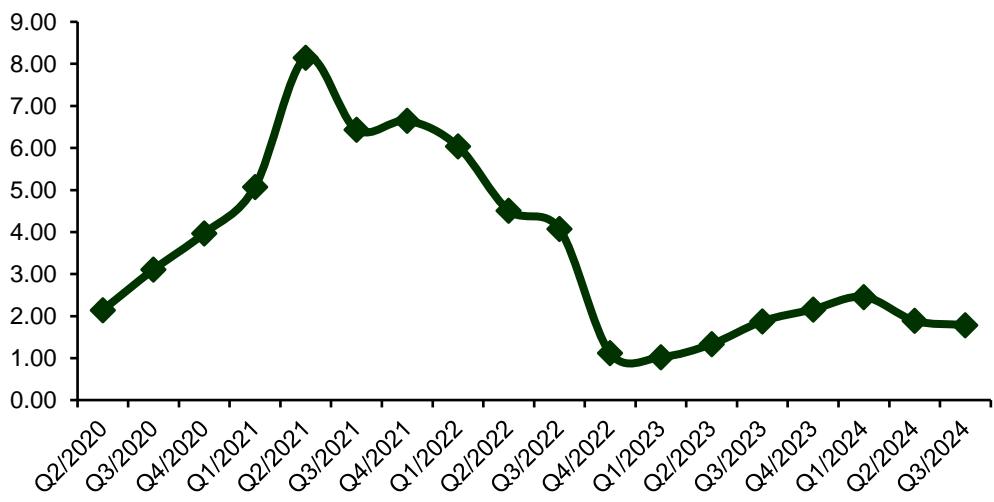
Các dự án trọng điểm của PDR trong giai đoạn đầu tư 2025 - 2028

Dự án	Tổng diện tích (m ²)	Thời gian bán hàng dự kiến
Bắc Hà Thanh (Bình Định)	431.605	Cuối năm 2024
Cao ốc Thuận An 1&2 (Bình Dương)	44.586	Giữa năm 2025
Cadia Quy Nhơn (Bình Định)	2.570	Nửa cuối 2025
Poulo Condor (Vũng Tàu)	120.000	Cuối năm 2025
Serenity Phước Hải (Vũng Tàu)	55.570	2026
Han Riverside (Đà Nẵng)	5.953	2026 - 2027

ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	618	1.406	8.011
+/- yoy (%)	-58,96%	127,65%	469,89%
Lợi nhuận thuần	684	580	1.810
+/- yoy (%)	-39,85%	-15,19%	211,91%
EPS (VND/cổ phiếu)	926	664	2.073

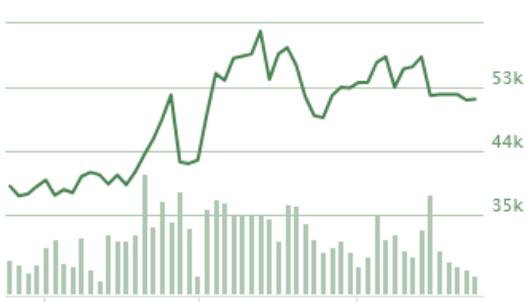
Một số giả định trong dự báo

- Bắt đầu bàn giao các sản phẩm đất nền tại KDC Bắc Hà Thanh từ cuối năm 2024 – đầu năm 2025.
- Dự án cao ốc Thuận An 1&2 đưa vào kinh doanh đúng tiến độ từ năm 2025, thực hiện chuyển nhượng bán buôn cho đối tác.

Một số rủi ro

- Các dự án của PDR nhàn nhiều tập trung tại các địa phương du lịch biển, không có nhu cầu ở thực lớn và được đánh giá chưa quá khởi sắc trong năm 2025.
- Sau các dự án Bắc Hà Thanh và Cadia Quy Nhơn (được PDR trúng đấu giá từ 2019), về cơ bản doanh nghiệp sẽ không còn nhiều lợi thế về giá thành tại các dự án tiếp theo do mặt bằng giá vốn đất bị đẩy cao.

Diễn biến giá



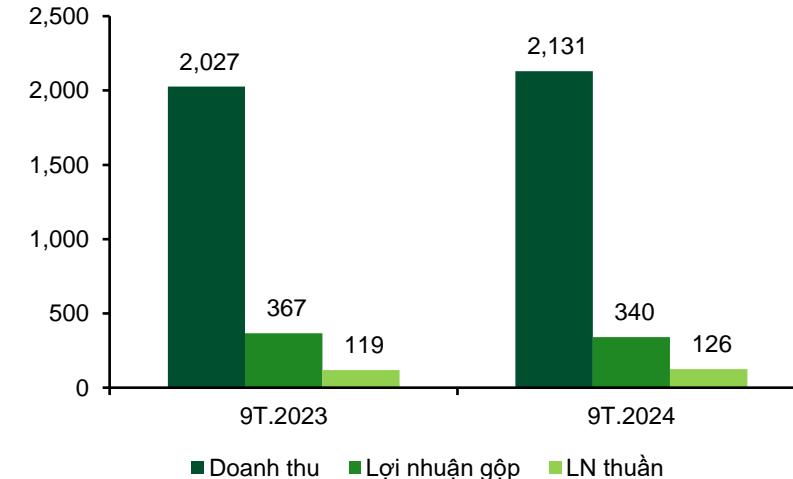
Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm	37.203 – 62.000
KLGD bình quân 52T	953.276
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.231
P/E	15,0
P/B	1,29
% NN sở hữu	7,08%
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)	
Tổng thu nhập	5.153
Lợi nhuận thuần	401

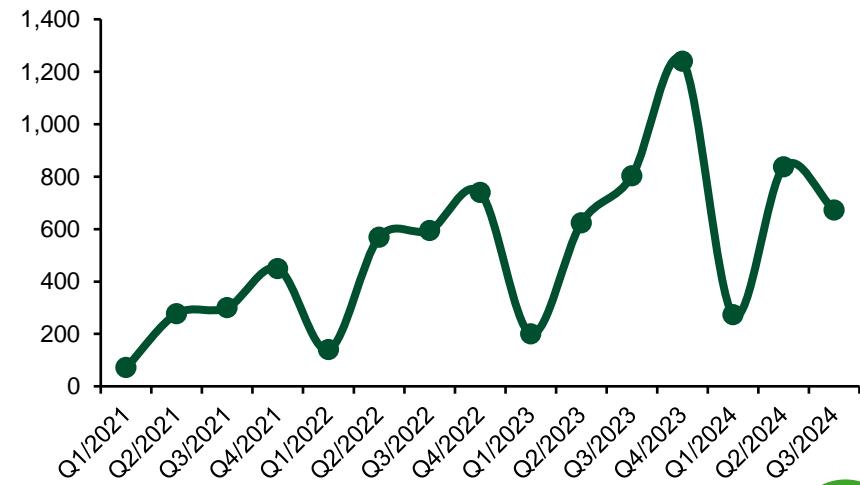
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- DPG là một doanh nghiệp có danh tiếng trong lĩnh vực xây lắp các công trình giao thông và thủy điện, với địa bàn kinh doanh chủ yếu ở Miền Trung. Trong các năm vừa qua, DPG đã dần mở rộng lĩnh vực kinh doanh và hiện đã trở thành một doanh nghiệp lớn trong khu vực, hoạt động trên 3 lĩnh vực chính: (1) Phát triển BDS với thương hiệu Casamia, (2) Đầu tư, vận hành nhà máy thủy điện, (3) Xây lắp.
- KQKD 9T.2024: Doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng nhẹ so với cùng kì** với số dư lìa lợt đạt 2.131 tỷ đồng (+5,1% YoY) và 126 tỷ đồng (+5,9% YoY). Mảng xây lắp ghi nhận mức tăng trưởng tích cực khi các gói thầu bắt đầu vào giai đoạn thi công hạng mục chính. Trong khi đó, mảng thủy điện và chuyển nhượng BDS chưa có sự khởi sắc do: (1) Dự án KĐT Cồn Tiên chưa đưa vào kinh doanh, (2) Sản lượng phát điện tiếp tục bị ảnh hưởng tiêu cực từ trạng thái thời tiết khô hạn trong nửa đầu năm 2024.

KQKD hợp nhất của DPG (đv: tỷ đồng)



Doanh thu xây lắp của DPG (đv: tỷ đồng)

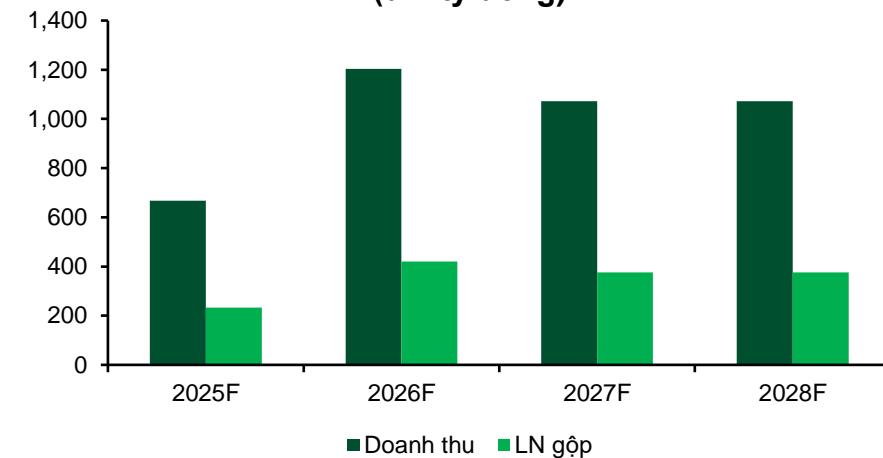


Nguồn: DPG, VCBS tổng hợp

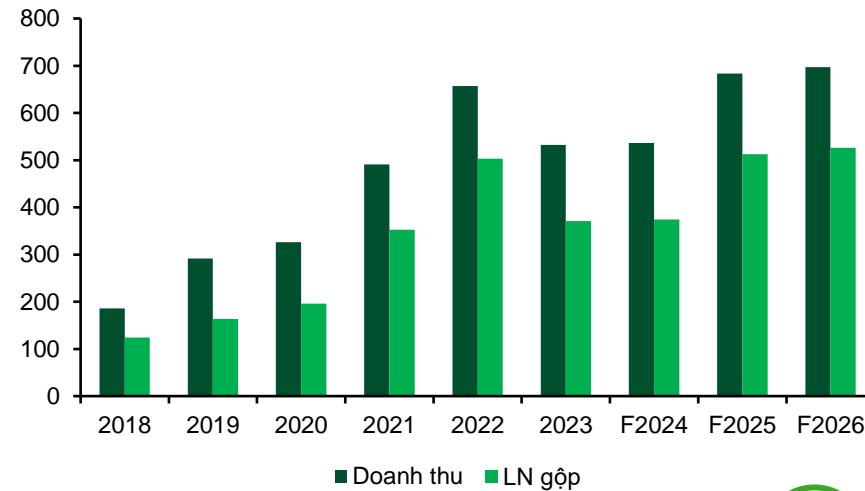
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ **KĐT Casamia Balanca (Còn Tiên, Hội An) kì vọng tháo gỡ pháp lý và bắt đầu bán hàng từ năm 2025 :**
 - Trong năm 2024, DPG đã chính thức nhận chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư và thống nhất phương án tính giá trị quỹ đất đối ứng dự án BT Cầu Đề Võng – điểm vướng mắc pháp lý quan trọng của dự án trong vài năm qua.
 - Casamia Balanca dự kiến sẽ đóng góp hơn 4.000 tỷ đồng doanh thu cho DPG trong giai đoạn 2025 – 2027.
- ❖ **Động lực lớn từ mảng thủy điện trong năm 2025 – 2026:**
 - Sản lượng và KQKD các nhà máy thủy điện của DPG dự báo ghi nhận mức cải thiện đáng kể trong giai đoạn 2025 – 2026, khi trạng thái thời tiết chuyển sang pha La Nina.
 - Chi phí lãi vay được tiết giảm nhờ: (1) Nhà máy thủy điện Sông Bung 6 (29 MW) đã hết nợ vay, (2) DPG đã thành công đảo dư nợ đối với thủy điện Sơn Trà (69 MW) với mức lãi suất thấp hơn trước đây.
- ❖ **Mảng xây lắp duy trì hiệu quả kinh doanh tích cực trong chu kỳ đầu tư hạ tầng mới:**
 - Hoạt động giải ngân đầu tư công và phát triển hạ tầng giao thông dự báo được đặc biệt đẩy mạnh trong năm 2025 để đáp ứng mục tiêu tăng trưởng và nhu cầu của các hoạt động kinh tế.
 - DPG đã xây dựng được thương hiệu và uy tín tốt, đặc biệt đối với các công trình cầu. Ngoài ra, mặt bằng biên lợi nhuận kì vọng duy trì xu hướng cải thiện nhờ những tháo gỡ vướng mắc về cơ chế tính đơn giá xây dựng.

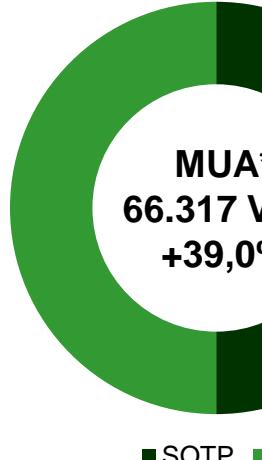
**KQKD ghi nhận từ KĐT Casamia Balanca
(đv: tỷ đồng)**



KQKD mảng thủy điện của DPG (đv: tỷ đồng)

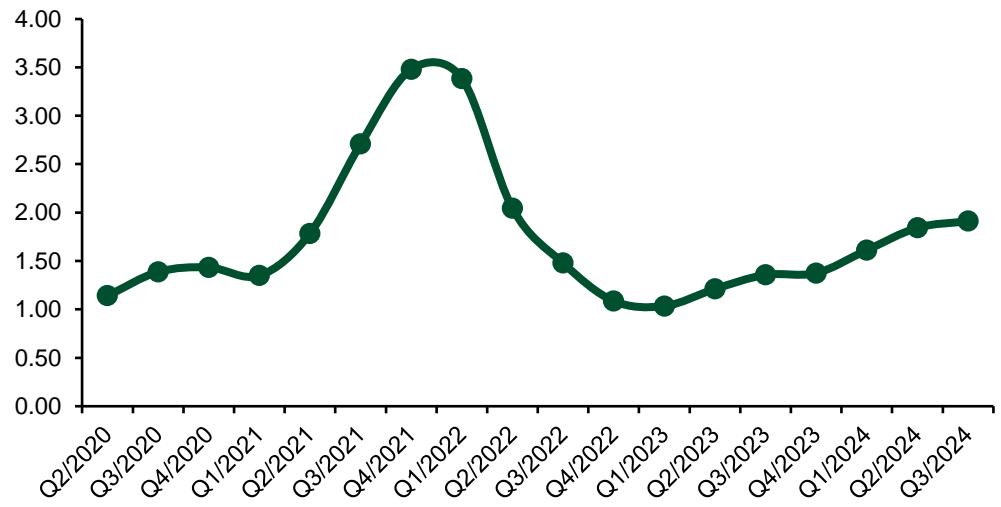


ĐỊNH GIÁ



■ SOTP ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3.450	3.843	5.153
+/- yoy (%)	3,94%	11,38%	34,10%
Lợi nhuận thuần	203	228	401
+/- yoy (%)	-47,02%	12,13%	75,47%
EPS (VND/cổ phiếu)	3.223	3.614	6.341

Một số giả định trong dự báo

- KĐT Casamia Balanca bắt đầu bán hàng và dần thực hiện bàn giao trong năm 2025.
- Chưa đưa các dự án BĐS mới trúng thầu (KĐT Nam Phú Hải, CCN Điện Lộc) vào mô hình định giá.

Một số rủi ro

- Chậm tiến độ hoàn thành điều kiện pháp lý và đưa vào kinh doanh dự án Casamia Balanca.
- Việc lựa chọn chủ đầu tư cho dự án KĐT Bình Dương (Nam Hội An) tiếp tục đình trệ kéo dài, khiến DPG chậm được hoàn trả khoản chi phí đã giải ngân phục vụ GPMB trước đó (ước khoảng 250 tỷ đồng).

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 22.518 – 28.729

KLGD bình quân 52T 2.341.516

Vốn hóa (tỷ đồng) 4.681

P/E 32,5

P/B 2,02

% NN sở hữu 2,39%

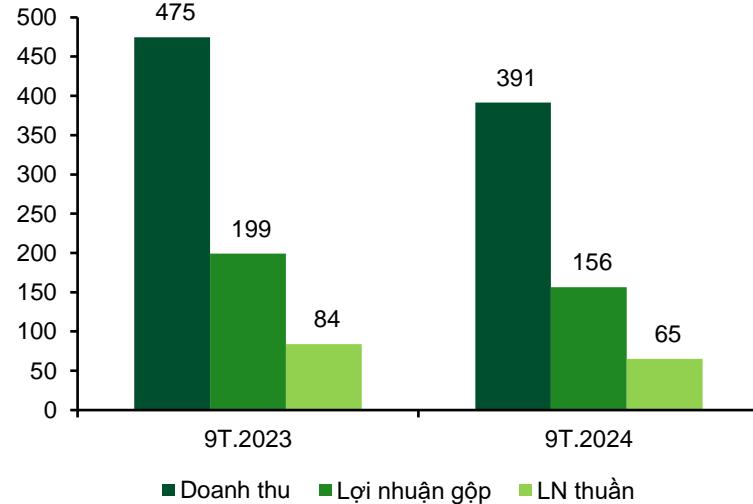
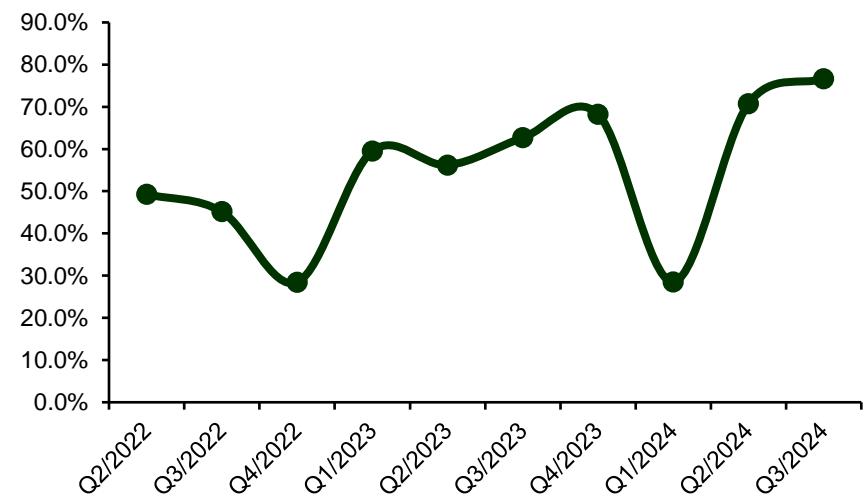
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

Tổng thu nhập 1.938

Lợi nhuận thuần 433

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

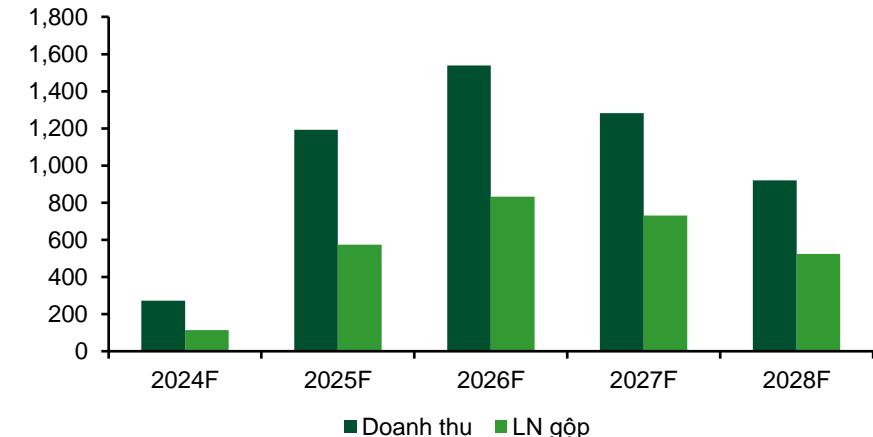
- ➡️ HDC là một nhà phát triển bất động sản có uy tín tại TP. Vũng Tàu, làm nên tên tuổi thông qua các dự án Fusion Site, Khu biệt thự đồi Ngọc Tước, Hodeco Plaza,... Trong các năm tới, HDC tập trung phát triển các dự án KĐT tích hợp quy mô lớn tại khu vực Bắc Vũng Tàu và dần mở rộng địa bàn kinh doanh đến các tỉnh thành khác.
- ➡️ **KQKD 9T.2024:** Doanh thu 9T.2024 đạt **391 tỷ đồng (-17,5% yoy)**, chủ yếu đến từ sự suy giảm của doanh thu chuyển nhượng bất động sản (đạt 76 tỷ đồng, trong khi cùng kì là 113 tỷ đồng) do dự án trọng điểm The Light City (P.12, TP.Vũng Tàu) đã cơ bản hoàn thành bàn giao các sản phẩm thuộc phân khu đã mở bán trong giai đoạn 2021 - 2022. Lợi nhuận thuần ghi nhận mức sụt giảm 22,6% so với cùng kì, đạt **65 tỷ đồng**.

KQKD hợp nhất của HDC (đv: tỷ đồng)**Biên LN gộp chuyển nhượng BĐS của HDC (đv: tỷ đồng)**

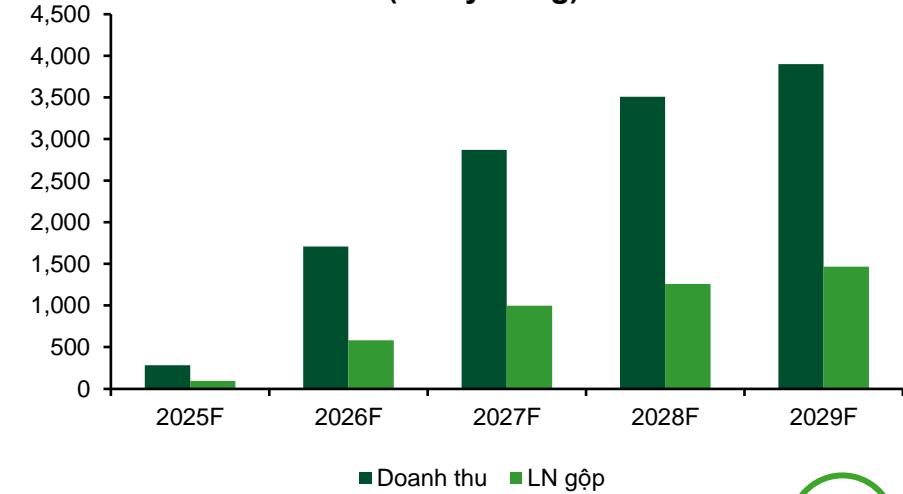
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ **Khu vực Bắc Vũng Tàu (tập trung phần lớn các KĐT quy mô lớn của HDC) đang được đẩy mạnh phát triển và sở hữu tiềm năng tăng trưởng lớn:**
 - TP. Vũng Tàu chủ trương phát triển trung tâm hành chính mới và di dời trụ sở các cơ quan đến khu vực Bắc Vũng Tàu.
 - Có quy hoạch hạ tầng tốt và sở hữu quỹ đất để phát triển các dự án KĐT tích hợp, công trình điểm nhấn mới của thành phố. Hướng lợi tốt từ tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu (dự kiến hoàn thành cuối năm 2025).
- ❖ **Dự án The Light City gd1 – 27,2 ha (P.12, TP. Vũng Tàu) dự kiến đưa vào kinh doanh phân khu mới trong năm 2025 :**
 - HDC đã được cấp phép bán nhà hình thành trong tương lai đợt 2 (với tổng 199 căn LK, BT), qua đó tạo điều kiện cho doanh nghiệp bắt đầu mở bán mới tại dự án trong năm 2025.
 - Các sản phẩm còn lại tại The Light City gd1 dự kiến sẽ đóng góp hơn 5.000 tỷ đồng doanh thu với hiệu quả lợi nhuận cao nhờ đã hoàn thành phần lớn nghĩa vụ TSDĐ.
- ❖ **Dự án KĐT Phước Thắng (P.12, TP. Vũng Tàu) kì vọng hoàn thiện pháp lý và bắt đầu triển khai :**
 - HDC đã được UBND tỉnh chấp thuận cho phép thực hiện dự án thông qua hình thức nhận chuyển nhượng đất - cơ sở quan trọng để HDC đẩy mạnh các bước pháp lý tiếp theo và có thể bắt đầu triển khai hạ tầng từ năm 2025.
 - Với quy mô 75 ha (trong đó có khoảng 38 ha đất ở), dự án dự kiến sẽ đóng góp hơn 10.000 tỷ đồng doanh thu cho HDC sau khi đưa vào kinh doanh.

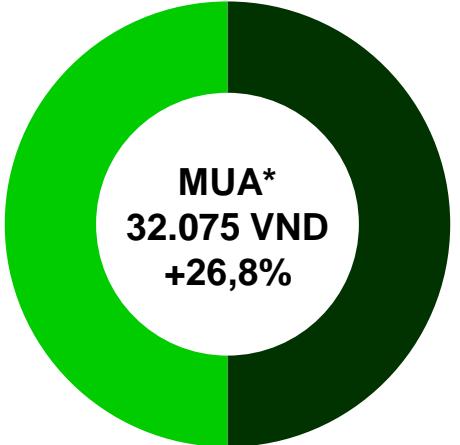
**KQKD ghi nhận từ dự án The Light City
(đv: tỷ đồng)**



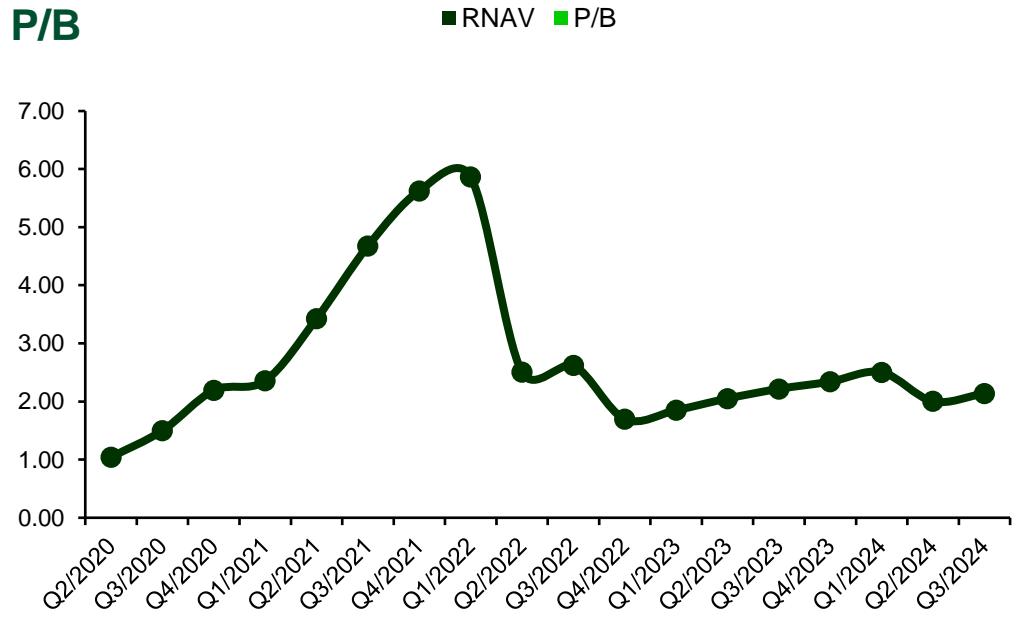
**KQKD ghi nhận từ dự án KĐT Phước Thắng
(đv: tỷ đồng)**



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	666	747	1.938
+/- yoy (%)	-48,90%	12,10%	159,54%
Lợi nhuận thuần	132	175	433
+/- yoy (%)	-68,61%	32,61%	148,23%
EPS (VND/cổ phiếu)	974	979	2.430

Một số giả định trong dự báo

- Dự án The Light City giai đoạn 1 bắt đầu mở bán các phân khu liền kề 2,3,1,6,8 từ đầu năm 2025.
- Dự án KĐT Phước Thắng được thông qua hồ sơ pháp lý và bắt đầu ra mắt từ cuối năm 2025.

Một số rủi ro

- Thị trường BĐS Vũng Tàu hồi phục chậm hơn dự kiến, đặc biệt với phân khúc nhà thấp tầng.
- Chậm tiến độ xử lý vướng mắc pháp lý tại dự án KĐT Phước Thắng.
- Chi phí đơn giá GPMB và TSDĐ cho phần còn lại tại các dự án gói đầu bị đẩy lên quá cao so với năng lực tài chính của doanh nghiệp hoặc khả năng hấp thụ của thị trường địa phương.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 47.200 – 64.500

KLGD bình quân 52T 357.666

Vốn hóa (tỷ đồng) 7.682

P/E 19,73

P/B 1,87

Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

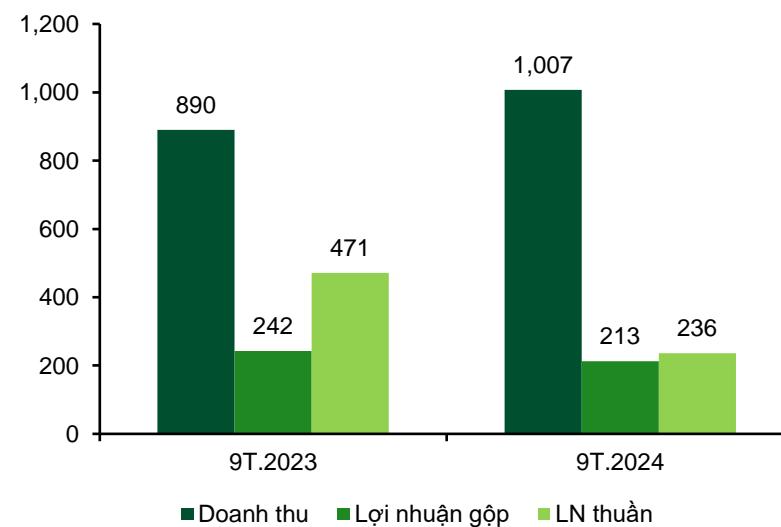
Tổng thu nhập 1.823

Lợi nhuận thuần 651

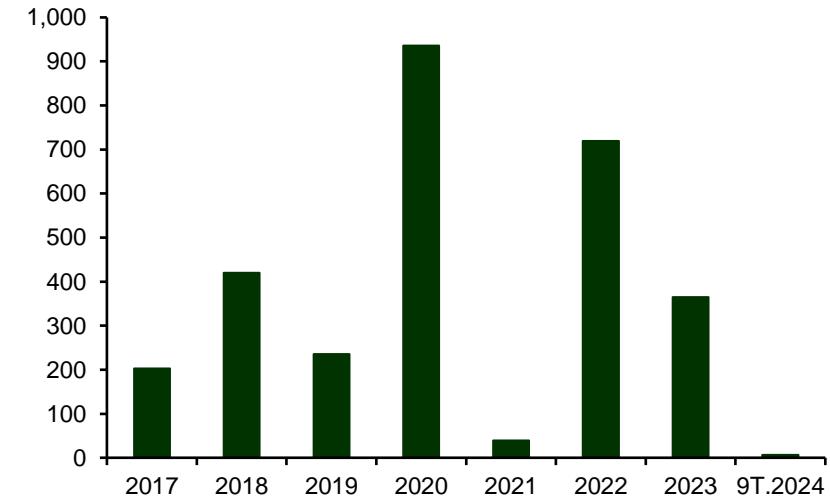
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- PHR là một trong những doanh nghiệp cao su có quy mô lớn nhất trong hệ thống Tập đoàn Cao su Việt Nam với vườn cây tập trung chủ yếu trên địa bàn tỉnh Bình Dương & Cambodia. Ngoài ra, PHR có tham gia phát triển và sở hữu cổ phần, lợi ích tại các dự án KCN trên địa bàn Bình Dương.
- KQKD 9T.2024:** Doanh thu 3 quý đầu năm 2024 đạt 1.007 tỷ đồng (+13,1% YoY). Mảng sản xuất cao su ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng tiêu thụ tốt và mặt bằng giá bán cao su tự nhiên tăng đáng kể so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu cho thuê đất KCN giảm mạnh do cơ bản không còn quỹ đất cho thuê. LN thuần đạt 236 tỷ đồng, giảm 49,9% so với cùng kỳ do doanh thu sụt giảm và không còn ghi nhận nguồn thu từ đèn bù đất.

KQKD hợp nhất của PHR (đv: tỷ đồng)



Thu nhập khác của PHR (đv: tỷ đồng)



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Hiệu quả kinh doanh mảng cao su được cải thiện tích cực:

- Giá cao su thành phẩm được dự báo neo ở mức cao đến ít nhất hết năm 2025 do: (1) Nguồn cung suy yếu tại các khu vực sản xuất lớn, (2) Nhu cầu cao su tự nhiên cho sản xuất công nghiệp dần hồi phục.
- Năng suất vườn cây cao su của PHR dự báo cải thiện nhờ: (1) Đã hoàn thành tái canh toàn bộ diện tích vườn cây Nhóm 3, (2) Vườn cây trồng mới bắt đầu cho mủ ổn định sau giai đoạn kiến thiết cơ bản.

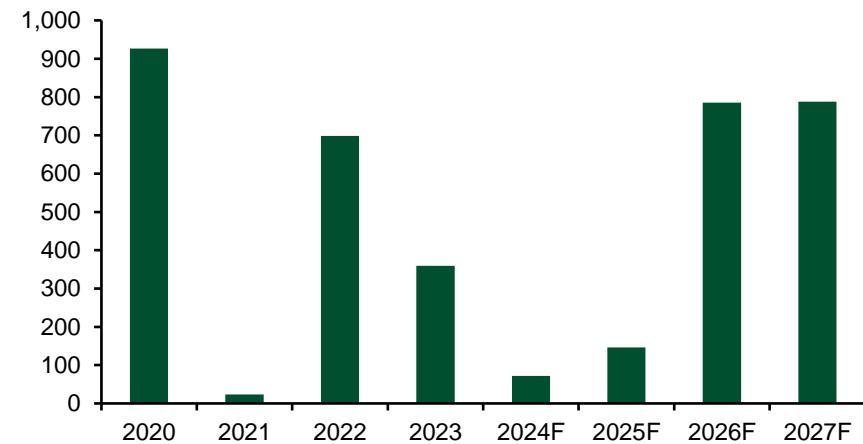
❖ Dòng tiền tích cực từ các KCN:

- KCN Nam Tân Uyên MR giai đoạn 2 (PHR nắm 33% cổ phần) và KCN VSIP III (PHR được chia 20% lợi ích) dự báo ghi nhận diện tích cho thuê lớn trong vài năm tới với giá thuê tương đối cao (khoảng 180 USD/m²).
- KCN Tân Lập 1 (200 ha) đã được bổ sung vào quy hoạch tỉnh Bình Dương, kì vọng có thể hoàn thiện pháp lý và bắt đầu cho thuê từ năm 2026.

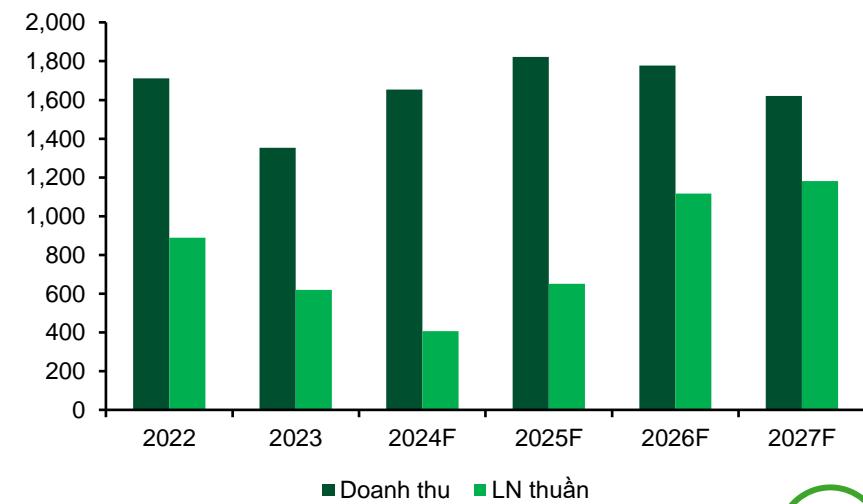
❖ Hồi phục nguồn thu từ đền bù đất và thanh lý cây cao su:

- Trong năm 2024, Thủ tướng đã thông qua quy hoạch tỉnh Bình Dương giai đoạn 2021 – 2030, tầm nhìn đến 2050. Đây là cơ sở quan trọng cho việc hoàn thiện pháp lý và triển khai các dự án KCN, KĐT trên diện tích đất cao su hiện hữu của PHR.
- Trong dài hạn, tỉnh Bình Dương định hướng sẽ thực hiện chuyển đổi mục đích dần 10.868 ha diện tích nông trường cao su của PHR thành các dự án KCN – đô thị - dịch vụ.

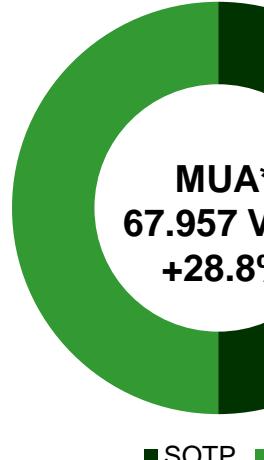
Thu nhập từ đền bù đất, thanh lý cây cao su và hỗ trợ tài chính từ VSIP III (đv: tỷ đồng)



Dự phóng KQKD của PHR (đv: tỷ đồng)

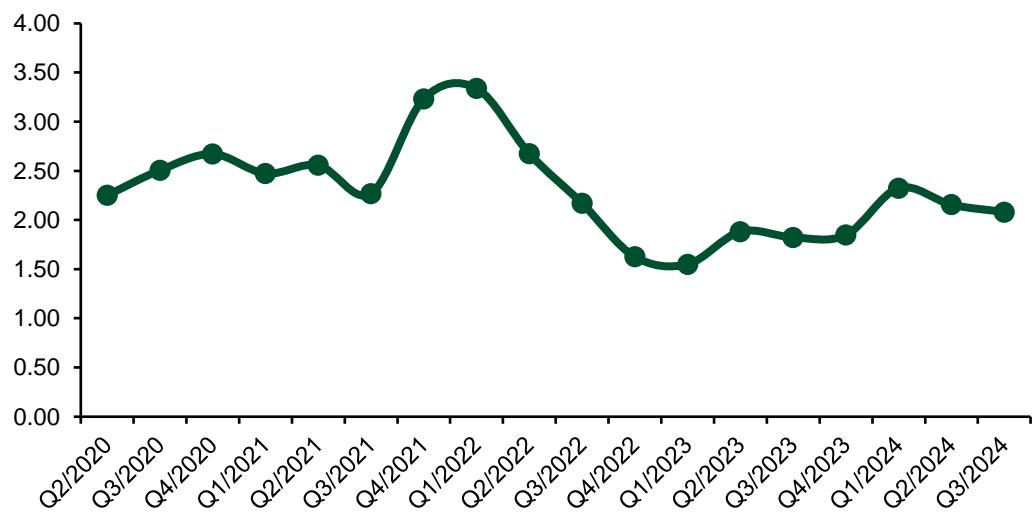


ĐỊNH GIÁ



■ SOTP ■ P/B

P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	1.354	1.654	1.823	1.778
+/- yoy (%)	-20,92%	22,20%	10,19%	-2,43%
Lợi nhuận thuần	620	406	651	1.117
+/- yoy (%)	-30,33%	-34,51%	60,52%	71,43%
EPS (VND/cổ phiếu)	4.574	2.995	4.808	8.242

Một số giả định trong dự báo

- KCN Nam Tân Uyên MR giai đoạn 2 bắt đầu bàn giao mặt bằng cho khách hàng và ghi nhận doanh thu từ năm 2025.
- Các dự án KCN/ KĐT quy hoạch trên đất cao su của PHR lần lượt thông qua các bước pháp lý và bắt đầu thực hiện đền bù từ năm 2026.

Một số rủi ro

- Tiến độ thực hiện các dự án KCN/ KĐT được quy hoạch trên địa bàn Bình Dương chậm hơn dự kiến.
- Việc góp vốn 20% cổ phần tại VSIP III bị chậm trễ.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 24.350 – 36.100

KLGD bình quân 52T (tỷ đồng) 189,09

Vốn hóa (tỷ đồng) 21.454

P/E 89,58

P/B 1,05

% NN sở hữu 20,67%

Dự phỏng KQKD 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu 2.639

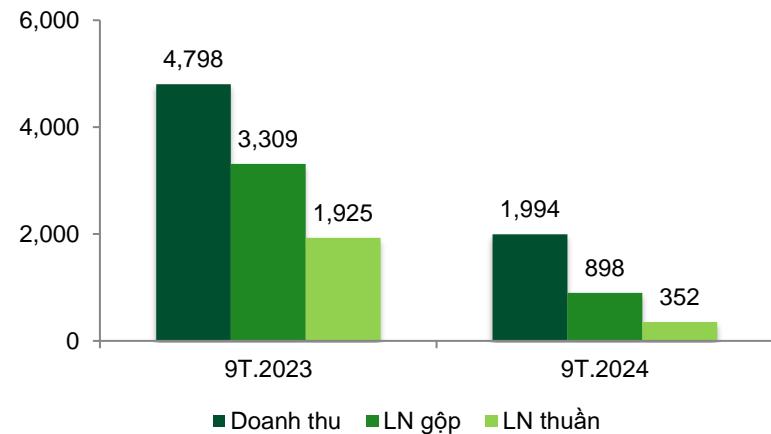
Lợi nhuận thuần 535

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

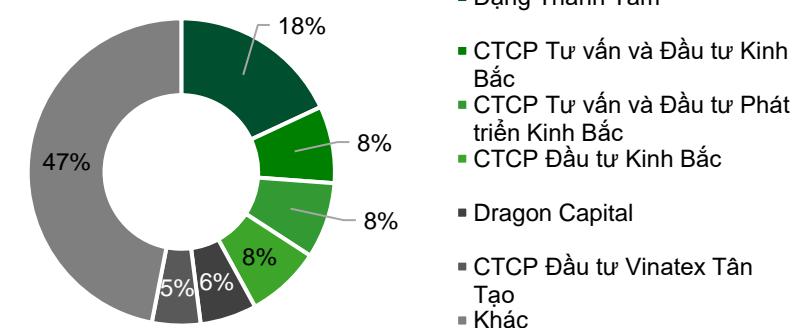
- Hoạt động kinh doanh: KBC hoạt động chính trong lĩnh vực đầu tư, phát triển và kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp, khu đô thị. Công ty sở hữu lợi thế với quỹ đất tương đối lớn tại các tỉnh miền Bắc, bao gồm: Bắc Ninh, Bắc Giang và Hải Phòng. Đồng thời, KBC cũng mở rộng hoạt động tại thị trường miền Nam như tỉnh Long An.
- KQKD Q3.2024:

- Doanh thu thuần đạt 950 tỷ đồng (+285% yoy).** Doanh thu hoạt động chuyển nhượng BĐS đạt 196 tỷ đồng (+292% yoy) nhờ ghi nhận một phần dự án NOXH Thị trấn Nênh (Bắc Giang). Hoạt động cho thuê đất và CSHT ghi nhận doanh thu đạt 585 tỷ đồng (+10% yoy), ghi nhận từ việc bàn giao khoảng 15 ha đất, (bao gồm 2 ha từ KCN Quang Châu mở rộng, 3 ha từ KCN Tân Phú Trung và 10 ha từ KCN Nam Sơn Hợp Lĩnh).
- Lợi nhuận thuần đạt 201 tỷ đồng (+958% yoy).** Biên lợi nhuận sau thuế đạt 21%, cao hơn đáng kể so với cùng kỳ (đạt 8%) do nhờ mức tăng trưởng tích cực của doanh thu hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính.

KQKD hợp nhất của KBC (đv: Tỷ đồng)



Cơ cấu cổ đông của KBC



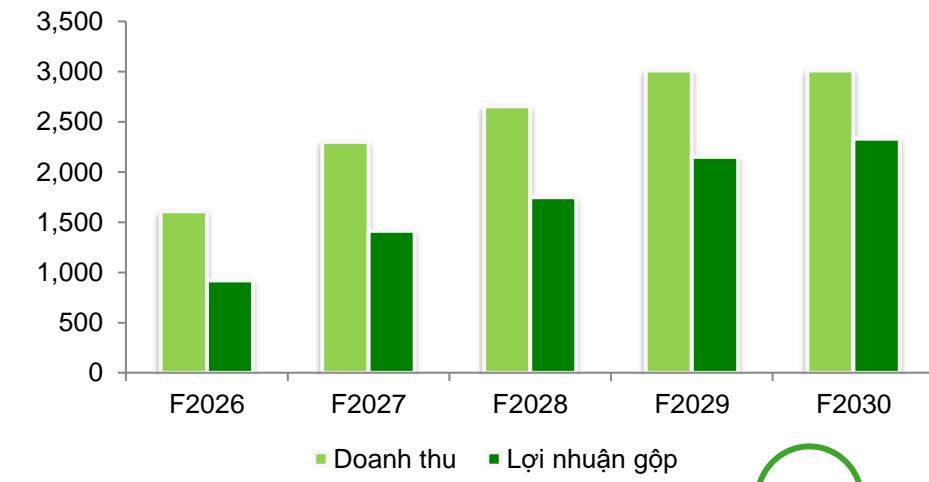
LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ **Quỹ đất còn lại tại các KCN hiện hữu dự kiến đem lại gần 7.000 tỷ đồng dòng tiền cho thuê.**
 - VCBS kỳ vọng diện tích đất cho thuê đất KCN của KBC sẽ đạt khoảng 49 ha trong cả năm 2024. Trong đó, khoảng 27 ha dự kiến sẽ được bàn giao và mang về khoảng 1.147 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn cuối năm 2024 – đầu năm 2025.
 - Sau khi tháo gỡ vướng mắc về mặt bằng tại KCN Tân Phú Trung và Nam Sơn Hợp Lĩnh, chúng tôi cho rằng KBC sẽ không gặp khó khăn trong việc tìm kiếm các đối tác cho thuê khi cả hai KCN đều nằm ở khu vực thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư FDI.
- ❖ **Các dự án gối đầu lớn tạo dư địa tăng trưởng trong dài hạn.**
 - Sau khi hoàn thành thủ tục pháp lý, KBC có thể ghi nhận doanh thu tương ứng khoảng 3.500 tỷ đồng từ 100 ha đã ký MOU tại KCN Tràng Duệ 3 trong năm 2025. Đối với phần diện tích còn lại, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp có thể cho thuê với mức giá cao hơn khoảng 10% - 15% so với mức giá ký MOU gần nhất.
 - Bên cạnh Tràng Duệ 3, những KCN mới như Lộc Giang (326 ha thương phẩm), KCN Tân Tập (461 ha thương phẩm) sẽ là nguồn cung bổ sung sau khi KBC bàn giao toàn bộ diện tích KCN Tân Phú Trung.
- ❖ **Chờ đợi sự đột biến từ các dự án BDS nhà ở.**

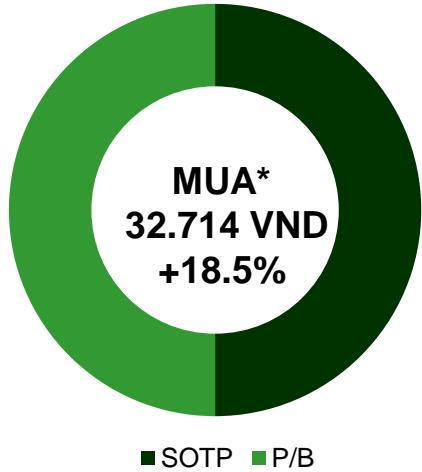
Trong trường hợp hoàn thành điều kiện pháp lý và đưa vào kinh doanh, các dự án KĐT Phúc Ninh (Bắc Ninh) và KĐT Tràng Cát (Hải Phòng) sẽ mang đến nguồn lợi nhuận và dòng tiền lớn cho KBC trong giai đoạn 2026 – 2027 nhờ diện tích lớn và lợi thế quỹ đất đã tích lũy từ lâu.

Dự án	DT đất thương phẩm (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê (USD/m2)
Khu công nghiệp đang mở bán			
Quang Châu MR	67,4	76,72%	150-170
Nam Sơn Hợp Lĩnh	204,1	49,90%	160-170
Tân Phú Trung	346,46	68,46%	150 - 160
KCN và CCN đang hoàn thiện thủ tục pháp lý			
Tràng Duệ 3	460	0%	150 - 160
Tân Tập	460,97	0%	N/A
Nam Tân Tập	244,74	0%	N/A
Lộc Giang	326,5	0%	N/A
CCN Hưng Yên	225	0%	145
CCN Phước Vĩnh Đông 4	49,8	0%	120-130
CCN Phước Vĩnh Đông 2	49,1	0%	120-130

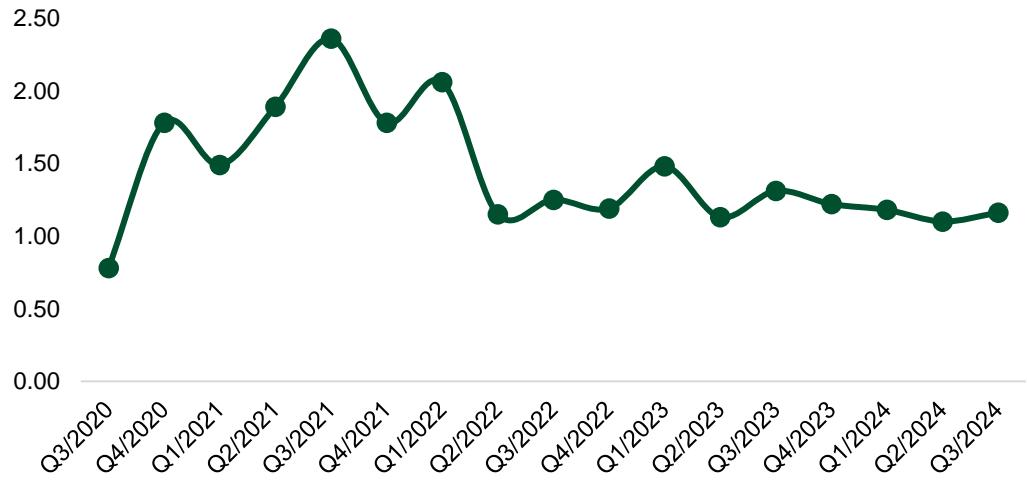
KQKD dự kiến từ KCN Tràng Duệ 3
(Đv: tỷ đồng)



ĐỊNH GIÁ



P/B



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	5.859	2.639	4.748
+/- yoy (%)	319%	-53%	82%
Lợi nhuận thuần	2.031	535	1.662
+/- yoy (%)	33,1%	-73,6%	210,6%
EPS (VND/cổ phiếu)	2.646	697	2.600

Một số giả định trong dự báo

- Năm 2025, mảng cho thuê KCN: ghi nhận bàn giao một phần diện tích còn lại tại KCN Nam Sơn Hap Linh và Tân Phú Trung, và một phần diện tích từ KCN Tân Tập.
- Với mảng BDS, ghi nhận doanh thu từ phần còn lại của dự án KĐT Phúc Ninh.

Một số rủi ro

- Tiến độ pháp lý tại KCN Tràng Duệ 3 và Tràng Cát còn chậm.
- Chi phí vốn của các dự án KCN trong tương lai gia tăng theo bảng giá đất mới.

NGÀNH TIÊU DÙNG

MWG – 82.700 (+35.4%)

MSN – 91.800 (+25.1%)

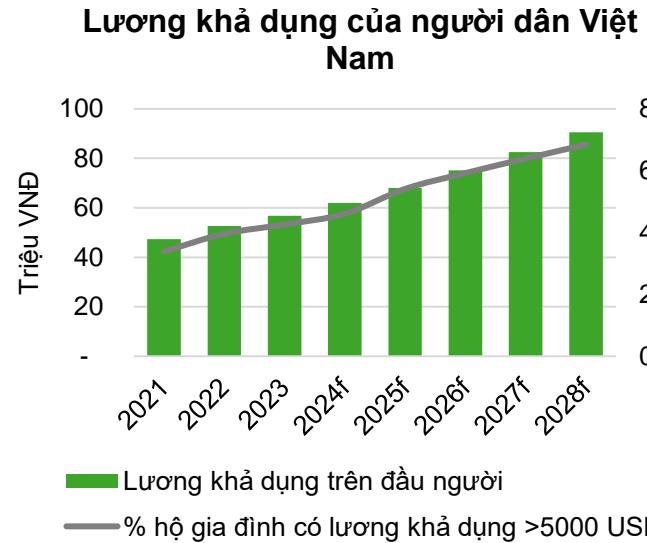
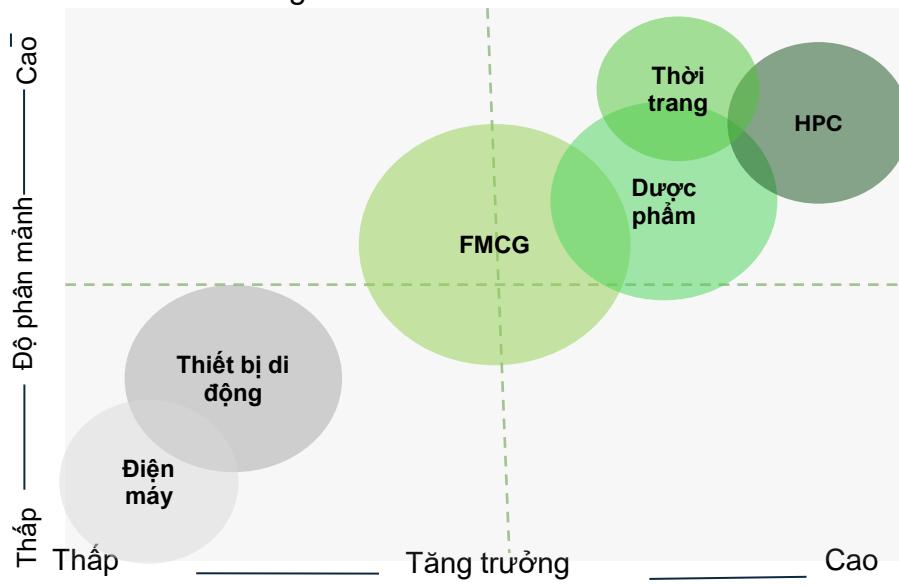
QNS – 59.300 (+17.2%)

SAB – 66.800 (+15.8%)

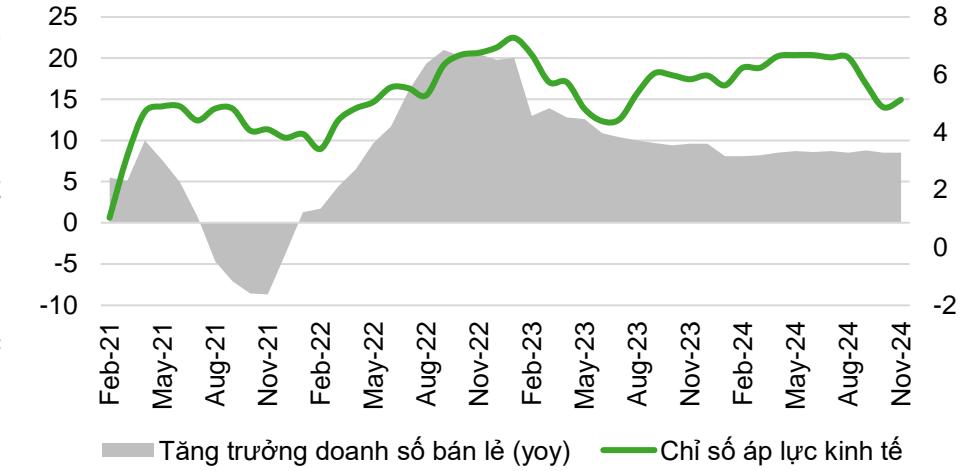


Tiêu dùng có xu hướng hồi phục cùng cả nền kinh tế

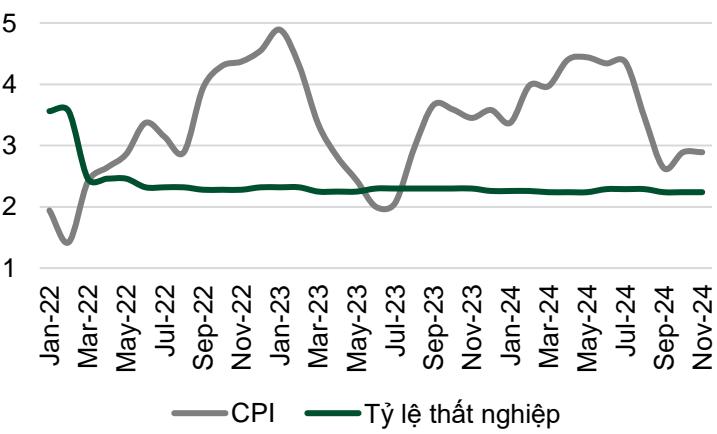
- Doanh số bán lẻ tăng trưởng 35 tháng liên tiếp, cộng với chỉ số áp lực kinh tế hạ nhiệt trong Q3.24 thể hiện kỳ vọng vào triển vọng kinh tế tích cực trong năm 2025.
- Chi tiêu hộ gia đình ở Việt Nam ước tính sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024, với mức tăng 6,5% yoy, tiếp tục duy trì vào năm 2025, với mức tăng 7,3% yoy, nhờ vào lạm phát giảm, tỷ lệ thất nghiệp thấp cộng tăng trưởng lương thực tế cải thiện sức mua.
- Thị trường bán lẻ phân mảnh với quy mô tỷ USD như dược phẩm OTC (~ 2 tỷ USD), FMCG (~ 32 tỷ USD), chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp (~1.5 tỷ USD) sẽ tiếp tục là mảnh đất màu mỡ để các doanh nghiệp bán lẻ - tiêu dùng như MSN, MWG, FRT khai thác. Ở kênh offline, sự mở rộng sẽ diễn ra mạnh mẽ thông qua sự phát triển của các chuỗi bán lẻ quy mô lớn như WinMart, Bách Hóa Xanh và Long Châu.



Thực trạng tiêu dùng tại Việt Nam



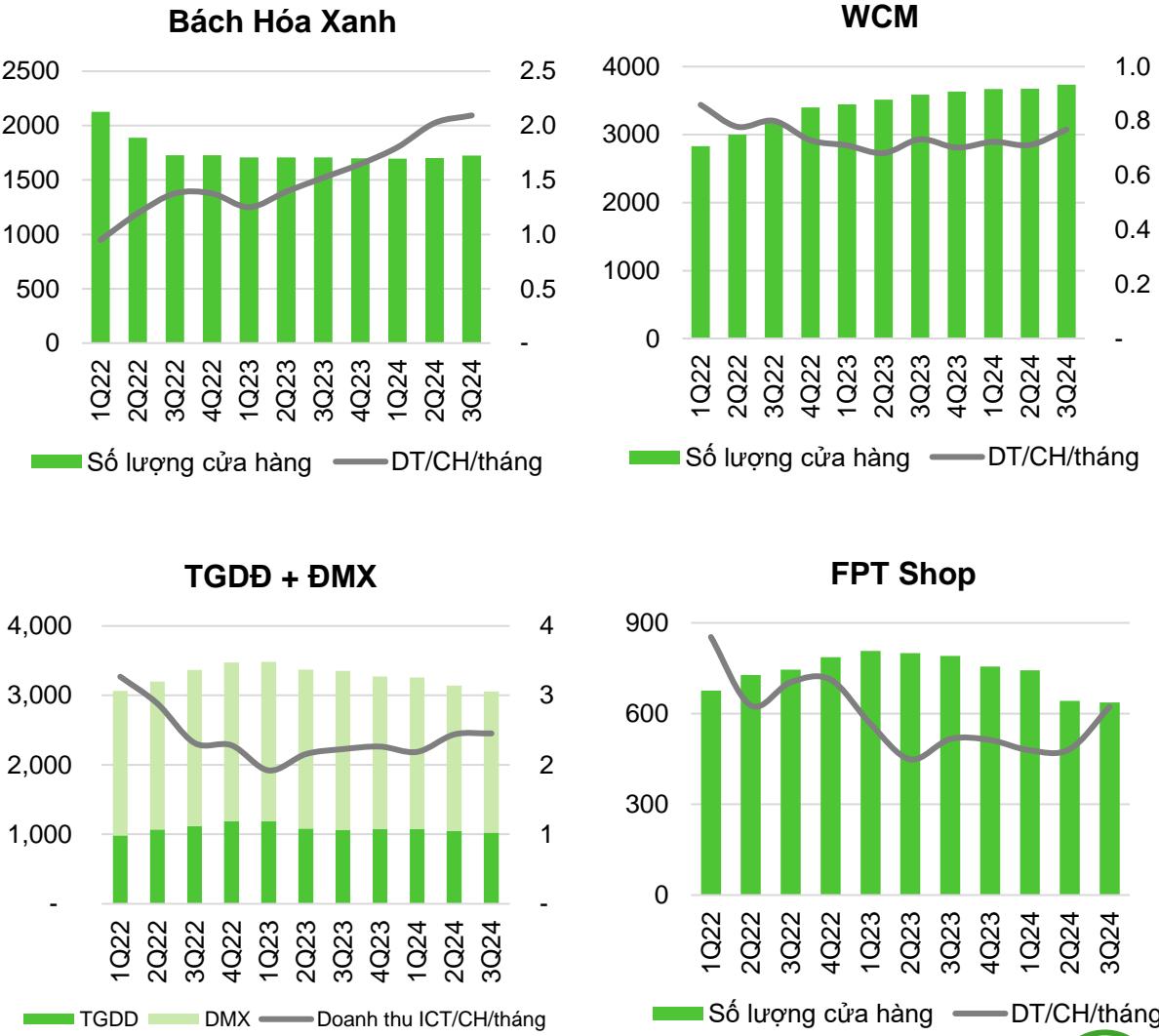
Lạm phát hạ nhiệt kết hợp tỷ lệ thất nghiệp thấp



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

- Trong năm 2024, các doanh nghiệp bán lẻ như MWG, MSN, FRT đều tập trung tối ưu hóa hiệu quả hoạt động bằng cách cắt giảm các cửa hàng kém hiệu quả, tăng cường doanh thu trên từng cửa hàng và thúc đẩy kinh doanh online.
- Hiện tại, quá trình tái cấu trúc gần như hoàn thành, kỳ vọng trong năm 2025 sẽ tiếp tục giữ vững DT/CH và mở rộng thêm điểm bán mới, góp phần tăng trưởng doanh thu một cách tích cực.

Chuỗi	Chủ sở hữu	Số cửa hàng		Kế hoạch mở rộng 2025F
		T1/24	T10/24	
TGDĐ	MWG	1077	1022	
FPT Shop	FRT	755	634	Giảm tốc độ mở mới, tập trung khai thác kênh online
ĐMX	MWG	2189	2030	
FPT Shop	FRT	755	634	
BHX	MWG	1698	1735	+200 CH
WCM	MSN	3633	3733	+300 – 600 CH
Long Châu	FRT	937	1849	+450 CH
An Khang	MWG	526	326	Tiếp tục tái cấu trúc



Nguồn: BCTC doanh nghiệp, VCBS tổng hợp

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 63,0 - 81,1

KLGD bình quân 52T 4.781.934

Vốn hóa (tỷ đồng) 106.006

P/E 79,55x

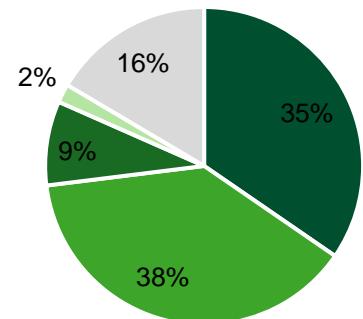
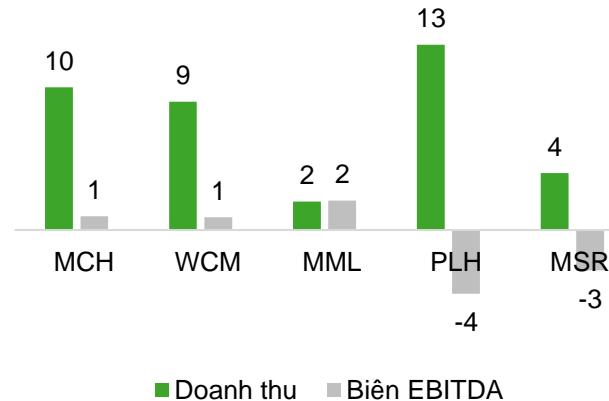
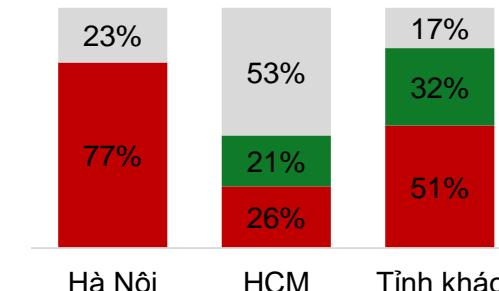
P/B 3,59x

% NN sở hữu 27,65%

Dự báo KQKD 2025 (tỷ đồng)Doanh thu thuần 88.987
(+5,3%)Lợi nhuận sau thuế 4.582
(+125%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Q3/24, MSN ghi nhận doanh thu 27.8 nghìn tỷ đồng (+24% YoY) và NPAT-mi đạt 2.1 nghìn tỷ đồng (+34% YoY). Tính chung 9T24, doanh thu đạt 81.2 nghìn tỷ đồng (+21% YoY) và NPAT-mi là 6.2 nghìn tỷ đồng (+33% YoY).
 - MCH: Doanh thu Q3 đạt 9.8 nghìn tỷ đồng (+20% YoY), nhờ sự đột phá từ danh mục sản phẩm cao cấp, đặc biệt trong ngành hàng gia vị và thực phẩm tiện lợi.
 - WCM: Doanh thu Q3 đạt 11.2 nghìn tỷ đồng (+18% YoY). Tính đến nay, chuỗi Winmart+ có số lượng cửa hàng cao vượt trội so với các đối thủ khác và đặc biệt chiếm ưu thế tại địa bàn Hà Nội, dự tính tiếp tục mở mới thêm 400-700 cửa hàng trong năm 2024.
 - MML: Đóng góp chủ yếu từ mảng thịt chế biến (+13,6% svck) khi cải thiện cả doanh số và giá bán (giá thịt gà, thịt lợn tăng trở lại trong Q3).
 - MSR: Tiếp tục ghi nhận lỗ do nhu cầu thị trường thấp và gián đoạn sản xuất từ bão Yagi và bải trì nhà máy.

Tỷ trọng doanh thu của MSN,
9T24Tăng trưởng chỉ tiêu lợi nhuận
của MSN, 3Q24 svck (%)Thị phần theo số lượng
cửa hàng tiện lợi & siêu thị
mini

■ Winmart+ ■ BHX ■ Khác

CHIẾN BINH ĐẦU NGÀNH BỊ BỎ QUÊN

- ❖ **MCH tiếp tục khẳng định vị thế dẫn đầu trong mảng tiêu dùng:** với đóng góp chủ lực từ ngành hàng Thực phẩm tiện lợi, Gia vị và Chăm sóc cá nhân. Trong năm 2024, động lực tăng trưởng của MCH sẽ đến từ (1) đẩy mạnh phát triển thị trường xuất khẩu (~ 15% năm 2027E) (2) Chi phí đầu vào thấp nhờ việc đã chốt phần lớn NVL cho sản xuất đến nửa cuối 2024.
- ❖ **Giá trị cộng hưởng cùng WCM – ghi nhận lãi ròng trong Q3:** Doanh thu WCM dự kiến đạt DTT 34.600 tỷ đồng (+15% svck) do doanh thu/CH tăng 6,5% yoy với 300 CH mở mới. Nhờ liên tục tối ưu hóa chi phí, trung bình chi phí hoạt động giảm 30% trong 5 năm qua, Q3.24 WCM đã chính thức ghi nhận lãi ròng 20 tỷ. Kỳ vọng sang năm 2025, WCM sẽ hòa vốn NPAT ổn định trong khi tiếp tục mở mới 150 CH/quý.
- ❖ **Tích cực giảm nợ để ổn định nguồn tài chính:** MSN đang trong nỗ lực giảm bớt nợ vay dưới tác động bất ổn vĩ mô trong thời gian tới. Trong đó chiến lược bao gồm

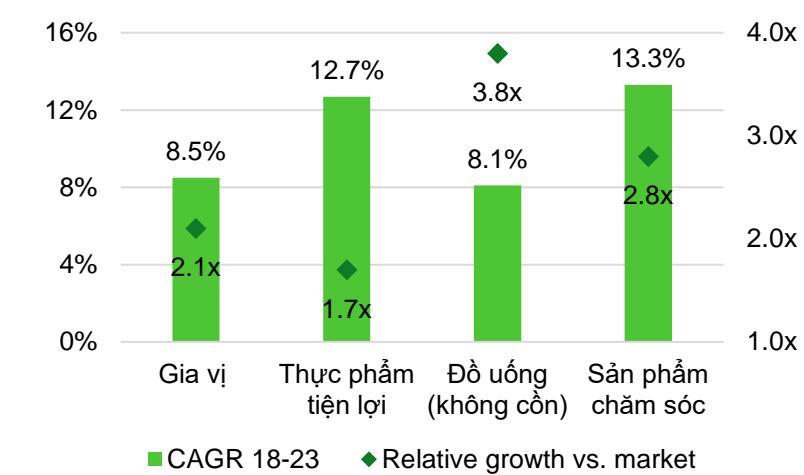
(1) Huy động vốn cổ phần 250 triệu USD từ Bain Capital

(2) Bán HCS cho MMC Group với giá 134,5 triệu USD, dự tính sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận một lần khoảng 40 triệu USD

(3) Niêm yết MCH lên sàn HOSE. Chúng tôi đánh giá MCH lên sàn sẽ tăng giá trị của doanh nghiệp đồng thời tạo dòng tiền cho MSN giảm nợ và tái đầu tư vào ngành hàng cốt lõi.

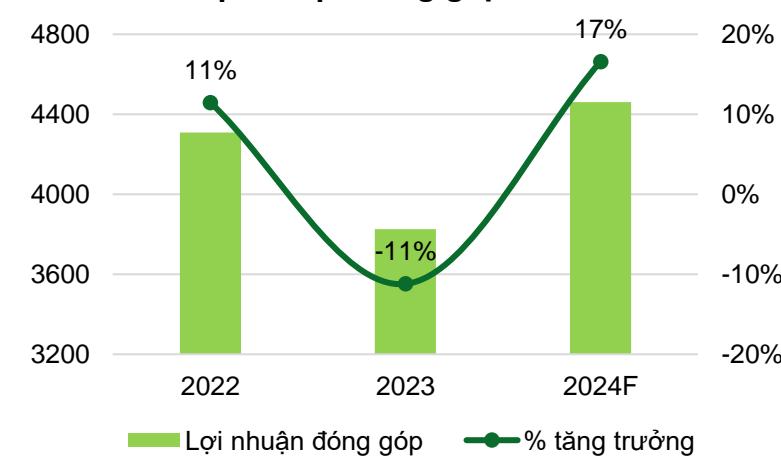
- ❖ **Lợi nhuận liên kết từ TCB phục hồi:** Ước tính LNTT năm 2024 của TCB đạt 28 nghìn tỷ VNĐ (+22,4% svck) chủ yếu nhờ tín dụng kỳ vọng tăng trưởng tích cực từ sự phục hồi của thị trường BDS và vay mua nhà. Hiện nay, với 19,9% nắm giữ, dự kiến lợi nhuận đóng góp từ TCB cho MSN sẽ tăng trưởng tương đương.

Tăng trưởng của MCH so với ngành



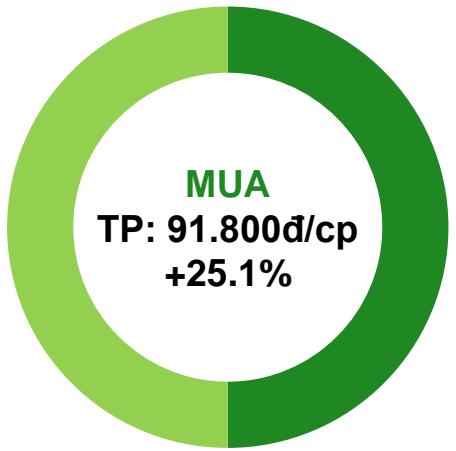
■ CAGR 18-23 ◆ Relative growth vs. market

Lợi nhuận đóng góp từ TCB



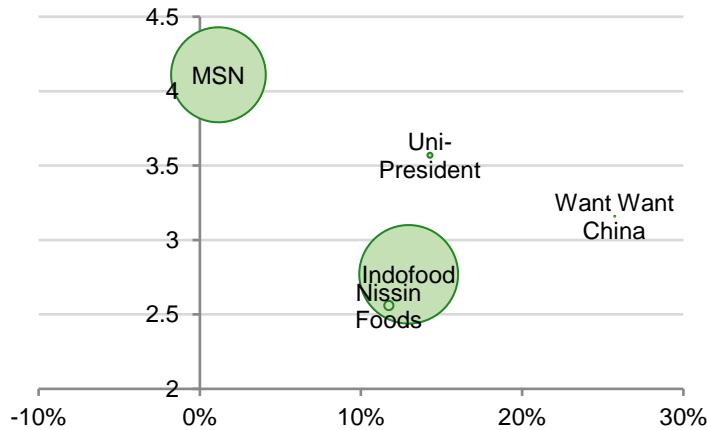
Nguồn: MSN, VCBS tổng hợp và dự báo

Định giá

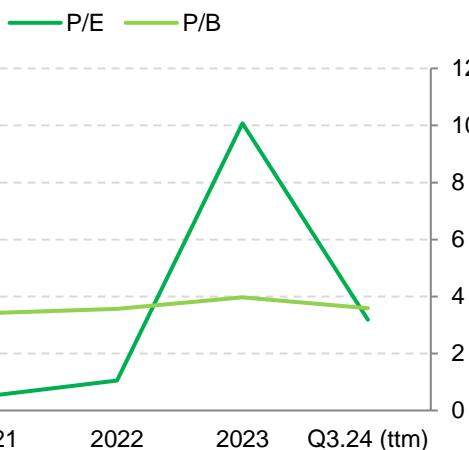


(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	78.252	84.471	88.987
+/-yoY (%)	2,7%	7,9%	5,3%
LNST	419	2.036	4.582
+/- %	-88,3%	385,9%	125,0%
EPS (đồng/cổ phiếu)	294	1.429	3.215

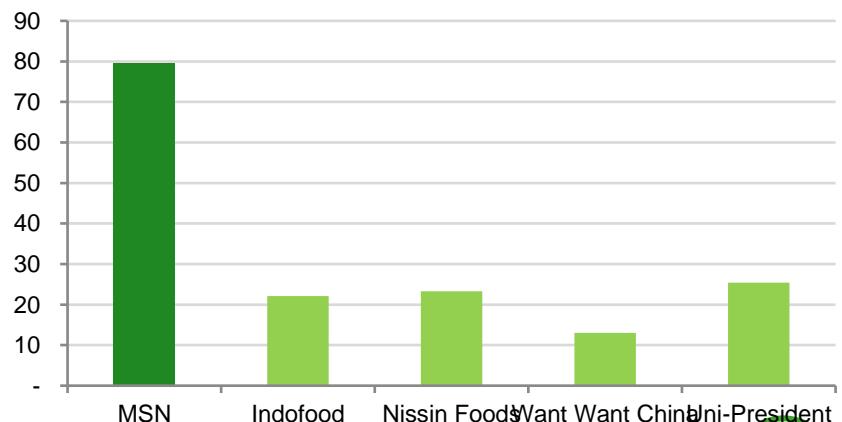
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành



Điểm biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 40,4 - 70,0

KLGD bình quân 52T 9.145.316

Vốn hóa (tỷ đồng) 89.176

P/E 30,09x

P/B 3,31x

% NN sở hữu 46,9%

Dự báo KQKD 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần 147.904
(+11%)

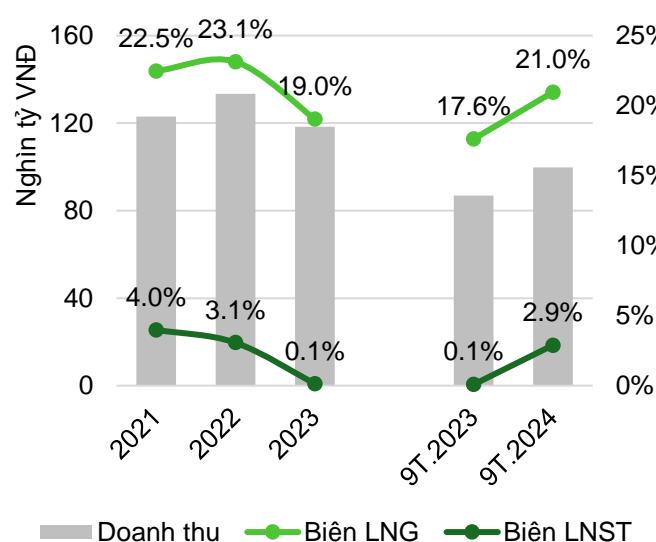
Lợi nhuận sau thuế 5.006
(+24%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

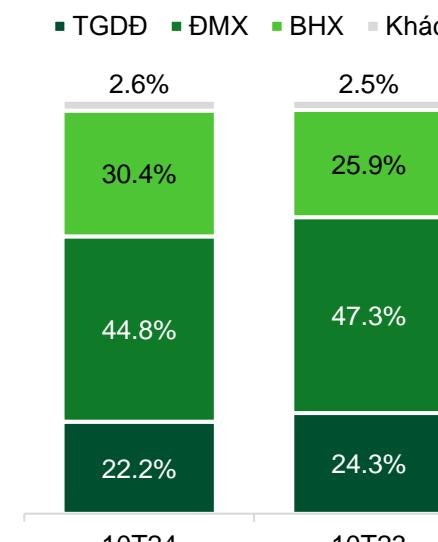
❖ Lũy kế 10T24, doanh thu thuần của MWG đạt hơn 111 nghìn tỷ (+14% svck), trong đó:

- BHX ghi nhận doanh thu +34% svck, với doanh thu/CH duy trì trên 2 tỷ/ tháng. Các ngành hàng thực phẩm tươi sống và FMCG đều tăng trưởng 2 chữ số. Mở mới thêm 9 CH trong tháng 10.
- Chuỗi TGĐĐ (bao gồm Topzone) và ĐMX đạt tổng doanh thu 74,6 nghìn tỷ đồng (+6% svck), trong đó doanh thu online chiếm 10% với 7,8 nghìn tỷ đồng. Riêng tháng 10, doanh thu đạt 7,9 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ nhờ sự tăng trưởng gần 50% của ngành hàng iPhone dù các sản phẩm khác như máy lạnh và máy tính xách tay đã qua mùa cao điểm.

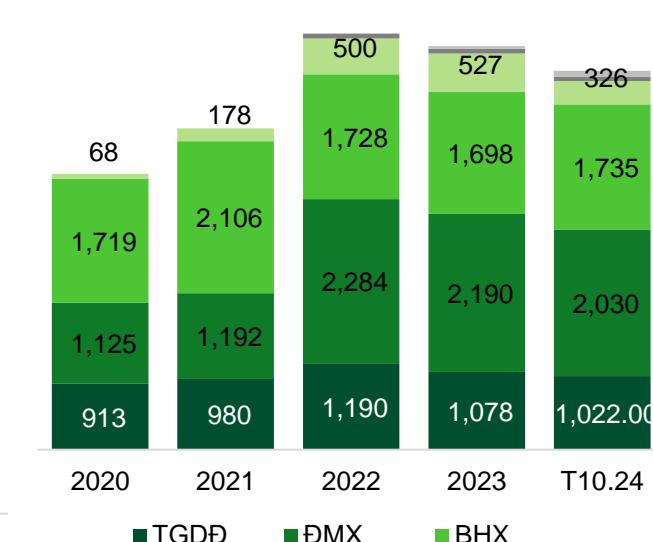
KQKD của MWG



Cơ cấu doanh thu MWG



Số lượng cửa hàng của MWG



ĐÀ TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG

✓ BHX ghi nhận lãi ròng trong năm, Era Blue hòa vốn nhanh hơn dự kiến

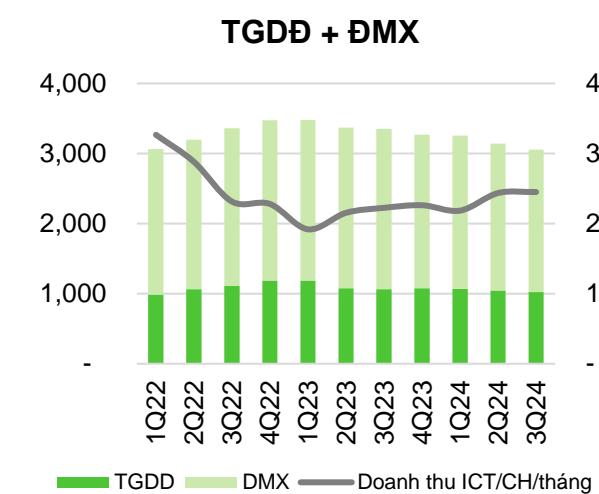
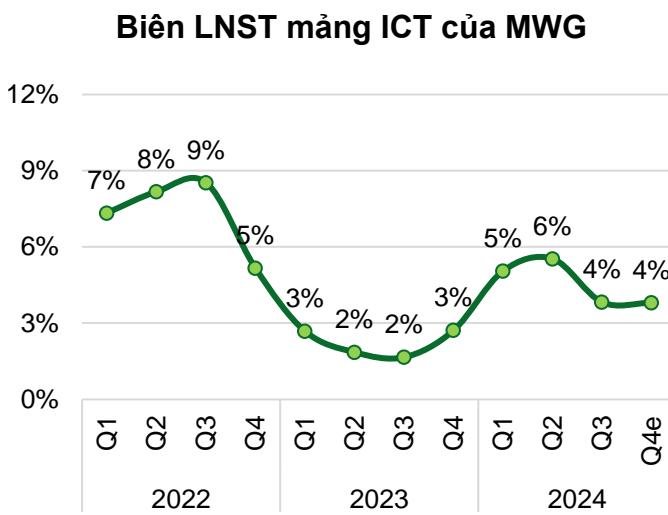
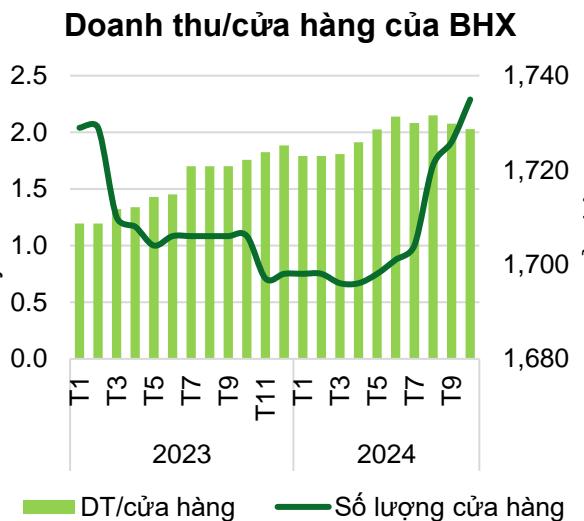
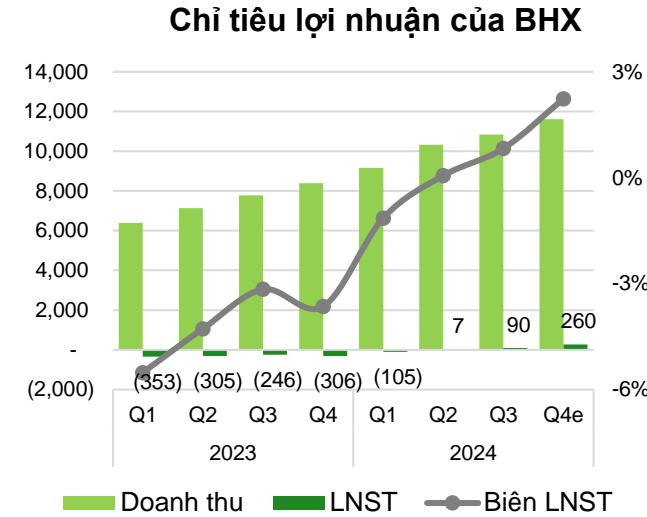
Doanh thu BHX tiếp tục tăng trưởng tốt trong Q3.2024, đạt 30.329 tỷ đồng (+42% yoy, +5% qoq), với DTT/CH là 2,1 tỷ đồng/tháng (+38% yoy, +3% qoq), toàn chuỗi lãi ròng 90 tỷ đồng. Dự kiến cả năm sẽ mở ít nhất 50 cửa hàng với DT/CH trung bình duy trì 2 tỷ/ tháng, tổng LNST đạt khoảng 250 tỷ.

Chuỗi Era Blue của MWG mở thêm 15 cửa hàng trong Q3 (tổng 76 cửa hàng) đã ghi nhận lãi nhẹ 148 triệu đồng. Tuy lũy kế toàn chuỗi vẫn đang lỗ 27 tỷ đồng, nhưng Era Blue đã đạt điểm hòa vốn nhanh hơn dự kiến, chỉ sau 1,5 năm.

✓ Lợi nhuận ngành hàng ICT cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc

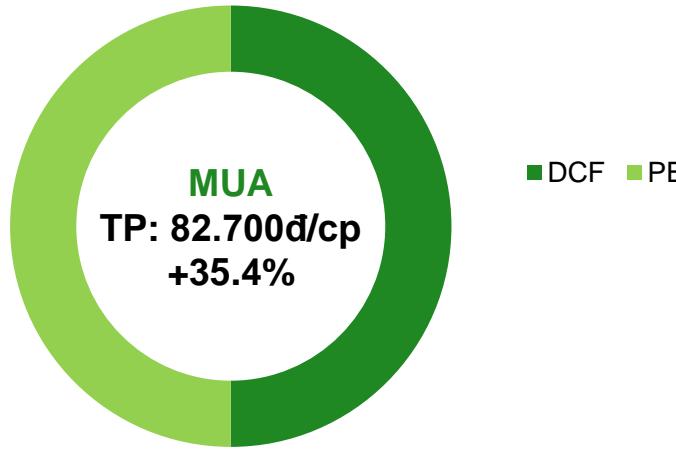
Sau giai đoạn tái cấu trúc và cắt giảm 214 cửa hàng không hiệu quả, mảng ICT của MWG đã bắt đầu có sự cải thiện rõ rệt về lợi nhuận. Việc tối ưu hóa công việc giảm chi phí vận hành, tập trung vào các cửa hàng hoạt động hiệu quả hơn đã nâng biên lợi nhuận từ trung bình 1.3% lên 4.8%. Ước tính trung bình cả năm 2024 sẽ đạt khoảng 4,5%, 2025 đạt khoảng 5,5-6%

Dự kiến, trong tương lai, MWG sẽ tiếp tục đẩy mạnh phát triển mảng ICT thông qua việc mở rộng kênh bán hàng trực tuyến, kết hợp với trải nghiệm mua sắm tại cửa hàng truyền thống, nhằm khai thác tối đa nhu cầu thị trường và tạo đà tăng trưởng bền vững



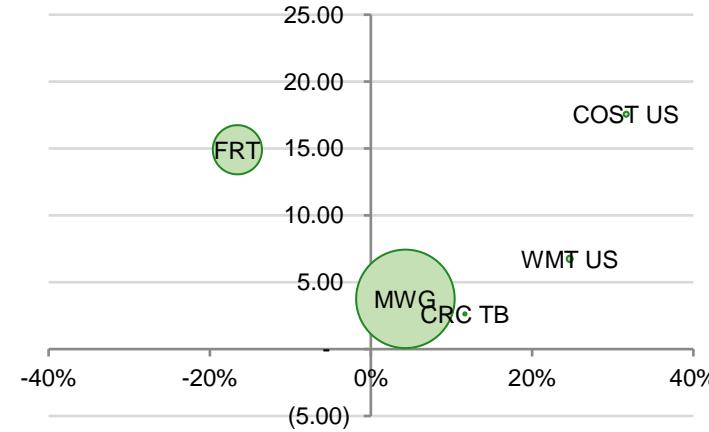
Nguồn: MWG, VCBS tổng hợp và dự báo

Định giá



(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	118.280	133.106	147.904
+/-yoy (%)	-11,3%	12,53%	10,71%
LNST	168	3.503	5.006
+/- %	-95,9%	1987,05%	23,91%
EPS (đồng/cổ phiếu)	115	2.392	3.420

Tương quan P/B và ROE

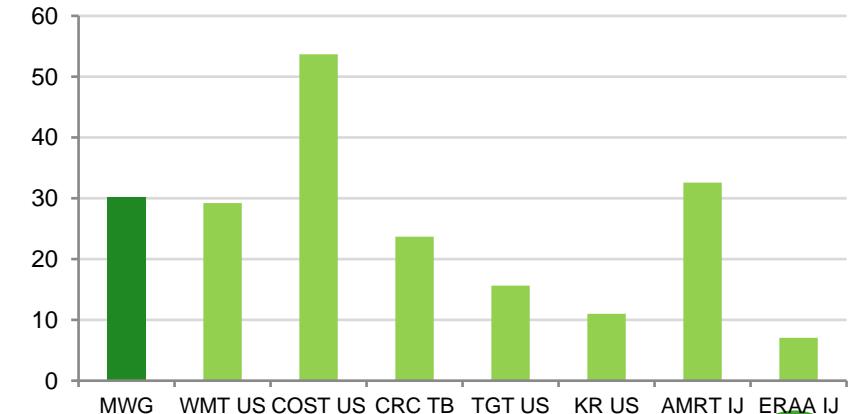


Lịch sử định giá

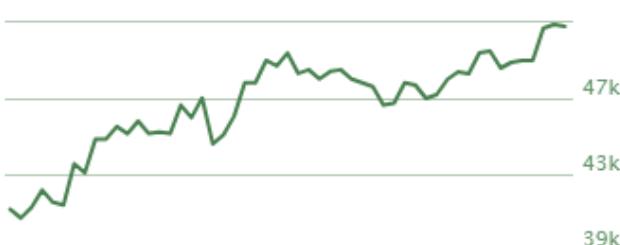
P/E — P/B



P/E ngành



Điểm biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 40,5 - 51,1

KLGD bình quân 52T 557.893

Vốn hóa (tỷ đồng) 18.787

P/E 7,55x

P/B 1,99x

% NN sở hữu 13,46%

Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)

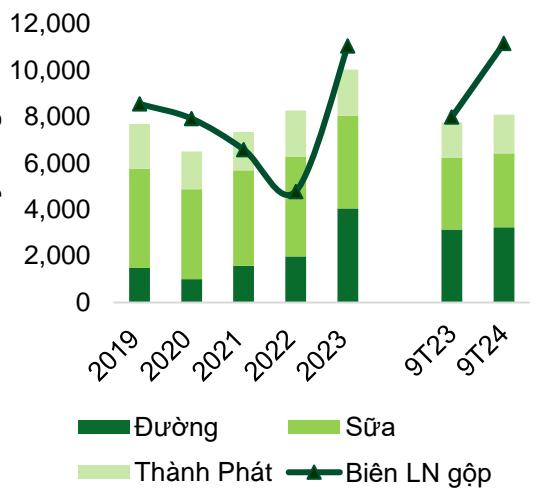
Doanh thu thuần 10.882
(+9%)

Lợi nhuận sau thuế 2.274
(+4%)

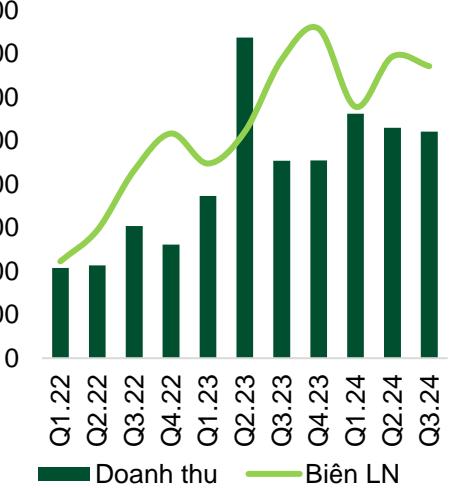
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Luỹ kế 9T.2024, DTT của QNS đạt 8.069 tỷ đồng (tăng 4,1% svck), đến từ tăng trưởng của cả mảng đường, sữa và mảng kinh doanh phân phối Thành Phát. Lợi nhuận gộp của doanh nghiệp tăng 10,2% svck, đạt 2.704 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận mảng đường được cải thiện svck. Doanh thu 10T.2024 ước đạt 9.100 tỷ đồng (+2,4%svck) và LNTT ước đạt 2.085 tỷ đồng (+9,7% svck), trong đó:
- Mảng đường tiếp tục ghi nhận tăng trưởng dương nhưng đà tăng chậm lại với doanh thu ước đạt 3.620 tỷ đồng (+1% svck) do giá đường hiện tại đã giảm khoảng 5,3% svck. Sản lượng tiêu thụ ước đạt 182.000 tấn (-5% svck), tương đương với 72.000 tấn đường được bán trong quý 3 và tháng 10 (+6% svck).
- Mảng sữa đậu nành ghi nhận doanh thu đạt 3.545 tỷ đồng (+4% svck). Sản lượng tiêu thụ 10T.2024 tăng 5% svck, đạt 215 triệu lít. Biên LNTT ước tính cải thiện khoảng 1,2% trong tháng 10 sau khi QNS đã chốt giá nguyên liệu mới trong tháng 9 với giá đậu tương thế giới dao động trong khoảng 10 – 10,5 USD/Bu, thấp hơn 12% so với đợt chốt giá tháng 3.

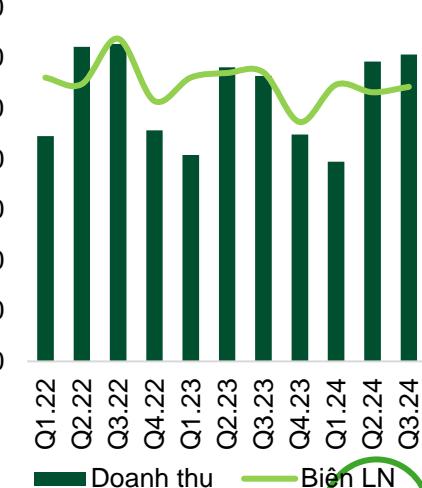
Doanh thu theo mảng và biên lợi nhuận gộp của QNS trong 9T.2024



Doanh thu mảng đường và biên lợi nhuận gộp



Doanh thu mảng sữa đậu nành và biên lợi nhuận gộp



MẢNG SỮA ĐẬU NÀNH LÀ ĐIỂM SÁNG VỚI BIÊN LỢI NHUẬN ĐƯỢC KỲ VỌNG CẢI THIỆN

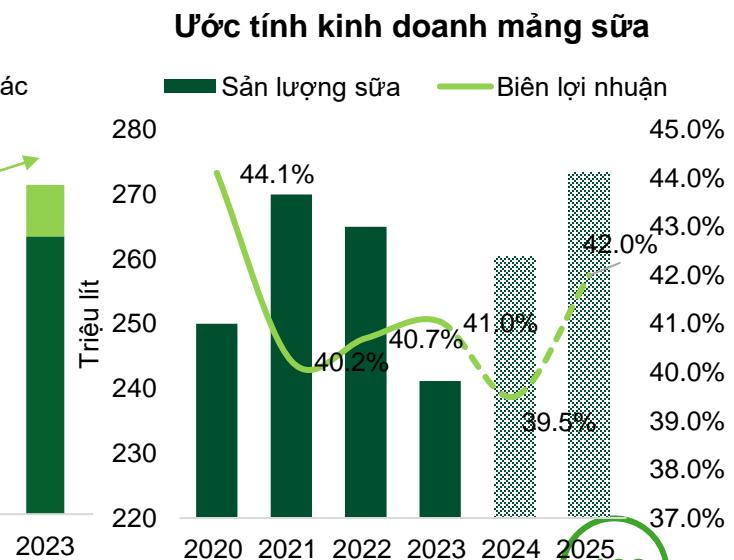
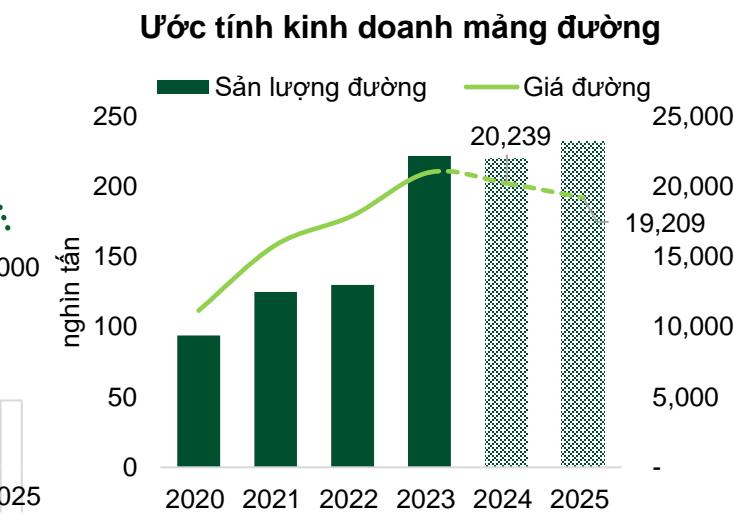
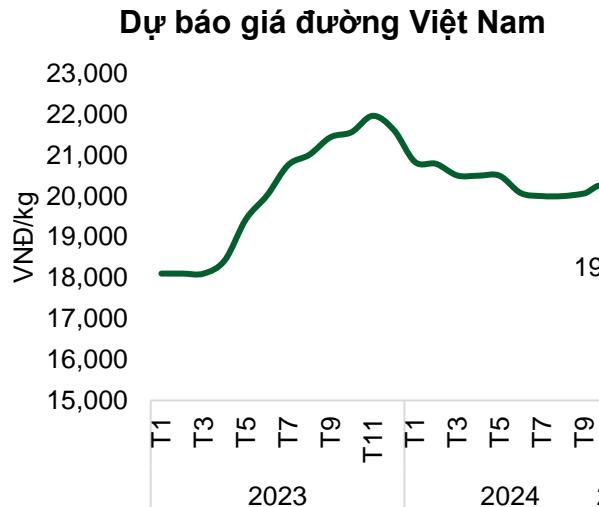
Mảng đường: Sản lượng đường kỳ vọng tiếp tục tăng trong quý cuối năm và trong năm 2025. Giá đường dự báo giảm trong năm 2025. Doanh thu kỳ vọng đi ngang so với năm 2024.

- Sản lượng đường Q4.2024 kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ QNS đã đẩy mạnh vùng nguyên liệu. Bước sang năm 2025, sản lượng đường dự báo đạt 232 nghìn tấn (+5,5% svck) nhờ (1) năng suất mía kỳ vọng tăng do hiện tượng La Nina yếu và ngắn có thể diễn ra vào cuối năm sẽ hỗ trợ sự phát triển của cây mía (2) QNS được phân giao nhập khẩu 20.000 tấn đường để luyện trong năm tới.
- Giá đường nội địa được dự báo giảm do nguồn cung trong nước khá đa dạng. Đối với QNS, giá đường RS năm 2025 dự báo thấp hơn mức trung bình năm 2024 khoảng 6,3%. Tuy nhiên, giá bán đường RE kỳ vọng cao hơn đường RS khoảng 5%. Do đó, giá bán đường bình quân năm 2025 của QNS dự báo giảm khoảng 5% so với năm 2024.

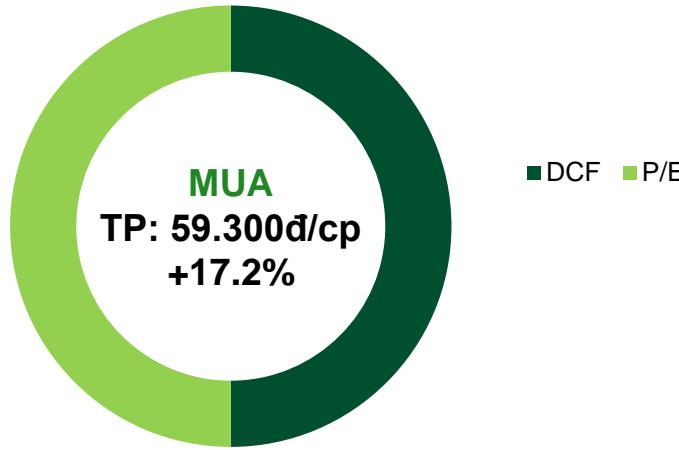
Mảng sữa đậu nành: Tiêu thụ sữa kỳ vọng được cải thiện cùng giá nguyên liệu đầu vào giảm. Doanh thu kỳ vọng tăng 6,7% yoy.

- Với các chính sách kích cầu cùng các sản phẩm sữa mới, mảng sữa đậu nành kỳ vọng giữ được tăng trưởng tốt nhờ ngành tiêu dùng đang phục hồi cùng xu hướng tiêu dùng các sản phẩm có nguồn gốc thực vật.
- Bên cạnh đó, giá đậu tương thế giới dao động trong khoảng 985 – 1.050 USd/Bu vào tháng 9, giảm khoảng 12% so với đợt chốt giá nguyên liệu trước, biên lợi nhuận mảng sữa của QNS kỳ vọng được cải thiện từ Q4.2024.

Tỷ suất cổ tức khá hấp dẫn: Mức lợi suất cổ tức của QNS khá hấp dẫn, dao động trong khoảng 5,7% - 8,7% trong 3 năm gần đây.

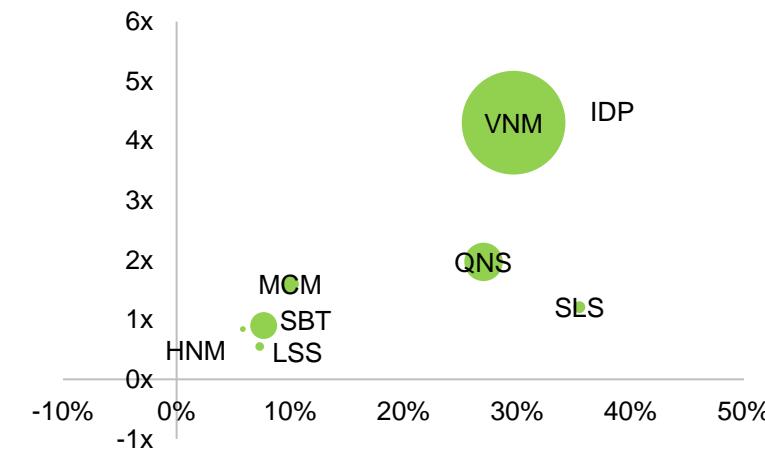


Định giá

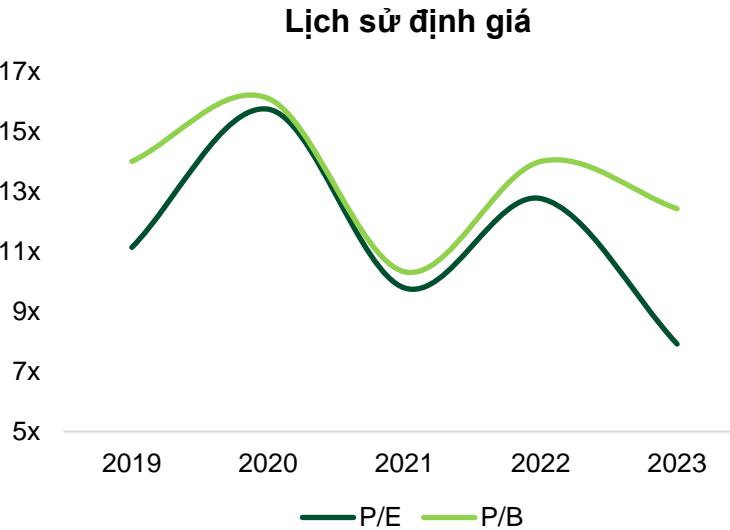


(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	10.021	10.882	11.287
+/-yoY (%)	21%	9%	4%
LNST	2.183	2.274	2.421
+/- %	70%	4%	6%
EPS (đồng/cổ phiếu)	7.172	6.371	6.783

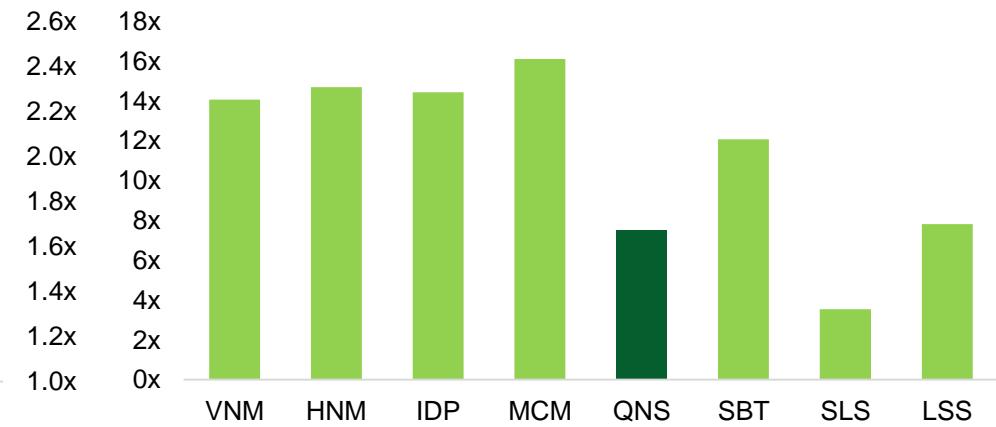
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành sữa và đường



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 50,8 - 65,7

KLGD bình quân 52T 884.185

Vốn hóa (tỷ đồng) 73.747

P/E 17,08x

P/B 2,81x

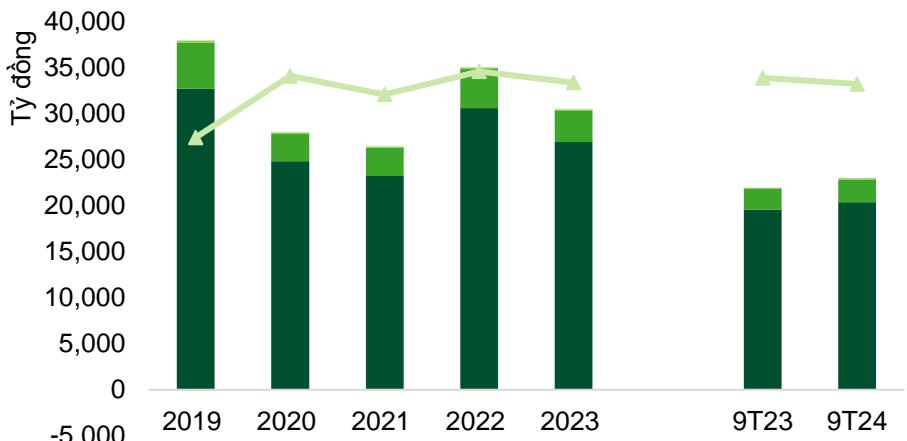
% NN sở hữu 60,71%

Dự báo KQKD 2024 (tỷ đồng)Doanh thu thuần 32.397
(+6,4%)Lợi nhuận sau thuế 4.589
(+11,4%)

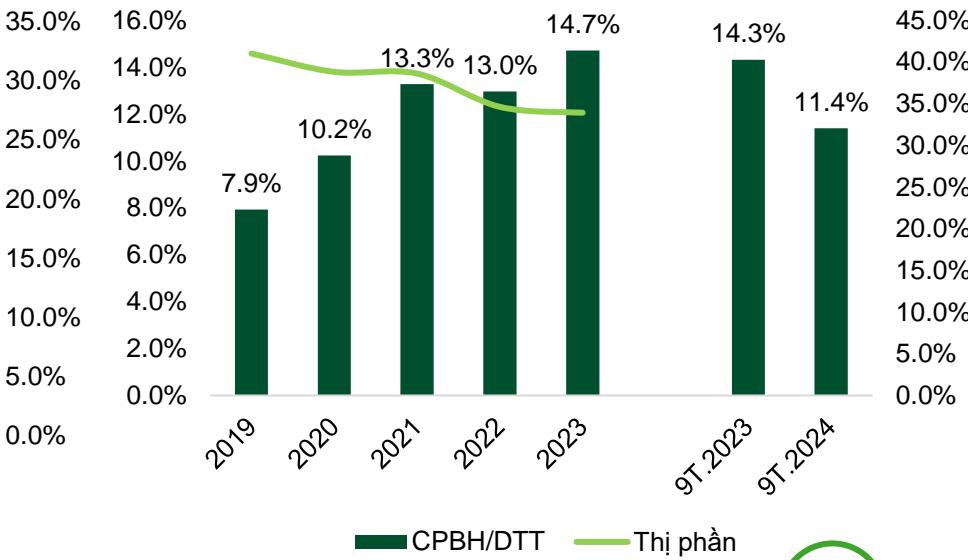
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Luỹ kế 9T.2024, SAB ghi nhận DTT và LNST đạt 22.940 tỷ đồng và 3.504 tỷ đồng (+4,6% và +6,6% svck), nguyên nhân chủ yếu đến từ việc tăng giá bán. LNST vẫn tăng trưởng dù doanh thu tài chính thấp hơn kỳ nhò việc tiết giảm chi phí bán hàng khá mạnh tay thông qua cắt giảm nhân viên bán hàng, giảm tài trợ cho các lễ hội âm nhạc.
- Doanh thu mảng bia đạt 20.379 tỷ đồng (+4,1% svck) đến từ việc (1) Nền kinh tế hồi phục, tiêu dùng được cải thiện (2) SAB đã tăng giá bán bia (2) Tết Nguyên đán 2024 đến muộn hơn so với năm 2023 khiến doanh thu bán bia Q1.2024 tăng trưởng tích cực (+14,8% yoy).
- Doanh thu tài chính giảm 26,5% svck do lãi suất huy động có xu hướng giảm dần, từ vùng 5,4% - 7,5% trong 9T.2023 xuống 3,9 – 4,1% trong 9T.2024 cho hợp đồng 6 tháng.
- Chi phí bán hàng giảm 17% svck, đưa tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần xuống 11,4%, mức thấp nhất trong 4 năm gần đây (trung bình 13 – 14%) do hoạt động quảng cáo không hiệu quả, thị phần liên tục giảm từ 41% (2019) về còn 34% (2023).

Doanh thu theo mảng và biên lợi nhuận gộp của SAB



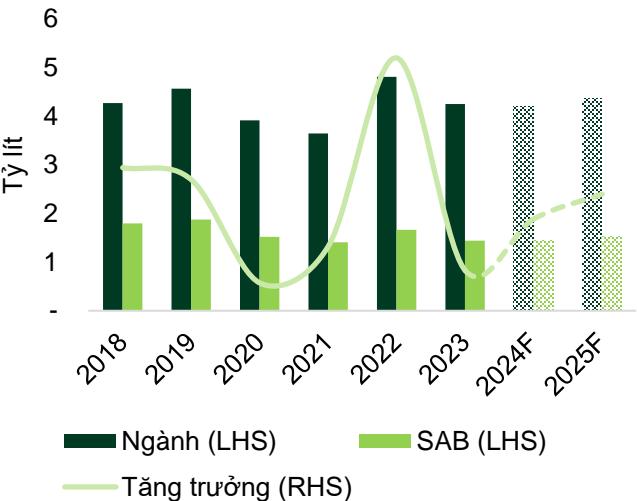
Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần



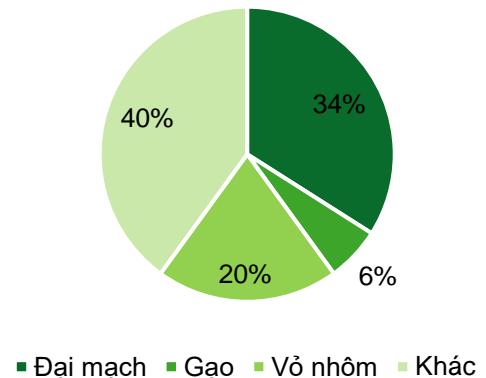
TIÊU THU BIA KỲ VỌNG HỒI PHỤC DÀN, THỊ PHẦN CÙNG BIÊN LỢI NHUẬN CẢI THIỆN

- Tiêu thụ bia kỳ vọng hồi phục trong năm 2025** do người tiêu dùng đã quen với chính sách về nồng độ cồn và thu nhập bắt đầu hồi phục. Doanh thu Q4.2024 dự báo khả quan hơn do Tết Nguyên đán 2025 đến sớm, SAB có thể ghi nhận một phần doanh thu dịp Tết từ cuối năm 2024. SAB đã giới thiệu bao bì Tết ra thị trường trong tháng 11/2024 và đã nhận lại phản hồi khá tích cực.
- Thị phần kỳ vọng tăng lên 35% trong năm 2025** do (1) SAB bắt đầu chuyển hướng sang các sản phẩm phù hợp thị hiếu hơn (2) Năng lực sản xuất của SAB có thể mở rộng thêm 1 – 2% sau thương vụ sáp nhập SBB.
- Chi phí bán hàng giảm mạnh** do giảm ngân sách cho quảng cáo và tiếp thị không hiệu quả, chuyển đổi từ tiếp thị truyền thống sang thương mại điện tử và mạng xã hội, kỳ vọng duy trì tỷ lệ Chi phí bán hàng/Doanh thu ở mức 12% - 12,5%.
- Biên lợi nhuận gộp được dự báo ổn định trong cuối năm nay và cải thiện khoảng 2% từ Q1.2025** do tồn kho nguyên vật liệu giá cao dự kiến được sử dụng hết trong năm 2024 và giá đại mạch đang trong xu hướng giảm, bù đắp cho sự biến động của giá nhôm đầu vào. Giá đại mạch giảm về mức 6,53 USD/Bu, thấp hơn mức 7,23 USD/Bu vào cuối năm 2023 khoảng 10%. Giá nhôm dao động ở mức 2.800 – 2.900 USD/tấn.

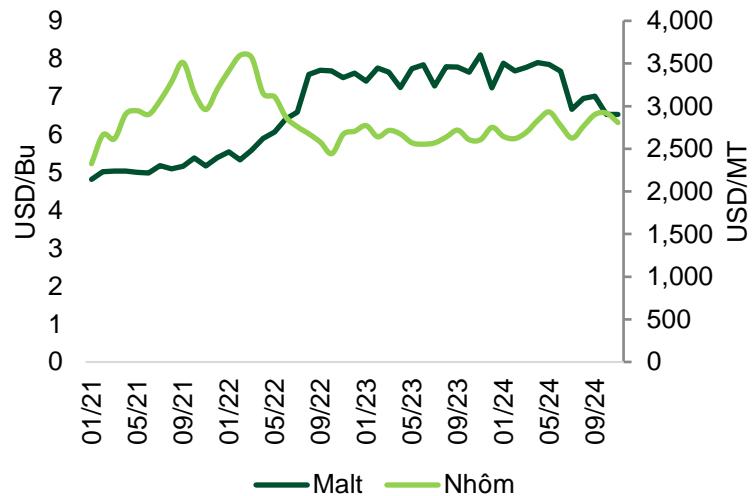
Sản lượng tiêu thụ ngành bia Việt Nam



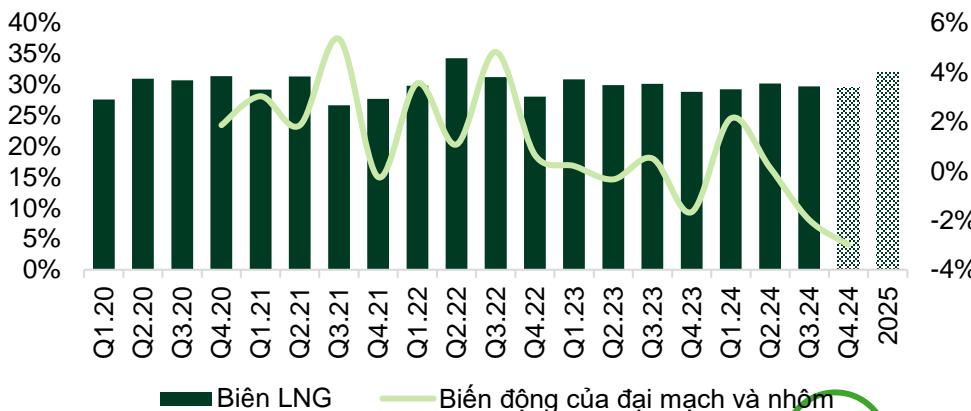
Cơ cấu đầu vào của SAB



Giá malt và nhôm thế giới

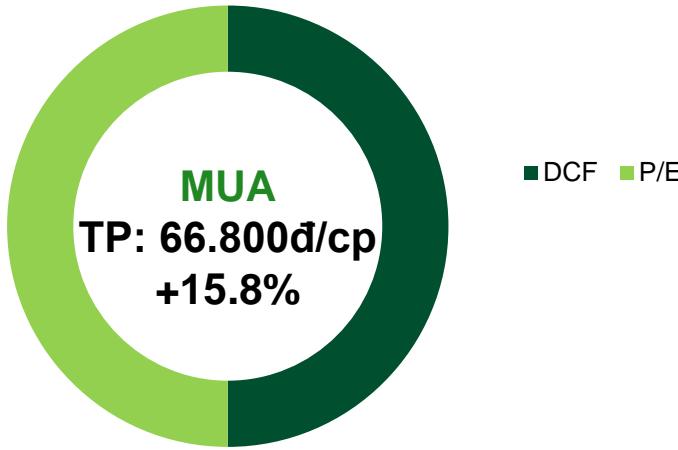


Giá đại mạch giảm có thể giúp chi phí sản xuất giảm khoảng 5%



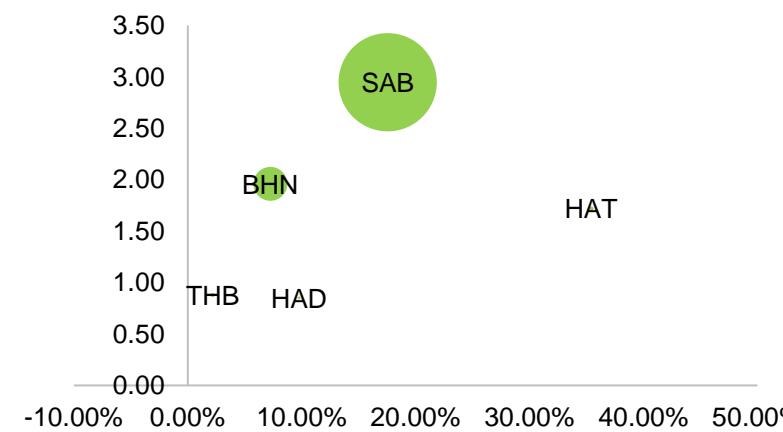
Nguồn: EUI, Euromonitor, Bloomberg, VCBS tổng hợp

Định giá

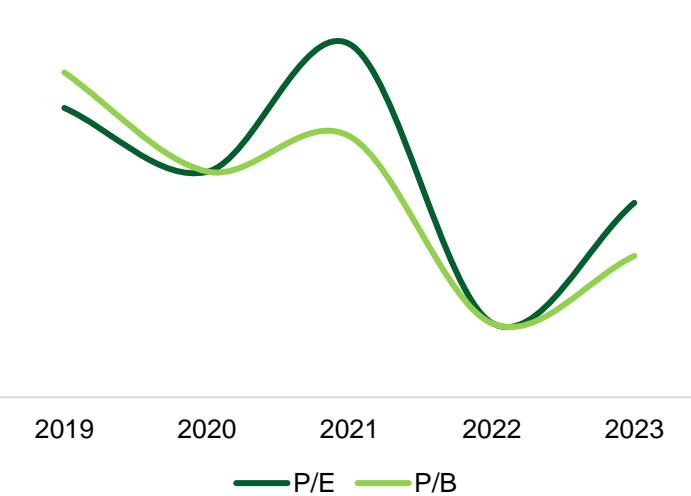


(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	30.461	32.397	34.164
+/-yoY (%)	-12,9%	6,4%	5,5%
LNST	4.118	4.589	5.153
+/- %	-21,2%	11,4%	12,3%
EPS (đồng/cổ phiếu)	3.132	3.578	4.018

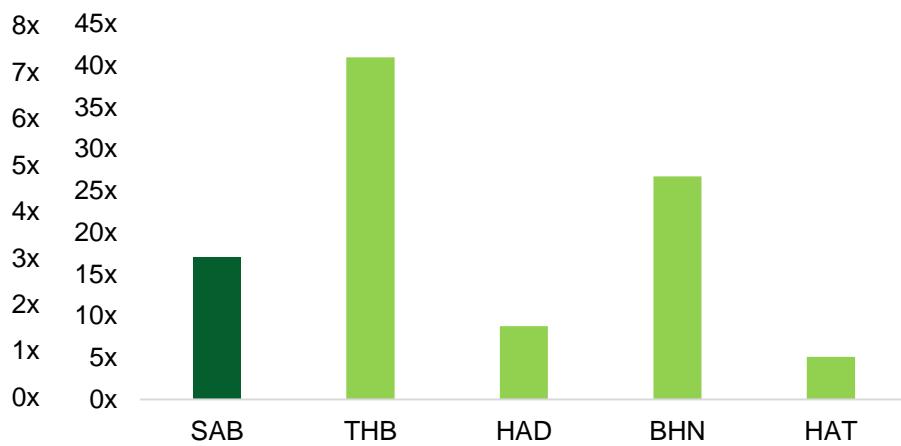
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá



P/E ngành bia



NGÀNH DẦU KHÍ

PVD – 29.039 (+21.0%)

PVS – 47.931 (+41.1%)

BSR – 25.000 (+11.8%)

PLX – 51.283 (+26.8%)

DCM – 42.989 (+14.6%)



VCBS cho rằng triển vọng ngành dầu khí VN năm 2025 vẫn khả quan.

(1) Dòng dầu khí hưởng lợi khi giá dầu vẫn duy trì khả quan theo dự báo các tổ chức lớn về triển vọng giá dầu 2025

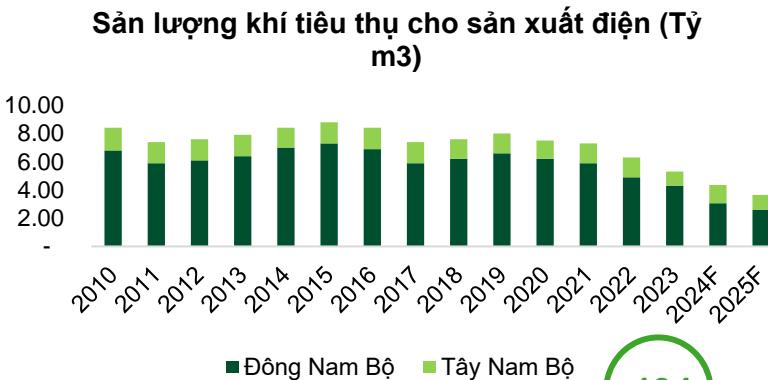
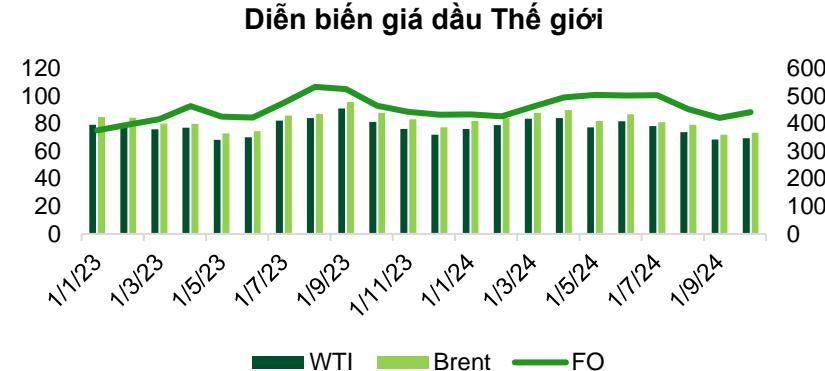
Theo báo cáo từ các tổ chức, dự báo giá dầu Brent giữ mức trên 70 USD/thùng trong năm 2025, dù sẽ chịu áp lực trong ngắn hạn từ việc tăng nguồn cung dầu và khí đốt của Mỹ trong bối cảnh nhu cầu toàn cầu vẫn duy trì ở mức thấp. Giá dầu giữ mức khả quan sẽ thúc đẩy việc triển khai các dự án dầu khí thương mại, theo đó đẩy mạnh nhu cầu cho thuê giàn khoan.

(2) Tình hình thương mại ngành dầu khí Việt Nam đang cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Nhiều dự án khai thác dầu khí lớn trong nước có những bước tiến mới sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Nguồn cung khí phục vụ nhu cầu trong nước ngày càng suy giảm: Nhu cầu khí trong nước sẽ ngày càng tăng trong các lĩnh vực: sản xuất điện, hóa chất, công nghiệp, giao thông vận tải, đô thị... Wood Mackenzie dự báo nhu cầu khí đốt của Việt Nam sẽ tăng trưởng trung bình 12% mỗi năm, đạt mức gấp ba lần vào giữa những năm 2030 và tiếp tục tăng trưởng đều đặn đến năm 2050. Điều này đặt ra áp lực lớn cho ngành năng lượng, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung nội địa từ các mỏ khai thác hiện tại giảm sút đáng kể. Tổng nhu cầu khí dự kiến theo quy hoạch ngành khí (nhu cầu cơ sở) lên tới khoảng 13 tỷ m³ vào năm 2020, hơn 22 tỷ m³ vào năm 2025 và trên 34 tỷ m³ vào năm 2030. Trong khi sản lượng khai thác khí trong nước đang ngày càng giảm dần. Nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh ở khu vực Đông Nam Bộ: PV Gas dự kiến khả năng cung cấp khí nội địa cho sản xuất điện tại khu vực Đông Nam Bộ năm 2024 và 2025 lần lượt là 3,06 tỷ Sm³ và 2,61 tỷ Sm³.

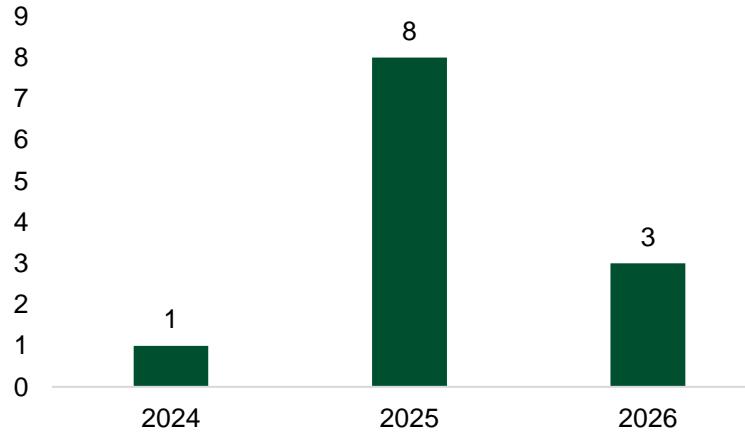
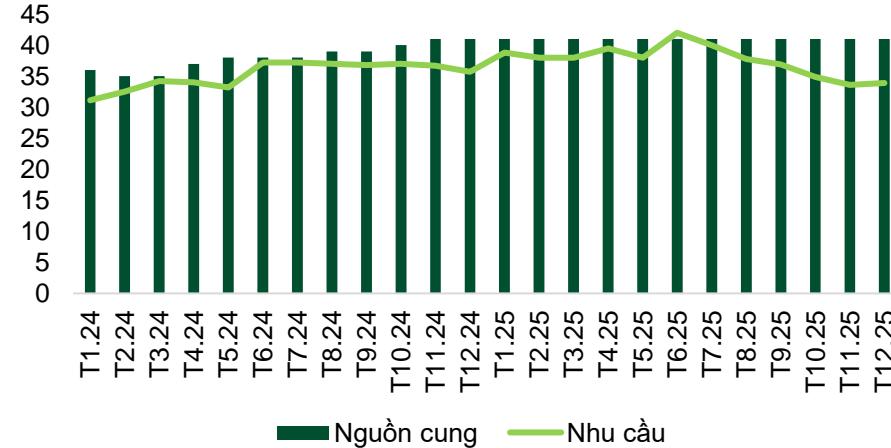
Phát triển các dự án nội địa góp phần đảm bảo phát triển ngành điện phù hợp với các mục tiêu quốc gia và đảm bảo an ninh năng lượng Quốc gia: Nguồn cung khí nội địa mới cho điện chỉ còn nguồn khí miền Trung (Cá Voi Xanh và Báo Vàng) và nguồn khí Lô B. Trong phần trữ lượng nguồn khí nội địa đã phát hiện nhưng chưa khai thác đến hiện nay, trữ lượng từ các dự án này chiếm tới 30%, bằng với trữ lượng còn lại của các mỏ đang khai thác. Luật Điện lực (sửa đổi), có hiệu lực từ ngày 1/2/2025 ưu tiên phát triển điện khí sử dụng khí nội địa, đồng nghĩa với việc huy động cao từ mỏ khí trong nước như Lô B cho thấy quyết tâm phát triển các dự án trong nước của Chính Phủ.

Dự phóng giá dầu Brent (USD/thùng)	Ngày công bố ước tính	2025
J.P Morgan Research	15/10/2024	75
Goldman Sachs	14/11/2024	70-85
Fitch Ratings	10/09/2024	70
Worldbank	10/2024	73
EIA	13/11/2024	76



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

- Nhu cầu giàn khoan tự nâng trên thế giới cũng như Đông Nam Á dự kiến sẽ có sự tăng trưởng mạnh từ nay cho đến năm 2025 do thiếu hụt giàn khoan mới sau nhiều năm giá dầu ở mức thấp và các giàn khoan hiện tại đều có việc làm. Theo báo cáo tháng 3/2024 của S&P Global, thị trường JU Đông Nam Á có khả năng sẽ phải đổi mặt với tình trạng thiếu giàn khoan giai đoạn 2024-2025 do nhu cầu tăng cao, đặc biệt nhu cầu giàn khoan tự nâng. Nhu cầu trung bình tại Đông Nam Á sẽ tăng từ khoảng 35,2 giàn vào năm 2024 lên 37,6 giàn vào năm 2025.
- Bên cạnh đó, số lượng giàn khoan thặng dư trên thị trường dự kiến sẽ giảm từ 50 giàn vào đầu năm 2024 xuống 40 giàn trong cuối năm 2024 trước khi duy trì ở mức này cho đến tháng 11/2025. Với bối cảnh trên, dự báo giá cho thuê giàn khoan khu vực ĐNA sẽ tiếp tục neo cao, giá cho thuê giàn khoan tại Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng chung.

Số lượng giàn khoan JU đóng mới toàn cầu**Cung cầu giàn khoan khu vực Đông Nam Á**

TRIỀN VỌNG NGÀNH DẦU KHÍ - HOẠT ĐỘNG E&P TẠI VN SẼ KHẢ QUAN NHỜ CÁC DỰ ÁN NỘI ĐỊA ĐẦY NHANH

- ⌚ **Tình hình thương nguồn ngành dầu khí Việt Nam đang cho thấy nhiều tín hiệu tích cực.** Nhiều dự án khai thác dầu khí lớn trong nước có những bước tiến mới sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.
- ⌚ **Một số dự án dầu khí quan trọng giai đoạn 2023 - 2030**

Dự án	Trữ lượng	Tổng mức đầu tư (Triệu USD)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kinh ngư trắng	6.73 triệu m3 dầu và 2.83 tỷ m3 khí		Đã khởi công	Dự kiến dòng khí đầu tiên					
Lô B	107 tỷ m3 khí	12000	Triển khai tổng thể			Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Lạc Đà Vàng	61 triệu thùng dầu	693		Đã nhận FID		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Sư tử Trắng - GĐ 2B		1300			Dự kiến dòng khí đầu tiên				
Cá Voi Xanh	150 tỷ m3 khí	4600	Đang lập KH phát triển mỏ						Dự kiến dòng khí đầu tiên
Nam Du - U Minh	171.3 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mỏ		Dự kiến dòng khí đầu tiên				
Báo Vàng - Báo Đen	58 tỷ m3 khí	1312	Đang thăm dò						
Kèn Bầu	200-205 tỷ m3		Đang thăm dò						

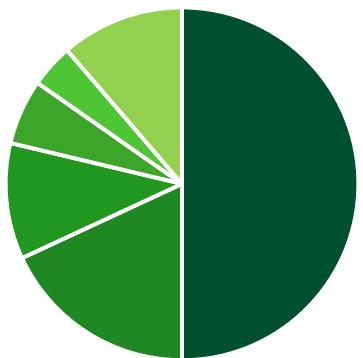
➡ Xu hướng chuyển dịch năng lượng sẽ ảnh hưởng đến choái hoạt động kinh doanh PVN trong choái giá trị dầu khí gồm tìm kiếm, thăm dò, công nghiệp khí, công nghiệp điện, chế biến dầu khí và dịch vụ dầu khí. PVN giữ vai trò phát triển điện khí gồm điện khí trong nước và LNG, và tham gia choái giá trị năng lượng tái tạo (điện gió ngoài khơi).

Chuyển dịch năng lượng xanh là xu hướng tất yếu của Thế giới: Đến hết năm 2023 thế giới có 75,2 GW điện gió ngoài khơi được lắp đặt. Trong đó, đứng đầu là Trung Quốc, UK, Đức, Hà Lan, Đan Mạch, chiếm đến 91% công suất lắp đặt của điện gió ngoài khơi, các quốc gia còn lại, trong đó có Việt Nam chỉ chiếm có 9%.

Năng lượng tái tạo sẽ đóng vai trò trụ cột trong cơ cấu năng lượng quốc gia. Quy hoạch điện VIII tiếp tục phát triển mạnh mẽ nguồn điện tái tạo. Tổng công suất NLTT (không tính thủy điện) sẽ đóng góp 63% tổng công suất thiết kế vào năm 2050. Trong giai đoạn 2021-2030, nhóm điện gió được đẩy mạnh cả trên bờ và ngoài khơi, sau năm 2030.

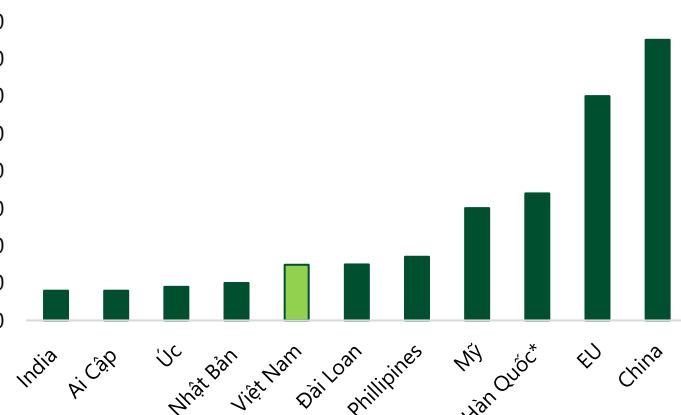
Theo Báo cáo ‘Chuỗi cung ứng điện gió ngoài khơi cho kịch bản phát triển nhanh của Việt Nam’ của Đại sứ quán Na uy, Việt Nam có tiềm năng đáng kể trong việc nội địa hóa các thành phần chính của dự án điện gió ngoài khơi, đặc biệt là chế tạo chân đế, lắp ráp vỏ bọc và cung cấp tháp gió. Các doanh nghiệp trong ngành dầu khí đều quan tâm mạnh mẽ và có kế hoạch tham gia thị trường điện gió ngoài khơi. Với lợi thế sẵn có từ cơ sở dữ liệu như địa kỹ thuật, địa vật lý của ngành dầu khí, cơ sở vật chất, nguồn nhân lực dồi dào, có chất lượng. Bên cạnh đó, các dự án điện gió ngoài khơi lại có một số hạng mục, công trình tương đồng với các dự án dầu khí ngoài khơi. Từ đó, góp phần đem lại hiệu quả trong việc sử dụng tài sản hiện hữu. Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA) cũng chỉ ra rằng kinh nghiệm chuyên môn của ngành công nghiệp dầu khí có thể chi phối 40-45% chi phí một dự án điện gió ngoài khơi.

Tỷ trọng điện gió ngoài khơi các quốc gia năm 2023

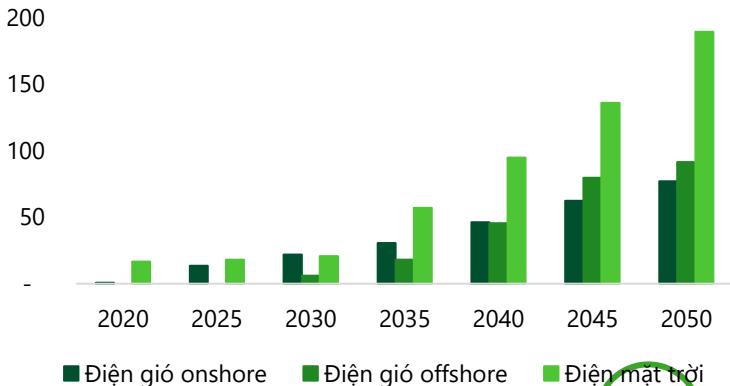


■ Trung Quốc ■ UK ■ Đức ■ Hà Lan ■ Đan Mạch ■ Còn lại

Công suất điện gió mục tiêu đến năm 2030 (GW) của các quốc gia

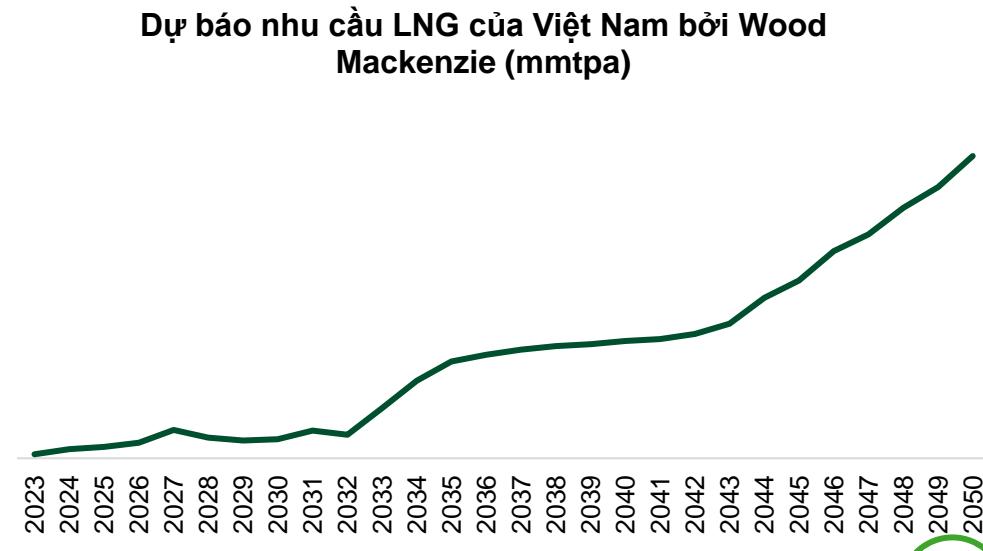
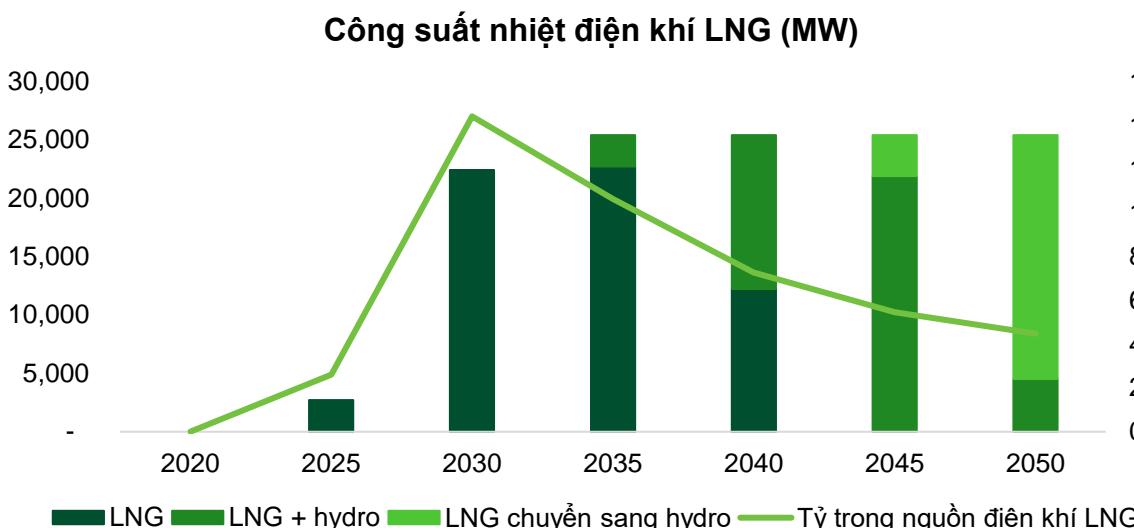


Công suất điện gió và điện mặt trời theo QHĐVIII (GW)

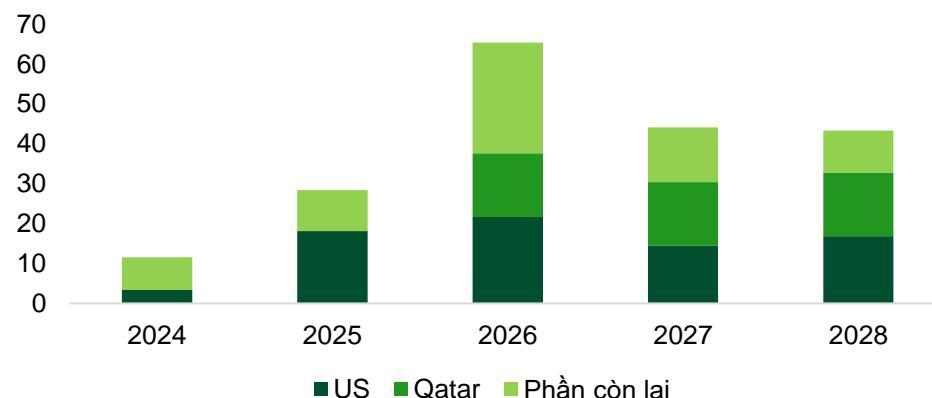
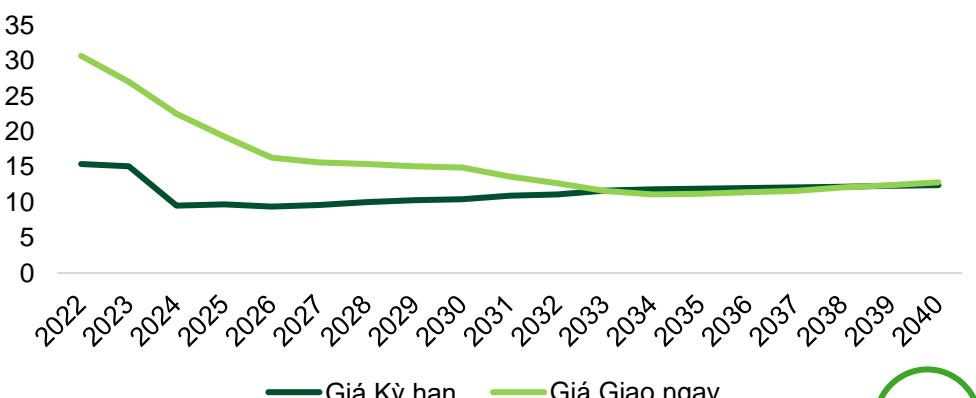


Nguồn: IEA, GWEN, QHĐ VIII, VCBS

- Nhiệt điện khí LNG sẽ được đẩy mạnh phát triển đến năm 2030** với tổng công suất hơn 22.400 MW trước khi chuyển dần sang nguồn điện hydro nhằm hạn chế sự phụ thuộc vào nhập khẩu LNG. Trong tổng 22.400 MW điện LNG theo QHĐVIII, đến nay mới chỉ có 2 dự án đang trong quá trình triển khai xây dựng ở miền Nam là Nhơn Trạch 3 và 4 (1.500 MW) và Hiệp Phước 1 (1.200 MW). Dự án điện LNG Nhơn Trạch 3 và 4 do Tổng công ty Điện lực Dầu khí (PV Power) làm chủ đầu tư được triển khai từ năm 2017 và đến nay đã đạt 80,2%, POW và EPTC đã đạt được thỏa thuận về giá hợp đồng mua bán điện (PPA) và hiện đang chờ phê duyệt cuối cùng. Với dự án điện LNG Bạc Liêu của Công ty Delta Offshore được cấp chủ trương đầu tư từ năm 2020, nhưng 3 năm nay vẫn chưa đàm phán được xong PPA, chưa vay được vốn cho đầu tư xây dựng.
- Ngày 19.11.2024, Hợp đồng mua khí nhiên liệu đầu tiên cho Nhiệt điện LNG Nhơn Trạch 3-4 đã được ký kết, đánh dấu bước mở đầu của giai đoạn ký kết các hợp đồng LNG dài hạn tại Việt Nam.** Việt Nam hiện tại chỉ mua LNG với giá giao ngay và chưa ký bất kỳ hợp đồng mua bán LNG dài hạn nào. Theo Wood Mackenzie, việc thiếu hụt nguồn cung khí LNG theo hợp đồng, cùng với nguồn tài nguyên trong nước ngày càng cạn kiệt sẽ làm tăng nguy cơ biến động giá điện khí ở Việt Nam. Nguyên nhân chủ yếu do vẫn chưa tìm được tiếng nói chung giữa bên bán - công ty sản xuất điện khí LNG và bên mua – EVN. Điều này đang trở thành những trở ngại đáng kể đối với việc ký kết hợp đồng LNG dài hạn tại Việt Nam.

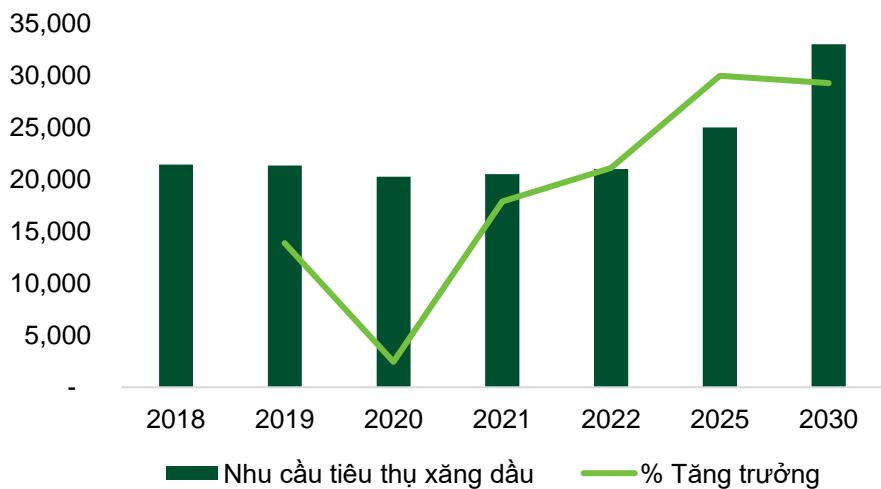


- Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), nhu cầu khí đốt tự nhiên toàn cầu sẽ đạt mức cao kỷ lục mới vào năm 2025 khi sự cạnh tranh về nhiên liệu vận chuyển bằng đường biển giữa châu Á và châu Âu ngày càng trở nên gay gắt. IEA dự báo cầu của Châu Âu có thể tăng 1% vào năm 2025. Mức tiêu thụ khí đốt toàn cầu được dự báo sẽ tiếp tục tăng vào năm 2025 sau khi đã tăng lên mức kỷ lục trong năm nay. Trong đó châu Á và Châu Âu sẽ là động lực tăng trưởng chính. Các động lực tăng trưởng chính là công nghiệp và sử dụng năng lượng để phát điện, đóng góp hơn một nửa vào mức tăng trưởng nhu cầu. Trong báo cáo triển vọng tháng 10, Worldbank cũng dự báo giá khí đốt của Mỹ dự kiến sẽ tăng lần lượt gần 55% và 9% vào năm 2025, 2026 khi sản lượng LNG xuất khẩu của Mỹ được dự báo tăng. Giá khí đốt của Châu Âu dự kiến sẽ tăng 7% và 9% vào năm 2025 và 2026. Nguồn khí cung cấp của Nga cho châu Âu đã tăng lên 14% trong nửa đầu năm 2024 so với cùng kỳ năm ngoái. Nếu dòng khí đốt của Nga qua Ukraine bị ngưng trệ sau khi thỏa thuận trung chuyển khí đốt của Nga sang Châu Âu thông qua Ukraine hết hạn vào ngày 31/12/2024, có thể dẫn đến tình trạng thiếu hụt khoảng 15 tỷ mét khối mỗi năm ở châu Âu, sẽ khiến châu Âu cần nhiều LNG hơn để bù đắp. Điều này sẽ thúc đẩy giá LNG tăng lên.
- Bắt đầu từ cuối năm 2024, thị trường LNG toàn cầu sẽ chứng kiến một làn sóng chưa từng có các dự án LNG mới đi vào hoạt động.** IEEFA (Viện Kinh tế Năng lượng và Phân tích tài chính - báo cáo Triển vọng LNG toàn cầu 2024-2028) đã dự đoán rằng công suất sản xuất LNG toàn cầu sẽ tăng khoảng 193 MTPA từ năm 2024 đến năm 2028, IEEFA dự kiến rằng khoảng 37 MTPA các cơ sở LNG mới sẽ đi vào hoạt động vào năm 2025, tiếp theo là 57 MTPA công suất mới vào năm 2026, mức cao nhất từ trước đến nay được xây dựng trong một năm. IEEFA dự kiến sẽ có thêm 44 MTPA công suất LNG vào năm 2027 và 43 MTPA vào năm 2028. Phần lớn công suất LNG mới sẽ hoàn thành vào năm 2028 sẽ tập trung ở Hoa Kỳ và Qatar. Tuy nhiên, 2 dự án Golden Pass LNG và Energia Costa Azul LNG của Mỹ và Mexico bị chậm tiến độ, sẽ vận hành từ năm 2026 thay vì 2025 cho thấy triển vọng nguồn cung toàn cầu năm 2025 có thể thắt chặt hơn dự kiến.

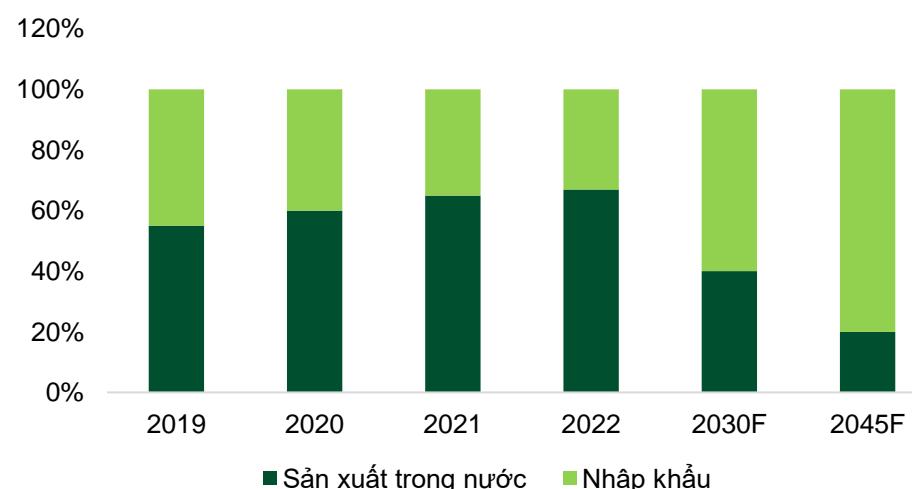
Dự báo Tăng trưởng công suất LNG Thế giới
2024 -2028 (MTPA)Dự báo giá LNG Asia mua theo Kỳ hạn (Term) và
giá Giao ngay (Spot) đến năm 2040 (USD/tr.BTU)

- ❖ **Giá dầu thế giới năm 2025 được các chuyên gia dự báo giảm sẽ tác động kém tích cực đến các doanh nghiệp xăng dầu:** do tăng chi phí dự phòng Hàng tồn kho, tăng chiết khấu để tăng tiêu thụ sản phẩm sẽ khiến BNLG các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu bị thu hẹp. Doanh thu của nhóm kinh doanh xăng dầu chịu tác động trực tiếp bởi giá dầu, nhưng lợi nhuận gộp chịu tác động bởi nhiều yếu tố như cơ cấu thành phần xăng dầu tiêu thụ, hàng tồn kho, quỹ bình ổn,...đều được nhận một khoảng lợi nhuận cố định trên mỗi lít xăng dầu tiêu thụ.
- ❖ **Năm 2025, nguồn cung xăng dầu trong nước được đảm bảo** do nhà máy lọc dầu Dung Quất của BSR đã hoàn thành bão dưỡng tổng thể lần 5 trong năm 2024. Tổng nguồn cung xăng dầu được đảm bảo là điều kiện cần thiết để các doanh nghiệp dầu mỏ kinh doanh, phân phối xăng dầu hoạt động ổn định, tránh các rủi ro chi phí đầu vào biến động đột biến, tác động tiêu cực đến KQKD của doanh nghiệp.
- ❖ **Biên lợi nhuận các doanh nghiệp lọc dầu như BSR được dự báo suy giảm trong năm 2025.** Sự suy yếu của thị trường dầu mỏ Thế giới cùng với giá dầu giảm là yếu tố khiến Crack spread năm 2025 được dự báo giảm so với năm 2024. Crack spread thường diễn biến đồng pha với giá dầu.
- ❖ **Những điểm mới của dự thảo số 4** thay thế Nghị định số 83/2014/NĐ-CP ngày 03 tháng 9 năm 2014 của Chính phủ về kinh doanh xăng dầu và các Nghị định sửa đổi, bổ sung Nghị định số 83/2014/NĐ-CP. Nghị định mới dự kiến sẽ được thông qua vào cuối năm 2024 và có hiệu lực từ đầu năm 2025 sẽ có tác động cực hơn cho các doanh nghiệp dầu ngành như PLX và OIL.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu (nghìn tấn)

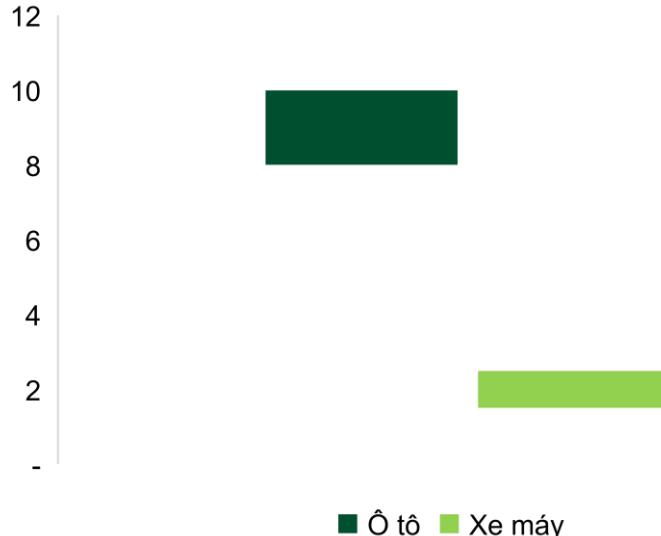


Dự báo khả năng cung cấp xăng dầu nội địa

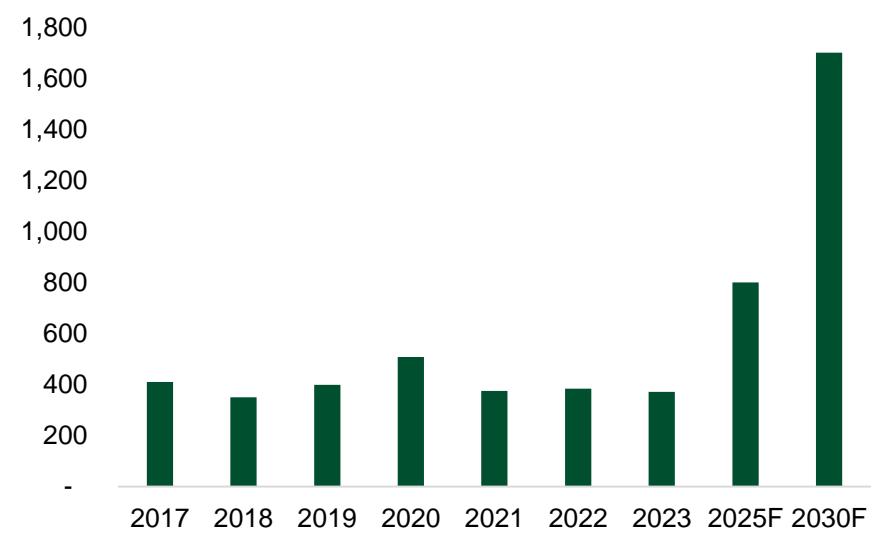


Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng, việc chuyển dịch xu hướng từ xe máy sang ô tô sẽ kích thích tiêu thụ xăng nhiều hơn. Tính đến tháng 3 năm 2023, Việt Nam có ít nhất 72 triệu xe máy và hơn 5 triệu ô tô đang tiêu thụ khoảng 60% sản phẩm xăng dầu. Tính đến tháng 9/2024, Việt Nam có khoảng 77 triệu xe máy đăng ký, đưa tỷ lệ sở hữu xe máy lên tới 770 xe/1.000 dân, thuộc hàng cao nhất thế giới. Đây là động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu. Xu hướng này sẽ tiếp tục được thúc đẩy bởi số lượng phương tiện tăng đáng kể, đặc biệt là ô tô, vốn tiêu thụ nhiều xăng dầu hơn xe máy. Số lượng phương tiện đang hoạt động tăng mạnh thúc đẩy nhu cầu xăng dầu từ năm 2017 - 2022, số lượng ô tô và xe máy tăng trưởng với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm lần lượt là 12% và 5%. Xu hướng này sẽ tiếp tục, với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm đạt 18% đối với ô tô và 6% đối với xe máy trong giai đoạn 2023 - 2028. Ngoài ra, sản xuất công nghiệp gia tăng cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu xăng dầu, đặc biệt là dầu nhiên liệu và dầu diesel sử dụng trong vận tải và máy móc. Chuyển đổi từ xe máy sang ô tô tiếp tục thúc đẩy lượng tiêu thụ xăng dầu trên mỗi phương tiện bởi ô tô tiêu thụ nhiều xăng dầu hơn xe máy, với mức tiêu thụ xăng dầu trung bình của ô tô là khoảng 7,0-9,0 lít/100 km, trong khi xe máy chỉ tiêu thụ trung bình khoảng 1,5-2,0 lít/100 km.

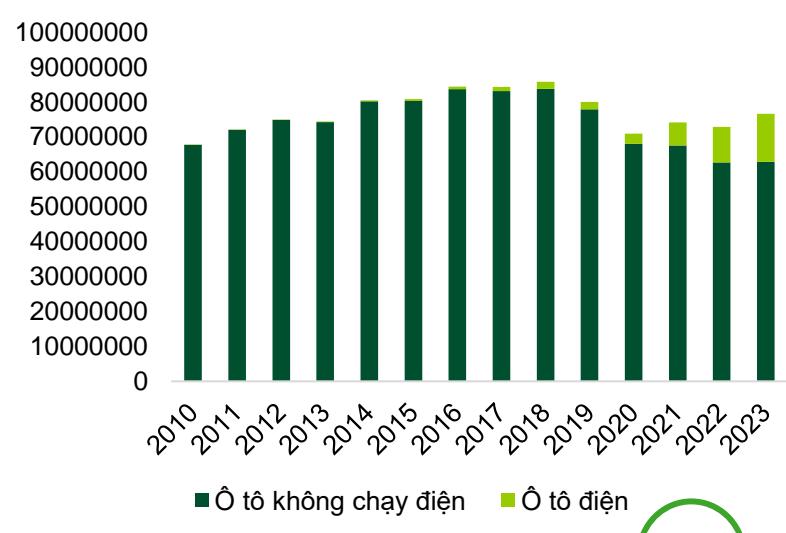
Mức tiêu hao nhiên liệu (lít/100 km)



Số lượng ô tô lưu hành tăng thêm mỗi năm



Số lượng xe ô tô tiêu thụ trên Thế giới

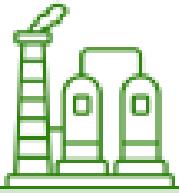


Thượng nguồn



Cung cấp dịch vụ Thăm dò và khai thác dầu thô và khí ầm:
PVS PVD

Trung nguồn



Lọc hóa dầu: **BSR**



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

Hạ nguồn



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



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

Giá dầu tác động gián tiếp

Giá dầu tác động trực tiếp đến DT

Giá dầu tác động trực tiếp đến DT

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 23,1-34,9

GTGD bình quân 52T 4.492.042

Vốn hóa (Tỷ đồng) 12.924

P/E 19,5x

P/B 0,8x

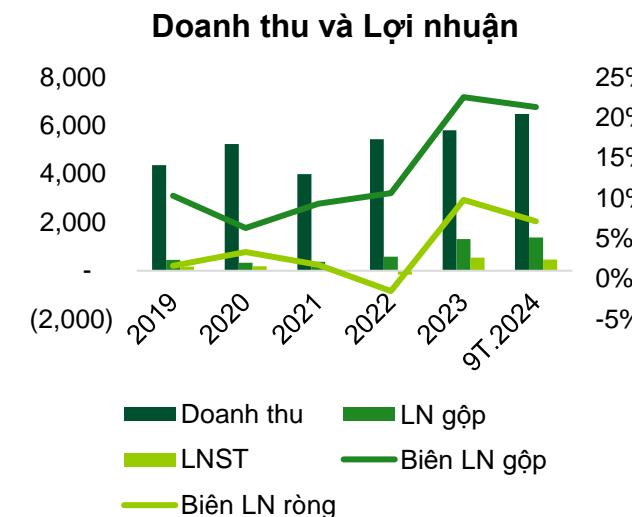
% NN sở hữu 10,7%

Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

Doanh thu thuần 8.405
(+45%)LNST 629
(+15%)

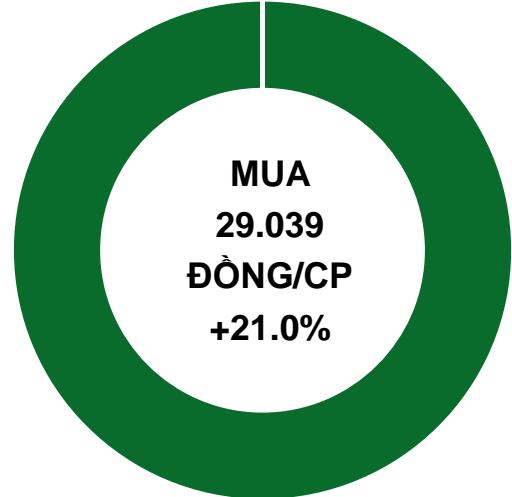
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ➡️ PVD hoạt động chính trong lĩnh vực cung cấp giàn khoan và dịch vụ kỹ thuật khoan phục vụ hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí. Với việc sở hữu 7 giàn khoan, PVD đã chi phối đến 80% thị phần dịch vụ khoan và 70% thị phần khoan trực tiếp ở Việt Nam.
- ➡️ **KQKD 9T.2024:** Doanh thu đạt 6,5 nghìn tỷ đồng (+61% yoy) và LNST đạt 461 tỷ đồng (+34% yoy) được đóng góp bởi (1) Giá thuê giàn trung bình đạt 97k USD/ngày và (2) Hiệu suất hoạt động giàn cao hơn kỳ bù đắp cho (3) Chi phí tài chính tăng 14% yoy chủ yếu từ khoản lỗ tỷ giá tăng 26% yoy, (4) Chi phí SG&A tăng 18% yoy và 5) không còn khoản lợi nhuận bất thường từ thỏa thuận chấm dứt hợp đồng khoan của giàn khoan tự nâng PVD I với Valeura.

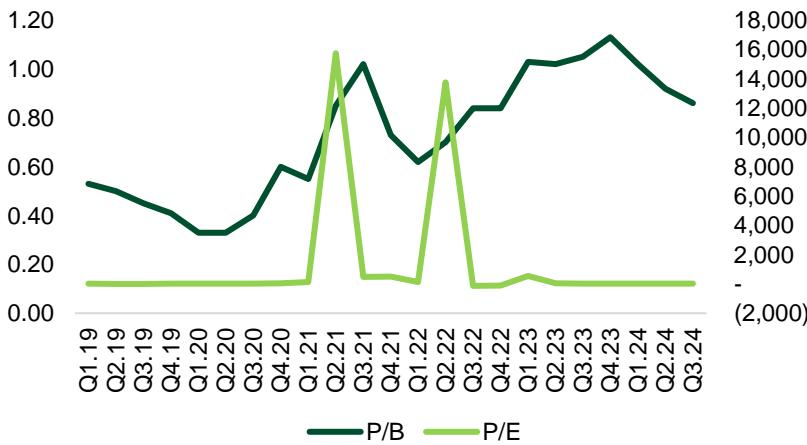


Giàn khoan	2024				2025F				2026F			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Giàn khoan PVD sở hữu												Tùy chọn gia hạn
PVD I												
PVD II												
PVD III												
PVD VI												
Giàn đắt liền 11												
PVD V (TAD)												
GPRS												
Giàn khoan thuê ngoài												
Hakuryu-11												
Borr-Thor												
Idemitsu												
Murph y Oil												
HLHV_TGT (20/8-22/10)												

- ➡ **Nhu cầu giàn khoan khu vực Đông Nam Á vẫn duy trì ở mức cao trong khi nguồn cung giàn vẫn hạn chế.** Riglogix dự báo trong 4 năm tới cần khoảng 45 - 50 giàn khoan mỗi năm. Nguồn cung giàn thặng dư trên thị trường tuy đã bớt thắt chặt trong một vài thời điểm như giai đoạn trước khiến giá thuê giàn giảm trong Quý 3. Tuy nhiên, về dài hạn nhu cầu giàn vẫn cao trong khi nguồn cung giàn khoan hạn chế với chỉ 12 giàn khoan tự nâng mới (2,8% tổng số giàn khoan trên thị trường toàn cầu) trong giai đoạn 2024-2026, và chỉ có 2 giàn khoan được đặt tại khu vực Đông Nam Á. Diễn hình như Malaysia, Indonesia có nhu cầu giàn khoan rất lớn từ nay đến năm 2030 (trên 14 giàn khoan mỗi năm) để đáp ứng nhu cầu khoan từ 160 giếng/năm đến trên 175 giếng/năm.
- ➡ **Triển vọng tích cực đến từ giá thuê giàn vẫn duy trì khả quan và hiệu suất hoạt động giàn cao.** Đơn giá tăng theo các hợp đồng đã ký và mảng dịch vụ giếng khoan đã có bước tích cực. Tất cả giàn khoan tự nâng của PVD đều có việc làm trong giai đoạn 2024 – 2025, trong đó giàn PVD II và III đã có việc làm đến hết năm 2028 và 2027. **West Global Energy dự báo trong 5 năm tới, giá cho thuê giàn khoan tự nâng sẽ xoay quanh mức 110.000 USD - 140.000 USD/ngày**, phụ thuộc vào đặc tính kỹ thuật, tuổi giàn, thời hạn hợp đồng, khu vực khoan...
- ➡ **Đầu tư thêm giàn khoan giúp thúc đẩy khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp.** PVD đang triển khai đầu tư giàn khoan tự nâng đa năng 3 chân rời có dầm trượt và dự định sẽ hoàn thành việc đầu tư giàn chậm nhất vào Quý 1.2025. PVD sẽ tiến hành cải tạo giàn để đảm bảo khả năng hoạt động của giàn giàn như mới và dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động từ quý 4/2025.
- ➡ **Nhu cầu giàn khoan trong nước dự kiến sẽ tăng khi các dự án trong nước đạt nhiều bước tiến đáng kể.** Nhu cầu khoan cũng đang tăng cao để phục vụ các chương trình khoan như: Lô B - Ô Môn (Q2.2026), Lạc Đà Vàng (Q2.2024), Cá Tầm (2025-2026), Sư Tử Trắng 2B (2025), ... trong khi nguồn cung giàn khoan trong nước khan hiếm.
- ➡ **Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan kỳ vọng hồi phục kể từ năm 2025 khi các dự án nội địa tái khởi động.** Chiếm dịch khoan của các nhà thầu dầu khí sôi động trong năm 2025 nhờ khôi phục công việc lớn khi các dự án thăm dò – khai thác trong nước quay trở lại, chúng tôi kỳ vọng mảng dịch vụ giếng khoan hoạt động ổn định và xuyên suốt. Như với Lô B – Ô Môn, ngoài việc cung cấp giàn khoan, PVD còn có thể cung cấp mảng kỹ thuật giếng khoan do được hưởng lợi khi có thể tham gia vào toàn bộ tiến độ của dự án từ giai đoạn phát triển mỏ đến giai đoạn khai thác của dự án. Chiếm dịch khoan của Lô B dự kiến bắt đầu khởi động từ Q.2026 sẽ góp phần tăng trưởng tích cực cho PVD trong năm 2026.



▪ DCF

Lịch sử định giá**Dự phỏng**

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5.804	8.405	8.293
+/-yoY (%)	7%	45%	-1,3%
LN từ HĐKD	567	850	1.099
+/-yoY (%)		50%	29%
LNST	546	629	837
+/- %	-	15%	33%
EPS (VND/cỗ phiếu)	810	1.572	2..118

Một số giả định trong dự báo

- Dự án Lô B vẫn chưa đóng góp KQKD của PVD 2025
- Hiệu suất hoạt động các giàn cao 98%
- Giá thuê giàn tăng 7-10%
- 2025 không có giàn khoan thuê ngoài như năm 2024 có 2 giàn thuê ngoài
- Giàn khoan mới sẽ đóng góp lợi nhuận từ Q4.2025.

Một số rủi ro

- Phần lớn các giàn phục vụ khoan nước ngoài, các đối tác phát sinh sự cố dẫn đến dừng khoan
- Rủi ro chậm trễ trong việc triển khai các dự án

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PVD ở mức 29.039 đồng/cp như trong "[Báo cáo ngành dầu khí 1H2025 ngày 13.12.2024](#)" mà chúng tôi đã công bố.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 33,1 – 44,9

GTGD bình quân 52T 4.404.353

Vốn hóa (Tỷ đồng) 16.155

P/E 17,8x

P/B 1,2x

% NN sở hữu 20,7%

Dự phóng 2024 (Tỷ đồng)

Doanh thu thuần 24.323
(+36%)

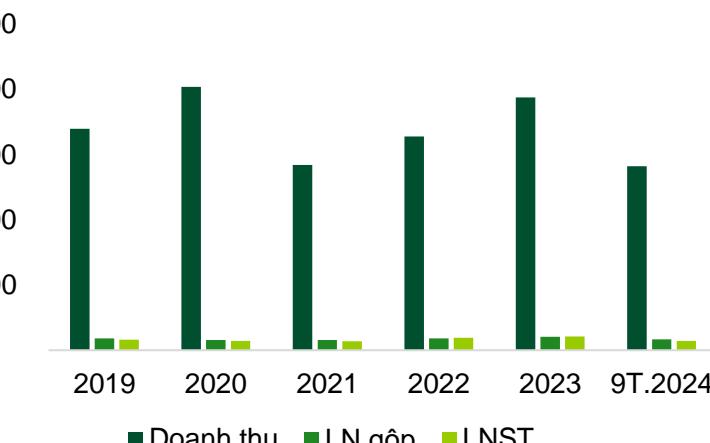
LNST 1.086
(+2%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

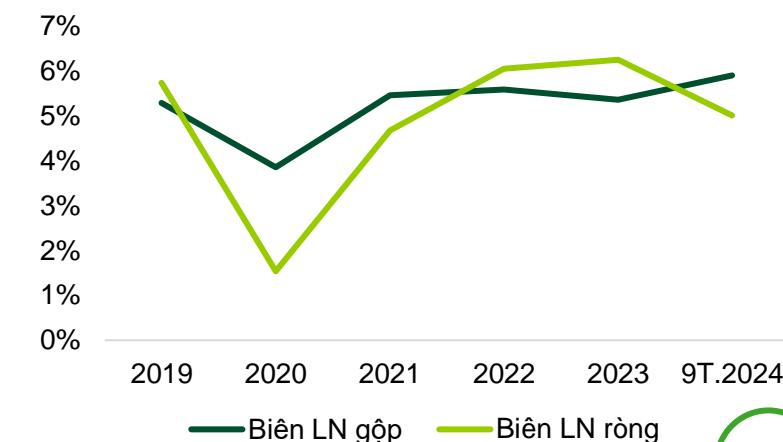
❖ PVS là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Lĩnh vực hoạt động chính của công ty là cung cấp các loại hình dịch vụ kỹ thuật cho các ngành dầu khí, năng lượng, công nghiệp. Một số dịch vụ tiêu biểu của PVS là: EPCI công trình biển, EPC công trình công nghiệp; Kho nồi chứa, xử lý và xuất dầu thô FSO/FPSO; tàu dịch vụ dầu khí; khảo sát địa chấn, địa chất, công trình ngầm; cảng dịch vụ; dịch vụ cung ứng nhân lực kỹ thuật và dịch vụ cho các dự án năng lượng tái tạo. PVS là doanh nghiệp nổi bật về cung cấp các dịch vụ kỹ thuật liên quan đến dầu khí tại Việt Nam.

❖ **KQKD 9T 2024:** Doanh thu đạt 14,1 nghìn tỷ đồng (+12% yoy) và LNST đạt 707 tỷ đồng (+17% yoy) chủ yếu do (1) lợi nhuận gộp tăng 46% yoy và (2) thu nhập từ các liên doanh FSO/FPSO tăng 27% yoy, bù đắp cho chi phí tài chính tăng 98% do lỗ tỷ giá. BLNG 9T 2024 đạt 5,9% (tăng 1,4 điểm % yoy), được đóng góp từ sự cải thiện của BLNG các mảng (1) mảng Dịch vụ quản lý FPSO/FSO tăng 1,8 điểm % yoy và (2) mảng Cơ khí & xây dựng (M&C) tăng 0,4 điểm % yoy và (3) mảng Vận hành & bảo dưỡng (O&M) tăng 2,1 điểm % yoy. Bù đắp cho các mảng khác hoạt động kém hiệu quả như (4) Khảo sát địa chấn và ROV giảm 4,7 điểm % yoy và (5) Căn cứ cảng dịch vụ giảm 1,8 điểm % yoy.

Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận



Nguồn: PVS, VCBS tổng hợp, ước tính

- ➡ Tiềm năng tăng trưởng tích cực, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của PVS trong dài hạn khi công ty đẩy mạnh hoạt động ở cả 2 phân khúc dầu khí truyền thống và năng lượng tái tạo

Giá dầu tiếp tục giữ trên mức 60 USD sẽ thúc đẩy việc triển khai các hoạt động dầu khí thượng nguồn.

Lô B Ô Môn đạt nhiều bước tiến đáng kể, hứa hẹn ngày đón dòng khí về bờ (First gas) vào năm 2027.

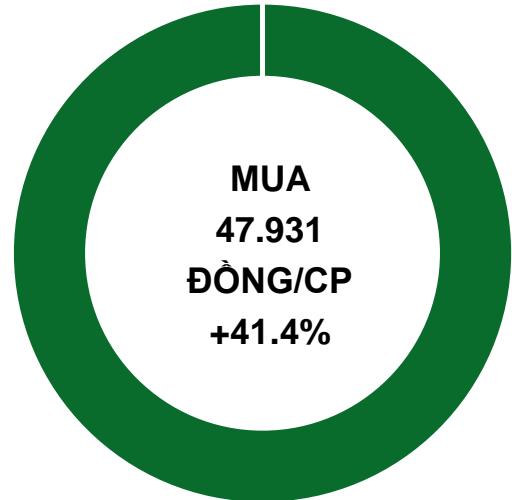
Chuyển dịch năng lượng xanh để đáp ứng cam kết phát thải ròng bằng 0 sẽ thúc đẩy phát triển các dự án năng lượng tái tạo.

Triển khai công tác khảo sát cho Dự án Xuất khẩu điện.

- ➡ Nhu cầu năng lượng cho các năm tới dự báo vẫn tiếp tục tăng trưởng, tình hình thị trường dịch vụ dầu khí 2024 khả quan với nhiều công việc và dự án trong ngành đẩy mạnh giúp các đơn vị trong ngành và PTSC tăng thêm phần công việc các nhóm dịch vụ

Dịch vụ quản lý, vận hành và khai thác kho nồi (FSO/FPSO) chưa, xử lý và xuất các sản phẩm dầu khí là một trong những dịch vụ đóng góp ổn định, lâu dài vào KQKD của công ty do gắn liền với hoạt động khai thác các mỏ dầu. Hiện tại, công ty đang sở hữu/đồng sở hữu 06 FSO/FPSO phục vụ các hoạt động khai thác của khách hàng tại các mỏ trong và ngoài nước. Tiềm năng tăng trưởng đến từ việc công ty đầu tư thêm 2 kho nồi FSO để phục vụ cho 2 dự án Lạc Đà Vàng và Lô B Ô Môn, chi phí đầu tư xây dựng cơ bản ước tính là 10 nghìn tỷ đồng. PVS đã đặt kế hoạch đầu tư trị giá 400 triệu USD cho các dự án này.

Mảng cảng cung cấp dịch vụ: Hiện nay, PTSC đang quản lý, vận hành và tiếp tục triển khai đầu tư mở rộng hệ thống 08 cảng cù Cảng dịch vụ dầu khí trên với tổng diện tích trên 310ha và trên 3.100 m cầu cảng, phục vụ các khách hàng đang hoạt động thăm dò khai thác dầu khí Việt Nam. Mở rộng cảng cù cảng để đáp ứng nhu cầu công việc đang tăng. Cảng cù cảng Hạ lưu Vũng Tàu của PVS có diện tích khoảng 170 ha. PVS sẽ đầu tư để mở rộng cơ sở cung cấp thêm khoảng 30 ha. Sau khi mở rộng có thể tăng công suất sản xuất của phân khúc M&C lên 1 tỷ USD vào năm 2025 và 1,5 tỷ USD-2,0 tỷ USD trong dài hạn. Mở rộng cảng cù cảng để đáp ứng nhu cầu công việc đang tăng. Cảng cù cảng có công suất lớn là lợi thế cạnh tranh của PVS so với các đối thủ trong khu vực.



Lịch sử định giá



— P/B — P/E

Dự phỏng

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	19.374	24.323	36.138
+/-yoY (%)	18%	26%	49%
LN từ HĐKD	1,211	1,424	1,896
+/-yoY (%)	22%	18%	33%
LNST	1.060	1.086	1.464
+/- %	12%	2%	35%
EPS (VND/cổ phiếu)	2.148	2.089	1.997

Một số giả định trong dự báo

- Dự phỏng trên dựa trên giả định giả định giá dầu duy trì trên 60 USD/thùng.
- Các dự án được thực hiện đúng tiến độ triển khai.

Một số rủi ro

- Biến động giá dầu khí thế giới
- Rủi ro chậm trễ trong việc triển khai các dự án

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PVS ở mức 47.931 đồng/cp như trong "[Báo cáo ngành dầu khí 1H2025 ngày 13.12.2024](#)" mà chúng tôi đã công bố.

Điễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 17,5 – 24,1

GTGD bình quân 52T (triệu VND) 6.796.233

Vốn hóa (tỷ đồng) 60.149

P/E 20,2x

P/B 1,1x

% NN sở hữu 0,6%

Dự phóng 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần 117.138 (-21%)

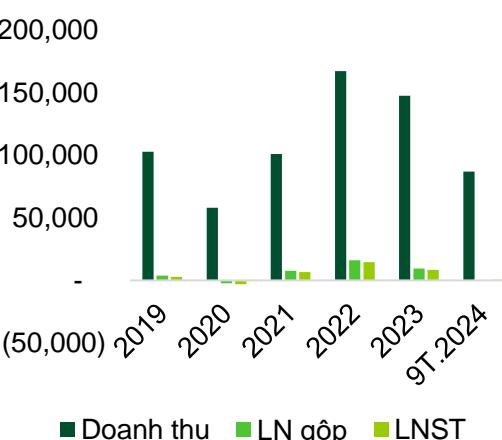
Lợi nhuận sau thuế 1.826 (-78%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

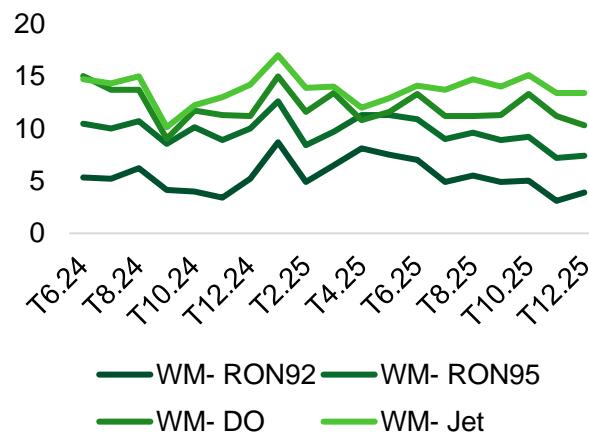
BSR là đơn vị quản lý vận hành Nhà máy lọc dầu Dung Quất, là công trình trọng điểm quốc gia có tổng vốn đầu tư trên 3 tỷ USD, công suất chế biến 6,5 triệu tấn dầu thô/năm, tương đương 148.000 thùng/ngày, công ty hiện chiếm khoảng 30% nhu cầu năng lượng của Việt Nam.

KQKD Q3.2024: Doanh thu Q3 đạt 31.946 tỷ đồng (-15,6% yoy) và LNST ghi nhận lỗ 1,2 nghìn tỷ đồng. KQKD khó khăn suy giảm so với mức nền năm 2023 chủ yếu do giá dầu thô (-8,4% yoy) và crack spread các sản phẩm lọc dầu giảm mạnh so với cùng kỳ, dù sản lượng bán tăng 9% yoy do công ty đã tăng hiệu suất hoạt động sau đợt bảo dưỡng tổng thể nhà máy 50 ngày. **Lũy kế 9T.2024:** Doanh thu đạt 87,1 nghìn tỷ đồng (-17% yoy) và LNST đạt 674 tỷ đồng (-89% yoy). KQKD giảm mạnh do (1) sản lượng bán giảm 11% yoy do đợt bảo dưỡng tổng thể trong nửa đầu năm 2024 và (2) BLNG giảm 6,4 điểm % yoy do crack spread trung bình giảm so với cùng kỳ năm trước.

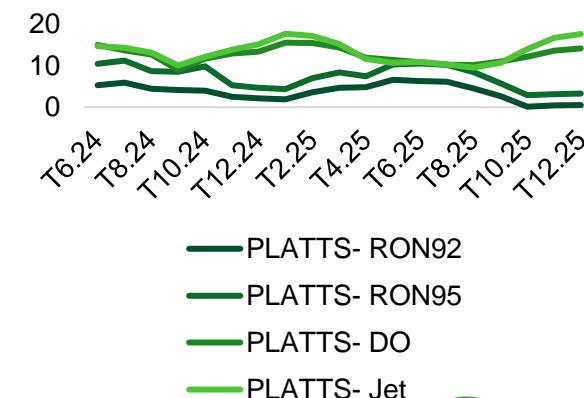
Doanh thu và Lợi nhuận



Dự báo crack spread của WM



Dự báo crack spread của Platts



Nguồn: BSR, VCBS tổng hợp

BSR được chấp thuận niêm yết sàn HOSE

Ngày 12/12, Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HoSE) vừa công bố chấp thuận đăng ký niêm yết cho hơn 3,1 tỷ cổ phiếu của CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) được niêm yết trên HoSE. Việc chuyển sàn giúp nâng cao tính minh bạch, nâng cao hình ảnh thương hiệu, gia tăng khả năng tiếp cận vốn và thu hút thêm các nhà đầu tư chiến lược. Đồng thời mở ra triển vọng được đưa vào rổ chỉ số VN30 trong vòng 6 tháng sau khi hoàn tất chuyển sàn sang HOSE, nếu đáp ứng các điều kiện về tỷ lệ free float, thanh khoản, khối lượng giao dịch, giá trị giao dịch và vốn hóa trung bình 12 tháng gần nhất.

Kỳ vọng Crack spread hồi phục trở lại từ mức thấp Quý 3 và duy trì ổn định trong năm 2025

Nửa cuối năm 2024 ghi nhận sự suy yếu của thị trường dầu mỏ thế giới khi giá dầu chạm mốc thấp nhất trong gần 3 năm. Tuy nhiên, Crack spread của các sản phẩm xăng dầu đã bắt đầu hồi phục kể từ đầu quý 4. Với kỳ vọng thời điểm cuối năm thường là giai đoạn cao điểm của ngành hàng không và mùa lễ hội lớn trong năm sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ đối với xăng máy bay (Jet A1) và sản phẩm dầu Diesel (DO). Dự báo lợi nhuận gộp trong quý 4 của công ty sẽ cải thiện, hoạt động kinh doanh cả năm có lợi nhuận

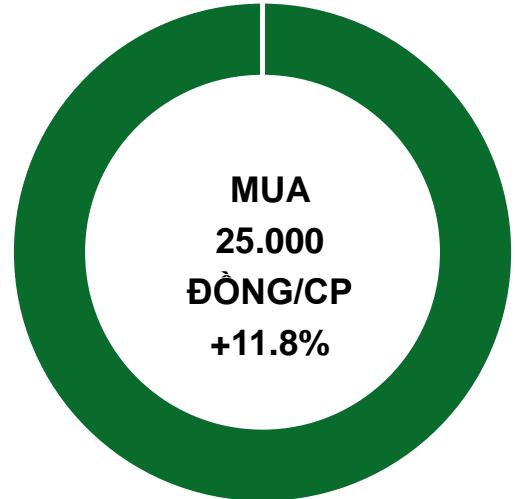
Công suất tăng trở lại trong năm 2025 sau khi NMLD Dung Quất đã hoàn thành bảo dưỡng định kỳ

Sản lượng năm 2024 sẽ giảm đi tương ứng 50 ngày công suất. Sau bảo dưỡng, nhà máy đã được nâng công suất lên 114% CSTK. Doanh nghiệp sẽ vận hành linh hoạt đảm bảo hiệu quả tối ưu và sẵn kịch bản nhập dầu thô để vận hành nhà máy với công suất tối đa (114% CSTK) nhằm tối đa hóa lợi nhuận khi giá dầu thô và crack spread có sự cải thiện.

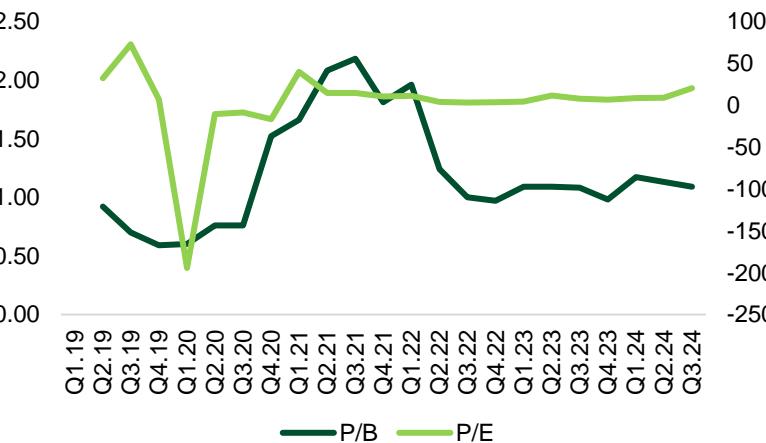
BSR đã nghiên cứu và áp dụng thành công việc tăng sản lượng các sản phẩm có giá trị cao (như ADO, Jet - A1, PP) và tăng tỷ lệ sản phẩm xăng Mogas 95/Mogas 92 từ 40%/60% theo thiết kế ban đầu lên trên 70%/30%. Tiếp tục triển khai các giải pháp cải tiến để tăng tỷ lệ xăng Mogas 95, để tối ưu cơ cấu sản phẩm.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tiếp tục tăng trưởng cùng với dự án NCMR NMLD Dung Quất sẽ là động lực tăng trưởng cho BSR trong dài hạn.

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng, việc chuyển dịch xu hướng từ xe máy sang ô tô sẽ kích thích tiêu thụ xăng nhiều hơn. Đây là động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu. Ngày 28/3/2024, BSR đã phê duyệt điều chỉnh Dự án nâng cấp mở rộng NMLD Dung Quất và bắt đầu được triển khai vào quý 2/2024. Cao điểm giải ngân xây dựng vào năm 2025 với tiến độ thực hiện dự án dự kiến là 37 tháng kể từ ngày ký Hợp đồng EPC và đưa dự án vào vận hành vào Quý 3 năm 2028. Sau khi hoàn thành và đưa dự án vào hoạt động, NMLD Dung Quất sẽ giúp nâng công suất chế biến dầu thô thêm 15% so với hiện tại, đảm bảo sản phẩm lọc dầu đầu ra đạt chuẩn Euro III -IV.



Lịch sử định giá



Dự phóng

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	147.423	117.138	125.429
+/-yoY (%)	-12%	-21%	7%
LN từ HĐKD	9.454	2.083	3.342
+/-yoY (%)	-39%	-78%	60%
LNST	8.455	1.826	2.946
+/- %	-42%	-78%	61%
EPS (VND/cổ phiếu)	2.745	602	965

Một số giả định trong dự báo

- Dự phóng trên dựa trên giả định giá dầu đạt trung bình 72 USD/thùng năm 2025.
- Nhà máy hoạt động bình thường, không xảy ra sự cố kỹ thuật.
- Nguồn cung dầu thô đầu vào ổn định, không bị gián đoạn.

Một số rủi ro

- Biến động giá dầu khai thế giới
- Đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt với các loại xăng dầu nhập khẩu.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu BSR ở mức 25.000 đồng/cp như trong "[Báo cáo Nhanh BSR ngày 13.12.2024](#)" mà chúng tôi đã công bố.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 32,5 – 50,6

GTGD bình quân 52T (triệu VND) 1.402.659

Vốn hóa (tỷ đồng) 50.823

P/E 16,9x

P/B 1,7x

% NN sở hữu 17,36%

Đại phỏng 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần 279.758 (+2%)

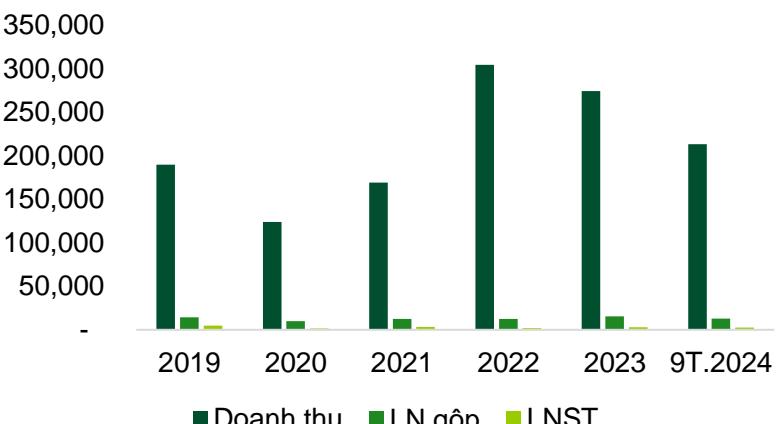
Lợi nhuận sau thuế 3.333 (+8%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

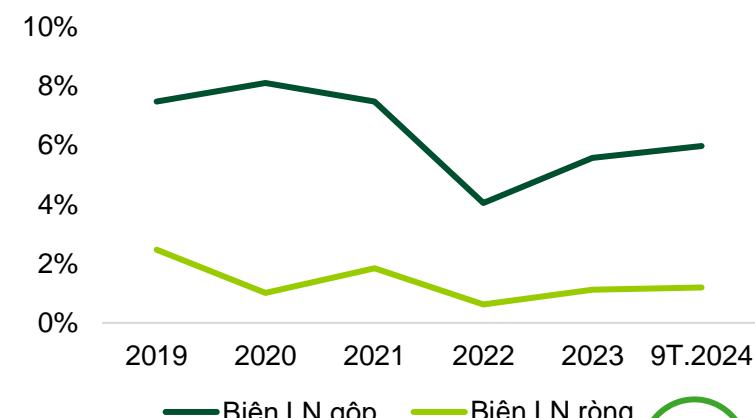
➡ Lĩnh vực kinh doanh chính của PLX chủ yếu là xuất nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu. Với mạng lưới phân phối hơn 4.790 trạm bán lẻ của PLX và các đại lý trên toàn quốc, PLX hiện đang là nhà cung cấp các sản phẩm xăng dầu lớn nhất trên thị trường nội địa, chiếm 47% thị phần xăng dầu nội địa.

➡ **KQKD Q3.2024: Doanh thu đạt 64,3 nghìn tỷ đồng (-11% yoy) và LNST đạt 130,5 tỷ đồng (-82% yoy)** do (1) giá dầu liên tục giảm khiến giá bán xăng dầu liên tiếp giảm, (2) nhu cầu tiêu thụ xăng giảm do ảnh hưởng của bão Yagi tại khu vực phía Bắc và (3) thu nhập tài chính giảm 58% yoy do cùng kỳ năm ngoái có khoản lợi nhuận thoái vốn 645 tỷ từ PGB và chi phí SG&A tăng 8% yoy để khắc phục thiệt hại từ ảnh hưởng của bão đối với các cửa hàng xăng dầu. **Lũy kế 9 tháng:** Doanh thu của PLX đã đạt 213 nghìn tỷ đồng (+4% yoy), LNTT đạt 3,2 nghìn tỷ đồng (+4% yoy), LNST đạt 2.6 nghìn tỷ đồng (+12% yoy), lần lượt hoàn thành 113% và 110% KHKD doanh thu và LNTT của doanh nghiệp.

Doanh thu và Lợi nhuận



Biên lợi nhuận



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

Triển vọng tích cực nhờ nhu cầu xăng dầu ngày càng tăng tại Việt Nam. Tổng nguồn cung xăng dầu được đảm bảo.

Triển vọng tích cực nhờ nhu cầu xăng dầu ngày càng tăng tại Việt Nam cùng với tổng nguồn cung xăng dầu được đảm bảo sẽ góp phần tích cực trong tăng trưởng hoạt động kinh doanh của PLX.

Tổng nguồn cung xăng dầu được đảm bảo là điều kiện cần thiết để các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh, phân phối xăng dầu hoạt động ổn định, tránh các rủi ro chi phí đầu vào biến động đột biến, tác động tiêu cực đến KQKD của doanh nghiệp. Các giải pháp bảo đảm cung ứng xăng dầu cho sản xuất, kinh doanh và tiêu dùng của người dân, doanh nghiệp cũng được Chính Phủ yêu cầu phải đảm bảo. Các doanh nghiệp đầu mối xăng dầu được yêu cầu thực hiện nghiêm tổng nguồn xăng dầu tối thiểu năm 2024 đã được phân giao và dự trữ xăng dầu theo quy định. Đồng thời xây dựng kế hoạch xăng dầu cho năm 2025 và các năm tiếp theo, để không thiếu hụt hoặc đứt gãy nguồn cung như năm 2022.

Kỳ vọng giá dầu biến động ổn định sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện BLNG.

Theo dự báo của EIA, việc xung đột đã leo thang trong những tuần gần đây đã làm tăng khả năng gián đoạn nguồn cung và biến động giá dầu. EIA kỳ vọng khả năng sản xuất dầu thô dư thừa đáng kể, có thể được đưa vào hoạt động trong trường hợp xảy ra gián đoạn và việc sản lượng ở Libya sẽ bắt đầu tăng trở lại từ tháng 10, sau những lần ngừng sản xuất gần đây. Chúng tôi cho rằng những điều này sẽ góp phần giảm tác động biến động mạnh của giá dầu.

Biên lợi nhuận cải thiện khi chi phí định mức được cải thiện từ tháng 7/2024.

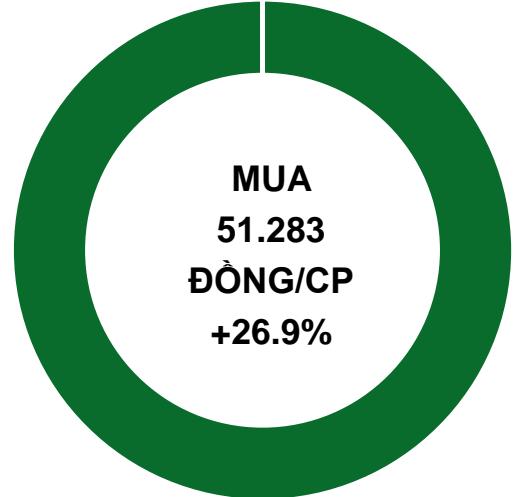
Trong kỳ điều chỉnh giá ngày 4/7/2024, Bộ Công Thương và Bộ Tài chính đã điều chỉnh tăng chi phí kinh doanh định mức áp dụng trong giá cơ sở xăng dầu (như đã trình bày trong báo cáo ngày 13/08/2024), nhằm bảo đảm biến động giá xăng dầu trong nước phù hợp với biến động giá xăng dầu thế giới. Điều này sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp xăng dầu.

Kế hoạch đầu tư công vào cơ sở hạ tầng giao thông sẽ là động lực dẫn dắt chính cho mảng kinh doanh hóa dầu trong năm 2024 -2025.

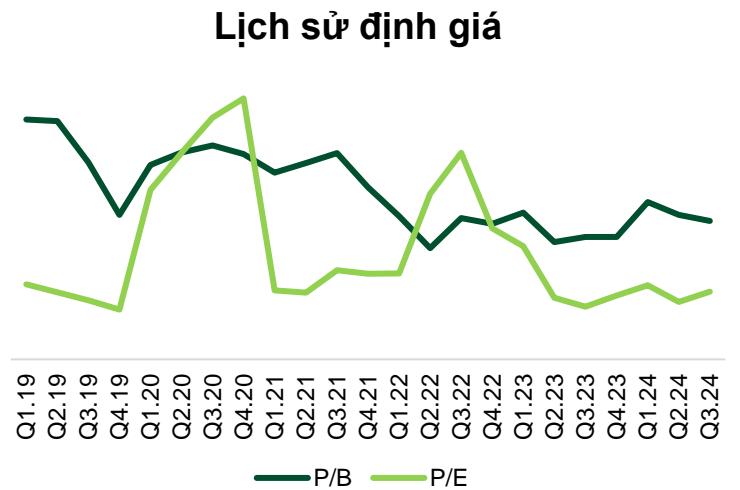
Mảng kinh doanh hóa dầu đóng góp 3%-4% doanh thu và lợi nhuận gộp cho PLX. Công ty nhựa đường sẽ hưởng lợi nhiều hơn nhờ các dự án đầu tư công trong năm 2024-2025.

Dự thảo Nghị định mới kỳ vọng sẽ được thông qua sẽ có tác động tích cực đối với các thương nhân kinh doanh và phân phối xăng dầu.

Các quy định về chi phí kinh doanh phản ánh sát sao hơn những thay đổi thực tế về chi phí của doanh nghiệp như giảm thời gian điều hành các chi phí cầu thành trong công thức giá bán tối đa. Bên cạnh đó, việc tự quyết định giá bán (nhưng thấp hơn giá cơ sở) sẽ mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp đầu ngành như PLX và OIL do có thể tận dụng các ưu thế của doanh nghiệp về hệ thống phân phối, kho dự trữ xăng dầu để tăng tổng chi phí hoạt động định mức và lợi nhuận định mức thực nhận để cải thiện biên lợi nhuận gộp.



▪ DCF



Dự phóng

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	273.979	279.758	283.565
+/-yoY (%)	-10%	2%	1%
LN từ HĐKD	3.818	4.295	5.525
+/-yoY (%)	97%	13%	29%
LNST	3.077	3.333	4.316
+/- %	62%	8%	30%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.706	2.283	3.063

Một số giả định trong dự báo

- Dự phóng trên dựa trên giả định giá dầu đạt trung bình 72 USD/thùng năm 2025.
- Nguồn cung xăng dầu ổn định, không bị gián đoạn.

Một số rủi ro

- Biến động giảm giá dầu khí thế giới
- Rủi ro gián đoạn nguồn cung dầu vào.
- Rủi ro chuyển dịch từ ô tô chạy bằng xăng, dầu sang xe điện khiến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu giảm

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PLX ở mức 51.283 đồng/cp như trong "Báo cáo cập nhật PLX ngày 14.11.2024" mà chúng tôi đã công bố.

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 28,6 – 40,7

GTGD bình quân 52T (triệu VND) 4.028.138

Vốn hóa (tỷ đồng) 19.587

P/E 12,8x

P/B 1,9x

% NN sở hữu 6 %

Đại phỏng 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần 13.149 (+5%)

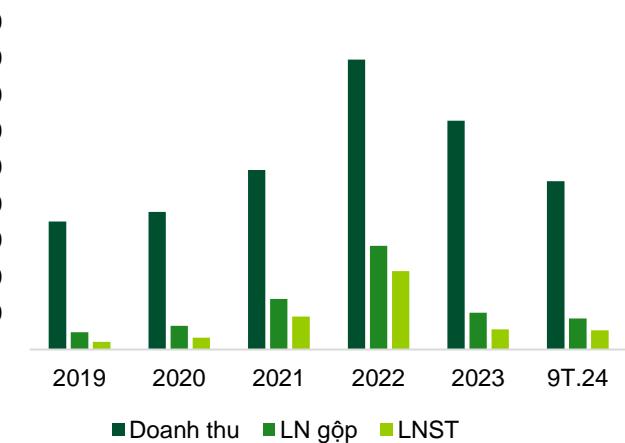
Lợi nhuận sau thuế 1.754 (58%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

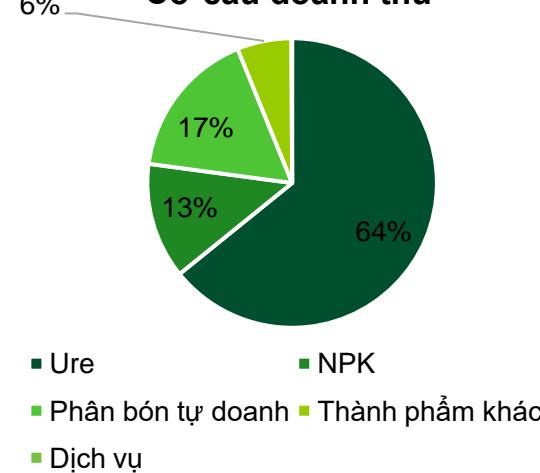
➡️ DCM là doanh nghiệp hàng đầu trong sản xuất phân bón. Hiện nay sản phẩm chủ lực của DCM là phân Urê hạt đục với hệ thống phân phối chủ lực tại Đồng bằng sông Cửu Long, Đông Nam Bộ và Tây Nguyên, Campuchia và các thị trường xuất khẩu khác như Đông Nam Á, Nam Á, Mỹ Latinh.. Các sản phẩm khác của công ty phân bón NPK và phân bón hữu cơ cao cấp với hàm lượng dinh dưỡng cao, ứng dụng công nghệ hiện đại.

➡️ **KQKD 9T 2024:** DCM ghi nhận doanh thu đạt 9,2 nghìn tỷ đồng (+2,2% yoy) và LNST đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+71% yoy), lần lượt hoàn thành 80% và 133% KHKD của doanh nghiệp. Tổng sản lượng bán urê đạt 581.000 tấn (-13% yoy) trong khi sản lượng NPK tăng mạnh đạt 117.000 tấn (+39,3% yoy). Doanh thu đi ngang so với cùng kỳ chủ yếu do đóng góp từ tăng trưởng từ mảng NPK (do giá bán trung bình tăng 25% yoy và hợp nhất Công ty TNHH Phân bón Hàn-Việt – KVF giúp sản lượng NPK tăng mạnh đạt 117.000 tấn, +39% yoy), bù đắp cho sản lượng urê giảm 13% yoy, đạt 581.000 tấn trong khi giá bán urê chỉ tăng nhẹ 1,3% yoy.

Doanh thu và Lợi nhuận



Cơ cấu doanh thu



Nguồn: DCM, VCBS tổng hợp

💡 **Thuế VAT 5% đã được thông qua sẽ hỗ trợ cho ngành phân bón nói chung và DCM nói riêng**

Ngày 26/11/2024, Quốc hội đã thông qua Luật thuế VAT (sửa đổi), áp dụng thuế VAT 5% đối với phân bón, quặng để sản xuất phân bón, thay thế quy định miễn thuế trước đây và có hiệu lực từ 1/7/2025. Chúng tôi ước tính thuế VAT đầu ra 5% sẽ giúp DCM được hoàn thuế đầu vào, ước tính khoảng 200 tỷ VND mỗi năm. Điều này cũng giúp giá bán phân bón sản xuất trong nước có dư địa giảm, tăng tính cạnh tranh với phân bón nhập khẩu. Tuy nhiên, lợi ích ròng mà DCM nhận được từ việc được khấu trừ thuế đầu vào sẽ còn phụ thuộc vào mức độ giảm giá bán trung bình để hỗ trợ nông dân.

💡 **Giá khí dầu vào Q4 và năm 2025 được dự báo giảm dựa trên triển vọng giá dầu được IEA dự báo giảm**

Chi phí khí dầu vào được dự báo giảm dựa trên triển vọng giá dầu được EIA dự báo giảm do (1) rủi ro gián đoạn nguồn cung thấp hơn (công suất sản xuất dầu thô dư thừa và Libya đã bắt đầu sản xuất trở lại từ tháng 10 có thể bù đắp sản lượng thiếu hụt nếu xảy ra gián đoạn nguồn cung) và (2) nhu cầu dầu tiếp tục tăng trưởng thấp, OPEC đã cắt giảm giá dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu năm 2024 và 2025 trong bối cảnh lượng dầu nhập khẩu của Trung Quốc giảm tháng thứ 5 liên tiếp.

💡 **Giá phân Urê TG dự báo cải thiện trong Q4 và giữ ổn định trong năm 2025**

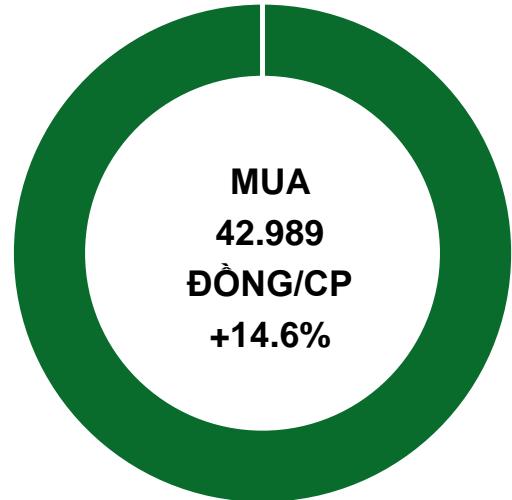
Giá phân Urê TG dự báo cải thiện trong Q4 và giữ ổn định trong năm 2025, và vẫn duy trì mức cao so với giai đoạn trước năm 2021 sau khi giảm từ mức cao năm 2022. Giá phân bón urê trong nước diễn biến theo giá phân thế giới.

(1) Trung Quốc có thể xuất khẩu trở lại trong năm 2025 nhưng sản lượng xuất khẩu chưa tăng đáng kể.

(2) Sản xuất Urê ở EU dự kiến vẫn sẽ ở mức thấp: Giá khí đốt dự báo tăng trở lại do nhu cầu khí đốt được dự báo tăng (như đã trình bày ở phần triển vọng ngành), trong bối cảnh nguồn cung khí được dự báo giảm, khiến nguồn cung khí để sản xuất ure thắt chặt hơn.

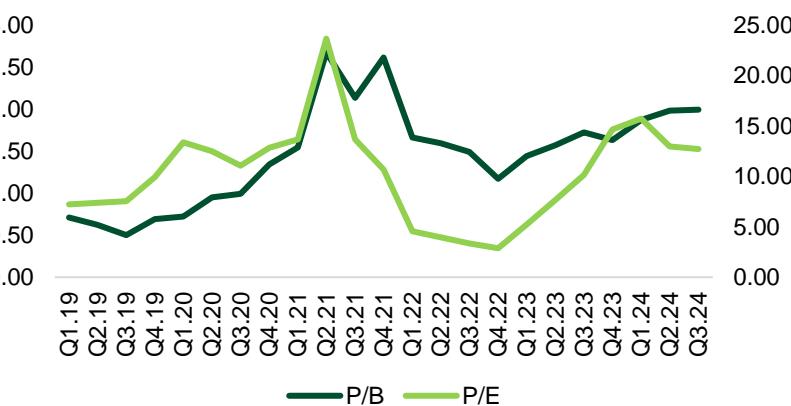
💡 **Nhu cầu tiêu thụ phân bón Thế giới năm 2024 và 2025 được dự báo tăng nhẹ. Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2024 và Q1.2025 khi bước vào vụ Đông Xuân.** Theo dự báo của IFA, tiêu thụ phân bón toàn cầu dự kiến sẽ tăng 2% trong năm tài chính 2024 lên 195,4 triệu tấn, và tiếp tục tăng trong trung hạn, nhưng với tốc độ giảm từ 2,2% trong năm tài chính 2025 xuống 1,5% trong năm tài chính 2028. Trong nước: Nhu cầu tiêu thụ nội địa kỳ vọng tăng vào Q4.2024 và Q1.2025 khi bước vào vụ Đông Xuân. Agromonitor dự báo nhu cầu tiêu thụ Urê trong nước đạt 2,05-2,11 triệu tấn, tăng khoảng 13%, 1,74-1,93 triệu tấn so với giai đoạn 2022-2023.

💡 **Triển vọng tăng trưởng dài hạn đóng góp bởi mảng NPK.** Việc mua lại KVF mang lại những lợi thế nhất định cho DCM bao gồm (1) năng lực sản xuất phân NPK tăng 120% lên mức 660 nghìn tấn/năm, (2) Nhà máy NPK của KVF có lợi thế gần cảng, thuận tiện việc mở rộng thị trường đến các khu vực xa hơn như Đông Nam Bộ, miền Trung và Tây Nguyên và (3) Giảm chi phí lưu kho và gia tăng sự linh hoạt trong việc lưu trữ nguyên liệu đầu vào để sản xuất NPK và các sản phẩm tự doanh của DCM khi KVF có kho bãi lớn. Điều này sẽ tạo lợi thế cạnh tranh trong giá bán cho các sản phẩm NPK của DCM do nguyên liệu đầu vào chiếm đến 85% giá thành sản xuất NPK và đa số phải nhập khẩu (Kali, DAP).



▪ DCF

Lịch sử định giá



Dự phóng

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	12.571	13.149	12.971
+/-yoY (%)	-21%	5%	-1%
LN từ HĐKD	1.232	1.711	1.770
+/-yoY (%)	-73%	38%	3,4%
LNST	1.110	1.540	1.557
+/- %	-74%	38%	1,1%
EPS (VND/cổ phiếu)	1.790	2.298	2.356

Một số giả định trong dự báo

- Trong giai đoạn 2024F–2027F, giá phân Urê ước tính sẽ dao động quanh mức 8.500 – 9.000 đồng/kg
- Sản lượng tiêu thụ Urê năm 2024 và 2025 đều đạt 890 nghìn tấn.

Một số rủi ro

- Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào
- Rủi ro giá Ure toàn cầu giảm mạnh.
- Rủi ro về điều kiện thời tiết không thuận lợi.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu DCM ở mức 42.983 đồng/cp như trong "Báo cáo cập nhật DCM ngày 29.10.2024" mà chúng tôi đã công bố.

NGÀNH ĐIỆN

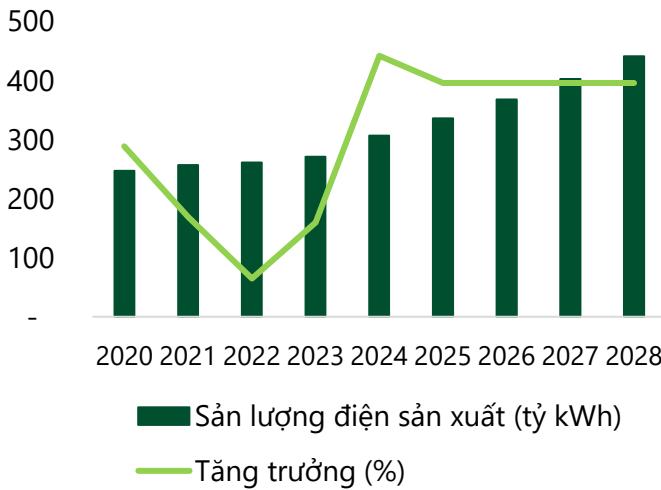
PC1 – 29.200 (+25.6%)

POW – 15.000 (+20.5%)

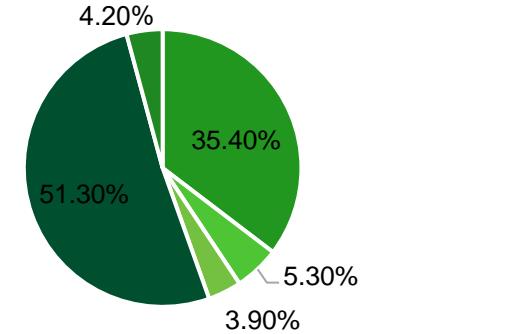


- ❖ Về sản lượng điện năm 2025, Bộ Công thương cho biết đã xây dựng 3 kịch bản, với kịch bản cơ sở, tăng trưởng phụ tải cả năm khoảng khoảng 11%, mùa khô tăng khoảng 12%. Theo dự báo của IRI, La Nina có thể tiếp tục ảnh hưởng thời tiết vào năm 2025 sau đó chuyển sang trạng thái Trung Lập. Trung tâm dự báo khí tượng thủy văn quốc gia [dự báo](#) xác suất diễn ra La Nina trong giai đoạn 1/2025 khoảng 70%. **Chúng tôi cho rằng NSMO sẽ ưu tiên huy động nhiệt điện trong 1H2025 và tích nước thủy điện để chuẩn bị vào cao điểm mùa khô khi phụ tải tăng cao.**
- ❖ Về nguồn điện, trong năm 2025 chúng tôi nhận thấy tổng công suất sẽ tiếp tục gia tăng từ các dự án lớn như: LNG Nhơn Trạch 3&4 (1.624 MW), Điện than Vũng Áng 2 (1.330 MW), Thủy điện Ialy MR (340 MW) và Thủy điện Hòa Bình MR (480 MW). Sau các dự án lớn kể trên, chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng trưởng nguồn điện có thể sẽ chậm lại do các dự án mới hiện vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu, hoàn thiện pháp lý.

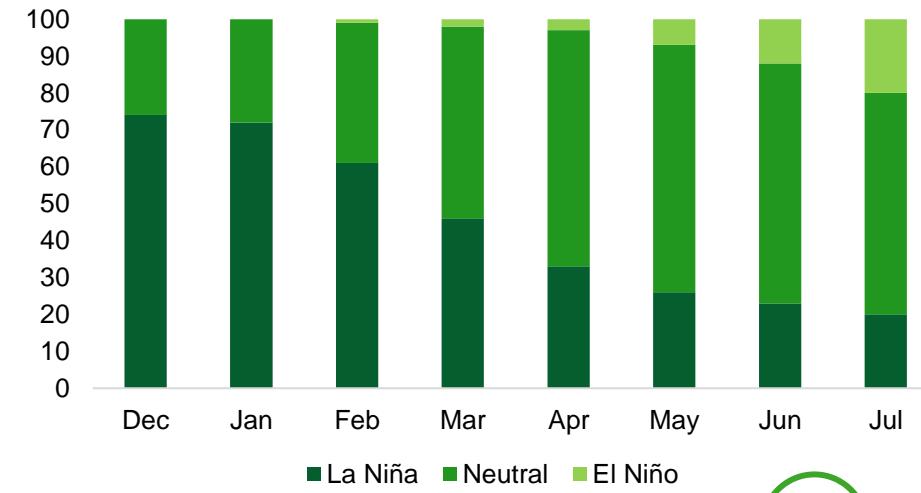
Sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống (tỷ kWh)



Tỷ trọng thành phần phụ tải điện toàn quốc năm 2024

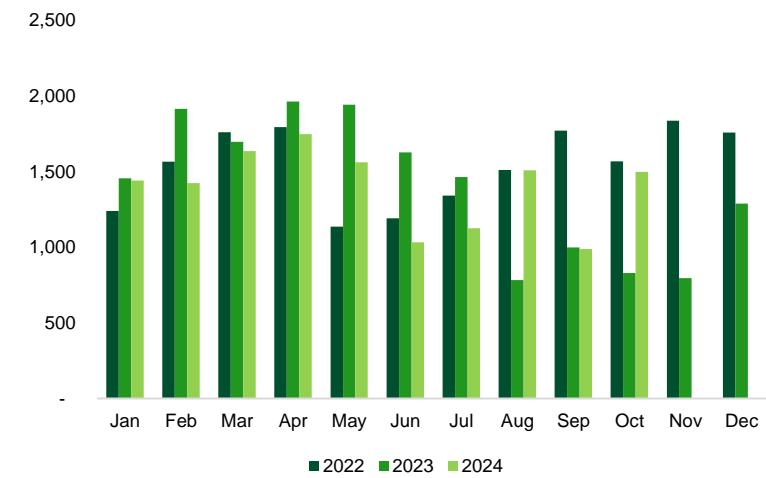


Xác suất diễn ra La Nina, Trung lập, El Nino từ 12/2024-7/2025

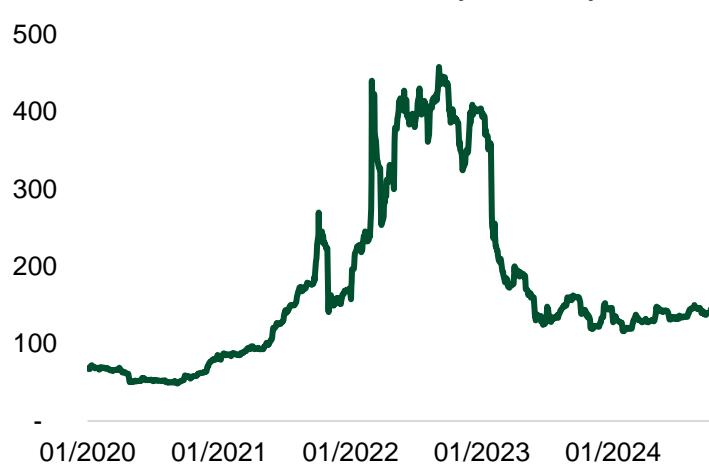


- Giá trung bình thị trường phát điện cạnh tranh (giá CGM) trong 10T2024 giảm 5% YoY, đạt 1.390 đồng/kWh.** Việc điều chỉnh Qc của các nhà máy nhiệt điện và thủy điện cũng như giá trần của thị trường phát điện cạnh tranh là các yếu tố ảnh hưởng đến giá bình quân trên thị trường CGM.
- Giá than trộn 6A.14 trong 9T2024 tại các nhà máy trong nước tăng 27% YoY do tỷ lệ than trộn than nhập ngày càng nhiều.** Than Newcastle của Australia bình quân trong 9T2024 ở mức 135USD/tấn (-27% YoY) nhưng vẫn cao hơn so với giá than nội địa. Bên cạnh đó, việc sử dụng than trộn là một trong những nguyên nhân làm tăng suất hao nhiệt các nhà máy nhiệt điện than.
- Giá khí tại hàng rào nhà máy tại khu vực Đông Nam Bộ bình quân đạt 9.23 USD/mmBTU (+7% YoY)** do giá dầu FO vẫn tiếp tục neo cao cùng với việc nguồn khí LNG tái hóa đã bắt đầu được sử dụng cho các nhà máy điện từ tháng 4/2024 khiến giá khí tăng.

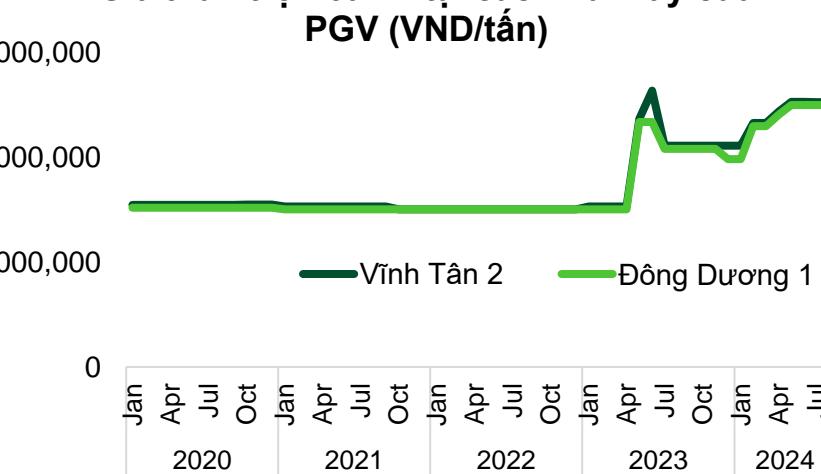
Giá điện toàn phần FMP trên thị trường phát điện cạnh tranh (VND/kWH)



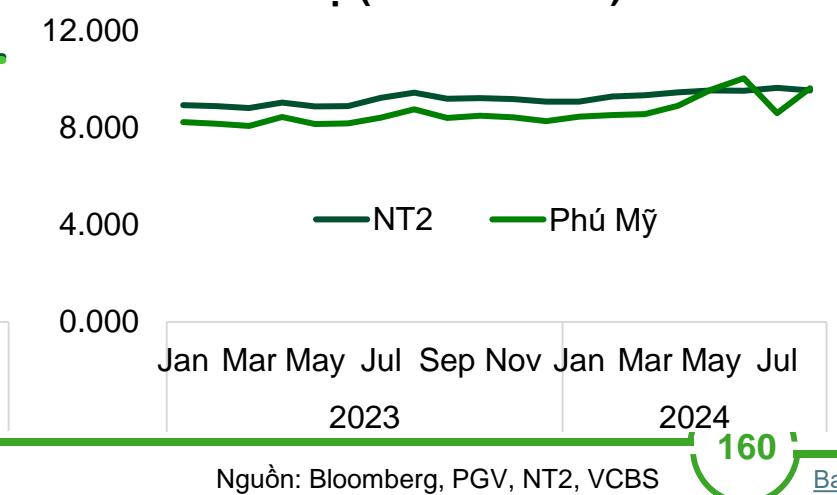
Giá than Newcastle (USD/tấn)



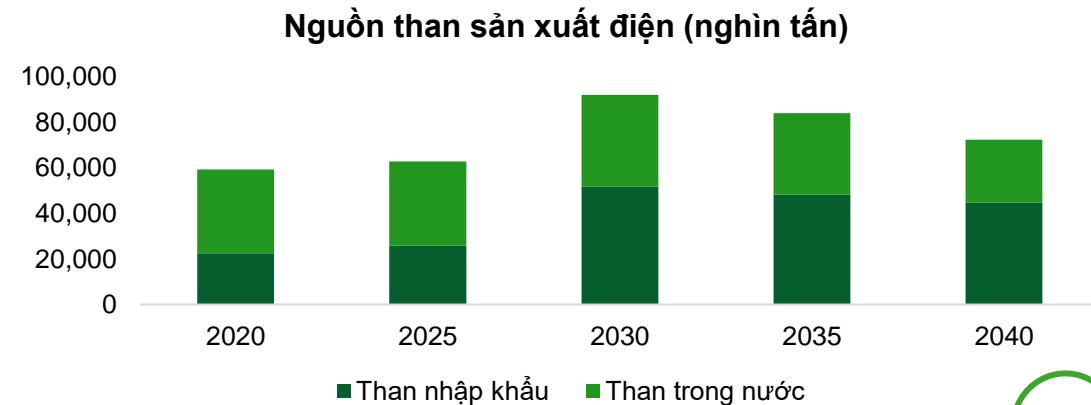
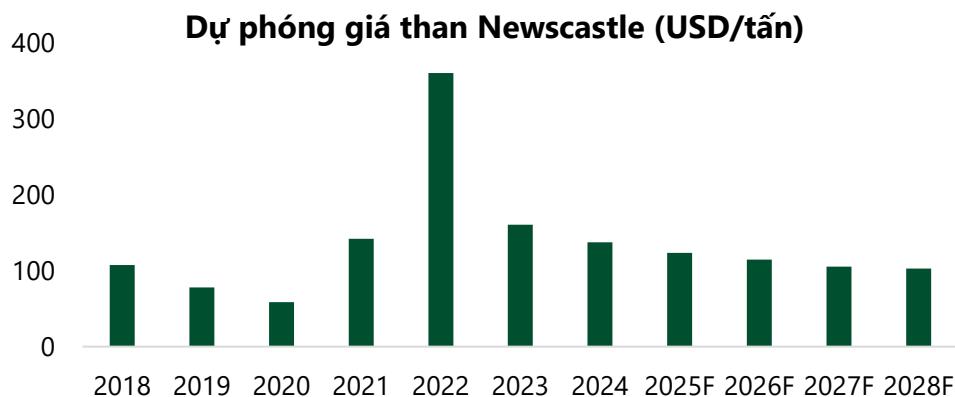
Giá than trộn 6a.14 tại các nhà máy của PGV (VND/tấn)



Giá khí cho nhà máy điện tại Đông Nam Bộ (USD/mmBTU)

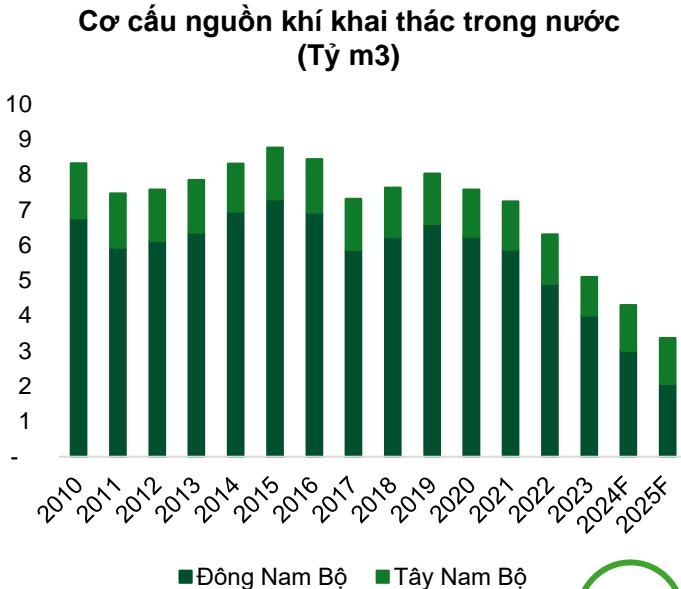
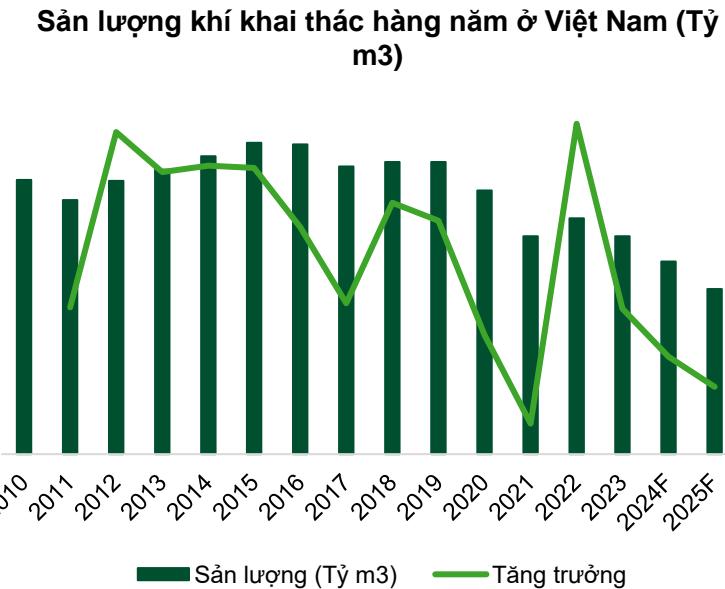
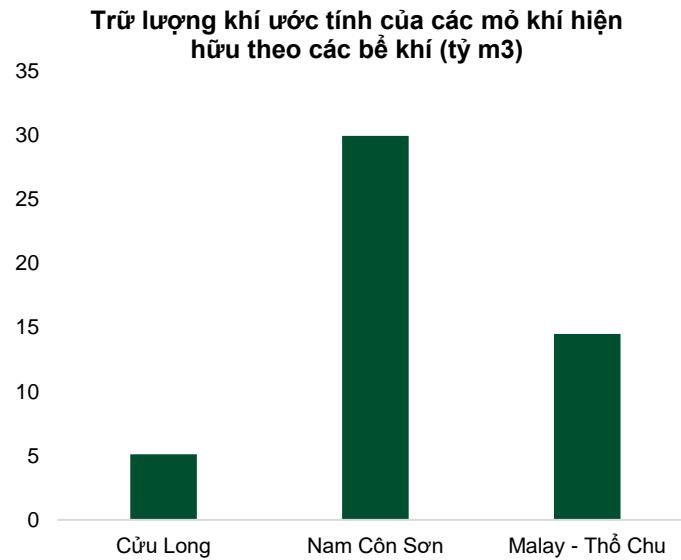


- ❖ **Nhiệt điện phía Bắc dự kiến tiếp tục được huy động cao vào 1H2025.** Công suất nguồn điện hiện chưa có sự cải thiện đáng kể khi không có nhiều các dự án lớn được đưa vào vận hành trong 2024-2025. Các nhà máy điện tại miền Bắc chủ yếu là thủy điện và nhiệt điện than, **chúng tôi cho rằng có khả năng trong 1H2025 thủy điện sẽ phải tích nước chuẩn bị cho cao điểm mùa khô nên nhiệt điện sẽ được ưu tiên huy động.**
- ❖ **Về cân đối cung cầu than cho sản xuất điện.** Nguồn than trong nước cho các khách hàng điện hằng năm khoảng 40 triệu tấn, phần còn lại được đáp ứng bởi nguồn nhập khẩu. Theo kế hoạch NSMO ước tính, nhu cầu than trong nước khoảng 27,31 đến 28,53 triệu tấn. Khối lượng than này nằm trong phạm vi thỏa thuận hợp tác mà EVN, TKV, TCT Đông Bắc đã ký kết, sẽ đảm bảo đủ than cho sản xuất điện. Với các nhà máy nhiệt điện sử dụng than nhập khẩu, nhu cầu than khoảng 11,13 triệu tấn trong năm 2025.
- ❖ **Giá than trộn trong năm 2025 có khả năng tiếp tục neo cao do tỷ lệ than trộn cao bất chấp dự báo giảm của than quốc tế.** Theo Thuyết minh QHTTNLQG, giá than nội địa được xác định dựa trên cơ sở giá thành và lãi định mức có tham chiếu với giá than nhập khẩu CIF. Với trữ lượng than lộ thiên ngày càng cạn kiệt và phải khai thác than hầm lò nhiều hơn nên chúng tôi cho rằng chi phí khai thác sẽ có xu hướng gia tăng. Vì vậy giá than nội địa dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong dài hạn như tốc độ sẽ không quá nhanh. Trong khi đó, than nhập khẩu được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong những năm tới khi nhu cầu giảm sút.



NHIỆT ĐIỆN KHÍ NỘI ĐỊA TIẾP TỤC GẶP KHÓ TRONG 2025 KHI NGUỒN CUNG KHÍ SUY GIẢM VÀ GIÁ KHÍ NEO CAO

- 📍 **Giá khí tại hàng rào nhà máy được dự báo duy trì từ 9-10 USD/mmBTU, giá bán điện PPA bình quân của các nhà máy nhiệt điện khí rơi vào khoảng 1.900-2.000 VND/kWh.** Với mức giá này, nguồn điện khí khó thể cạnh tranh với các nguồn điện khác như thủy điện, nhiệt điện than.
- 📍 **Các mỏ khí chủ lực hiện nay đã và đang trong giai đoạn suy giảm sau quá trình dài khai thác.** Do đó sản lượng khí cung cấp cho điện tại khu vực Đông Nam Bộ giảm dần. Nguồn cung khí cho sản xuất điện tại Đông Nam Bộ trong năm 2025 chỉ còn khoảng 2.06 tỷ m³, trong khi nhu cầu của cụm nhà máy tại đây khoảng 5 tỷ m³/năm.
- 📍 **Giá khí ngày càng có xu hướng tăng với nền giá dầu cao.** Các mỏ khí cũ với giá thấp đã dần cạn kiệt sản lượng và các mỏ mới có giá miệng giêng cao vì chi phí đầu tư, vận chuyển cao và tariff đường ống trượt giá nên giá khí tại hàng rào nhà máy ngày càng tăng. Yếu tố này làm giảm khả năng cạnh tranh của các nhà máy nhiệt điện khí.



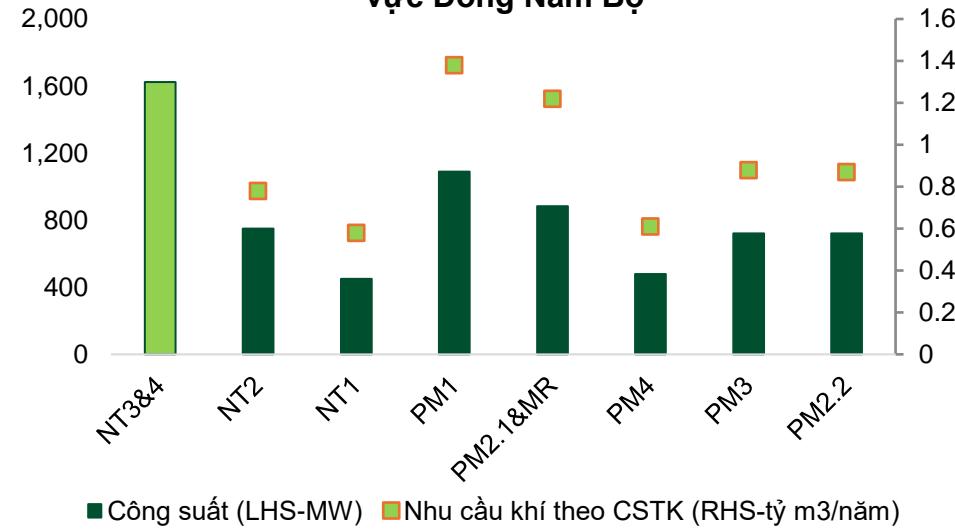
Nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) dự kiến đi vào vận hành thương mại từ 2025. Theo thông tin từ PVN, đến cuối tháng 11/2024, tiến độ tổng thể của gói thầu EPC ước đạt 94%.

- Về thời điểm COD cụ thể**, dự kiến NT3 vận hành thương mại vào tháng 6/2025. NT4 sẽ vận hành thương mại vào tháng 9/2025.
- Về hợp đồng mua bán điện (PPA)**, vào ngày 4/10/2024, POW và EVNEPTC đã ký kết PPA Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4. Các điều khoản cụ thể của hợp đồng vẫn chưa được công bố. Theo chúng tôi tìm hiểu, Qc tối thiểu sẽ không thấp hơn 35%.
- Về hợp đồng mua bán khí LNG nhập khẩu (GSA)**, POW và PV GAS đã cơ bản hoàn thành đàm phán các điều khoản và nội dung của Hợp đồng GSA, dự kiến ký kết hợp đồng vào quý 4/2024.

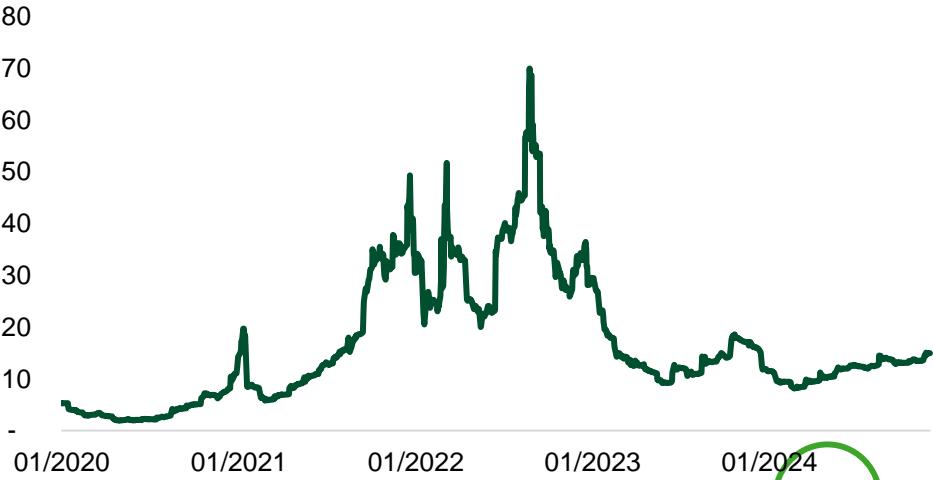
Về giá bán điện LNG, theo Quyết định số 1260/QĐ-BCT được Bộ Công thương ban hành ngày 27/5/2024, mức giá trần cho điện LNG là 2.590,85 VND/kWh (chưa bao gồm VAT). Một số thông số tính toán gồm có: Giá LNG (không bao gồm thuế giá trị gia tăng, chi phí tồn trữ, tái hóa và phân phối khí sau tái hóa): 12,9792 USD/mmBTU, tỷ giá: 24.520 VND/USD.

Về cơ chế giá LNG, chúng tôi ước tính giá khí LNG cung cấp đến hàng rào của các nhà máy điện sẽ tăng thêm từ 2-2.5 USD/mmBTU so với giá CIF. Trong đó bao gồm thêm các chi phí sau: Giá LNG nhập tại cảng, lợi nhuận định mức của đơn vị nhập khẩu, Chi phí tiếp nhận, lưu kho, tái hóa khí, Chi phí phân phối

Quy mô các nhà máy điện khí và LNG tại khu vực Đông Nam Bộ

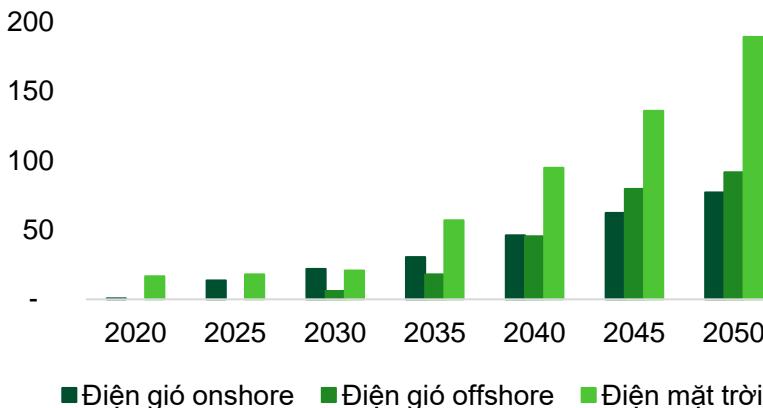


Giá LNG tại châu Á (USD/mmBTU)

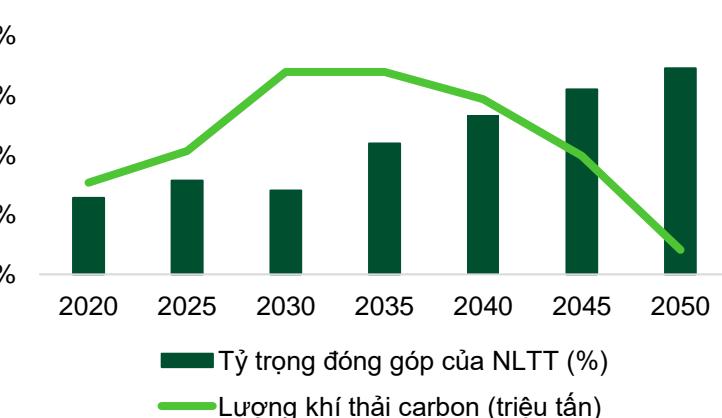


- Điện gió trên bờ và gần bờ:** Tổng công suất quy hoạch đến 2030 là 21,9GW, tổng công suất hiện tại là 3,1GW. Điện gió ngoài khơi: Tổng công suất quy hoạch đến 2030 là 6GW, hiện tại chưa có dự án nào được cấp chủ trương đầu tư, giao nhà đầu tư thực hiện. Bên cạnh đó, theo nhận định của các chuyên gia, suất đầu tư hiện tại khoảng 2,5 tỷ USD/1GW và mất 6-8 năm thực hiện.
- Đối với các dự án điện gió mới, chúng tôi nhận thấy tiến độ triển khai chưa có sự đột phá, chủ yếu các dự án đang trong quá trình nghiên cứu, hoàn thiện pháp lý.** Đáng chú ý, REE đã M&A lại dự án Duyên Hải (48MW) đang trong giai đoạn chọn tổng thầu EPC, REE dự kiến sẽ COD vào năm 2026.

Công suất điện gió và điện mặt trời (GW)



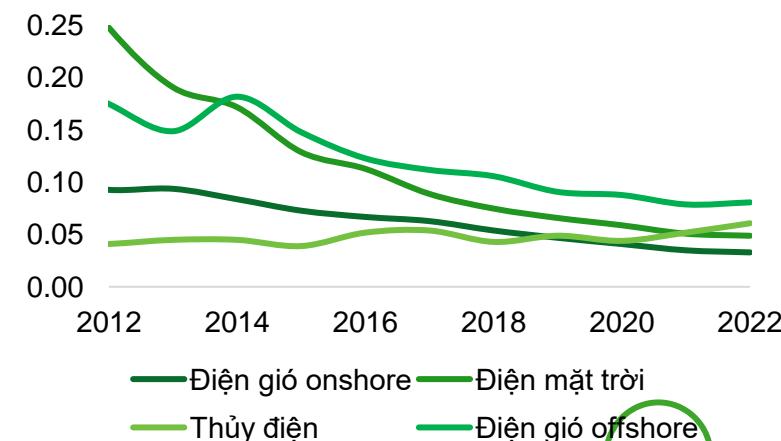
Tỷ trọng công suất NLTT và lượng phát thải carbon



Giả định giá bán điện dự án điện gió theo thông tư 19/2023/TT-BCT

Một số giả định quan trọng	Đơn vị	Giá trị
Công suất	MW	48
Sản lượng	triệu kWh	151
Tổng mức đầu tư	tỷ đồng	2.200
Giá bán điện ước tính 2026	VND/kWh	1.812
Giá FC	VND/kWh	1.725
Giá FOMC	VND/kWh	87
IRR ước tính	%	10%

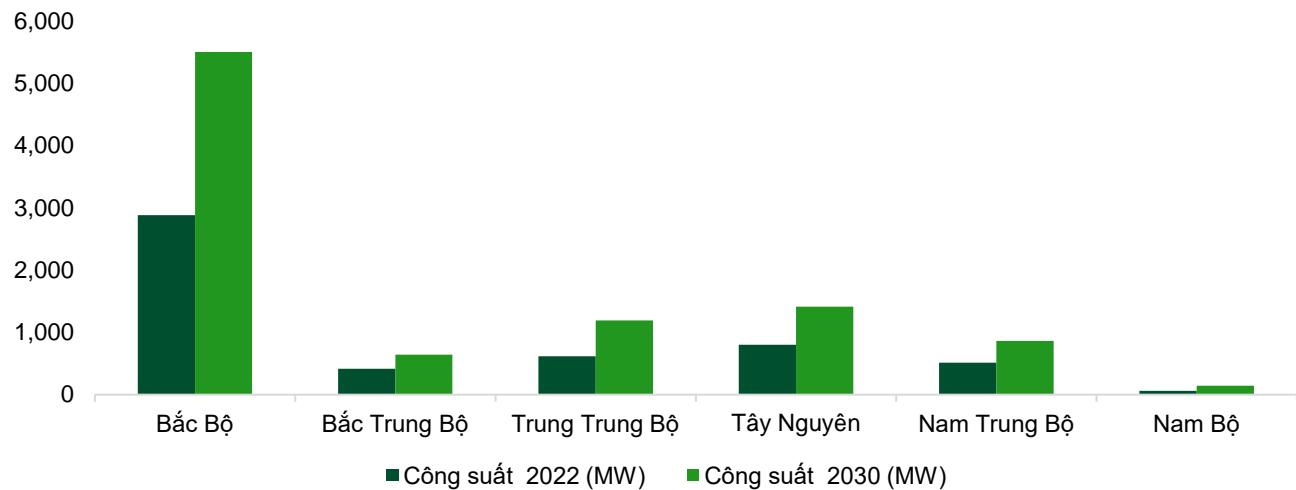
LCOE (USD/kWh)



Đối với lĩnh vực thủy điện, chúng tôi nhận thấy các nhà máy thủy điện nhỏ hiện đang được các chủ đầu tư tích cực triển khai.

- Thủy điện lớn (>30MW):** Thủy điện vừa và lớn hiện đã cạn kiệt tiềm năng khai thác. Theo Kế hoạch thực hiện QHD8, từ 2024-2030 sẽ có thêm khoảng 2GW thủy điện lớn được đưa vào khai thác. Chủ yếu là các dự án mở rộng: Ialy, Hòa Bình, Trị An
- Thủy điện nhỏ (<30MW):** Theo Kế hoạch thực hiện QHD 8, công suất thủy điện nhỏ đến 2030 sẽ tăng thêm 4.5GW (+85% so với hiện tại) tập trung chủ yếu tại khu vực Bắc Bộ. **Một số doanh nghiệp niêm yết sở hữu các dự án nhà máy thủy điện nhỏ đang triển khai là: REE, PC1, GEG**

Công suất thủy điện nhỏ (MW)



Nhà máy thủy điện lớn	Công suất (MW)	Năm vận hành dự kiến	Địa điểm	Tiến độ
Hòa Bình MR	480	2025	Hòa Bình	Đang thi công
Ialy MR	360	2024	Gia Lai	Đang thi công
Trị An MR	200	2027	Đồng Nai	Đang thi công
Mỹ Lý	120	2028	Nghệ An	Đang điều chỉnh chủ trương đầu tư
Hồi Xuân	102	2024	Thanh Hóa	Đang thi công
Yên Sơn	90	2025	Tuyên Quang	Đang thi công
Đăk Mi 1	84	2024	Kon Tum	Đang thi công

Thủy điện nhỏ	Công suất (MW)	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)
Thác Bà 2	18,9	REE	700
Trà Khúc 2	30	REE	1.200
Thượng Hà	13	PC1	400
Bảo Lạc A	30	PC1	1.080
Ea Tih	8	GEG	307

Ngày 30/11/2024, Quốc hội đã thông qua Luật Điện lực (sửa đổi). Chúng tôi cho rằng Luật điện lực có vai trò quan trọng trong định hình khung pháp lý ngành điện. Sau đây là một số nội dung nổi bật:

- ❖ **Chính sách giá điện:** Bảo đảm phản ánh chi phí sản xuất điện kinh doanh hợp lý. Giá bán điện thực hiện theo cơ chế thị trường có điều tiết giá của nhà nước, giảm dần tiến tới xóa bỏ bù chéo giá điện. Cải tiến cơ cấu biểu giá bán lẻ điện bao gồm giá điện có nhiều thành phần.
- ❖ **Điện khí (nội địa và LNG):** Ưu tiên phát triển điện khí trong nước, phát triển nhanh điện khí LNG, đưa điện khí trở thành nguồn cung điện năng quan trọng. Trong đó, cam kết tỷ lệ sản lượng điện tối thiểu được bảo đảm huy động, tính giá điện theo giá nguyên liệu.
- ❖ **NLTT:** Bổ sung nội dung về hợp tác quốc tế, khuyến khích phát triển, quy định về điện mặt trời tự sản tự, tư tiêu thụ, điện gió ngoài khơi.
 - Quy định các loại hình điện tự sản tự tiêu: phục vụ mục đích sinh hoạt của hộ gia đình; phục vụ trụ sở cơ quan hành chính nhà nước; phục vụ cơ sở sản xuất, kinh doanh và được phát sản lượng điện dư lên lưới điện.
 - Quy định về phát triển điện gió ngoài khơi: chi tiết cam kết sản lượng điện được huy động và thời gian thực hiện; thời gian và giá trị miễn, giảm đối với chi phí thuê khu vực biển phục vụ khảo sát lập dự án đầu tư; tỷ lệ sở hữu cổ phần, phần vốn góp của nhà đầu tư nước ngoài trong dự án điện gió ngoài khơi của dự án điện gió ngoài khơi.
- ❖ **Truyền tải điện:** Bổ sung quy định thẩm quyền quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư đến Ủy ban nhân dân cấp tỉnh. Cụ thể, dự án đường dây tải điện đi qua địa giới hành chính của từ 02 tỉnh trở lên có cấp điện áp từ 220 kV trở xuống phân cấp quyết định chủ trương đầu tư đến Ủy ban nhân dân cấp tỉnh.
- ❖ **Điện hạt nhân:** Nhà nước độc quyền đầu tư xây dựng và vận hành các dự án nhà máy điện hạt nhân

Diễn biến giá

Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 20,6-30,8

GTGD bình quân 52T 3.826.848

Vốn hóa (tỷ đồng) 8.707

P/E 42,5x

P/B 1,2x

% NN sở hữu 7,04%

Dự phóng 2024 (tỷ đồng)

Doanh thu thuần 10.084
(+30%)

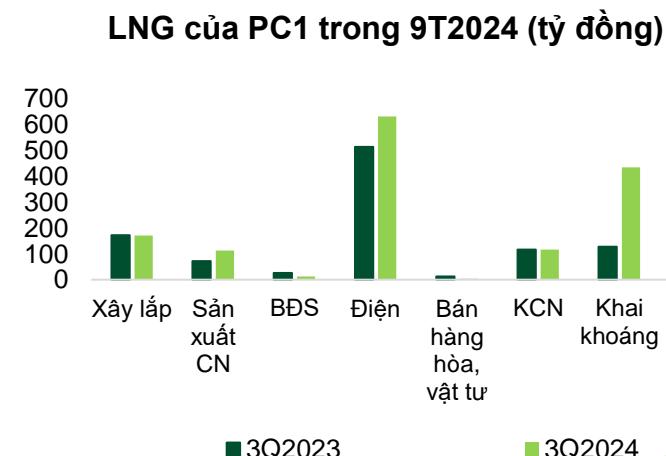
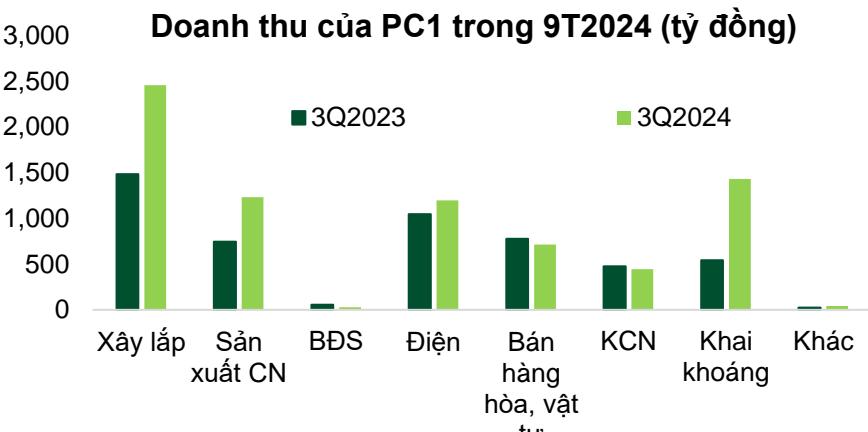
Lợi nhuận sau thuế 678
(+124%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

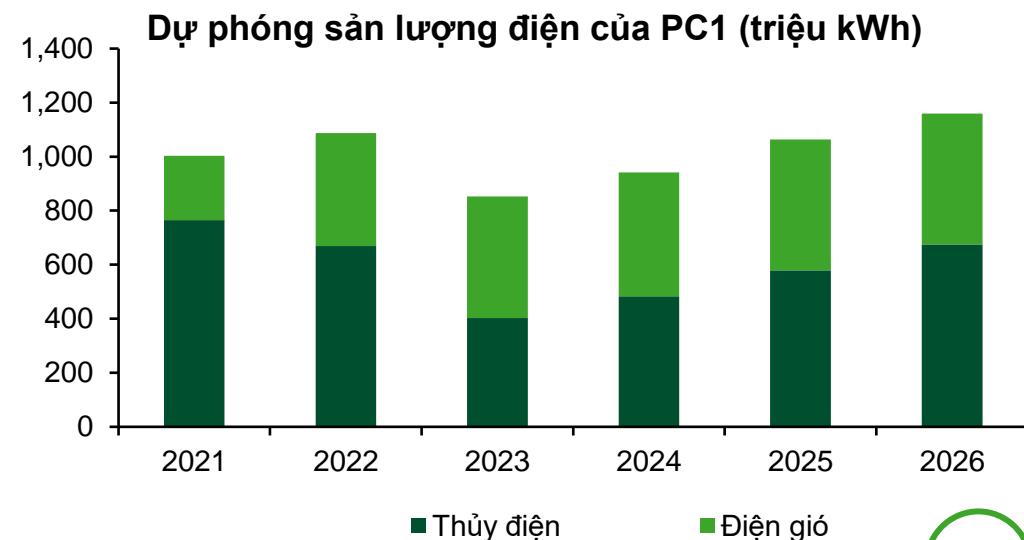
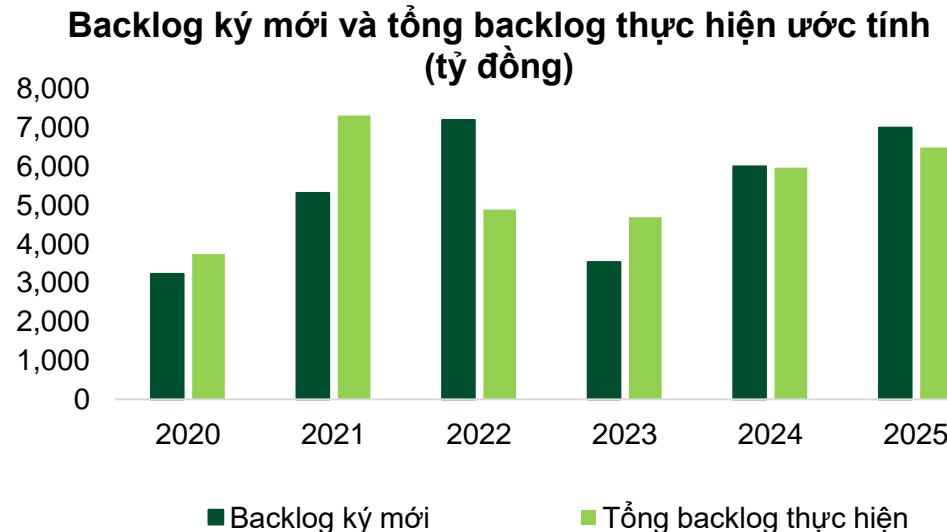
Lũy kế 9T2024, doanh thu của PC1 đạt 7.538 tỷ đồng (+47% YoY, đạt 70% KH), LNST đạt 578 tỷ đồng (gấp 6.2 lần cùng kỳ, đạt 110% KH). Các mảng kinh doanh chính đều tăng trưởng mạnh, cụ thể như sau:

- Xây lắp điện:** Doanh thu đạt 2.457 tỷ đồng (+66% YoY), doanh thu sản xuất công nghiệp đạt 1.229 tỷ đồng (+65% YoY) với khối lượng công việc từ đường dây 500 kV mạch 3.
- Điện:** Doanh thu đạt 1.197 tỷ đồng (+14% YoY) nhờ vào hiện tượng El Nino qua đi và sự vận hành ổn định của các nhà máy điện gió.
- Bán quặng:** Doanh thu đạt 1.431 tỷ đồng (gấp 2.65 cùng kỳ) nhờ hoạt động từ đầu năm trong khi cùng kỳ hoạt động từ Q2/2023, Biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 30%.

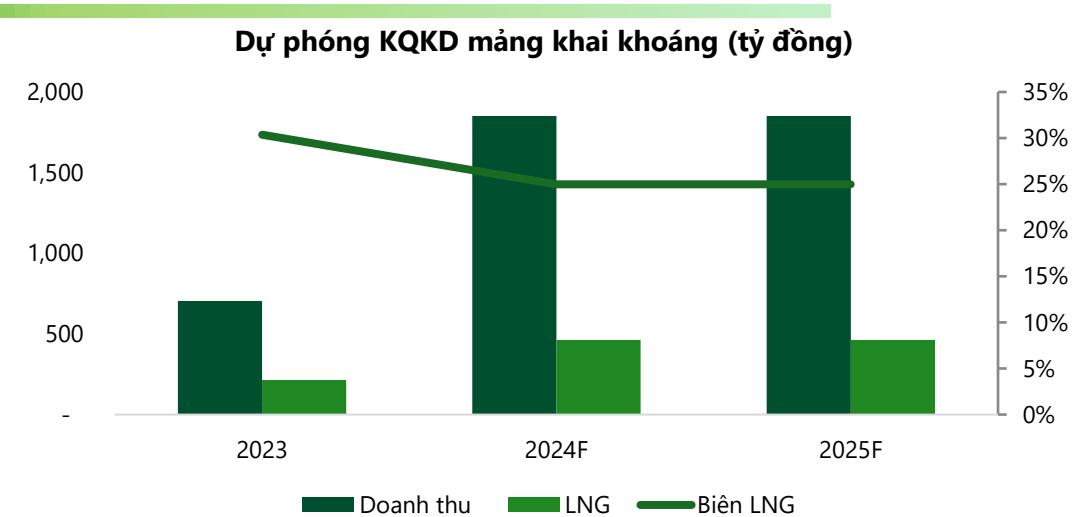
Về chiến lược phát triển: PC1 tiếp tục duy trì chiến lược đa dạng hóa, doanh nghiệp hiện tại đang triển khai dự án BĐS Tháp Vàng – Gia Lâm dự kiến ghi nhận doanh thu từ năm 2025. Cùng với đó, PC1 đặt mục tiêu sê hoàn thiện pháp lý dự án KCN Nomura 2 và triển khai xây dựng 2 nhà máy thủy điện nhỏ mới



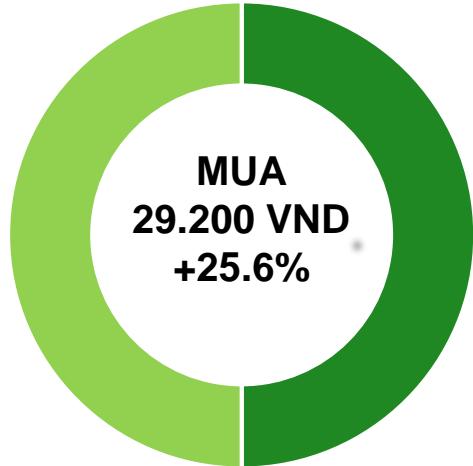
- Mảng xây lắp điện mở rộng sang thị trường quốc tế với lượng backlog duy trì ở mức cao.** Chúng tôi kỳ vọng lượng backlog ký mới trong năm 2025 đạt khoảng 5.000 tỷ đồng với việc PC1 đẩy mạnh phát triển thị trường quốc tế và mảng xây dựng hạ tầng khu công nghiệp.
- Triển vọng phát triển đối với lĩnh vực xây lắp điện và tổng thầu EPC:** Mặc dù việc triển khai các dự án năng lượng tái tạo (NLTT) mới còn gặp nhiều khó khăn nhưng phần việc về xây dựng hệ thống truyền tải sẽ gia tăng khối lượng công việc cho PC1 trong thời gian tới. Đầu tháng 10/2024, PC1 cùng đối tác đã ký hợp đồng tổng thầu EPC Nhà máy điện gió Camarines Sur, công suất 58,5 MW.
- Mảng năng lượng kỳ vọng sẽ hoạt động ổn định trong năm 2025 và bắt đầu tăng trưởng mạnh vào năm 2026 với hai nhà máy thủy điện mới.** Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng mảng năng lượng sẽ có sản khoảng 1.093 triệu kWh (tương đương năm 2024). Trong kịch bản PC1 đưa hai nhà máy thủy điện mới vận hành vào năm 2026, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng khoảng 25% so với hiện tại.



- Doanh thu Niken kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong năm 2025 với sản lượng ước tính khoảng 55.000 tấn với doanh thu khoảng 1.800 tỷ đồng với nhà máy hoạt động ổn định cả năm.** Tính đến hết Q3/2024, PC1 ghi nhận sản lượng đạt khoảng 44.500 tấn tần đem về 1.431 tỷ đồng đồng doanh thu với biên lợi nhuận gộp khoảng 30%. Lưu ý rằng mảng khai khoáng Nickel của PC1 có biên lợi nhuận biến động tương đối lớn do phụ thuộc và hàm lượng quặng Nickel trong quặng thô khai thác được.
- Mảng BDS dân dụng và KCN có các dự án mới triển vọng:** Trong năm 2025 dự kiến Western Pacific (WP) sẽ tiếp tục bàn giao KCN Yên Phong 2A và bắt đầu bàn giao CCN Yên Lệnh. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê tại khu vực này khoảng từ 80-86 USD/m²/chu kỳ thuê và WP bàn giao khoảng 10ha trong năm 2025. Ngoài ra, PC1 đang tích cực hoàn thiện pháp lý dự án KCN Nomura 2 để triển khai trong năm 2025.
- Đối với mảng BDS dân dụng, PC1 dự kiến sẽ triển khai dự án Tháp Vàng – Gia Lâm (1.6ha) tại Hà Nội, PC1 kỳ vọng doanh thu của dự án khoảng 1.500 tỷ sẽ bắt đầu ghi nhận từ năm 2025. Bên cạnh dự án Tháp Vàng, PC1 vẫn còn các dự án khác gồm có: PC1 Thăng Long, PC1 Định Công, PC1 Vĩnh Hưng, PC1 Yên Thường**

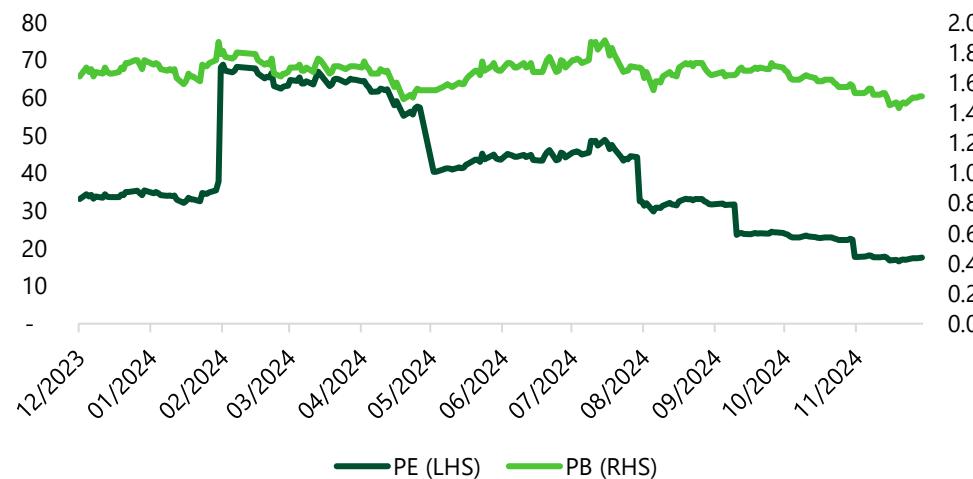


KCN/CCN	Chủ đầu tư	Tổng diện tích (ha)	Diện tích (ha)	Capex (tỷ VND)	Giá thuê ước tính (USD/m ²)
Yên Phong 2A	WP	159	101.6	1830	170
Yên Lệnh	WP	69	45	624	80-85
Nomura	PC1	153	123		
KCN	Chủ đầu tư	Tổng diện tích (ha)	Capex (tỷ VND)	Tiến độ	
Đồng Văn 5 GĐ1	WP	237	2911	Đã được duyệt Chủ trương đầu tư	
Yên Lư mở rộng GĐ1	WP	120	1543	Đã được duyệt Chủ trương đầu tư	
Nomura 2	PC1	200	N/A	Đã được ban hành quy hoạch 1/2.000,	



■ DCF ■ SOTP

Lịch sử định giá



DỰ PHÓNG

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	7.775	10.084	10.998
+/-yoY (%)	-7%	30%	9%
LNST	303	678	1.010
+/- %	-44%	124%	49%
EPS (đồng/cổ phiếu)	405	1.326	1.719

Giá định

- Backlog ký mới kỳ vọng đạt khoảng 5.000 tỷ đồng trong năm 2025 nhờ sự đóng góp của thị trường quốc tế
- Mảng năng lượng và khai khoáng hoạt động ổn định trong năm 2025

Rủi ro

- Rủi ro thời tiết ảnh hưởng đến sản lượng của mảng điện
- Nhu cầu xây lắp và tiến độ không đạt kỳ vọng
- Giá và sản lượng Niken thấp hơn dự phỏng
- Tốc độ cho thuê và giá BĐS KCN không đạt kỳ vọng.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu PC1 ở mức 29.200 đồng/cp như trong "Báo cáo cập nhật PC1 ngày 19.11.2024" mà chúng tôi đã công bố.

Diễn biến giá



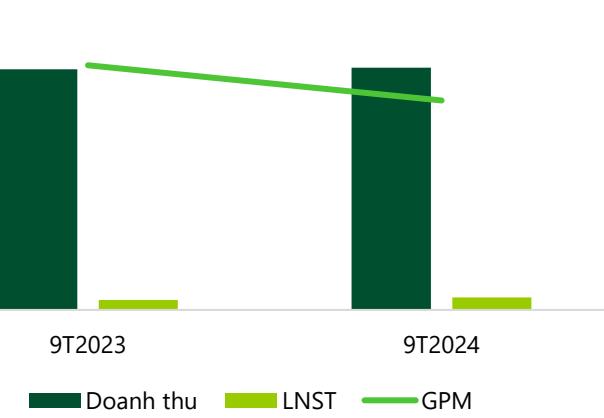
Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm	10,5-11,4
GTGD bình quân 52T	6.720.601
Vốn hóa (tỷ đồng)	26.814
P/E	32,3x
P/B	10,2x
% NN sở hữu	3,63%
Dự phóng 2024 (tỷ đồng)	
Doanh thu thuần	30.248 (+7)
Lợi nhuận sau thuế	1.531 (+19%)

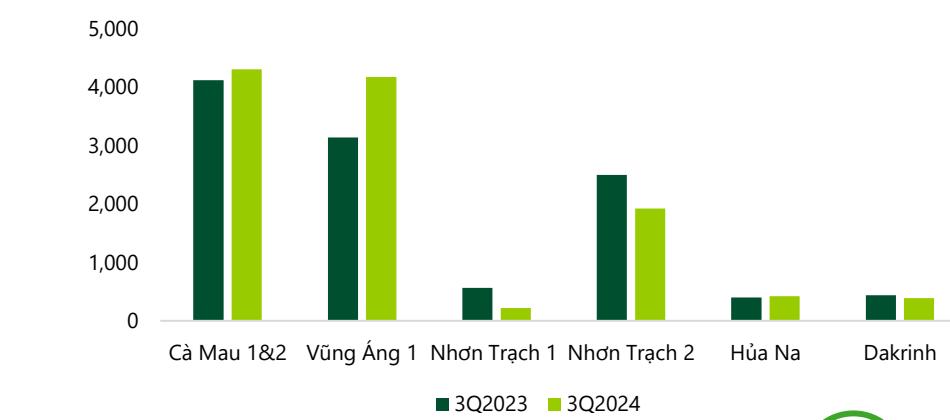
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- Trong tháng 10, POW ghi nhận doanh thu tăng nhẹ 1% YoY lên mức 2.194 tỷ đồng, sản lượng đạt 1.275 triệu kWh (+13% YoY), hầu hết các nhà máy vận hành đảm bảo Qc được giao, sản lượng thủy điện Hủa Na và Đakrinh tăng mạnh lần lượt 25% YoY và 56% YoY nhờ thủy văn thuận lợi
- Lũy kế 9T2024, doanh thu của POW đạt 21.686 tỷ đồng (+0.7% YoY), LNST đạt 1.111 tỷ đồng (+26% YoY), sản lượng điện đạt 11,4 tỷ kWh (+2% YoY) các nhà máy điện khí NT1 và NT2 lần lượt giảm 61% YoY và 23% YoY, nhà máy điện than Vũng Áng 1 có sản lượng tăng mạnh 33% YoY duy trì sản lượng của POW đi ngang. LNST của POW có sự cải thiện đến từ việc ghi nhận lãi tỷ giá và giảm chi phí lãi vay.
- Về chiến lược phát triển:** POW tập trung phát triển điện LNG với dự án NT3&4 dự kiến vận hành trong năm 2025. Bên cạnh NT3&4, POW cũng góp 30% vốn điều lệ dự án điện LNG Quảng Ninh. Ngoài ra, POW hiện đã thí điểm trạm sạc xe điện đầu tiên tại Hà Nội, doanh nghiệp đang đặt kỳ vọng phát triển 1.000 trạm sạc đến năm 2035.

KQKD của POW (tỷ đồng)



Sản lượng điện của các nhà máy (Triệu kWh)

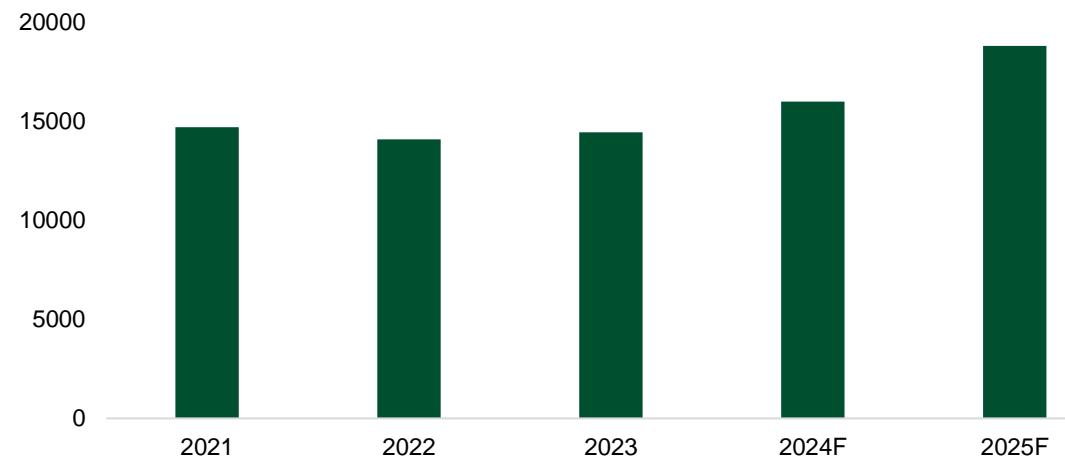


❖ **Dự án Nhơn Trạch 3-4 đi vào vận hành sẽ là yếu tố giúp sản lượng và doanh thu của POW tăng trưởng.** Theo kế hoạch của POW, NT3 và NT4 lần lượt vận hành thương mại vào tháng 6/2025 và tháng 9/2025. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng năm 2025 của POW sẽ đạt khoảng 18.7 tỷ kWh (+18% YoY) nhờ vào các nhà máy hiện tại hoạt động ổn định và NT3&4 đi vào hoạt động đúng kế hoạch

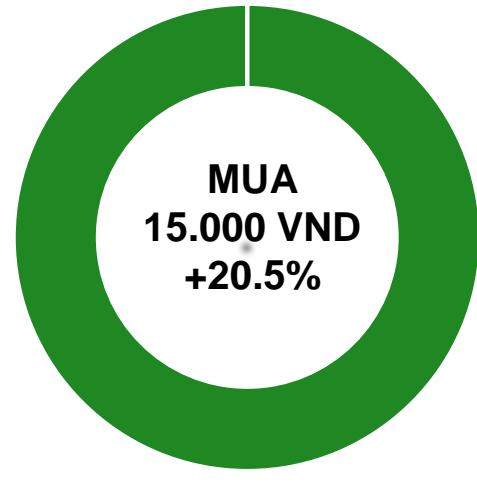
❖ **POW có thể ghi nhận 1.000 tỷ đồng bồi thường bảo hiểm gián đoạn sản xuất kinh doanh do dự cõi tại nhà máy Vũng Áng 1 giai đoạn năm 2024-2025.** Theo thông tin của POW, chi phí bồi thường sửa chữa sự cố trên 600 tỷ, giá trị bồi thường gián đoạn kinh doanh trên 300 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng POW sẽ ghi nhận 1.000 tỷ đồng vào năm 2025.

❖ **Sản lượng tại NT2 được cải thiện sau giai đoạn thấp điểm của năm 2024 khi NSMO giảm huy động và nguồn cung khí giảm.** Trong năm 2025, NT2 có một số điểm tích cực: (1) 2 nhiệt điện BOT Phú Mỹ 3 và BOT Phú Mỹ 2.2 được đề xuất chuyển giao cho EVN sau năm 2024/2025 và không còn được ưu tiên đảm bảo nguồn khí đầu vào (2) NT2 có hợp đồng cam kết bao tiêu 785 triệu m³ khí hằng năm với GAS. Tuy nhiên, nguồn cung khí cho nhóm nhà máy điện tại ĐNB trong năm 2025 chỉ khoảng 2 tỷ m³ là rủi ro có thể khiến cho sản lượng của NT1 và NT2 không đạt kỳ vọng.

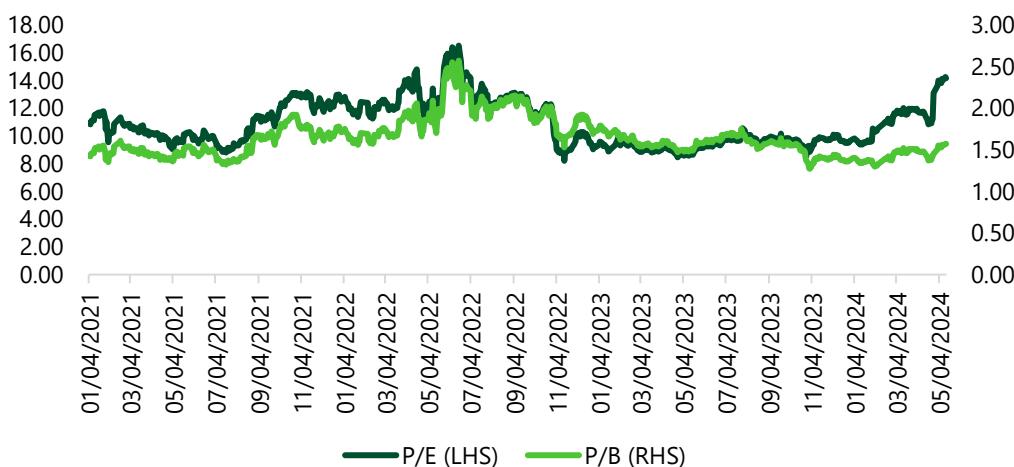
Sản lượng dự phóng của POW (triệu kWh)



Hạng mục	Tiến độ NT3 &NT4
Hợp đồng mua bán điện PPA	Ngày 04/10/2024, POW và EVNEPTC đã ký kết Hợp đồng mua bán điện PPA.
Hợp đồng mua bán khí (GSA)	POW và PV GAS đã cơ bản hoàn thành đàm phán các điều khoản và nội dung của Hợp đồng GSA, dự kiến ký kết hợp đồng vào tháng 12/2024
Thời điểm COD dự kiến	<ul style="list-style-type: none"> NT3 dự kiến vận hành thương mại vào tháng 6/2025. NT4 dự kiến vận hành thương mại vào tháng 9/2025.



■ DCF

Lịch sử định giá**DỰ PHÓNG**

(Đơn vị: Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	28.329	30.248	38.269
+/-yoY (%)	0%	7%	27%
LNST	1.283	1.531	1.838
+/- %	-50%	19%	20%
EPS (đồng/cổ phiếu)	443	529	635

Giá định

- Kỳ vọng sản lượng nhiệt điện được huy động ở mức cao từ đầu năm 2025 với nhu cầu điện tăng cao
- Giá than đầu vào neo ở vùng cao do tỷ lệ trộn than nhập ngày càng lớn.

Rủi ro

- Rủi ro về nguồn cung khí đầu vào do nguồn khí đầu vào không ổn định và liên tục suy giảm qua các năm tại khu vực Đông Nam Bộ.
- Biến động giá nguyên liệu đầu vào.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và vẫn giữ giá mục tiêu POW ở mức 15.000 đồng/cp như trong "Báo cáo ngành điện 1H2025" mà chúng tôi đã công bố.

SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP

HPG – 32.000 (+15.9%)

DGC – 129.000 (+12.0%)

FPT – 174.523 (+19.0%)



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm 24.200 – 29.600

GTGD bình quân 52T 22.508.910

Vốn hóa (tỷ đồng) 172.698

P/E 13.26x

P/B 1.54x

% NN sở hữu 21,71%

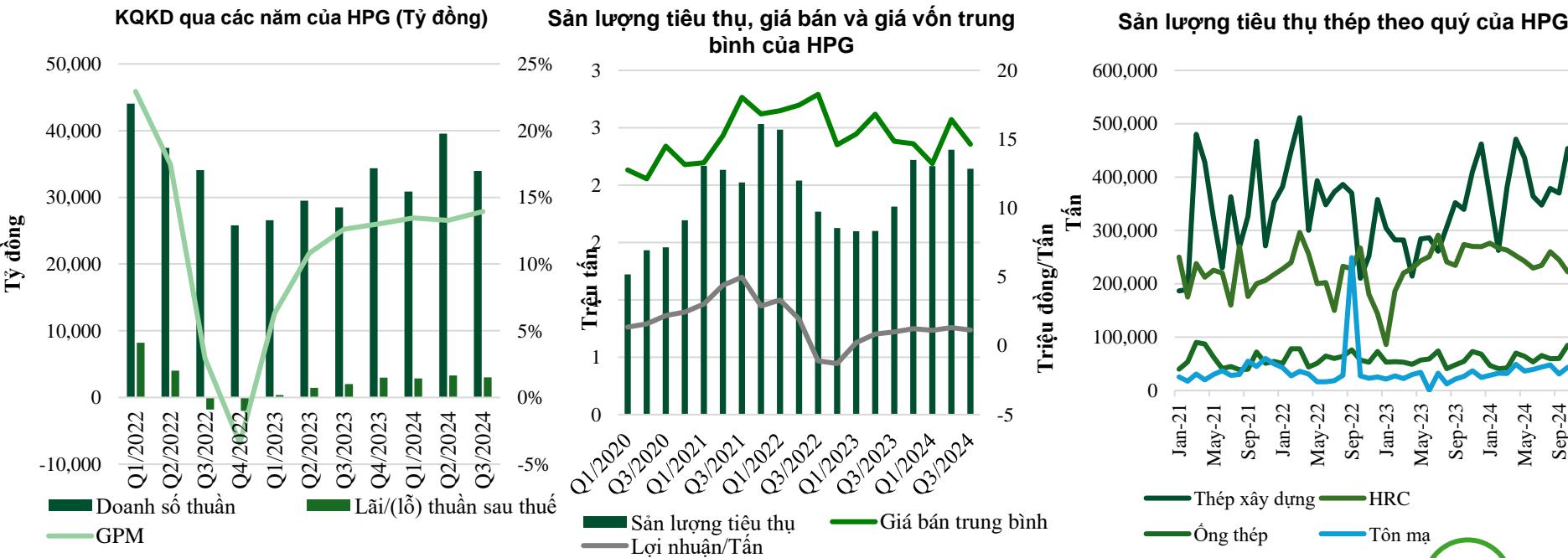
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)

Tổng doanh thu 135.415

Lợi nhuận sau thuế 17.373

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

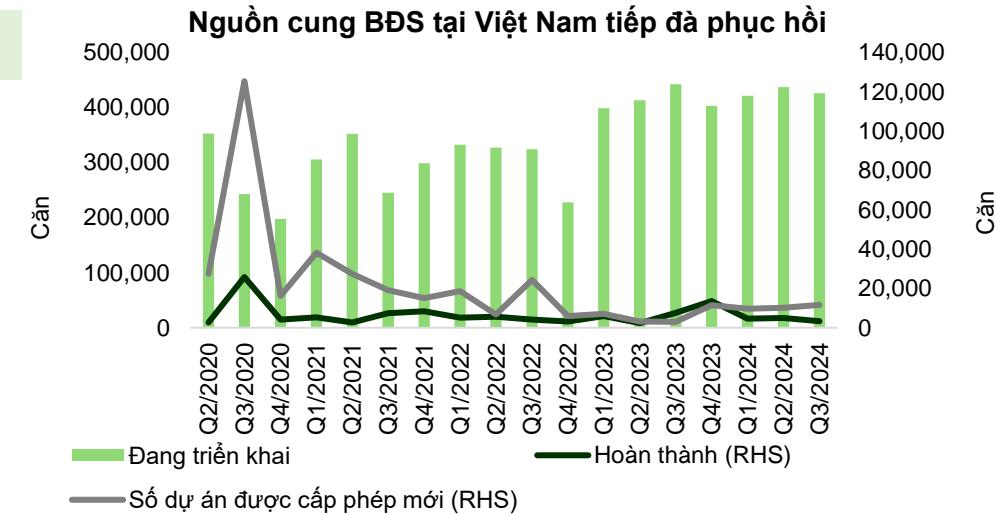
- HPG là nhà sản xuất thép lớn nhất Việt Nam với các dòng sản phẩm chủ lực như thép xây dựng, thép HRC, tôn mạ và ống thép. HPG nắm giữ khoảng trên 40% thị phần thép xây dựng, 30% thị phần ống thép, 32% thị phần thép HRC.
- KQKD Q3.2024:** HPG tiếp tục ghi nhận KQKD phục hồi với doanh thu đạt 33.956 tỷ đồng (+20% yoy), lợi nhuận đạt 3.023 tỷ đồng (+51% yoy). Mảng kinh doanh thép có sự chậm lại trong Q3.2024 do vào mùa mưa và bão Yagi tuy nhiên mảng BĐS và nông nghiệp giúp lợi nhuận neo được ở mức 3.000 tỷ đồng. Sản lượng tiêu thụ của thép xây dựng tăng trưởng mạnh trở lại trong khi sản lượng tiêu thụ thép HRC cho thấy sự hụt hơi do 1) Thị trường EU giảm nhập khẩu và tăng cường các biện pháp bảo hộ; 2) Thép HRC giá rẻ Trung Quốc tiếp tục đổ vào Việt Nam trước khi thuế CBPG được chính thức đưa ra.



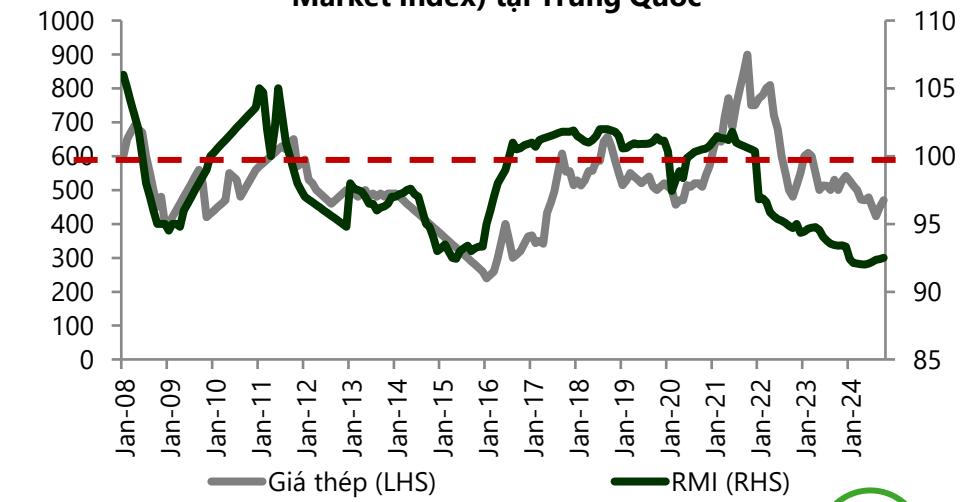
Nguồn: HPG, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ❖ **Ngành thép hồi phục theo sự hồi phục của thị trường bất động sản nội địa:**
 - Thị trường bất động sản trong nước sau nhiều chính sách hỗ trợ của Chính phủ và mặt bằng lãi suất thấp đã có dấu hiệu phục hồi đáng kể so với giai đoạn đóng băng trước đó với sự cải thiện của nguồn cung BDS tại khu vực phía Bắc và phía Nam. Số lượng dự án đang triển khai tại Việt Nam tiếp tục duy trì ở mức cao và hỗ trợ cho tiêu thụ thép nội địa.
- ❖ **Triển vọng giá thép thế giới tạo đáy và bắt đầu chu kỳ đi lên:**
 - Triển vọng lãi suất hạ trên toàn thế giới giúp kích thích thị trường nhà ở tại các quốc gia đối tác chủ lực của Việt Nam như Mỹ, Châu Âu và đặc biệt là Trung Quốc với biện pháp kích thích lớn nhất từ đại dịch. VCBS cho rằng, nhu cầu cho ngành thép Trung Quốc đã tạo đáy và có nhiều động lực phục hồi và kích thích giá thép tăng trong năm tới.
- ❖ **Động lực từ đại dự án Dung Quất 2.**
 - Sau khi dự án hoàn thành và hoạt động hết công suất sau 2-3 năm, quy mô doanh thu của tập đoàn có thể duy trì ở mức 175.000-200.000 tỷ đồng/năm với LNST ước tính khoảng 20.000 tỷ đồng-25.000 tỷ đồng. VCBS cho rằng thời điểm HPG đưa nhà máy Dung Quất 2 vào hoạt động cũng khá trùng khớp với thời điểm quyết định áp thuế CBPG với thép HRC Trung Quốc

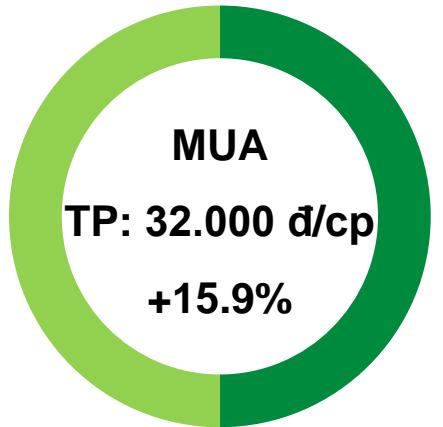


Tương quan giữa giá thép và chỉ số RMI (Real Estate Market Index) tại Trung Quốc



Nguồn: HLD, VCBS

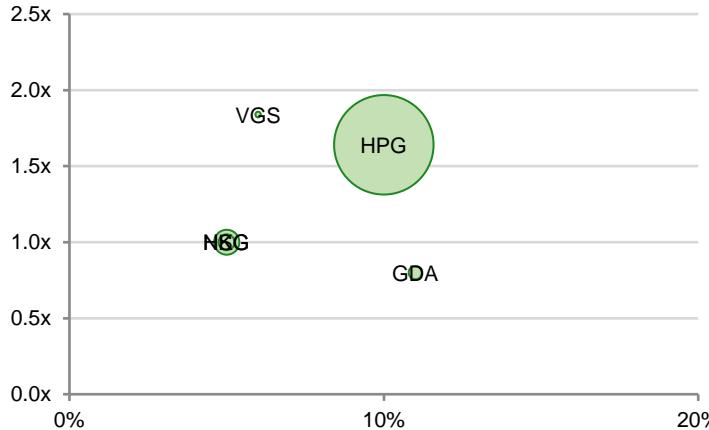
ĐỊNH GIÁ



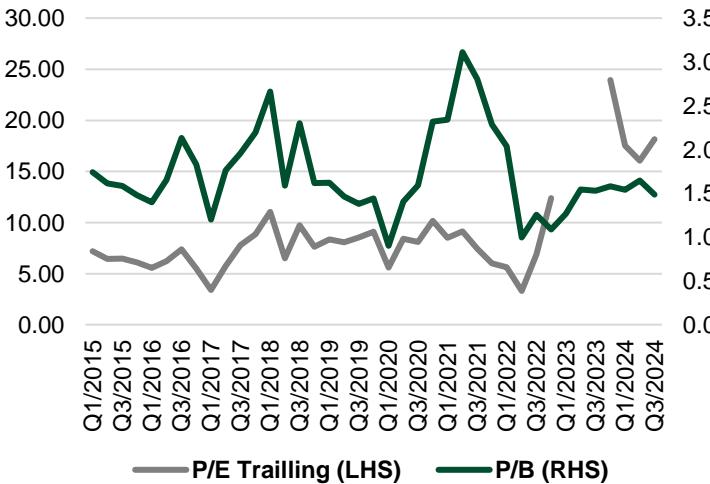
DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	118.953	135.415	155.585
+/- <i>yoY (%)</i>	-15,88%	13,84%	14,89%
Lợi nhuận sau thuế	6.800	12.069	17.373
+/- <i>yoY (%)</i>	-19,46%	77,47%	43,95%
EPS (VND/cổ phiếu)	8.942	14.410	17.434

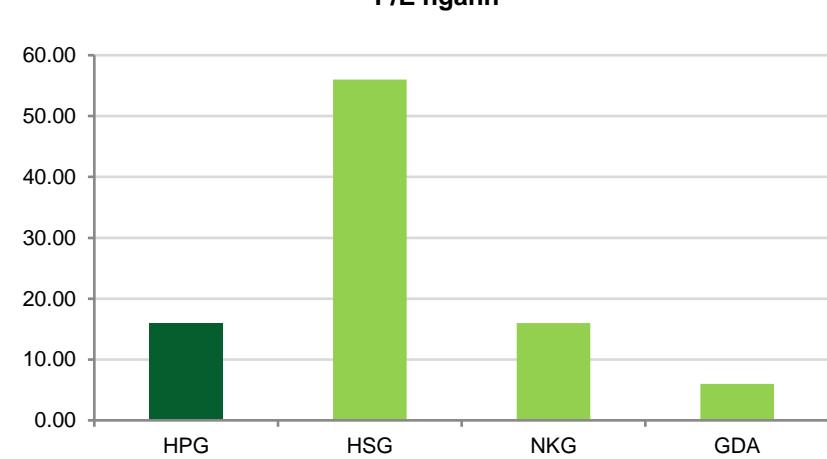
Tương quan P/B và ROE



Lịch sử định giá của HPG



P/E ngành



Diễn biến giá



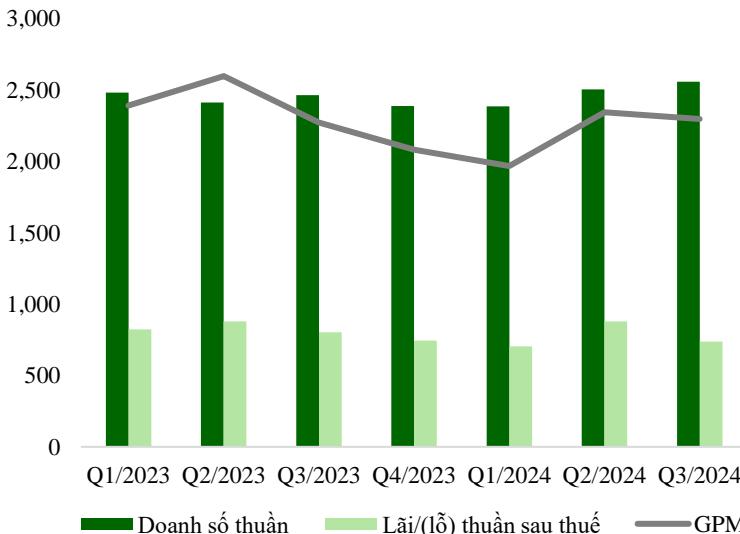
Thông tin cổ phiếu

Biên động 1 năm	85.700 – 128.300
GTGD bình quân 52T	2.428.913
Vốn hóa (tỷ đồng)	41.775
P/E	13.94x
P/B	2.9x
% NN sở hữu	17,57%
Dự phóng KQKD 2025 (tỷ đồng)	
Tổng doanh thu	13.068
Lợi nhuận sau thuế	4.152

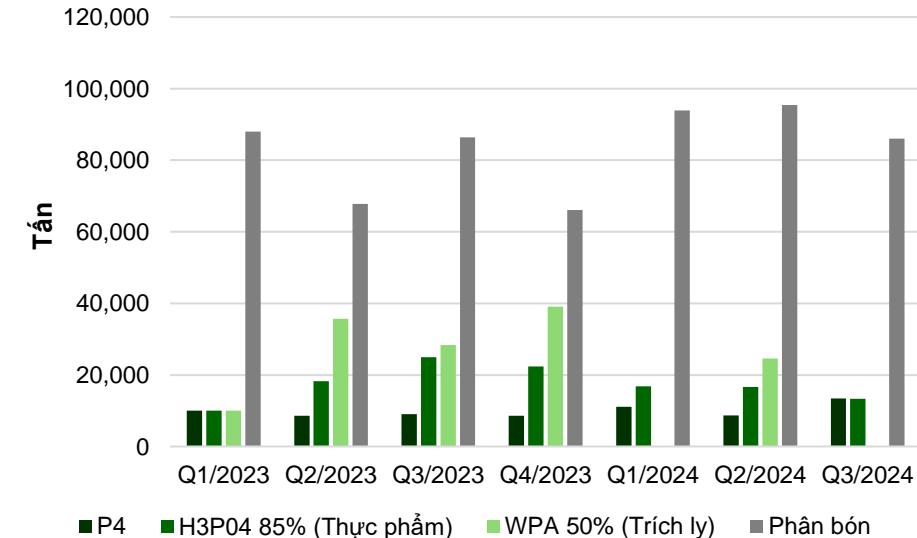
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- ➡ DGC là nhà sản xuất P4 và các dẫn xuất như Acid Photphoric, Phân bón, Bột giặt.... Trong đó công suất sản xuất và sản lượng xuất khẩu P4 của DGC lớn nhất cả nước. Các đối tác chính của DGC tới từ Nhật Bản, Hàn Quốc và ASEAN. DGC liên tục phát triển các dòng sản phẩm mới để bắt kịp với xu hướng của ngành bán dẫn, ngành sản xuất pin trên thế giới.
- ➡ **KQKD Q3.2024:** DGC ghi nhận sự phục hồi khi doanh thu đạt 2.558 tỷ đồng (+4% YoY), lợi nhuận đạt 738 tỷ đồng (-8% YoY). Mảng kinh doanh P4 và Acid cho thấy sự phục hồi chậm trong khi mảng kinh doanh phân bón thuận lợi giúp doanh thu của DGC duy trì phục hồi tuy nhiên lợi nhuận thấp do GPM mảng phân bón thấp hơn. Tuy nhiên, tình hình tiêu thụ P4 diễn ra tích cực hơn trong Q3 do thời điểm cuối năm các khách hàng lớn đẩy mạnh nhập hàng khi HTK duy trì ở mức thấp giúp doanh thu tăng so với quý trước.

KQKD qua các năm của DGC (Tỷ đồng)



Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm của DGC



Nguồn: HPG, VCBS tổng hợp

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Sản lượng và giá P4 tạo đáy trước kỳ vọng nhu cầu chất bán dẫn phục hồi

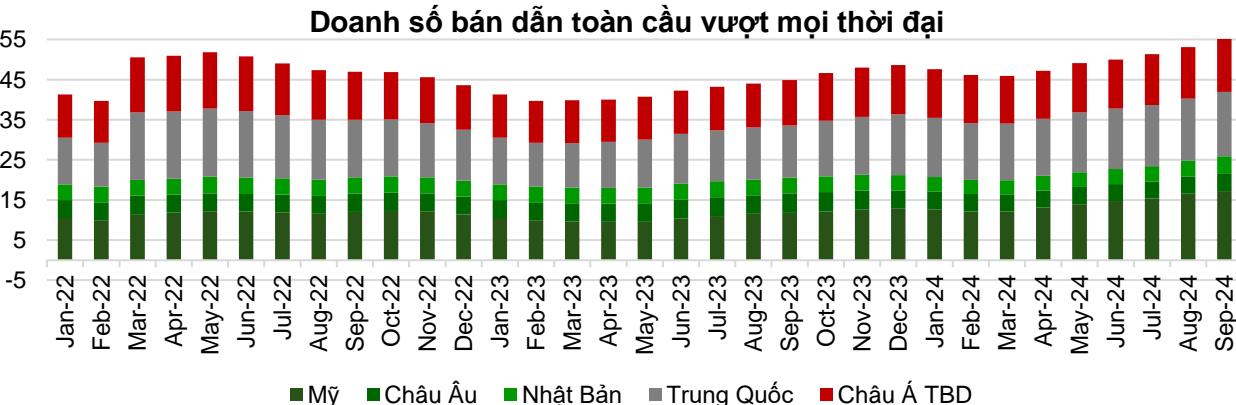
- Kết quả kinh doanh phục hồi của DGC sẽ phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của ngành bán dẫn, đặc biệt là ngành bán dẫn tại Nhật Bản – quốc gia đang có sự phục hồi với tốc độ nhanh, doanh số bán dẫn tại quốc gia này được dự báo sẽ ghi nhận phục hồi mạnh vào cuối năm 2024.

❖ Sản lượng xuất khẩu P4 của DGC trong tháng 7 và tháng 8/2024 phục hồi mạnh mẽ

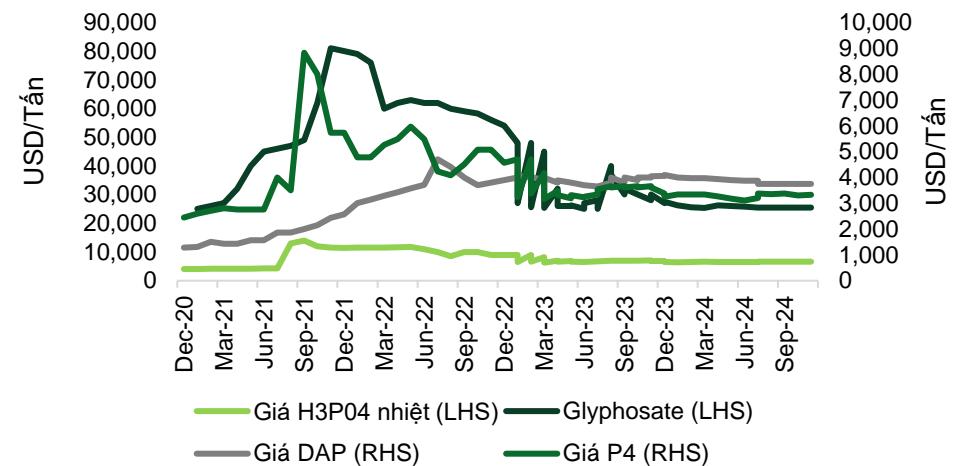
- Sản lượng xuất khẩu P4 của DGC trong tháng 7 và tháng 8/2024 phục hồi mạnh mẽ đạt khoảng 4.700-4.800 tấn/tháng (+160% yoy và mom). Trong đó các thị trường chủ lực như Nhật Bản, Hàn Quốc, UAE.. dẫn đầu đà tăng trưởng. Đặc biệt chúng tôi thấy được đà phục hồi mạnh mẽ tại thị trường Nhật Bản, trong đó tiêu biểu là khách hàng lâu năm của DGC là Mitsubishi với doanh số bán hàng cho thấy sự tăng trưởng trở lại sau thời gian dài trì trệ.

❖ Động lực từ chuỗi đại dự án Chlor – alkali – Vinyl cuối năm 2024 bắt đầu khởi công.

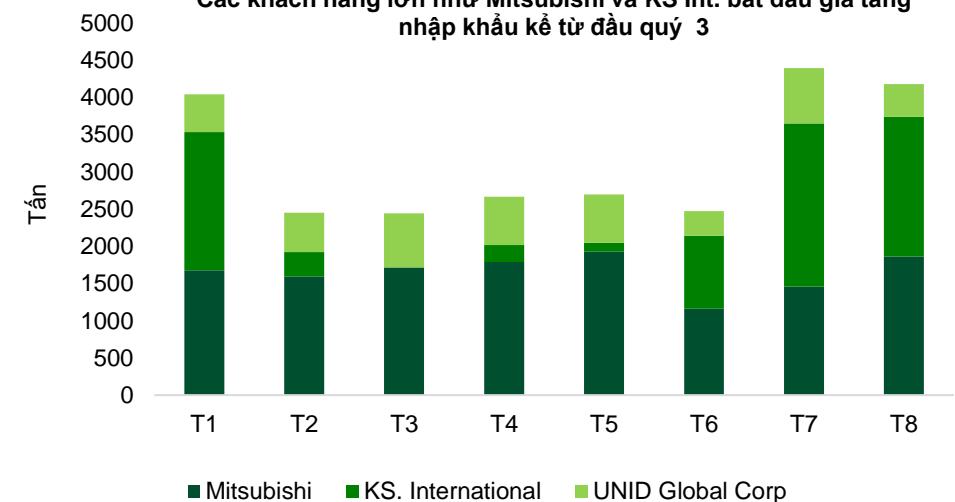
- Dự án sản xuất Chlor-alkali-Vinyl Nghi Sơn Giai đoạn 1 đã được dời sang Q4/2024 khởi công. Dự án này giúp DGC có thể đạt được 1.500-2.000 tỷ đồng doanh thu và 200-250 tỷ đồng LNST.



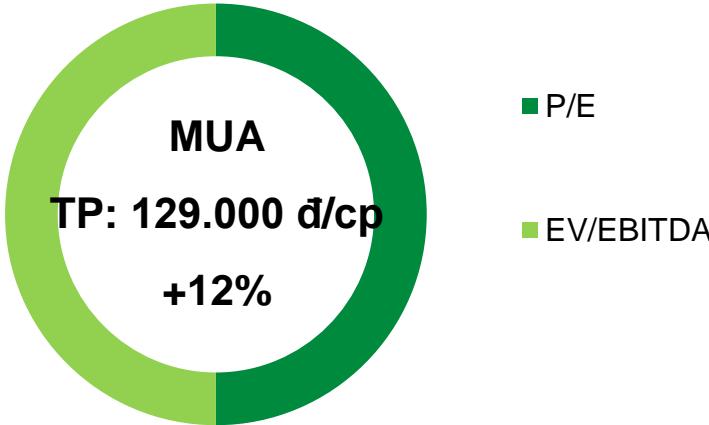
Giá P4 và các dẫn xuất chính



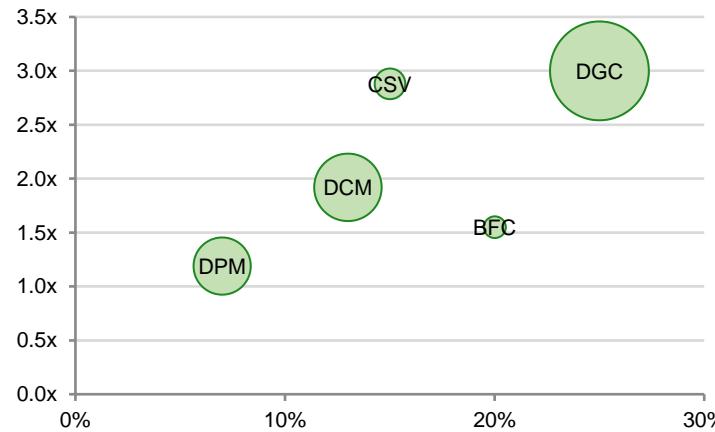
Các khách hàng lớn như Mitsubishi và KS Int. bắt đầu gia tăng nhập khẩu kể từ đầu quý 3



ĐỊNH GIÁ



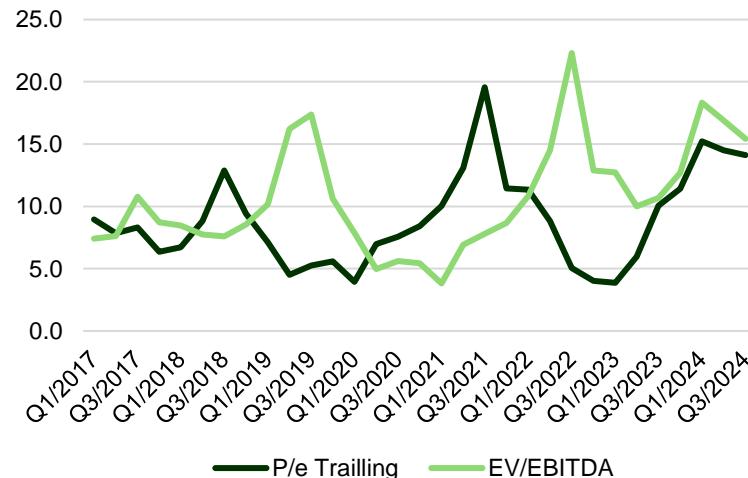
Tương quan P/B và ROE



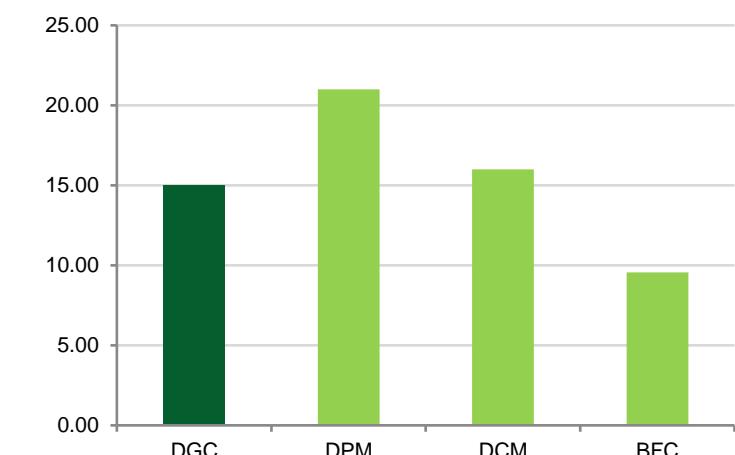
DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	9.748	10.074	13.068
+/- <i>yoY (%)</i>	-32,51%	3,34%	29,73%
Lợi nhuận sau thuế	3.100	3.176	4.152
+/- <i>yoY (%)</i>	-44,05%	2,45%	34%
EPS (VND/cổ phiếu)	7.673	8.364	10.935

Lịch sử định giá của DGC



P/E ngành



Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Biến động 1 năm 80.6 – 149.5

GTGD bình quân 52T 3.893.302

Vốn hóa (tỷ đồng) 216.247

P/E 26,45x

P/B 6,17x

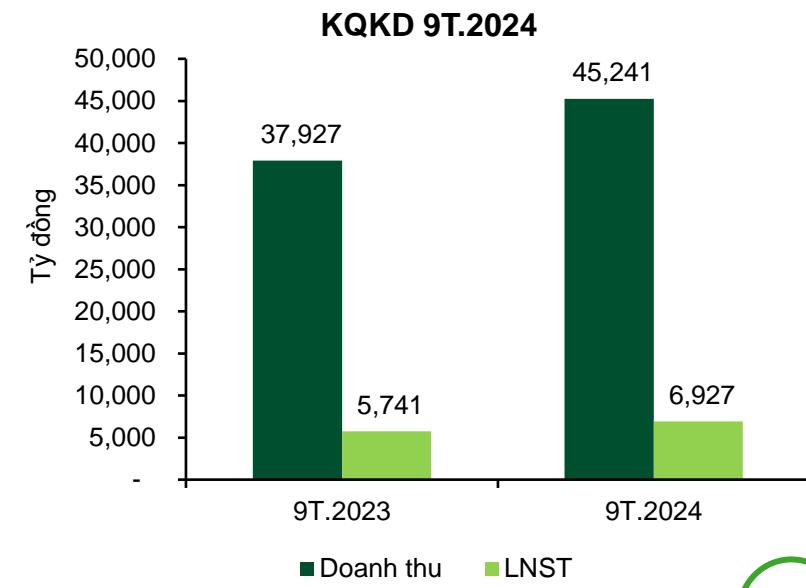
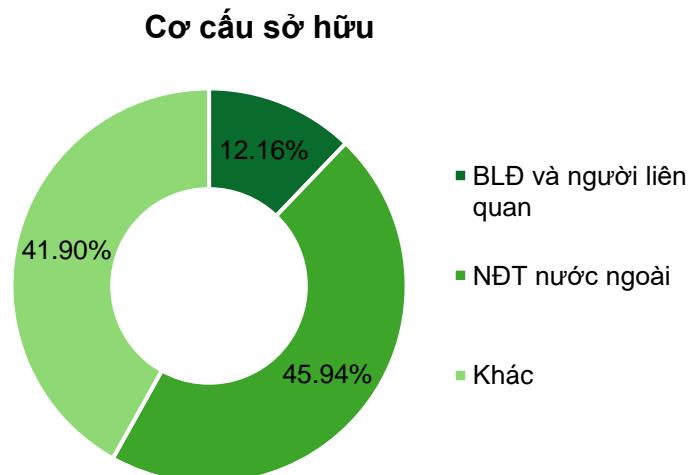
% NN sở hữu 45,98%

Đại phỏng 2025 (tỷ đồng)

Doanh thu 79.293
(+25,92%)Lợi nhuận sau thuế 11.980
(+25,28%)

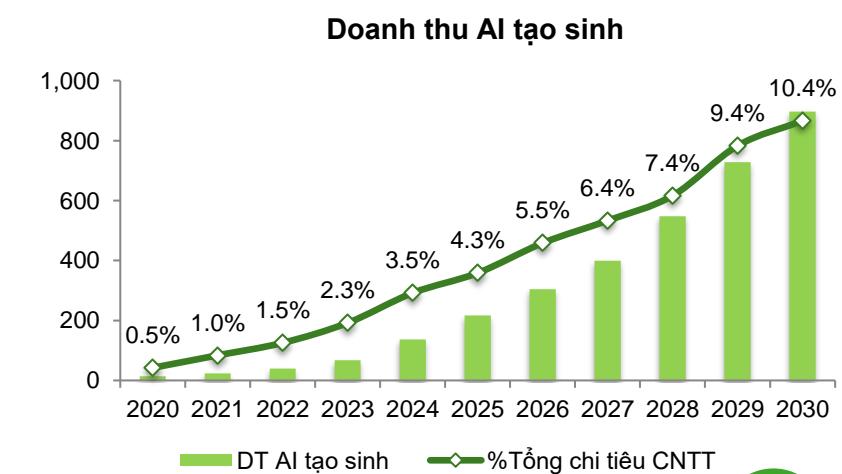
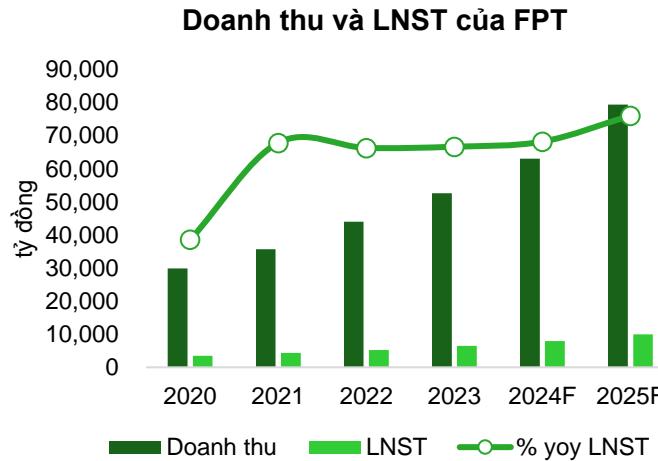
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

- FPT là công ty công nghệ hàng đầu Việt nam với 3 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là Công nghệ, Viễn thông và Giáo dục. Công ty duy trì tốc độ tăng trưởng nhanh về lợi nhuận trong những năm gần đây (trung bình 20%/năm) và liên tục mở rộng hoạt động trên thị trường toàn cầu với sự hiện diện tại 30 quốc gia và vùng lãnh thổ.
- Cổ đông:** BLĐ và người liên quan nắm giữ 12,2%, nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ 45,9%.
- KQKD 9T.2024:** FPT ghi nhận doanh thu đạt **45.241 tỷ đồng (+19,3% yoy)**, LNST hợp nhất đạt 6.927 tỷ đồng (+20,6% yoy). Trong đó: Mảng dịch vụ CNTT đóng góp 27.964 tỷ đồng doanh thu (+ 24,2% yoy) và 3.812 tỷ đồng LNTT (+21,9% yoy); Mảng giáo dục & đầu tư đóng góp 4.477 tỷ đồng doanh thu (+20,3% yoy) và 1.633 tỷ đồng LNTT (+21,7% yoy); Mảng viễn thông đóng góp 12.800 tỷ đồng doanh thu (+9,5% yoy) và 2.666 tỷ đồng LNTT (+16,0% yoy).

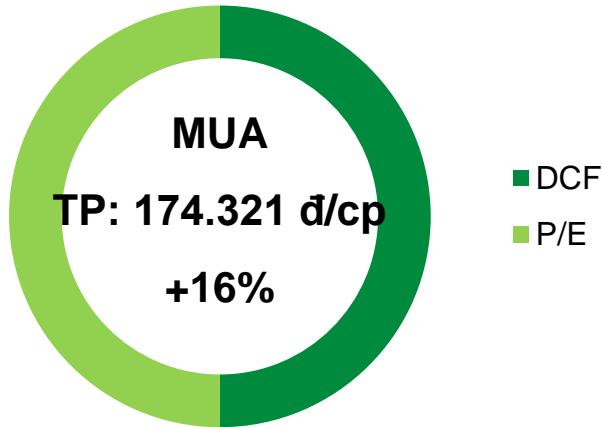


VỮNG VÀNG TĂNG TRƯỞNG

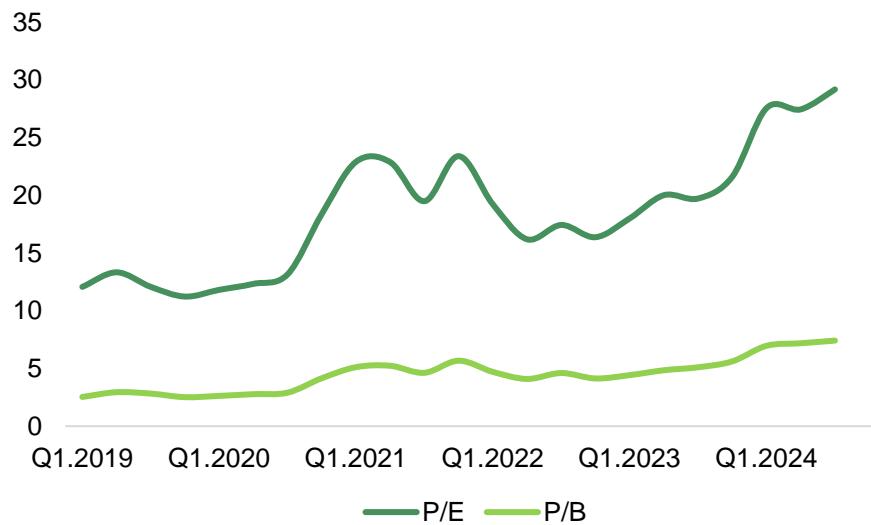
- ❖ **Mảng CNTT toàn cầu là động lực tăng trưởng chính.** Mảng CNTT toàn cầu có triển vọng đạt mức tăng trưởng 30%/năm trong giai đoạn 2025-2027 nhờ: (1) Tăng cường ứng dụng AI và xu hướng dịch chuyển lưu trữ dữ liệu trên nền tảng Cloud, (2) Nhu cầu đầu tư vào CNTT mạnh mẽ cùng với xu hướng chuyển dịch khỏi các nhà cung cấp Trung Quốc đến từ Nhật Bản và gia tăng doanh thu tại thị trường Mỹ (trong đó FPTsoftware vừa ký kết hợp đồng trị giá 225 triệu USD với một khách hàng Mỹ), (3) Doanh thu ký mới duy trì tăng trưởng tích cực.
- ❖ **Việc hợp tác toàn diện với NVIDIA để thúc đẩy phát triển mảng Trí tuệ nhân tạo (AI) và điện toán đám mây trên toàn cầu** được kỳ vọng sẽ tạo động lực tăng trưởng doanh thu dài hạn.
- ❖ **Mảng viễn thông - nền tảng vững chắc.** Mặc dù chiếm tỷ trọng thấp nhất trong cơ cấu doanh thu mảng viễn thông, mảng trung tâm dữ liệu (TTDL) sở hữu động lực lớn và biên lợi nhuận cao. TTDL mới tại TP. HCM dự kiến sẽ được ra mắt vào năm 2025 với công suất 3.600 racks (gấp đôi công suất hiện tại). Trong dài hạn, mảng viễn thông được kỳ vọng sẽ quay trở lại mức tăng trưởng 2 chữ số đến từ mảng FPT Play với xu hướng phát triển của truyền hình internet.
- ❖ **Mảng giáo dục nhiều tiềm năng tăng trưởng với doanh thu ước tính hàng năm có thể đạt 30%/năm** đến từ các động lực: (1) Mô hình đào tạo độc đáo thông qua các chương trình chuyên môn về công nghệ và chất bán dẫn tại các cấp thuộc hệ K-12, đầu ra đảm bảo; (2) Mở rộng quy mô giáo dục K-12 ở các tỉnh/thành phố.



Định giá



Lịch sử định giá



DỰ BÁO KQKD

(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024F	2025F
Doanh thu	52.618	62.972	79.293
+/-yoY (%)	19,56%	19,68%	25,92%
LNST	7.792	9.563	11.980
+/- %	20,33%	22,72%	25,28%
EPS (đồng/cổ phiếu)	5.095	5.816	6.811

Một số giả định trong dự báo

- Mảng công nghệ duy trì đà tăng trưởng mạnh với động lực đến từ thị trường AI và chuyển đổi số.
- Mảng viễn thông được hỗ trợ tăng trưởng nhờ sự đóng góp từ các trung tâm dữ liệu mới.
- Doanh thu mảng giáo dục kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng 30% mỗi năm.

Một số rủi ro

- Chi phí nhân sự CNTT tăng có thể ảnh hưởng đến chi phí hoạt động của công nghệ
- Sự cạnh tranh với Ấn Độ tại thị trường nước ngoài ở mảng CNTT và với các nhà mạng trong nước ở mảng viễn thông.

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó giám đốc Nghiên cứu – Phân tích doanh nghiệp
lhathi@vcbs.com.vn