



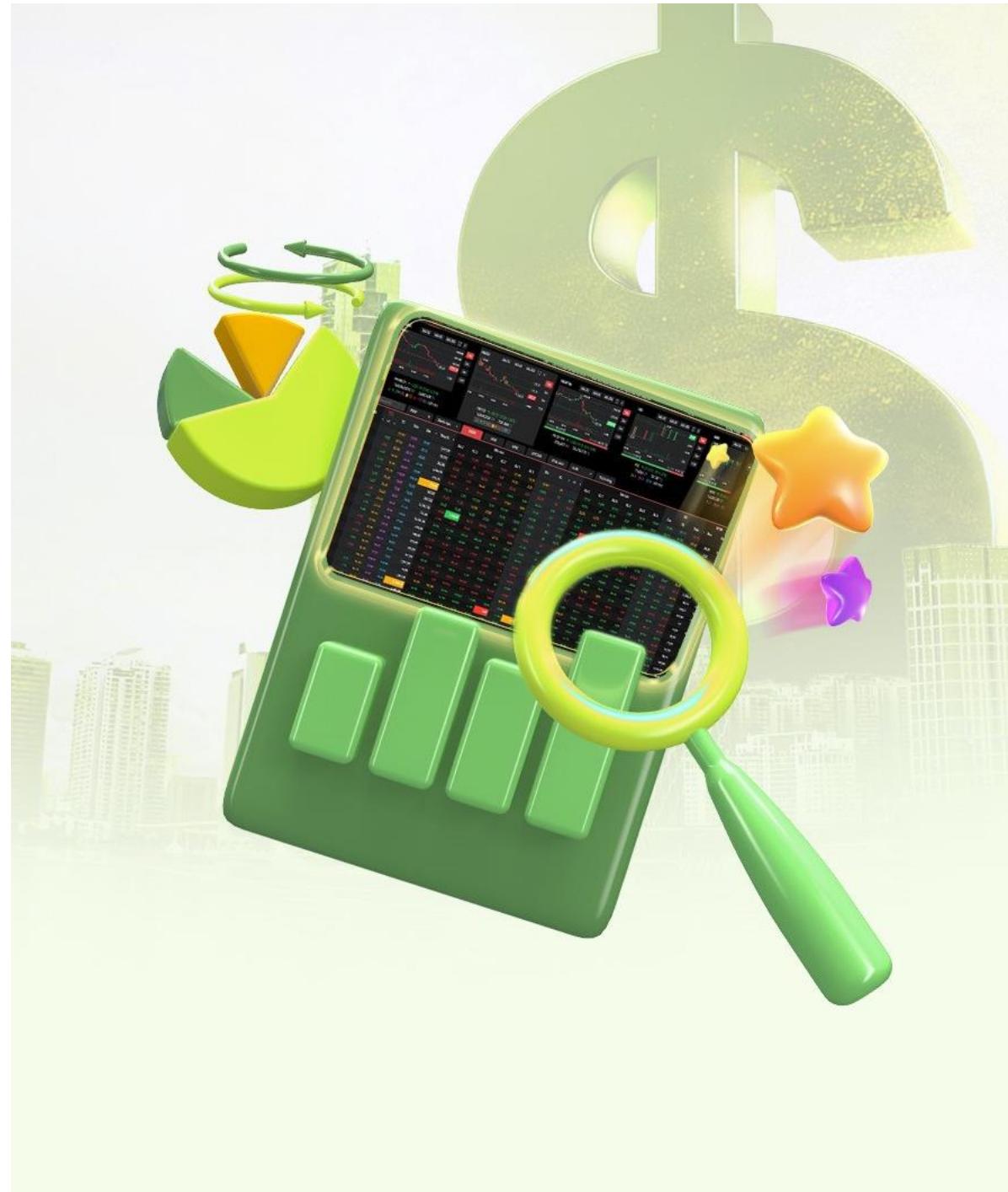
THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2025

Nội tại **VỮNG VÀNG**
Sẵn sàng **BÙT TỐC**



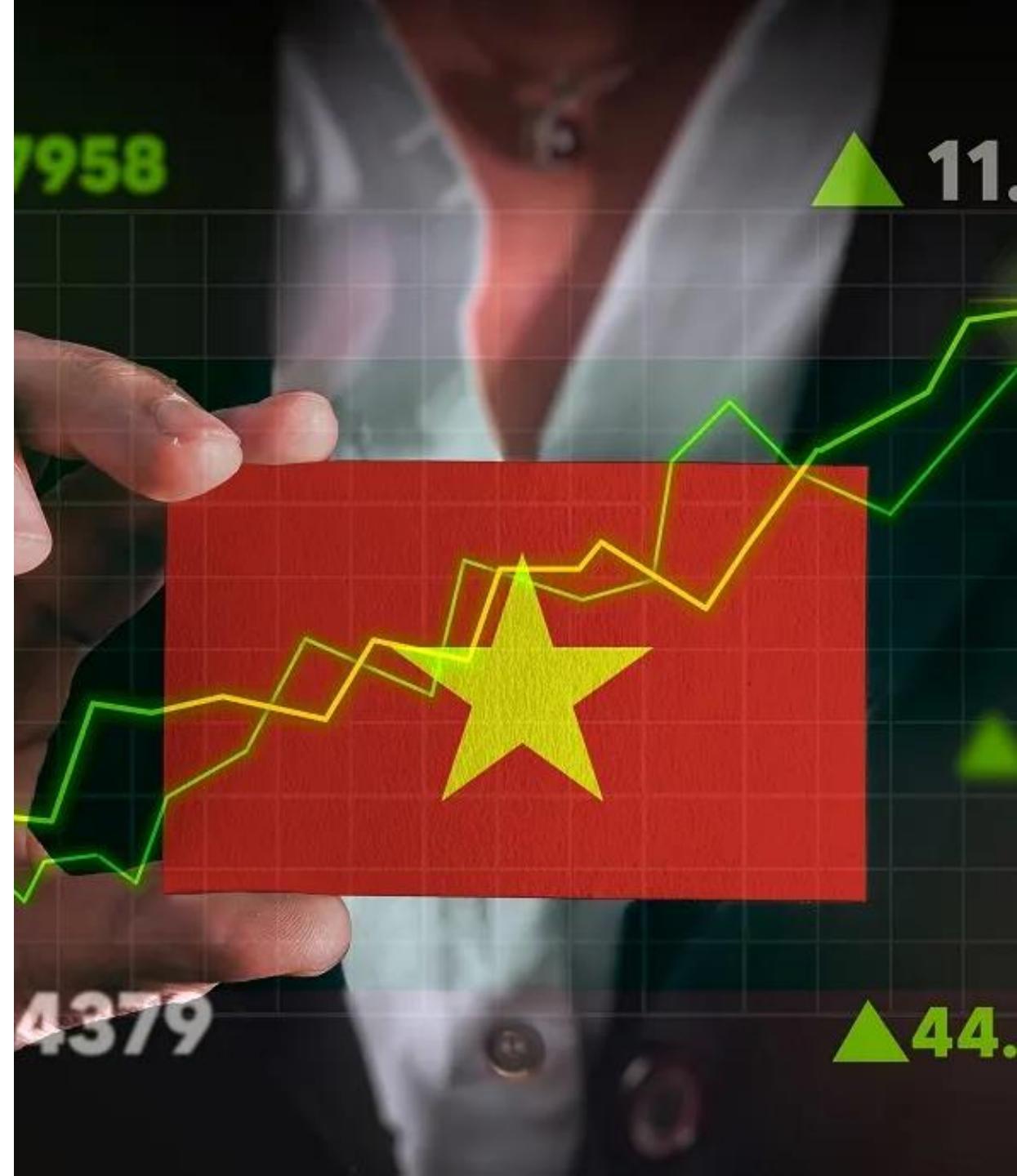
MỤC LỤC

Ngành	Trang
Vĩ mô	<u>03</u>
Thị trường chứng khoán Việt Nam	<u>21</u>
Danh mục cổ phiếu khuyến nghị	<u>32</u>
Ngành Ngân hàng	<u>33</u>
Ngành Dệt may	<u>53</u>
Ngành Bất động sản khu công nghiệp	<u>64</u>
Ngành Thực phẩm đồ uống	<u>80</u>
Ngành Dược phẩm	<u>93</u>
Ngành Cao su tự nhiên	<u>107</u>
Ngành Bán lẻ	<u>118</u>
Ngành Cảng biển và Logistic	<u>127</u>
Ngành Thép	<u>144</u>
Ngành Bất động sản	<u>158</u>



TÌNH HÌNH VĨ MÔ

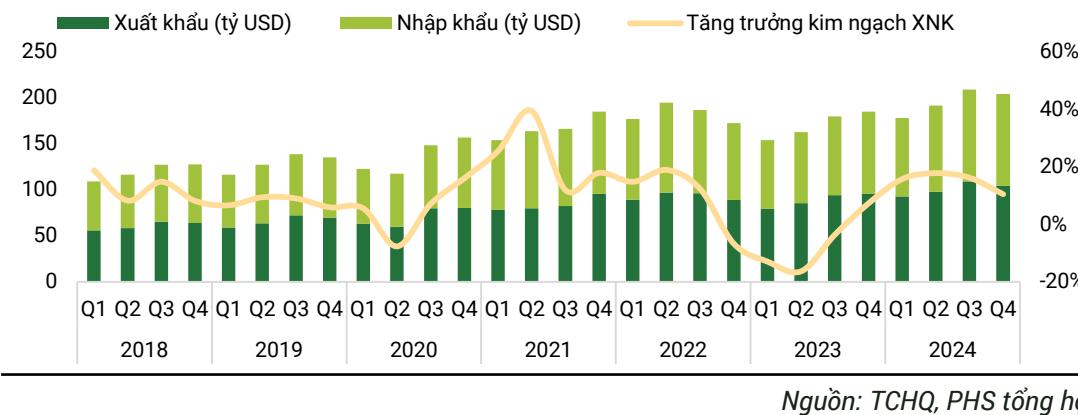
- NHÌN LẠI DỰ BÁO 2024
- NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG NĂM 2024
- NỘI TẠI VIỆT NAM VỮNG VÀNG
- TRIỂN VỌNG TƯƠNG LAI
- NHỮNG ĐIỂM NGHẼN CẦN ĐƯỢC GỠ BỎ
- DỰ BÁO 2025



STT	Dự báo của PHS	Phù hợp	Chưa chính xác
1	Kinh tế Mỹ duy trì tăng trưởng ổn định, tránh được kịch bản suy thoái trong khi Fed bắt đầu chu kỳ cắt giảm lãi suất	✓	
2	Áp lực tỷ giá		✗
3	Biến động chính trị	✓	
4	Kinh tế Trung Quốc hồi phục	✓	
5	Xu hướng dịch chuyển dòng vốn FDI sang Việt Nam gia tăng	✓	

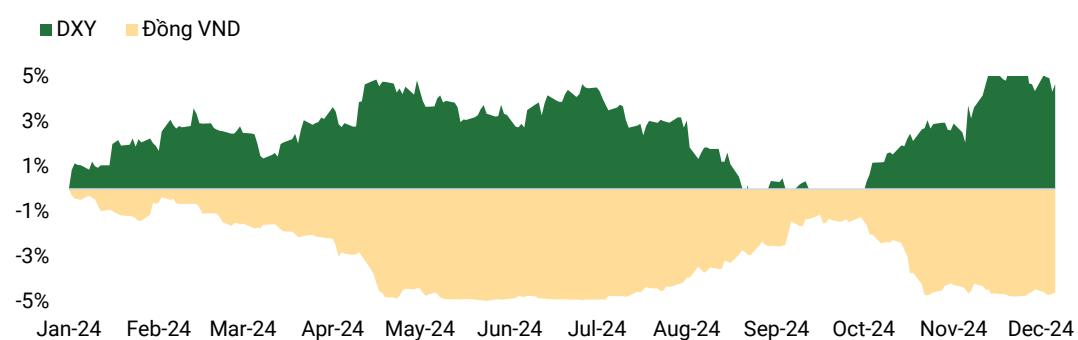
Kinh tế Mỹ đã tránh được kịch bản suy thoái; các nền kinh tế lớn khác cũng ghi nhận tín hiệu hồi phục, nhờ đó hỗ trợ cho các hoạt động thương mại & sản xuất của Việt Nam tăng trưởng tốt hơn.

Kim ngạch XNK của Việt Nam



Sự mạnh lên của đồng USD thế giới vượt qua mọi kỳ vọng của thị trường, gây nên áp lực tỷ giá cho nhiều đồng tiền, trong đó VND cũng không tránh khỏi.

Biến động tỷ giá USDVND so với đầu năm

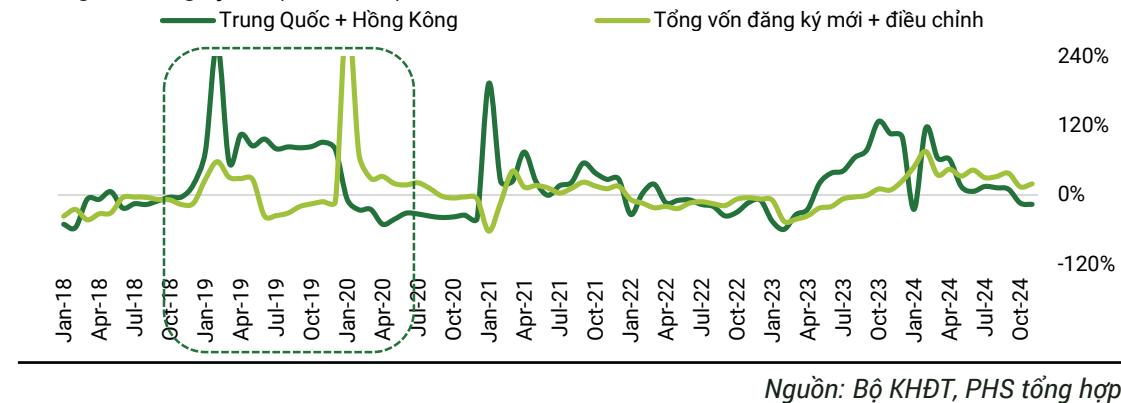


NHÌN LẠI DỰ BÁO 2024

Hầu như mọi dự báo đều theo đúng kỳ vọng

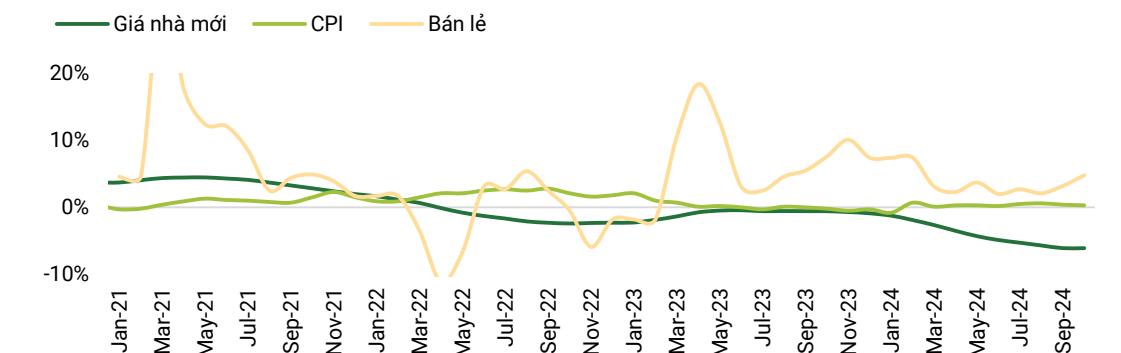
Căng thẳng thương mại Mỹ Trung ngày càng gay gắt thúc đẩy sự chuyển dịch dòng vốn diễn ra mạnh mẽ hơn, đặc biệt là từ Trung Quốc. Tổng vốn đăng ký FDI của Trung Quốc (Hồng Kông) vào Việt Nam chỉ đứng thứ 2 sau Singapore.

Tổng vốn đăng ký FDI (%YTD YoY)



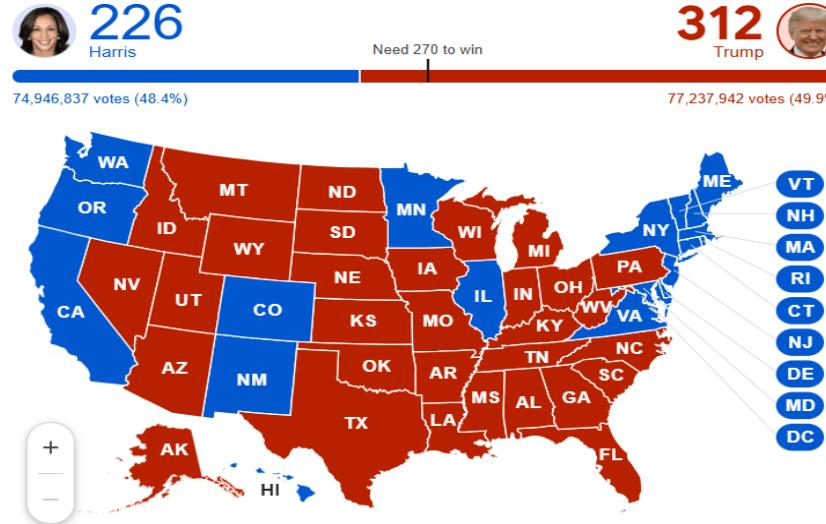
Nền kinh tế Trung Quốc tiếp tục trì trệ mang đến những tác động trung lập cho Việt Nam như dự báo. Tuy nhiên hiệu ứng tích cực vẫn mạnh mẽ hơn so với những hiệu ứng tiêu cực.

Kinh tế Trung Quốc (%YoY)



Biến số bất định lớn nhất trong năm 2024 đã được lộ diện

Biến số bất định lớn nhất trong năm 2024 đã được lộ diện khi Trump trở thành người chiến thắng trong cuộc bầu cử và Đảng Cộng Hòa lâm cầm quyền.



Nguồn: AP, PHS tổng hợp

- Nhìn vào Nội các của thời kỳ Trump 2.0, thị trường kỳ vọng đáng kể rằng nền kinh tế Mỹ sẽ tiếp nối di sản của chính quyền Biden – tăng trưởng kinh tế khả quan, tỷ lệ thất nghiệp thấp và lạm phát giảm. Nội các của Trump bao gồm nhiều doanh nhân, tỷ phú và những người của Phố Wall, làm dấy lên hy vọng về các chính sách có lợi cho thị trường chứng khoán Mỹ. Tuy nhiên, những nhân vật như Peter Navarro (Cố vấn Thương mại & Sản xuất) và Marco Rubio (Bộ trưởng Ngoại giao) - vốn được gọi là "tariff men" - gây ra rủi ro tiềm ẩn cho Trung Quốc do lập trường cứng rắn của họ về thuế quan, đặc biệt là nhắm vào hàng nhập khẩu của Trung Quốc.
- Mặt khác, những cái tên như Scott Bessent (Bộ Tài chính) và Howard Lutnick (Bộ Thương mại) thể hiện sự ủng hộ đối với các cuộc đàm phán thương mại và có thể hợp tác với Elon Musk để tư vấn cho Trump về việc cắt giảm chi tiêu ngân sách. Ngoài ra, các lựa chọn của Trump hầu hết đều ủng hộ mạnh mẽ sản xuất và xuất khẩu năng lượng, một yếu tố đã đẩy giá dầu giảm gần đây bất chấp việc OPEC+ đã quyết định trì hoãn việc tăng sản lượng và gia hạn cắt giảm sản lượng đến năm 2026.
- Quá trình lựa chọn nhân sự vẫn đang diễn ra và nhiều vị trí vẫn cần Thượng viện thông qua. Nhìn chung, vẫn như những gì Trump đã cam kết trong chiến dịch tranh cử, những sự lựa chọn của ông cũng là những người sẽ giúp ông tập trung vào vấn đề giảm thuế TNDN, tăng thuế thương mại và thúc đẩy sản xuất năng lượng. Một điểm đáng chú ý nữa là những nhân sự liên quan đến vấn đề đối ngoại, với cả Trung Quốc, Triều Tiên, Trung Đông và Nga, có thể chúng ta sẽ lại thấy những cuộc đàm phán song phương liên tục như giai đoạn Trump 1.0.

Quá trình đề cử đang diễn ra, với nhiều vị trí vẫn cần được Thượng viện phê chuẩn nhưng nhìn chung lựa chọn của ông Trump tập trung vào chính sách MAGA.

Không cần Thượng viện phê chuẩn

- **Phó Tổng thống**
JD Vance - người ủng hộ trung thành cho định hướng Trump's MAGA
- **Chánh Văn phòng**
Susie Wiles - Quản lý chiến dịch tranh cử tổng thống của Trump
- **Cố vấn An ninh Quốc gia**
Michael Waltz - được biết đến rộng rãi là một người có lập trường cứng rắn đối với Trung Quốc và Iran
- **Hội đồng Kinh tế Quốc gia Nhà Trắng**
Kevin Hassett - công khai bảo vệ các chính sách thương mại của Trump nhưng giữ quan điểm kinh tế truyền thống bảo thủ và thừa nhận rằng thuế quan có thể gây tổn hại đến tăng trưởng kinh tế.
- **Phó Hiệu quả của Chính phủ**
Elon Musk & Vivek Ramaswamy - phụ trách cắt giảm chi tiêu chính phủ và loại bỏ các rào cản chính sách.
- **Phó Cố vấn An ninh Quốc gia**
Alex Wong - Người đóng vai trò kết nối trong vấn đề Triều Tiên.
- **Đặc phái viên Ukraine & Nga**
Keith Kellogg - Người ủng hộ việc ngừng bắn và giải quyết qua đàm phán trong xung đột Ukraine, yêu cầu Ukraine tham gia các cuộc đàm phán hòa bình với Nga.
- **Cố vấn Thương mại & Sản xuất**
Peter Navarro - "Gã cứng rắn" của Trump đối với Trung Quốc.

Cần Thượng viện phê chuẩn

- **Ngoại trưởng**
Marco Rubio - thực hiện các chương trình nghị sự chính sách đối ngoại của Trump - ủng hộ các chính sách mạnh mẽ hơn đối với Trung Quốc.
- **Bộ Tài chính**
Scott Bessent - ủng hộ chính sách kiểm soát thâm hụt ngân sách và tăng trưởng kinh tế, ủng hộ tăng sản xuất dầu và đàm phán thương mại.
- **Bộ Thương mại**
Howard Lutnick - ủng hộ kế hoạch thuế quan nhưng nên được sử dụng như một công cụ đàm phán và loại trừ các hàng hóa không được sản xuất tại Mỹ.
- **Năng lượng**
Chris Wright - dự định dỡ bỏ lệnh tạm dừng xuất khẩu LNG của Biden và phủ nhận vấn đề khung hoàng khí hậu.
- **Ủy ban Chứng khoán nhà nước**
Paul Atkins - là một người ủng hộ mạnh mẽ việc nới lỏng quy định đối với tiền mã hóa.

Nguồn: The New York Times, PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG NĂM 2024

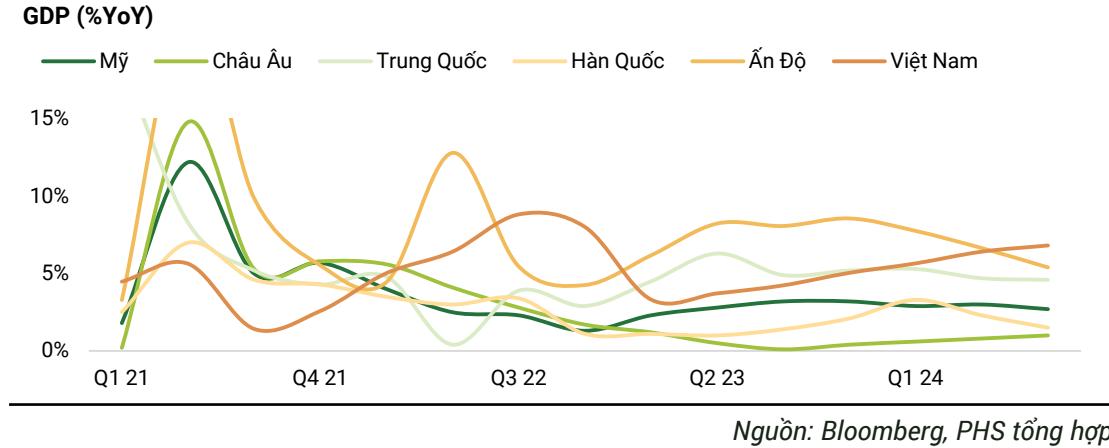
Hầu như các quốc gia, khu vực trên thế giới đều xuất hiện các biến động chính trị trong năm 2024

Quốc gia/Khu vực	Sự kiện	Thời gian	Ảnh hưởng đến kinh tế & thị trường tài chính toàn cầu
Trung Đông	Xung đột giữa Israel và lực lượng vũ trang Hamas	Bước sang năm thứ 2	☆
Nga x Ukraine	Xung đột Nga – Ukraina	Bước sang năm thứ 3	☆
Trung Quốc x Philippines	Căng thẳng trên khu vực Biển Đông gia tăng	Ngay từ những ngày đầu năm 2024	☆
EU	Cuộc biểu tình của những người nông dân trở nên quyết liệt hơn	Jan-24	☆
Myanmar	Myanmar ban bố tình trạng thiết quân luật	Feb-24	☆
Trung Quốc x Đài Loan	36 máy bay quân sự Trung Quốc áp sát Đài Loan	Mar-24	☆
EU	Bạo loạn lan rộng khắp nước Pháp và một vài nước châu Âu	Jun-24	☆☆
Pháp	Tổng thống Pháp tuyên bố sẽ giải tán Hạ viện Pháp và tổ chức bầu cử Quốc hội sớm	Jun-24	☆☆
Anh	Công đảng Anh chiến thắng trong cuộc bầu cử, đánh dấu sự kết thúc của "triều đại bảo thủ" Anh sau 14 năm.	Jul-24	☆
Mỹ	Ứng viên Tổng thống Mỹ Donald Trump bị ám sát "hụt"	Jul-24	☆☆
Mỹ	Ông Joe Biden rút khỏi cuộc đua vào Nhà Trắng	Jul-24	☆☆☆
Bangladesh	Khủng hoảng Bangladesh bùng nổ, thách thức mới xuất hiện đối với Nam Á – Ấn Độ Dương	Aug-24	☆☆
Nhóm Brics	Hội nghị thượng đỉnh BRICS 2024	Oct-24	☆☆☆
Bán đảo Triều Tiên	Căng thẳng ở bán đảo Triều Tiên tiếp tục gia tăng khi các bên liên tục có những động thái tăng cường quan hệ liên minh	Nov-24	☆☆
Trung Đông	Israel và Hezbollah tạm thời đạt được thỏa thuận ngừng bắn	Nov-24	☆
Mỹ	Chiến thắng của ông Donald Trump trong cuộc bầu cử Tổng thống Mỹ	Nov-24	☆☆☆
Đức	Cuộc khủng hoảng năng lượng, lạm phát cao và sự chia rẽ nội bộ trong liên minh cầm quyền đã khiến chính phủ của Thủ tướng Olaf Scholz sụp đổ	Nov-24	☆☆☆
Pháp	Chính phủ Pháp sụp đổ sau ba tháng	Dec-24	☆☆☆
Hàn Quốc	Tổng thống Hàn Quốc ban hàng thiết quân luật và bãi bỏ sắc lệnh trong vòng 6 tiếng	Dec-24	☆☆☆

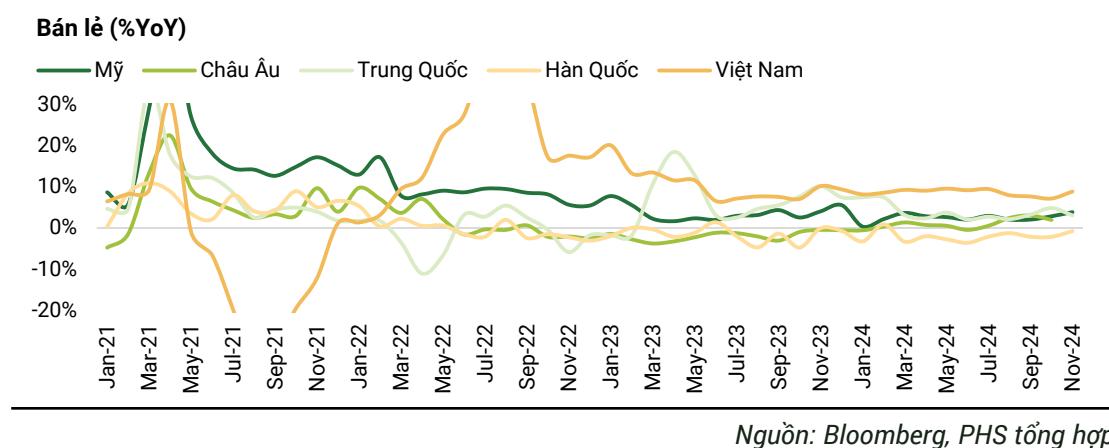
NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG NĂM 2024

Bối cảnh kinh tế toàn cầu tăng trưởng yếu nhưng không ảm đạm

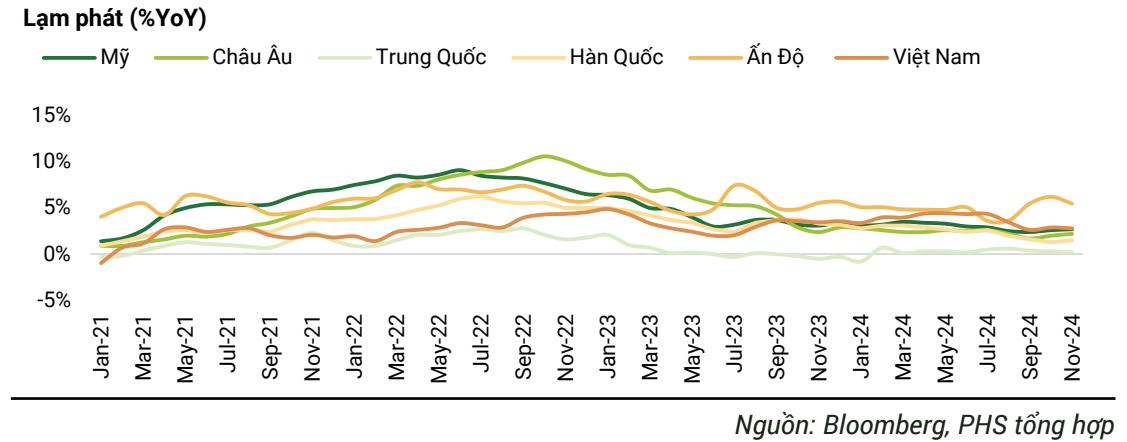
Tăng trưởng GDP mặc dù có sự chậm lại nhưng vẫn tốt hơn so với kỳ vọng của thị trường, điều này đã khiến việc cắt giảm lãi suất thận trọng hơn đối với các NHTW.



Hoạt động bán lẻ duy trì ở mức thấp nhưng vẫn ở mức ổn định, đóng góp chính vào mức tăng GDP chung của nhiều quốc gia.



Trong khi đó, lạm phát đã giảm gần về mức mục tiêu của các NHTW. Ngoại trừ Nhật Bản, tất cả các quốc gia trong nhóm G10 đã bắt đầu lộ trình cắt giảm lãi suất trong năm 2024.



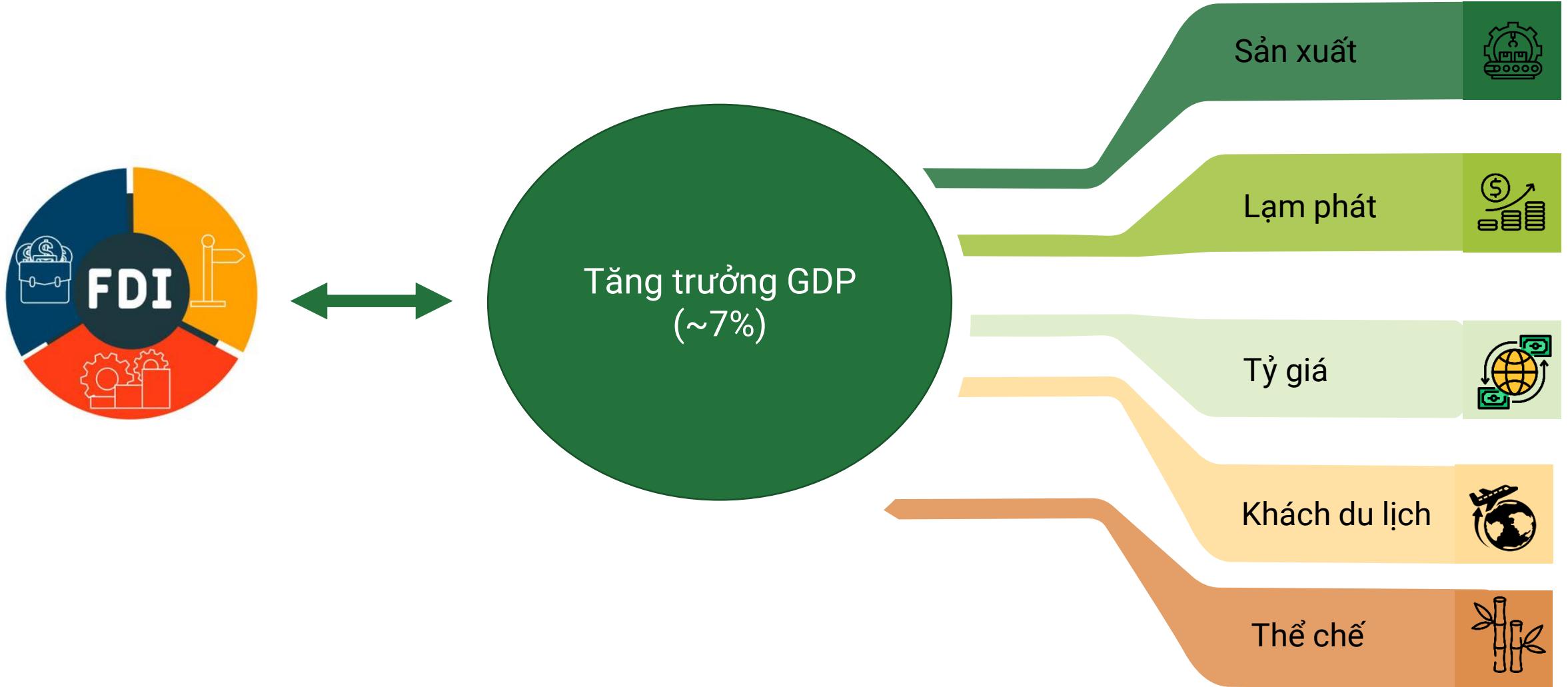
NHÌN LẠI NỀN KINH TẾ TOÀN CẦU TRONG NĂM 2024

Dòng tiền bị hút ra khỏi các thị trường chứng khoán Châu Á

Mức tăng trưởng lợi nhuận của nhiều nhóm tài sản có mức tăng cao hơn so với cổ phiếu đã khiến cho các nhà đầu tư nước ngoài phải phân bổ lại tài sản, rút khỏi một số thị trường.

	Quốc gia	Q1	Q2	Q3	Q4 (Tính đến ngày 13/12)	YTD
Thị trường cổ phiếu (%YoY)	Mỹ	30.5%	22.7%	34.4%	28.6%	26.9%
	Đức	20.6%	12.9%	25.6%	21.8%	21.9%
	Trung Quốc	-6.1%	-7.3%	7.3%	14.5%	14.3%
	Hàn Quốc	12.4%	9.1%	5.2%	-0.6%	-6.1%
	Thái Lan	-14.4%	-13.4%	-1.5%	5.7%	1.4%
	Indonesia	6.6%	6.0%	8.5%	4.1%	1.3%
	Ấn Độ	41.2%	37.3%	40.2%	23.5%	18.9%
	Việt Nam	21.6%	11.2%	11.6%	13.4%	11.8%
Thị trường trái phiếu (lợi suất TPCP 10 năm)	Mỹ	4.2%	4.4%	3.8%	4.3%	+43.9 bps
	Đức	2.3%	2.5%	2.1%	2.2%	+18.1 bps
	Trung Quốc	2.3%	2.2%	2.2%	1.8%	-78.7 bps
	Hàn Quốc	3.4%	3.3%	3.0%	2.7%	-48.8 bps
	Thái Lan	2.5%	2.7%	2.5%	2.3%	-38.9 bps
	Indonesia	6.7%	7.1%	6.4%	7.0%	+53.8 bps
	Ấn Độ	7.1%	7.0%	6.8%	6.8%	-44.8 bps
	Việt Nam	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	+60.7 bps
	Bitcoin	145.3%	97.8%	137.1%	142.9%	128.7%
	Vàng	13.2%	21.2%	42.5%	35.4%	29.9%

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp



Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam vẫn ghi nhận mức tăng tốt ở cả giá trị và tăng trưởng bất chấp kinh tế thế giới còn khó khăn.

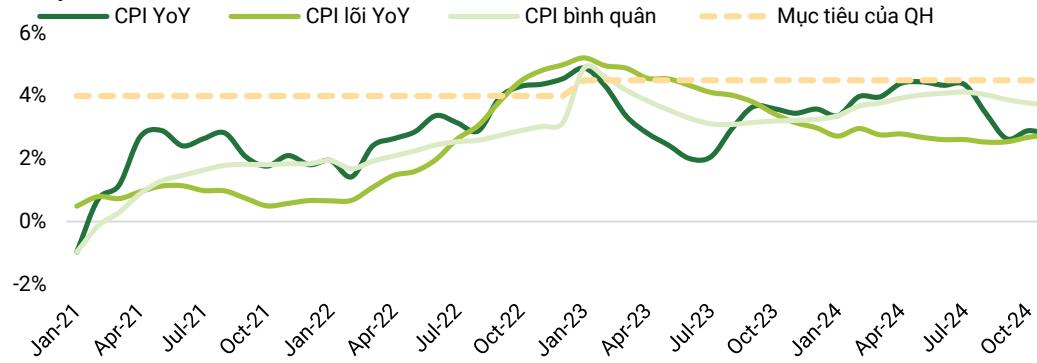
Hoạt động XNK



Nguồn: TCHQ, PHS tổng hợp

Lạm phát duy trì ở mức ổn định, dưới mục tiêu của Chính phủ, tạo cơ hội cho Chính phủ thực hiện nhiều các chính sách hỗ trợ cho nền kinh tế.

Lạm phát



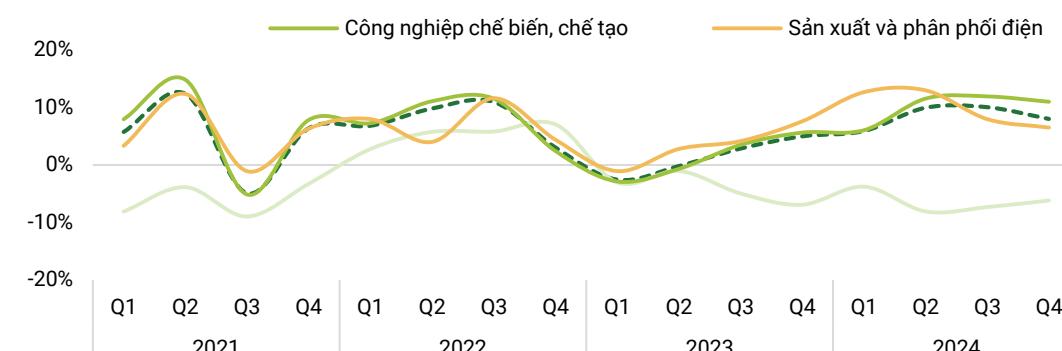
Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

NỘI TẠI VIỆT NAM VỮNG VÀNG

Từ nền kinh tế và chính sách

Hoạt động thương mại tốt hơn kéo theo hoạt động sản xuất hồi phục, đặc biệt là dồi với nhóm Công nghiệp chế biến chế tạo, dẫn dắt mức tăng trưởng chung của GDP.

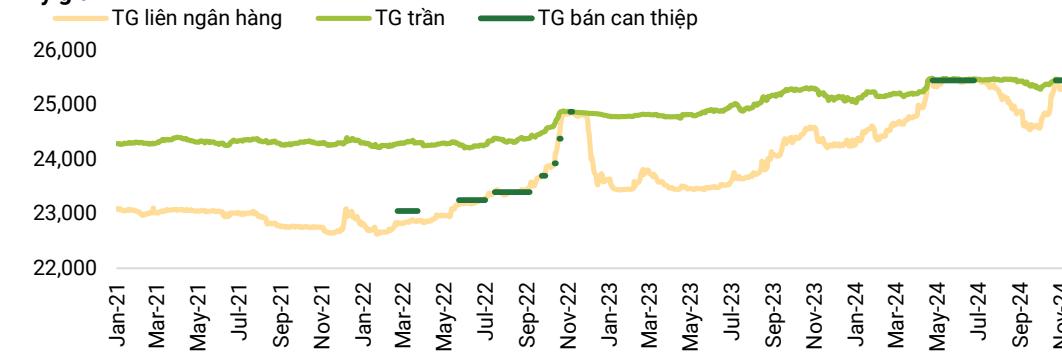
Hoạt động sản xuất



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Trong khi đó, CSTT luôn trọng tâm ổn định tỷ giá đi đôi với hỗ trợ tăng trưởng, tạo sự an tâm cho các nhà đầu tư nước ngoài.

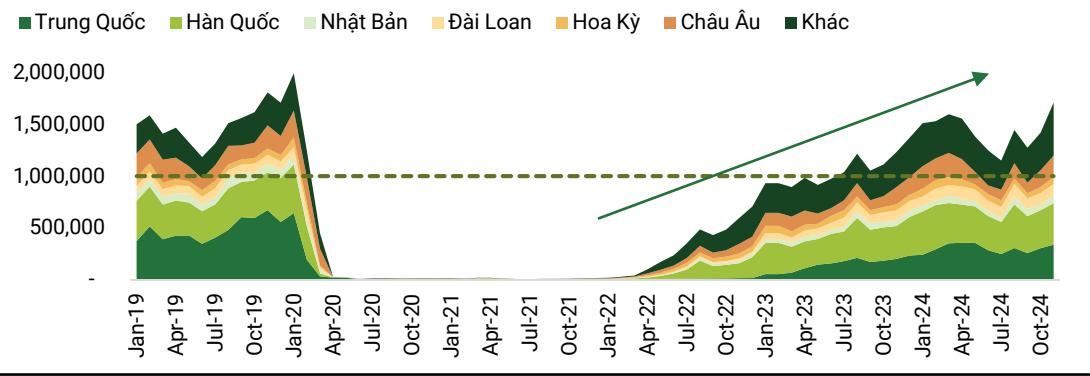
Tỷ giá



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Không chỉ là điểm đến của vốn đầu tư, Việt Nam cũng tạo được sức hút về du lịch trên trường quốc tế. Lượng khách quốc tế đến Việt Nam luôn duy trì trên 1 triệu khách/ tháng là yếu tố chính hỗ trợ cho tăng trưởng bán lẻ.

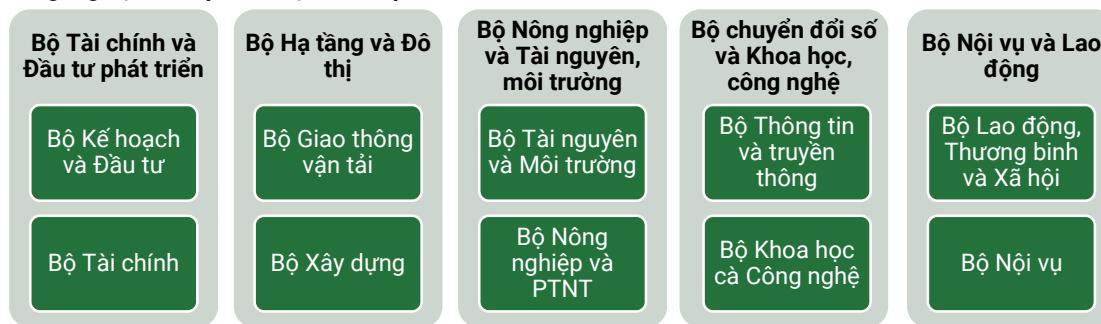
Lượng khách quốc tế (triệu lượt)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Việc tinh gọn thể chế để phù hợp với kỷ nguyên phát triển mới kỳ vọng sẽ là một trong những động lực quan trọng, thể hiện quyết tâm của Chính phủ trong "kỷ nguyên vươn mình".

Sau hợp nhất, bộ máy của Chính phủ giảm từ 30 xuống 21 đầu mối bao gồm: 13 bộ, 4 cơ quan ngang bộ, 4 cơ quan thuộc Chính phủ.

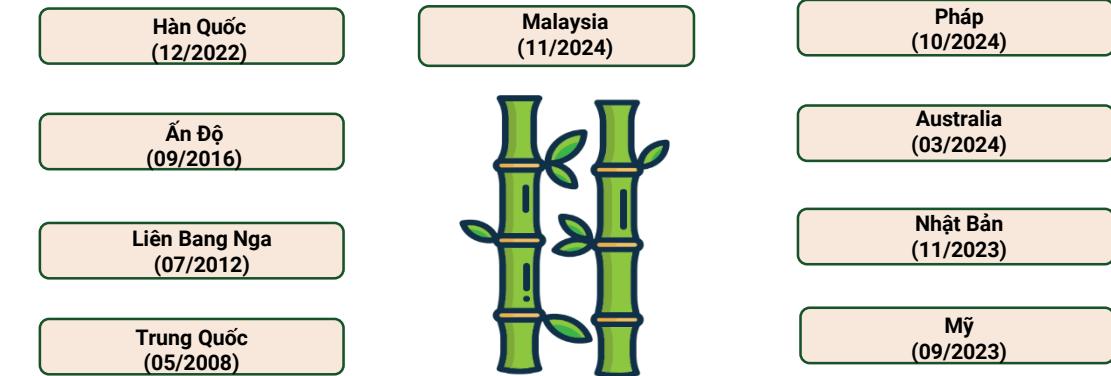


Nguồn: PHS tổng hợp

NỘI TẠI VIỆT NAM VỮNG VÀNG

Từ ngoại giao và thể chế

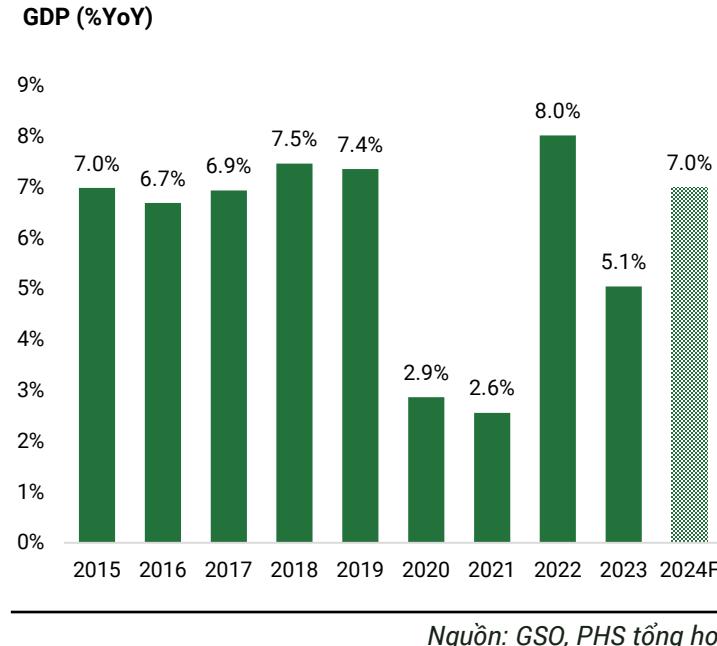
Và năm 2024 là năm chứng kiến nhiều sự thăng hạng trong quan hệ ngoại giao của Việt Nam khi kết nối thêm Úc, Pháp & Malaysia bên cạnh các nước như Nga, Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc & Ấn Độ.



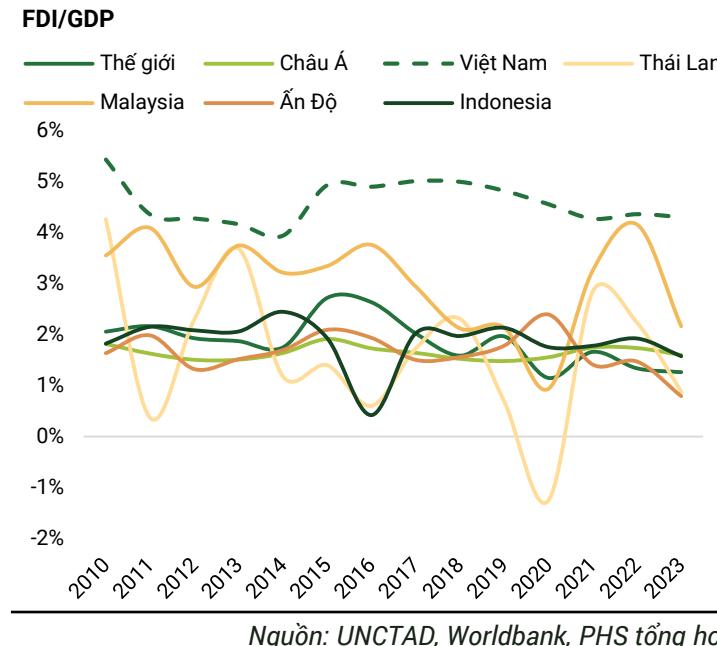
Nguồn: PHS tổng hợp

- Trong chiến lược dài hạn nhằm giảm thiểu rủi ro vào việc tập trung nguồn lực quá nhiều vào một vài thị trường lớn nhất định. Chính phủ Việt Nam đã nỗ lực trong việc thực hiện các hoạt động ngoại giao cấp cao.
- Những nỗ lực này đã nâng tầm quan hệ với các quốc gia như Pháp và Malaysia lên Đối tác chiến lược toàn diện, mở rộng quan hệ với các nước đang nổi lên như thị trường Trung Đông (UAE, Qatar) và mở ra những cơ hội mới ở các khu vực như BRICS, Dominica, Chile.
- Bên cạnh đó, trong nước, vấn đề cải cách thể chế đang được ưu tiên hơn bao giờ hết. Kỳ họp thứ 8 của Quốc hội đã giải quyết khối lượng công việc lập pháp chưa từng có. Có hiệu lực ngay từ đầu năm 2025, các luật mới có thể tạo điều kiện để giải phóng nguồn lực lâu nay bị ách tắc, đóng góp quan trọng cho tăng trưởng từ năm 2025. Cùng với đó, sự sát nhập của các bộ ngành nhằm tinh giản bộ máy hành chính của Chính phủ cũng giúp đẩy nhanh quá trình phê duyệt và giảm chi phí. Chúng tôi đánh giá điều này rất quan trọng, ảnh hưởng mạnh mẽ đến quá trình giải ngân các dự án giai đoạn tới.

Tăng trưởng GDP duy trì trên 6.5% trong nhiều năm liên tiếp.

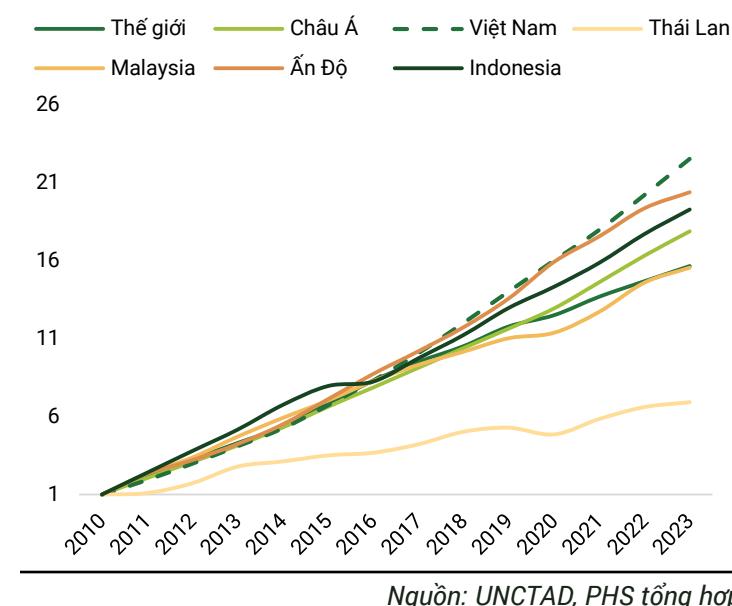


Lượng vốn FDI vào Việt Nam luôn duy trì ở mức ổn định từ 4-5% trên GDP.



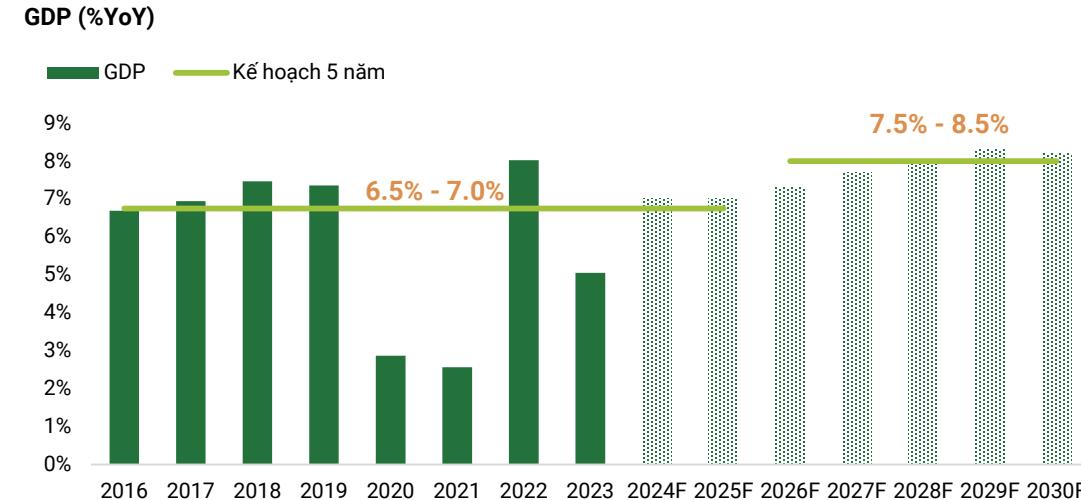
Việt Nam vẫn luôn được ghi nhận là quốc gia có mức tăng trưởng dòng vốn tốt hơn so với khu vực và so với thế giới.

Tốc độ tăng trưởng của dòng vốn FDI sv năm 2010



- Việc duy trì tăng trưởng GDP bình quân ở mức cao trên 6.5% trừ giai đoạn Covid trong gần 10 năm đã phần nào phản ánh nền kinh tế của Việt Nam đang phát triển một cách tích cực và là môi trường kinh doanh thuận lợi của các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào. Cùng với đó, một nền kinh tế có GDP ổn định và đi kèm với các yếu tố như chính trị ổn định, cơ sở hạ tầng tốt và lực lượng lao động có trình độ như Việt Nam cũng đều là các yếu tố thu hút FDI.
- Và tất nhiên, GDP và FDI có mối quan hệ "hai chiều", khi dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam trong nhiều năm liên tiếp, với lượng vốn giải ngân hằng năm luôn duy trì xu hướng tăng trong 10 năm vừa qua, nó cũng góp phần vào việc tăng trưởng GDP thông qua nhiều hình thức từ chuyển giao công nghệ, nguồn vốn, cho đến tạo thêm cơ hội việc làm, mở rộng quy mô sản xuất, tăng năng suất lao động, tăng thu nhập, kích thích tiêu dùng. Trong khi thị trường đầu tư trên thế giới ảm đạm trong năm 2024 với mức giảm hơn 3% thì đầu tư nước ngoài vào Việt Nam vẫn rất tốt.
- ⇒ **Những nguồn lực nội tại mà Việt Nam đang sở hữu từ sự hồi phục của nền kinh tế vĩ mô, sự hoàn thiện về mặt thể chế, sự ổn định về mặt chính trị sau khi các vị trí chủ chốt cấp cao được kiện toàn trong năm 2024 sẽ là động lực, bước đà cho nền kinh tế trong năm 2025.**

Mục tiêu tăng trưởng tham vọng của chính phủ cho giai đoạn 2025 và 5 năm tiếp theo 2026-2030.

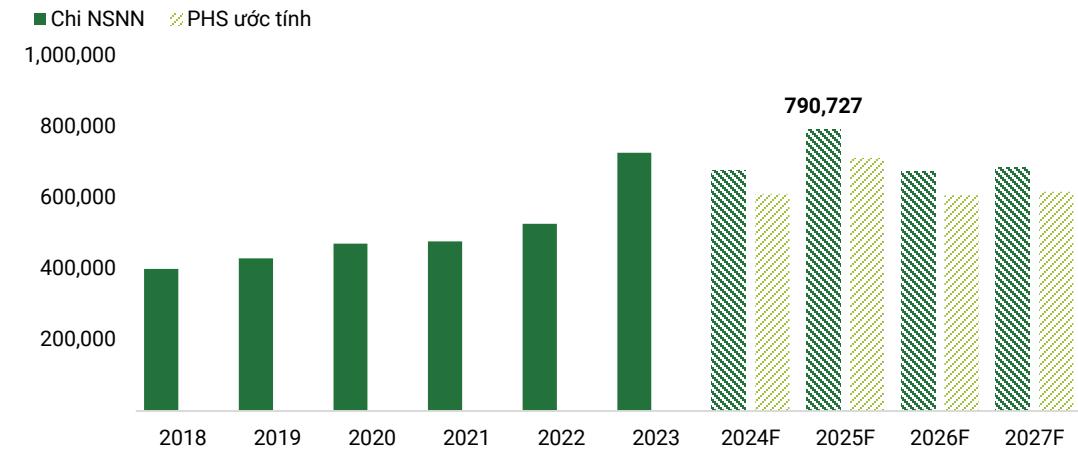


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

- Đối với năm 2025, lần đầu tiên chúng ta thấy Chính phủ mạnh dạn đặt ra mục tiêu rất tham vọng lên đến 8%. Điều này đòi hỏi sự quyết tâm rất lớn trong đột phá giải ngân đầu tư công với kế hoạch lên đến gần 800 nghìn tỷ đồng (+16% YoY). PHS nhận thấy các thay đổi về thể chế như đề cập bên trên là một trong những động lực để thúc đẩy vấn đề này - vốn luôn là điểm nghẽn trong nhiều năm. Bên cạnh đó, một loạt các dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 cùng với những dự án lớn như Sân bay quốc tế Long Thành (giai đoạn 1) và Vành Đai 4 dự kiến cũng sẽ sớm được hoàn thành cũng được kỳ vọng sẽ giải phóng những nguồn lực trong năm 2025. Ngoài ra, dự án Đường sắt cao tốc Bắc Nam chính thức được QH thông qua vào ngày 30/11 với quy mô lớn nhất từ trước tới nay lên tới 67.3 tỷ USD. Thời gian dự kiến khởi công 2027 và hoàn thành vào 8 năm sau (2035), thấy rõ quyết tâm của QH và Chính phủ trong việc hoàn thành các đại dự án cho đất nước.
- Với bước đà từ năm 2025, mục tiêu tăng trưởng trong giai đoạn mới 2026-2030 đã được QH nâng lên mức 7.5%-8.5%. Tham vọng hơn, Bộ máy lãnh đạo còn đặt mục tiêu tăng trưởng trên 2 con số. Thực tế, đối với các quốc gia phát triển khác trong khu vực Châu Á, với cùng thời kỳ ở mức tăng trưởng GDP bình quân đầu người khoảng 4,000 USD, họ cũng đã đạt được các mức tăng trưởng GDP trên 2 con số. Do đó, mặc dù đầy thách thức nhưng đây là mục tiêu cần thiết nếu Việt Nam muốn thoát khỏi bẫy thu nhập trung bình.
- ⇒ **Với nguồn thặng dư ngân sách lớn qua nhiều năm cùng với tỷ lệ nợ công của Việt Nam luôn ở mức thấp (38-39%) so với khu vực, chúng tôi cho rằng câu chuyện đầu tư công sẽ đóng vai trò then chốt đối với nền kinh tế Việt Nam từ năm 2025. Mục tiêu tăng trưởng cao hơn cũng là động lực để cả đất nước cùng chung tay hoàn thành, đưa Việt Nam bước vào kỷ nguyên mới.**

Thể chế hoàn thiện cùng với nhiều dự án trọng điểm tiếp tục được kỳ vọng sẽ hoàn thành trong năm 2025 đặt ra mục tiêu giải ngân đầu tư công cao.

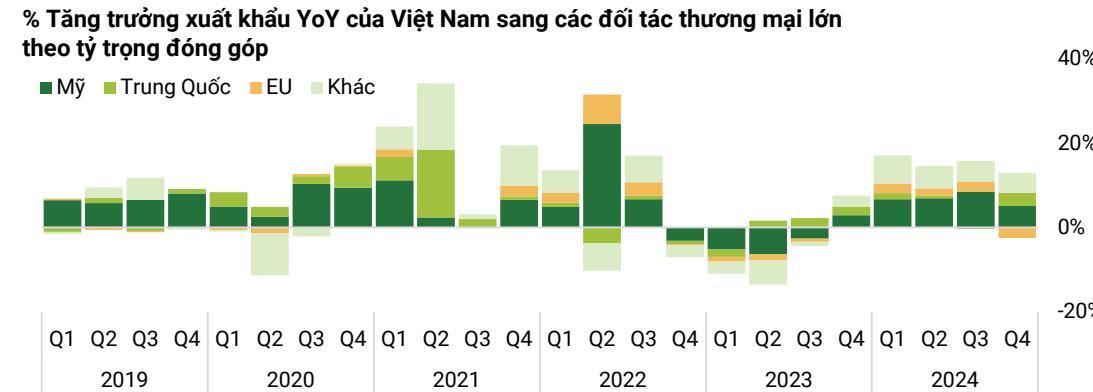
Chi đầu tư công (tỷ đồng)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

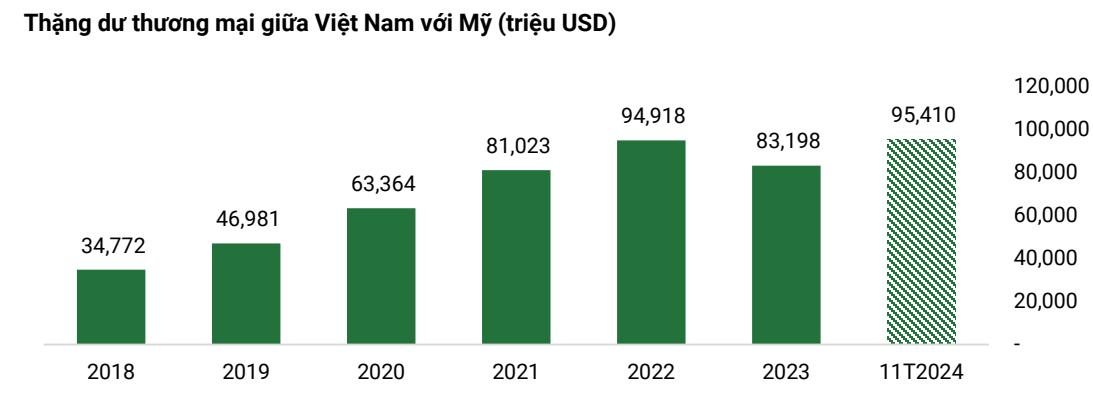
Dự án	Tiến độ	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Năm ước tính thực hiện	Năm hoàn thành
11 dự án thành phần của cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1)	Cam Lộ- La Sơn	Đã hoàn thành	7,700	
	Cao Bồ - Mai Sơn	Đã hoàn thành	1,600	
	Cầu Mỹ Thuận 2	Đã hoàn thành	5,000	
	Mai Sơn - Quốc lộ 45	Đã hoàn thành	12,920	
	Vĩnh Hảo - Phan Thiết	Đã hoàn thành	10,853	
	Phan Thiết - Dầu Giây	Đã hoàn thành	14,360	
	Nha Trang - Cam Lâm	Đã hoàn thành	7,615	
	Nghi Sơn - Diễn Châu	Đã hoàn thành	8,380	
	Quốc lộ 45-Nghi Sơn	Đã hoàn thành	6,330	
	Diễn Châu - Bãi Vọt	Đang thực hiện	13,340	2022
	Cam Lâm - Vĩnh Hảo	Đang thực hiện	13,690	2022
	Bãi Vọt - Hàm Nghi	Đang thực hiện	7,643	2023
12 dự án thành phần của cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 2)	Hàm Nghi - Vũng Áng	Đang thực hiện	9,734	2023
	Vũng Áng - Bùng	Đang thực hiện	12,547	2023
	Bùng - Vạn Ninh	Đang thực hiện	9,361	2023
	Vạn Ninh - Cam Lộ	Đang thực hiện	9,919	2023
	Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	Đang thực hiện	20,469	2023
	Hoài nhơn - Quy Nhơn	Đang thực hiện	12,401	2023
	Quy Nhơn - Chí Thanh	Đang thực hiện	14,802	2023
	Chí Thanh - Văn Phong	Đang thực hiện	10,773	2023
	Văn Phong - Nha Trang	Đang thực hiện	11,808	2023
	Cần Thơ - Hậu Giang	Đang thực hiện	10,370	2023
	Hậu Giang - Cà Mau	Đang thực hiện	17,152	2023
				2026 (Thủ tướng đốc thúc hoàn thành năm 2025)
Sân bay Quốc tế Long Thành (giai đoạn 1)	Đang thực hiện	109,112	2022	đốc thúc hoàn thành năm 2025)
Vành đai 3 (HCM)	Đang thực hiện	75,378	2023	2026
Vành đai 4 (Hà Nội)	Đang thực hiện	85,813	2023	2026(Thủ tướng đốc thúc hoàn thành năm 2025)
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng, Biên Hòa - Vũng Tàu, Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	Đang thực hiện	78,227	2023	2026

Việt Nam có mối quan hệ thương mại với hơn 68 quốc gia nhưng Mỹ luôn là quốc gia đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam qua nhiều năm liền.



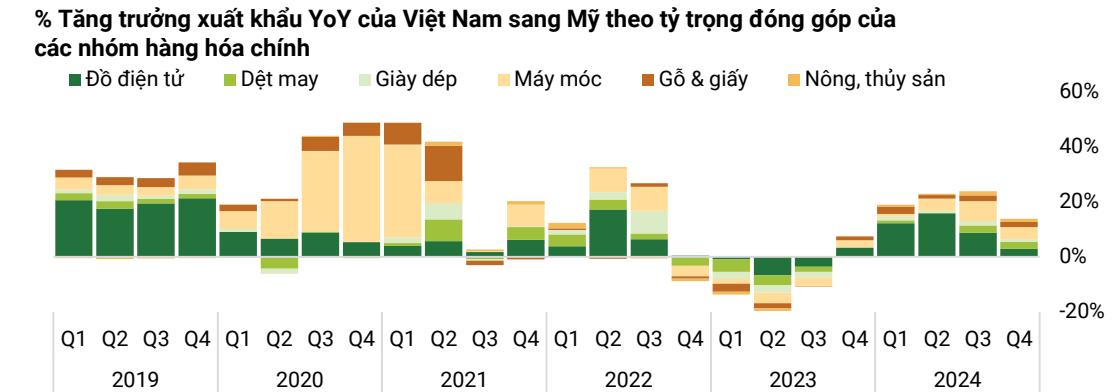
Nguồn: TCHQ, PHS tổng hợp

Việt Nam luôn duy trì thặng dư thương mại lớn với Mỹ, chỉ đứng sau Trung Quốc và Mexico.



Nguồn: TCHQ, PHS tổng hợp

Trong đó, đóng góp tăng trưởng xuất khẩu của nhóm đồ điện tử và máy móc chiếm lớn nhất, theo sau đó là nhóm dệt may và giày dép.

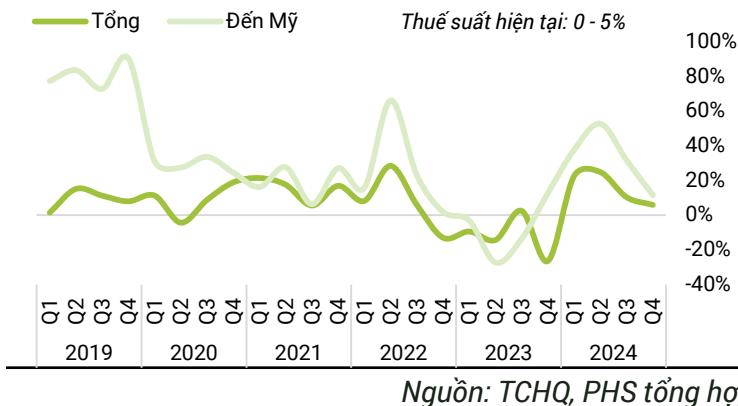


Nguồn: TCHQ, PHS tổng hợp

- Đối với Mỹ, Việt Nam là đối tác thương mại lớn thứ 8. Đối với Việt Nam, Mỹ là quốc gia luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong hoạt động xuất khẩu trong nhiều năm qua và có tác động lớn đến mức tăng trưởng trong hoạt động xuất khẩu của Việt Nam.
- 4 nhóm hàng chính có mức đóng góp đáng kể vào tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ phải kể đến là nhóm **Đồ điện tử, Dệt may & giày dép, Máy móc và Gỗ & giấy**. Trong đó, thâm hụt thương mại của nhóm Đồ điện tử chiếm 29% trong tổng thâm hụt thương mại giữa Mỹ và Việt Nam, theo sau đó là Dệt may & giày dép (22.6%), Máy móc (19.8%) và Gỗ & giấy (8.8%). Đồng thời, tỷ trọng nhập khẩu của Việt Nam từ Trung Quốc đối với các nhóm hàng này cũng ở mức cao, đặc biệt là Dệt may và giày dép và Máy móc.
- Việt Nam là quốc gia có mức thặng dư thương mại lớn thứ 3 với Mỹ, chỉ sau Trung Quốc và Mexico. Do đó, việc Mỹ cho rằng có hoạt động chuyển hóa từ Trung Quốc sang Việt Nam nhằm tránh các dòng thuế là điều dễ hiểu.

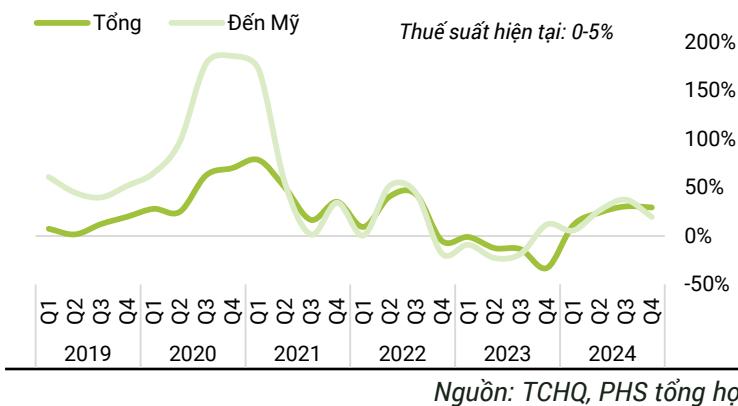
Mặt hàng điện tử chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng giá trị XK của Việt Nam đi Mỹ nhưng chỉ chịu mức thuế suất từ 0 - 5%. Việc Mỹ tăng thuế trên nhóm hàng này không chỉ ảnh hưởng đến thương mại mà còn đến dòng FDI đầu tư vào Việt Nam.

Tăng trưởng xuất khẩu Đồ điện tử



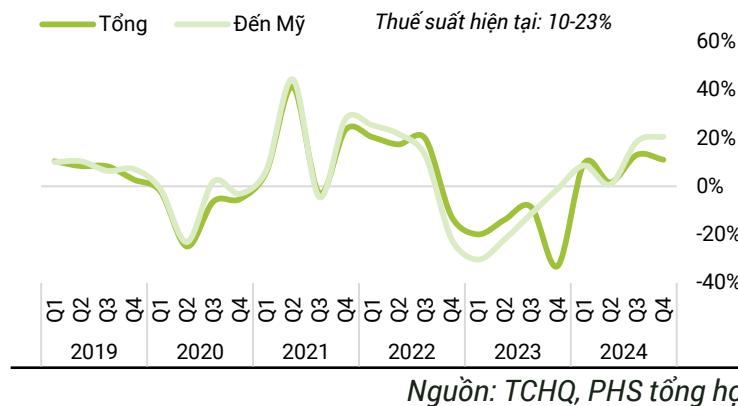
Tỷ trọng XK Máy móc sang Mỹ chiếm 42% tổng KNXK Máy móc. Mức thuế xuất NK của Mỹ đối với nhóm các mặt hàng đồ điện tử của VN ở mức thấp.

Tăng trưởng xuất khẩu Máy móc



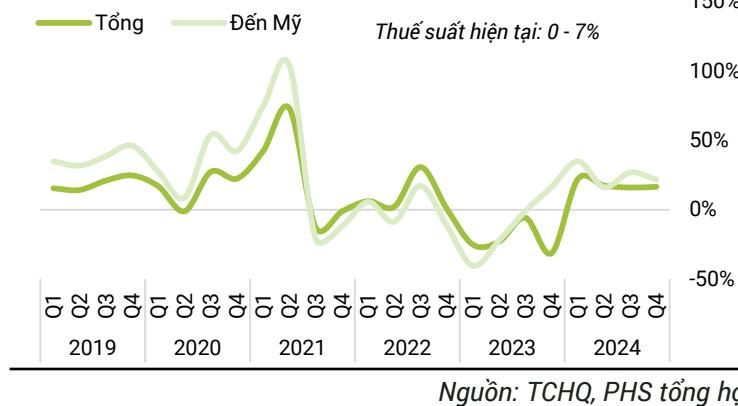
VN đứng thứ 2, chỉ sau Trung Quốc XK hàng dệt may sang Mỹ. Thuế suất hàng dệt may của VN cũng đã ở mức cao. VN có thể được hưởng lợi nếu Mỹ tăng thuế với Trung Quốc.

Tăng trưởng xuất khẩu Dệt may



Tỷ trọng XK Gỗ & giấy sang Mỹ chiếm 53% tổng KNXK Gỗ & giấy. Mức thuế suất hiện tại đối với nhóm ngành này cũng vẫn còn thấp. KNXK của Trung Quốc vào Mỹ chỉ chiếm hơn 5%.

Tăng trưởng xuất khẩu Gỗ & giấy

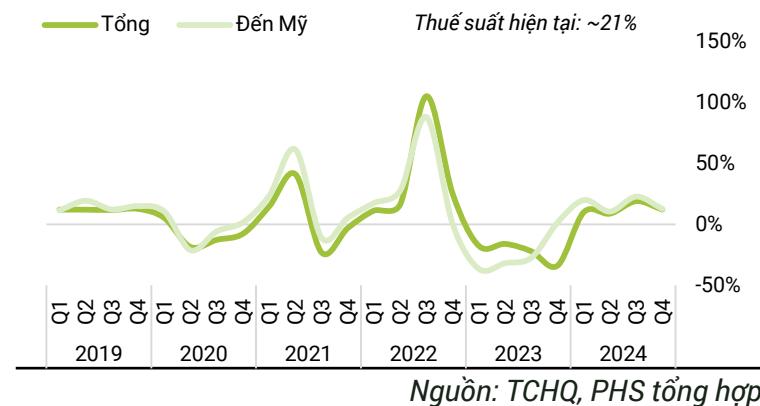


TRIỀN VỌNG TƯƠNG LAI

Trump 2.0

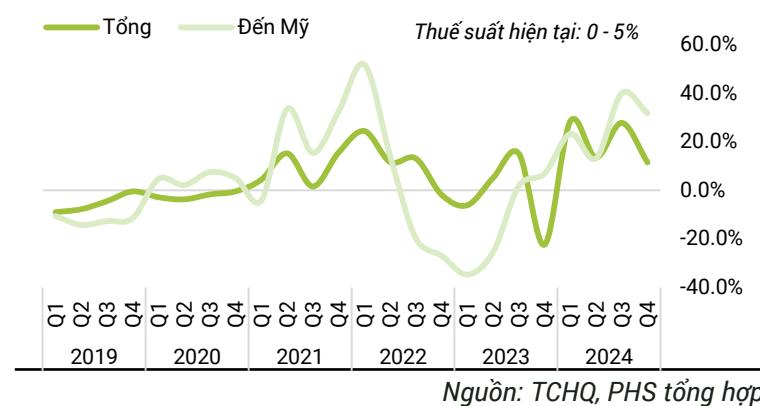
Tương tự như đối với nhóm hàng dệt may, thuế suất đối với nhóm giày dép mà Mỹ đang áp đối với Việt Nam cũng đã ở mức cao.

Tăng trưởng xuất khẩu Giày dép



Tỷ trọng XK Nông thủy sản sang Mỹ chỉ chiếm 12% tổng KNXK Nông thủy sản. Việc giảm NK cá rô phi từ Trung Quốc có thể tạo ra nhiều không gian hơn cho XK cá tra Việt Nam.

Tăng trưởng xuất khẩu Nông thủy sản



- Mặc dù có được những nội tại vững vàng từ thể chế, chính sách cho đến sự hồi phục của nền kinh tế thực, cùng với những triển vọng, định hướng trong tương lai đầy tươi sáng, nhưng Việt Nam vẫn đang phải đổi mới với những rủi ro khi Trump quay trở lại cầm quyền nước Mỹ.
- Trong nhiệm kỳ đầu tiên, Tổng thống Donald Trump tập trung triển khai chiến lược giảm thâm hụt thương mại, thúc đẩy sự phát triển của các ngành công nghiệp trong nước và kêu gọi dòng vốn đầu tư quay trở lại Mỹ. Chính quyền ông đã áp dụng Đạo luật Thương mại của Mỹ để đánh thuế lên hàng hóa nhập khẩu, đặc biệt nhắm vào Trung Quốc – đối tác có thâm hụt thương mại lớn nhất với Mỹ. Các mức thuế này vẫn tiếp tục được duy trì dưới thời Tổng thống Joe Biden.
- Với sự quay trở lại lần thứ 2 này cùng với những kế hoạch chính sách trước bầu cử của mình, Trump nhấn mạnh một lần nữa về việc "make America great again". Chính quyền Tổng thống Trump mới sẽ tiếp tục các chính sách ở nhiệm kỳ đầu tiên, thậm chí có nhiều biện pháp quan cứng rắn hơn với hàng nhập khẩu. Sau khi tái đắc cử, Trump đã tuyên bố cam kết sẽ áp mức thuế 25% đối với tất cả các sản phẩm từ Mexico và Canada kể từ ngày đầu tiên nhậm chức và 10% đối với hàng hóa từ Trung Quốc. Mặc dù chưa chính thức ban hành nhưng đây được xem là dấu hiệu cho thấy thương mại toàn cầu sắp tới sẽ có nhiều "sóng gió".
- Tuy nhiên, tính tới thời điểm hiện tại Việt Nam vẫn đang được ưu ái bởi các doanh nghiệp Mỹ với những diễn biến tích cực xung quanh câu chuyện đầu tư. Gần đây nhất, ngày 05/12 Chính phủ Việt Nam và Nvidia ký kết mở Trung tâm R&D và Trung tâm Dữ liệu AI, dấu mốc quan trọng để Việt Nam trở thành Trung tâm nghiên cứu và phát triển AI hàng đầu Châu Á. Sau đó, hàng loạt 'đại bàng' bán dẫn hàng đầu Mỹ gồm Intel, Marvell, Ampere, Cirrus Logic... cũng sang thăm và làm việc tại Việt Nam. Sự lựa chọn của các doanh nghiệp Mỹ tại Việt Nam sau khi Trump lên nắm quyền cho thấy Việt Nam vẫn là một trong những điểm đến đầy tiềm năng tại khu vực Châu Á-Thái Bình Dương trong mắt người Mỹ.
- Việc dự đoán định hướng chính sách của Trump trong nhiệm kỳ thứ hai của ông là một thách thức. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng với phong cách ưa chuộng các hiệp định thương mại song phương hơn là các hiệp định đa phương. Chính quyền Trump sẽ đẩy mạnh các cuộc đàm phán song phương nhằm giảm thâm hụt, hướng đến cân bằng thương mại với các đối tác. Chính phủ mới của Mỹ cũng có thể áp dụng chiến lược linh hoạt hơn thay vì tăng thuế đối với một số đối tác được xem là đồng minh của mình. Do đó, vẫn còn nhiều cơ hội cho sự phát triển trong mối quan hệ hợp tác giữa Mỹ và Việt Nam.
- Trong không gian chiến lược "Ấn Độ Dương – Thái Bình Dương" của Mỹ và "Sáng kiến Vành đai và Con đường" của Trung Quốc, Việt Nam đều chiếm một vị trí quan trọng.
⇒ **Nhìn chung, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm cho rằng việc Trump quay trở lại Nhà trắng lần thứ 2 sẽ có tác động cả mặt tích cực lẫn tiêu cực lên nền kinh tế Việt Nam. Tuy nhiên, với khả năng ngoại giao linh hoạt cũng như với những diễn biến mới trong giai đoạn gần đây, chúng tôi vẫn thiên về xu hướng lạc quan nhiều hơn. Bên cạnh đó, với những định hướng của Chính phủ về các mục tiêu tăng trưởng mới, đầu tư công và các đại dự án trong tương lai với vốn đầu tư lớn từ nguồn ngân sách nhà nước sẽ là các yếu tố thúc đẩy cho toàn nền kinh tế dồn lực cho tăng trưởng, góp phần đưa nền kinh tế Việt Nam bước vào kỷ nguyên mới.**

Tỷ giá

Tín hiệu cải thiện?

- Áp lực sẽ dịu đi khi Trump chính thức lên nắm quyền và các chính sách của ông được ban hành.
- Xu hướng hạ nhiệt lãi suất rõ ràng hơn sẽ khiến dòng vốn tìm về các thị trường mới nổi.

Rủi ro địa chính trị

Tín hiệu cải thiện?

- Sẽ khó thể nào giải quyết trong ngắn hạn.
- Tuy nhiên, kỳ vọng những chính sách của Trump về năng lượng có thể giúp cho những ảnh hưởng địa chính trị không còn quá rủi ro như giai đoạn trước.



Đầu tư công

Tín hiệu cải thiện?

- Khi thể chế được hoàn thiện, hoạt động chi đầu tư công sẽ được đẩy mạnh.
- Tuy nhiên, việc thực hiện các chính sách có thể sẽ vẫn gặp độ trễ nhất định.

Bất động sản

Tín hiệu cải thiện?

- Việc đẩy mạnh đầu tư công cùng với sự phát triển của nền kinh tế cũng sẽ là yếu tố thúc đẩy thị trường BĐS nhộn nhịp trở lại và khơi thông vốn đến các Doanh nghiệp BĐS.

Bán lẻ nội địa

Tín hiệu cải thiện?

- Bán lẻ nội địa sẽ hồi phục theo chu kỳ tăng trưởng kinh tế của Việt Nam
- Khi các hoạt động sản xuất và đầu tư hồi phục, bán lẻ cũng sẽ hồi phục theo sau.

Chỉ báo kinh tế	Kế hoạch 2024 của CP	PHS 2024F	Kế hoạch 2025 của CP	11T 2024	PHS 2025F
Tăng trưởng GDP (%YoY)	6-6.5%	7.0%	6.5-7.0%	6.8% (9T)	7.0%
CPI bình quân	4-4.5%	3.6-3.7%	4.5%	3.7%	3.8%
Công nghiệp chế biến chế tạo/GDP	24.1-24.2%	24.1-24.2%	24.1%		24.1%
Tốc độ tăng năng suất lao động xã hội bình quân	4.8-5.3%	4.8-5.3%	5.3-5.4%		5.3-5.4%
Tỷ lệ lao động qua đào tạo	Quanh 69%	69%	Quanh 70%		Quanh 70%
Tỷ lệ thất nghiệp ở khu vực thành thị	Dưới 4%	2.5%	Dưới 4%	2.2%	2.5%
Thu ngân sách nhà nước	Tăng trưởng 5%	15.5%		17.6%	10%
Bội chi ngân sách nhà nước/GDP	-4%	-3.6%	-3.80%	+3.1%	-3.5%
Nợ công/GDP	Dưới 60%	39%	36-37%		37%
Nợ chính phủ/GDP	Dưới 50%	37%	34-35%		35%
Nợ nước ngoài quốc gia/GDP	Dưới 50%	38%	33-34%		33%
Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của chính phủ/ Tổng thu ngân sách	Dưới 25%	21%	Quanh 24%		24%
Tăng trưởng tín dụng	Trên 15%	14%	15%	11.5% (Tính tới ngày 27/11)	14%
Giải ngân đầu tư công/ Kế hoạch	95%	90%	95%	60.7%	90%
Lũy kế chiều dài đường cao tốc (kilometers)	3,000	2,100	3,000	2,021	3,000
Kim ngạch Nhập khẩu		17.0%		16.4%	10.0%
Kim ngạch Xuất khẩu		14.0%		14.4%	12.0%
Sản xuất công nghiệp		8.0%		8.4%	8.5%
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ		9.0%		8.8%	9.5%
Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)		24.6		21.7	26.0

TTCK VIỆT NAM

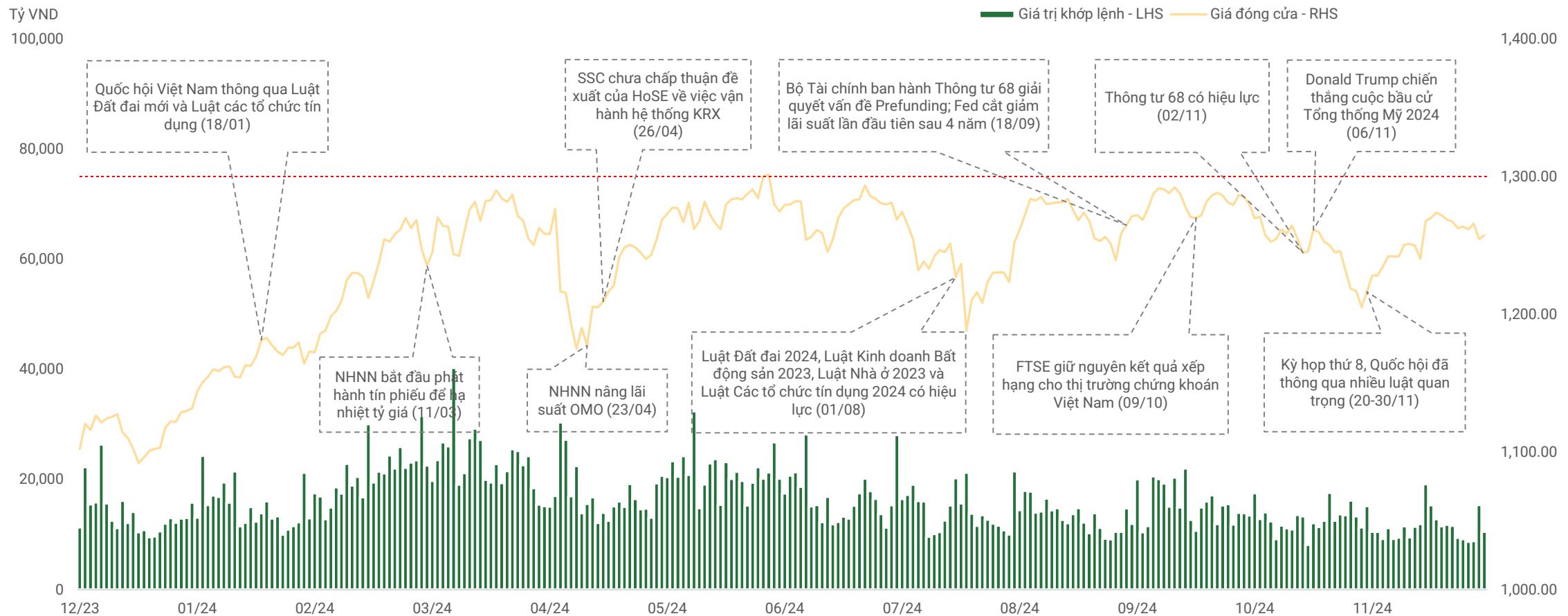
- NHÌN LẠI NĂM 2024
- CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC
- DỰ BÁO CỦA PHS

[Trở về mục lục](#)



Đà tăng của VN-Index trong năm 2024 chủ yếu đến vào quý 1, trong khi các quý khác diễn ra biến động giằng co. VN-Index đã 6 lần thất bại khi tiến đến vùng kháng cự 1,300 điểm

Biến động giá của VN-Index năm 2024



Nguồn: PHS tổng hợp

Diễn biến của VN-Index trong năm 2024 khá khiêm tốn so với kỳ vọng trước đó và so với các chỉ số toàn cầu khác – dữ liệu tính đến ngày 20/12/2024

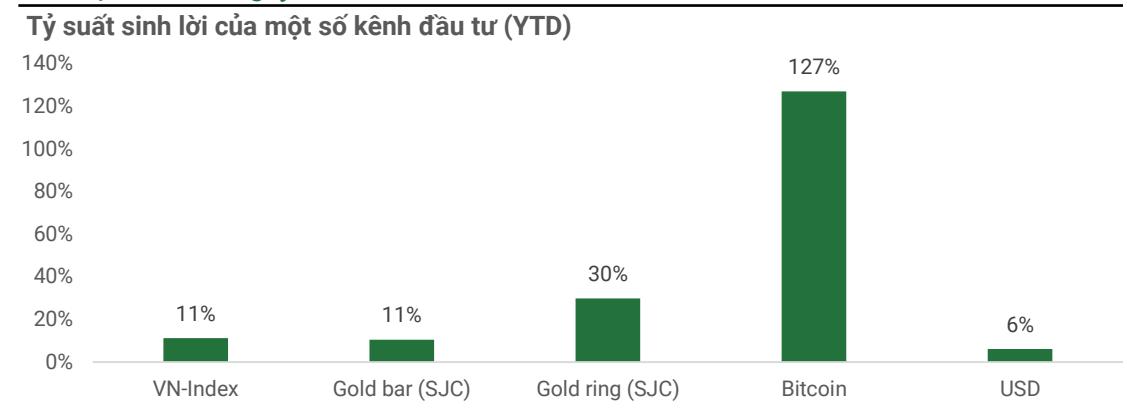
	Index	2024 (YTD)	2024 adjust by USD (YTD)
	VN-Index	11.3%	6.1%
	Nikkei 225 Index	15.7%	4.4%
	Shanghai Composite Index	13.2%	10.2%
	KOSPI Index	-9.5%	-19.1%
	Dow Jones	13.7%	13.7%
	S&P 500	24.3%	24.3%
	DAX	18.7%	12.2%
	SET Index	-3.6%	-3.6%
	FTSE Malay EMAS	12.9%	15.1%
	TAIEX Index	25.5%	17.4%
	PCOMP Index	-0.7%	-6.5%
	Nifty 50	8.5%	6.2%
	Jakarta Composite Index	-4.0%	-8.8%

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

NHÌN LẠI NĂM 2024

Một năm đi lên nhưng vẫn còn hạn chế (tiếp theo)

Đà tăng của VN-Index cũng bị lu mờ trước sự tăng trưởng bùng nổ của tiền điện tử và vàng – dữ liệu tính đến ngày 20/12/2024

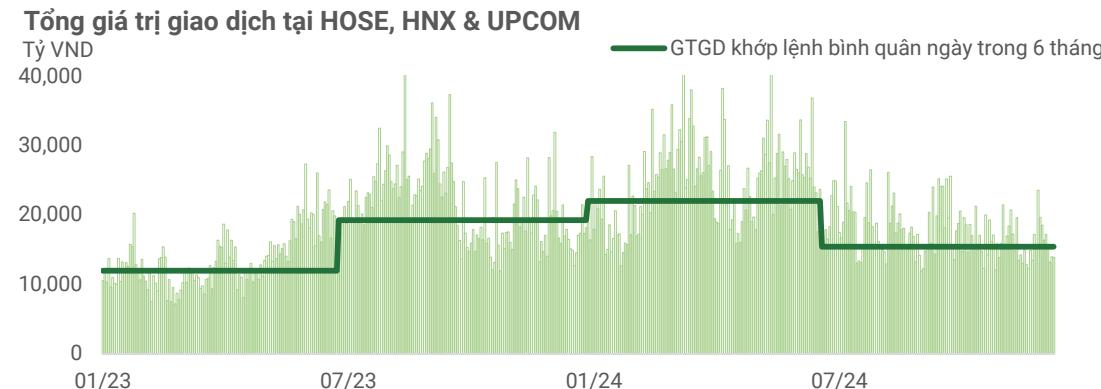


Nguồn: PHS tổng hợp

- Với mức tăng 13.6% của VN-Index trong quý 1, thị trường chứng khoán Việt Nam đã khởi đầu năm 2024 ấn tượng và được xem là một trong những chỉ số chứng khoán có hiệu suất tốt nhất thế giới. Tuy nhiên, xu hướng tăng này không thể tiếp tục duy trì trong phần còn lại của năm 2024. Việc thiếu động lực dòng vốn đổ vào khiến chỉ số liên tục thất bại tại ngưỡng tâm lý 1,300 điểm. Các nhà đầu tư đã phớt lờ triển vọng phục hồi kinh tế và hướng sự quan tâm đến câu chuyện áp lực lạm tỷ giá hối đoái và căng thẳng địa chính trị gia tăng trên toàn thế giới. Việc hệ thống KRX không thể hoạt động như dự kiến cũng ảnh hưởng tiêu cực đến triển vọng nâng hạng thị trường và khiến các nhà đầu tư thất vọng.
- Mặt khác, trong nửa cuối năm cũng chứng kiến sự nổi lên của các kênh đầu tư hấp dẫn hơn, dẫn đến thanh khoản thị trường chứng khoán tiếp tục đi xuống. Vốn ngoại chuyển sang các thị trường chứng khoán phát triển, nơi mang lại lợi nhuận vượt trội so với thị trường Việt Nam, đồng thời giảm thiểu rủi ro vấn đề tỷ giá. Trong khi đó, các nhà đầu tư trong nước cũng có nhiều lựa chọn hơn trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tiết kiệm tăng, thị trường bất động sản sôi động và giá bitcoin và vàng đạt mức cao kỷ lục.

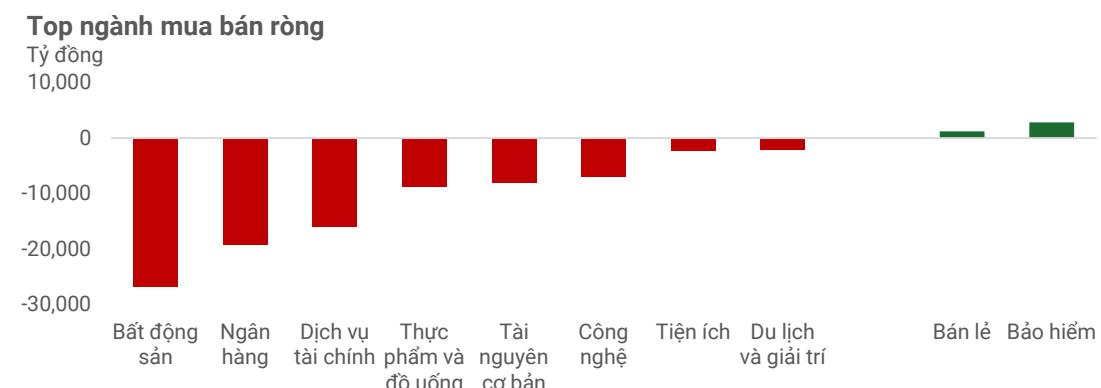
Nước ngoài rút vốn mạnh hơn, nhà đầu tư nội cũng mất kiên nhẫn

Giá trị giao dịch bình quân hằng ngày trong nửa cuối năm 2024 đạt hơn 15,400 tỷ đồng, giảm 30% so nửa đầu năm.



Nguồn: FiinproX, PHS tổng hợp

Động thái bán ròng diễn ra ở hầu hết các ngành. VHM, VIB, FUEVFVND và FPT là những cổ phiếu bán ròng nhiều nhất, trong khi BHI, AIC, IDC và SBT là những cổ phiếu mua ròng nhiều nhất trong năm 2024.



Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

Lượng bán ròng của khối ngoại trong năm 2024 đạt kỷ lục khoảng 93 nghìn tỷ đồng, gấp 4 lần so với lượng bán ròng năm 2023, khiến tỷ lệ sở hữu nước ngoài giảm xuống mức thấp.



Nguồn: FiinproX, PHS tổng hợp

Xu hướng rút ròng không chỉ diễn ra ở Việt Nam mà còn ở các thị trường mới nổi khác trong khu vực ASEAN. Tuy nhiên, các thị trường phát triển trong khu vực Châu Á vẫn thu hút được dòng vốn nước ngoài.

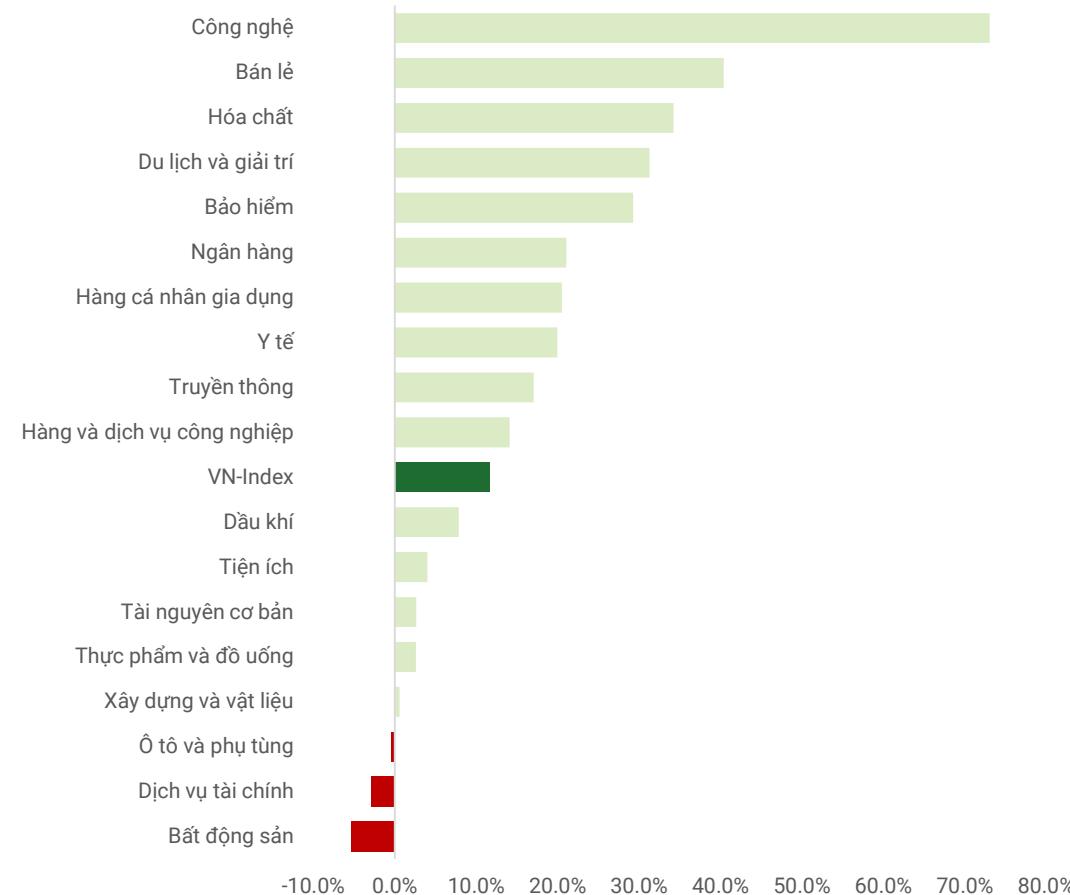
Thị trường	2022	2023	2024	Thị trường	2022	2023	2024
Trung Quốc	-160.700	-67,495	52.200	Indonesia	4,267	-353	1.225
Nhật Bản	2.350	29.092	11.990	Malaysia	1.096	-514	-797
Hàn Quốc	-9,665	10.705	2.873	Philippines	-1,245	-863	-374
Đài Loan	-44,007	6,933	-18,172	Thái Lan	5.960	-5,507	-4,092
Ấn Độ	-17,016	21.427	1.097	Việt Nam	966	-807	-3,174

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Lợi nhuận chung của thị trường được phản ánh một phần trong biến động giá cổ phiếu

Giá cổ phiếu phản ứng tích cực với các ngành có lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ, như Bán lẻ, Hóa chất, Du lịch và những ngành tăng trưởng ổn định, như Công nghệ. Ngược lại, Tiện ích, Dầu khí, Bất động sản tăng trưởng lợi nhuận âm và có hiệu suất thấp hơn so với VN-Index

Biến động giá theo từng ngành (YTD) – dữ liệu tính đến ngày 20/12/2024



Nguồn: PHS tổng hợp

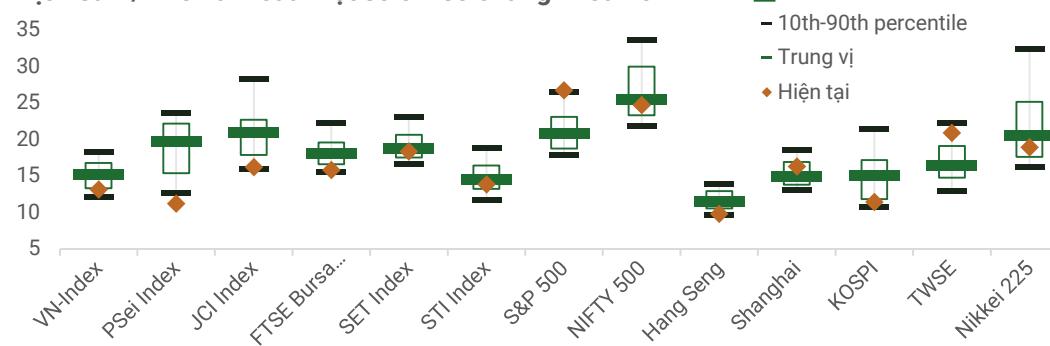
Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong 9 tháng năm 2024

Ngành	Tăng trưởng doanh thu thuần/Thu nhập hoạt động (%YoY)	Tăng trưởng LNST (%YoY)
Du lịch & Giải trí	18%	Lỗ chuyển thành lãi
Bán lẻ	14%	514%
Viễn thông	19%	138%
Tài nguyên cơ bản	13%	126%
Xây dựng & Vật liệu	10%	45%
Hóa chất	1%	44%
Ô tô & Phụ tùng	52%	43%
Dịch vụ tài chính	12%	42%
Đồ dùng cá nhân & gia đình	14%	25%
Công nghệ	21%	21%
Hàng và dịch vụ công nghiệp	15%	19%
Ngân hàng	12%	15%
Toàn thị trường	9%	15%
Thực phẩm & Đồ uống	6%	12%
Bảo hiểm	2%	-2%
Y tế	1%	-7%
Bất động sản	-9%	-18%
Tiện ích	3%	-19%
Dầu khí	6%	-53%
Truyền thông	6%	-68%

Nguồn: PHS tổng hợp

Chứng khoán Việt Nam có mức định giá khá hấp dẫn (dữ liệu đến ngày 20/12/2024)

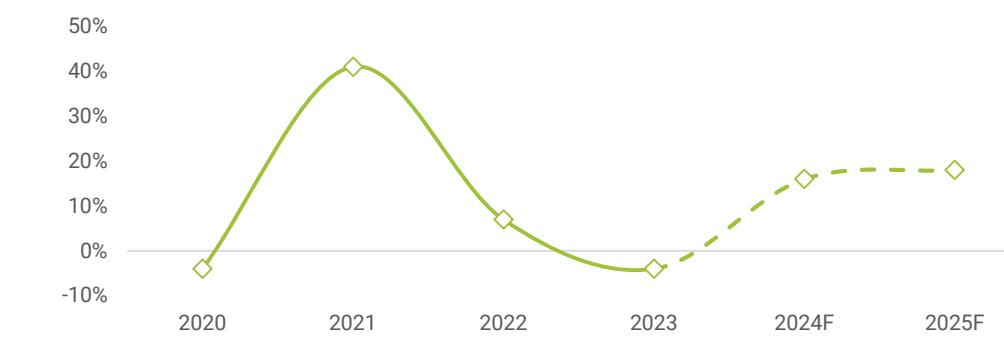
Lịch sử P/E 10 năm của một số chỉ số chứng khoán chính



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Lợi nhuận chung của thị trường có thể đạt tốc độ tăng trưởng hai chữ số trong năm tới

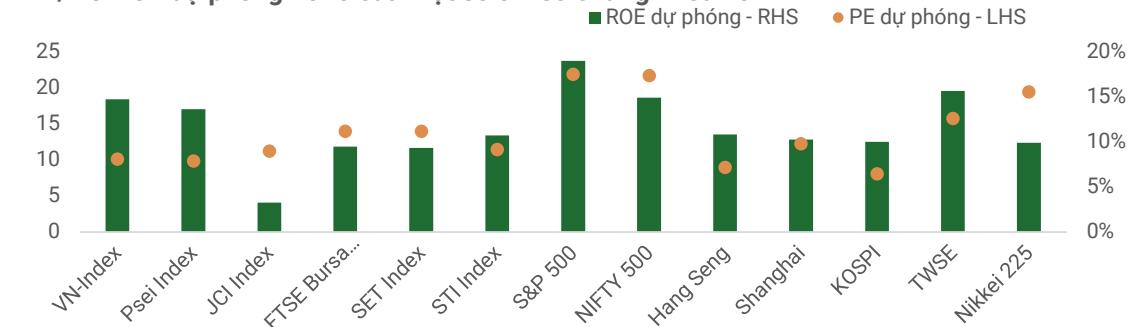
Tăng trưởng LNST (% YoY) của thị trường chứng khoán Việt Nam



Nguồn: PHS dự báo

... và triển vọng lợi nhuận khả quan

P/E & ROE dự phóng 2025 của một số chỉ số chứng khoán chính

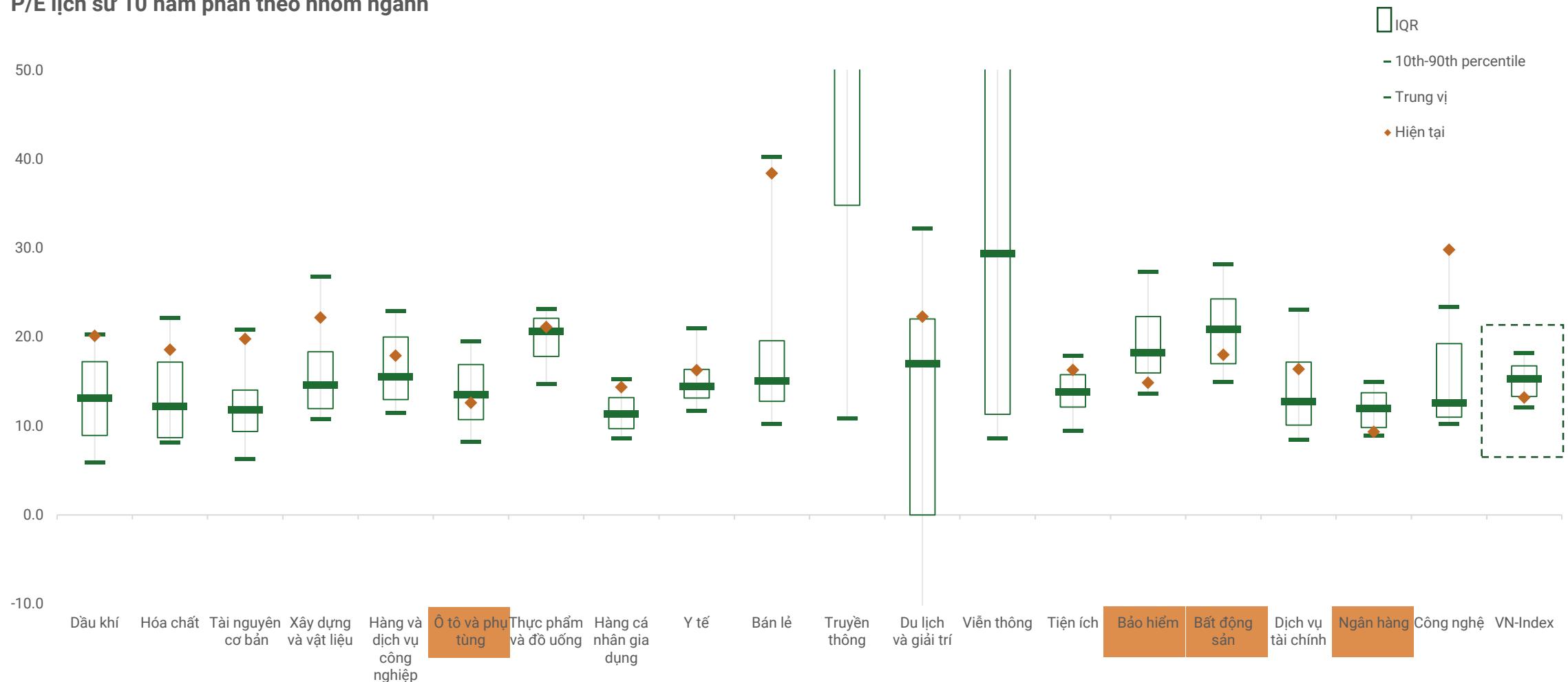


Nguồn: Bloomberg consensus, PHS tổng hợp

- Thị trường chứng khoán Việt Nam đang giao dịch ở mức P/E theo sau khoảng 13.3 lần, khá hấp dẫn so với các thị trường mới nổi khác ở ASEAN và một số thị trường phát triển khác trên thế giới. Bất chấp căng thẳng địa chính trị gia tăng và bất ổn kinh tế toàn cầu, nền kinh tế Việt Nam đã cho thấy tốc độ tăng trưởng GDP khả quan trong năm 2024.
- Với triển vọng kinh tế vĩ mô thuận lợi, chúng tôi dự đoán lợi nhuận toàn thị trường có thể tăng 18% vào năm 2025 sau khi tăng 16% vào năm 2024. Do đó, mức P/E dự phóng cho năm 2025 được dự báo là khoảng 11.3 lần trong kịch bản cơ sở, mang đến cho các nhà đầu tư cơ hội để bắt đầu kiếm lợi nhuận vào năm 2025.

Tuy nhiên, có khá nhiều ngành lại đang bị định giá cao (dữ liệu đến ngày 20/12/2024)

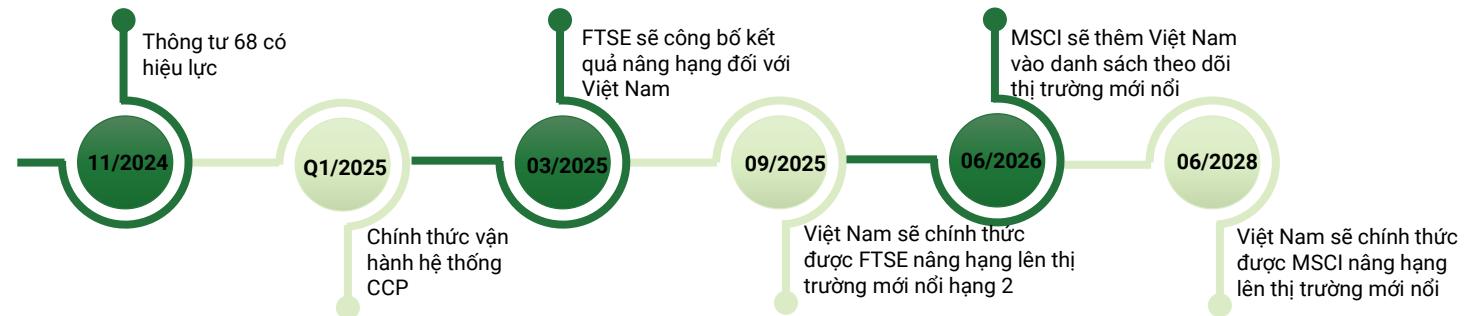
P/E lịch sử 10 năm phân theo nhóm ngành



Nguồn: FiinProX, PHS tổng hợp

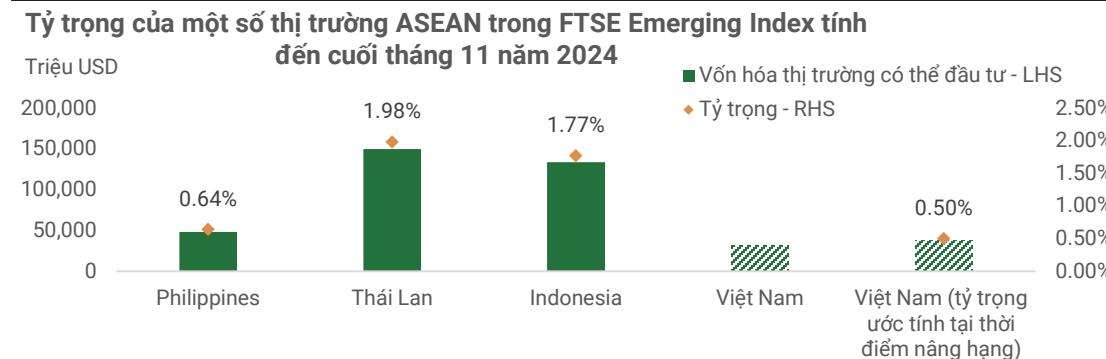
- Câu chuyện nâng hạng thị trường sẽ là điểm nhấn đáng chú ý cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong năm 2025, cùng với triển vọng về kết quả kinh doanh khả quan. Mặc dù Thông tư 68 đã có hiệu lực nhưng đây mới chỉ là điều kiện cần. Việc vận hành chính thức mô hình đối tác trung tâm (CCP) được coi là giải pháp bền vững để đáp ứng tiêu chí nâng hạng của FTSE.
- Theo dự báo của PHS, FTSE sẽ công bố kết quả nâng hạng cho thị trường chứng khoán Việt Nam trong kỳ đánh giá tạm thời vào **tháng 3/2025** và dự kiến thời điểm nâng hạng chính thức sẽ là kỳ đánh giá thường niên vào **tháng 9/2025**. Ngoài ra, chúng tôi dự kiến hệ thống KRX sẽ chính thức ra mắt vào nửa đầu năm 2025 để tăng tính ổn định cho thị trường chứng khoán và ra mắt các sản phẩm mới thu hút nhà đầu tư.
- Ngoài ra, lộ trình công bố thông tin bằng tiếng Anh đối với các công ty đại chúng cũng được đề cập đến trong Thông tư 68. Quy định này có liên quan đến tiêu chí nâng hạng của MSCI. Tuy nhiên, Việt Nam vẫn còn rất nhiều tiêu chí khác chưa đáp ứng được. Chính phủ sẽ cần sửa đổi và bổ sung vào các quy định mới, đặc biệt là tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa, để có thể được MSCI xem xét nâng hạng. Vì đây là quy định trọng yếu nên việc xem xét đánh giá sẽ cần nhiều thời gian. Theo chúng tôi, Việt Nam có thể được MSCI đưa vào danh sách theo dõi để nâng hạng trong đợt xem xét vào tháng 6 năm 2026, chậm hơn một năm so với ước tính trước đó của chúng tôi. Việc nâng hạng có thể diễn ra ít nhất hai năm sau khi Việt Nam được đưa vào danh sách theo dõi.

Lộ trình tái phân loại thị trường



Nguồn: PHS dự báo

Nhờ câu chuyện nâng hạng, thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ thu hút được vốn đầu tư nước ngoài từ các quỹ ETF và quỹ chủ động theo dõi thị trường FTSE Emerging



Nguồn: PHS dự báo

- Các quỹ ETF mô phỏng chỉ số thị trường mới nổi của FTSE có quy mô nhỏ hơn nhiều so với MSCI. Do đó, tác động của dòng vốn ETF chảy vào từ câu chuyện nâng hạng bởi FTSE sẽ không lớn. Thay vào đó, chúng tôi cho rằng việc nâng hạng sẽ thúc đẩy niềm tin của các nhà đầu tư cá nhân trong nước, từ đó cải thiện được thanh khoản của thị trường chứng khoán.
- Tại thời điểm nâng hạng chính thức, chúng tôi dự đoán cổ phiếu Việt Nam có thể chiếm trọng số khoảng 0.5% trong rổ chỉ số FTSE Emerging Index, tương ứng với dòng tiền vào ròng khoảng 550 triệu đô la từ các ETF theo dõi chỉ số thị trường FTSE. Trong khi đó, dòng vốn từ quỹ chủ động sẽ đến sớm hơn để đón đầu xu hướng này.

CƠ HỘI & THÁCH THỨC

Cơ hội – Nâng hạng thị trường (Tiếp theo)

Cổ phiếu được hưởng lợi hàng đầu từ câu chuyện nâng hạng

Ticker	Ngành ICB	Vốn hóa (triệu USD)
HPG	Công nghiệp chung	6,786
VCB	Ngân hàng	20,424
VIC	Đầu tư và dịch vụ bất động sản	6,092
VHM	Đầu tư và dịch vụ bất động sản	6,665
MSN	Sản xuất thực phẩm	4,013
VNM	Sản xuất thực phẩm	5,305
SSI	Dịch vụ ngân hàng đầu tư và môi giới chứng khoán	2,004
DGC	Hóa chất	1,731
STB	Ngân hàng	2,526
KDH	Đầu tư và dịch vụ bất động sản	1,391
VJC	Du lịch và Giải trí	2,162
VCI	Dịch vụ ngân hàng đầu tư và môi giới chứng khoán	971
VRE	Bán lẻ	1,531
VND	Dịch vụ ngân hàng đầu tư và môi giới chứng khoán	784
FRT	Bán lẻ	994

Nguồn: PHS dự báo

01

Căng thẳng địa chính trị leo thang và áp lực tỷ giá hối đoái

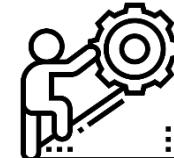
02

Việc nâng hạng bị trì hoãn

03

Chính sách thương mại khó lường của Hoa Kỳ dưới thời Tổng thống Trump

Thách thức



Các nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì xu hướng rút vốn ròng

Thanh khoản thị trường khó phục hồi

Tác động đến cả tăng trưởng kinh tế và thu nhập của công ty

Kịch bản VN-Index

Kịch bản



Nguồn: PHS dự báo

Mua	Tăng tỷ trọng	Năm giữ/Bán
ACB - 31,900 (29%)	CTG - 42,500 (17%)	BID - 41,300 (8%)
MBB - 31,100 (30%)	HDB - 28,000 (19%)	LPB - 28,700 (-14%)
MSB - 13,600 (20%)	STB - 38,800 (15%)	TCM - 50,800 (6%)
SHB - 12,400 (22%)	VCB - 104,500 (13%)	SIP - 88,000 (4%)
TCB - 30,700 (29%)	MSH - 58,500 (11%)	ANV - 17,200 (-16%)
TPB - 19,700 (23%)	SZC - 49,500 (14%)	FMC - 50,300 (7%)
VIB - 22,900 (21%)	BCM - 80,000 (18%)	VNM - 71,500 (10%)
VPB - 24,600 (31%)	VHC - 83,900 (14%)	IMP - 41,800 (-12%)
IDC - 72,000 (26%)	SAB - 64,000 (13%)	GMD - 71,000 (9%)
MWG - 73,600 (21%)	DBD - 68,000 (14%)	
PNJ - 118,800 (22%)	DRI - 15,100 (14%)	
HPG - 33,500 (23%)	DPR - 43,500 (14%)	
	VSC - 18,200 (14%)	
	HAH - 55,200 (12%)	
	PVT - 31,500 (13%)	

NGÀNH NGÂN HÀNG

VỮNG VÀNG TĂNG TRƯỞNG

- TỔNG QUAN NGÀNH
- TRIỂN VỌNG NGÀNH
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

[Trở về mục lục](#)



TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

Kết quả kinh doanh 9M 2024 phân hóa

No.	Mã	Sàn	LNTT (tỷ đồng)	%YoY	Tăng trưởng tín dụng (%)	Tăng trưởng tiền gửi (%)	Tỷ lệ CASA (%)	Tỷ lệ LDR (%)	ROE (%)	NIM (%)	+/- vs 2023 (bps)	Tỷ lệ CIR (%)	Tỷ lệ Nợ xấu (%)	+/- vs 2023	Tỷ lệ bao phủ Nợ xấu (%)	+/- vs 2023	Tỷ lệ CAR (%)
Ngân hàng quốc doanh																	
1	BID	HOSE	22,047	+12%	9.8%	9.9%	18.1%	102.2%	18.5%	2.5%	(10)	34.9%	1.7%	46	115.7%	-66%	9.48%
2	CTG	HOSE	19,513	+12%	9.0%	7.5%	22.4%	103.5%	16.3%	3.1%	15	28.2%	1.4%	32	153.0%	-14%	9.54%
3	VCB	HOSE	31,533	+7%	10.2%	2.5%	32.6%	95.5%	19.4%	3.1%	(3)	32.5%	1.2%	24	204.6%	-26%	12.3%
Ngân hàng quy mô lớn																	
4	MBB	HOSE	20,736	+4%	13.5%	10.6%	35.7%	110.1%	21.6%	4.6%	(45)	30.9%	2.2%	63	68.8%	-48%	11.4%
5	TCB	HOSE	22,842	+33%	17.5%	8.9%	34.9%	124.8%	16.5%	4.5%	42	29.4%	1.3%	13	103.5%	-1%	15.1%
6	VPB	HOSE	13,861	+67%	9.3%	7.6%	13.6%	130.3%	9.7%	6.2%	39	24.4%	4.8%	-20	50.7%	-1%	15.7%
7	ACB	HOSE	15,335	+2%	13.8%	6.1%	21.0%	107.1%	21.7%	3.9%	(18)	33.5%	1.5%	28	80.5%	-11%	11.85%
8	STB	HOSE	8,094	+18%	8.3%	11.0%	17.4%	91.0%	18.0%	3.7%	(4)	50.9%	2.5%	20	75.0%	-6%	8.99%
9	SHB	HOSE	9,048	+6%	9.1%	5.4%	6.8%	100.0%	14.5%	3.1%	(62)	23.5%	2.5%	-32	76.0%	-2%	12.61%
Ngân hàng quy mô vừa																	
10	HDB	HOSE	12,655	+47%	16.6%	7.1%	8.8%	99.2%	26.8%	6.1%	115	33.7%	1.9%	10	65.9%	0%	14.8%
11	LPB	HOSE	8,818	+39%	16.1%	14.3%	8.1%	116.1%	25.9%	3.6%	35	27.6%	2.0%	62	77.5%	-16%	12.21%
12	VIB	HOSE	6,603	-21%	11.6%	8.1%	13.5%	114.3%	18.6%	4.0%	(76)	34.2%	3.9%	71	47.1%	-4%	11.8%
13	TPB	HOSE	5,463	-10%	13.5%	8.0%	18.1%	103.0%	14.0%	4.1%	13	36.5%	2.3%	24	58.8%	-5%	13.17%
14	MSB	HOSE	4,902	-6%	14.2%	12.2%	23.0%	112.8%	13.2%	3.7%	(48)	40.4%	2.9%	1	62.9%	-8%	12.36%
15	SSB	HOSE	4,508	+43%	9.4%	6.1%	12.8%	126.2%	14.8%	3.7%	70	33.5%	1.9%	-7	80.8%	-17%	14.8%
16	OCB	HOSE	2,553	-35%	9.7%	8.4%	15.8%	113.6%	10.3%	3.3%	3	39.0%	3.2%	54	53.9%	15%	13.7%

Nguồn: Báo cáo tài chính của các ngân hàng, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

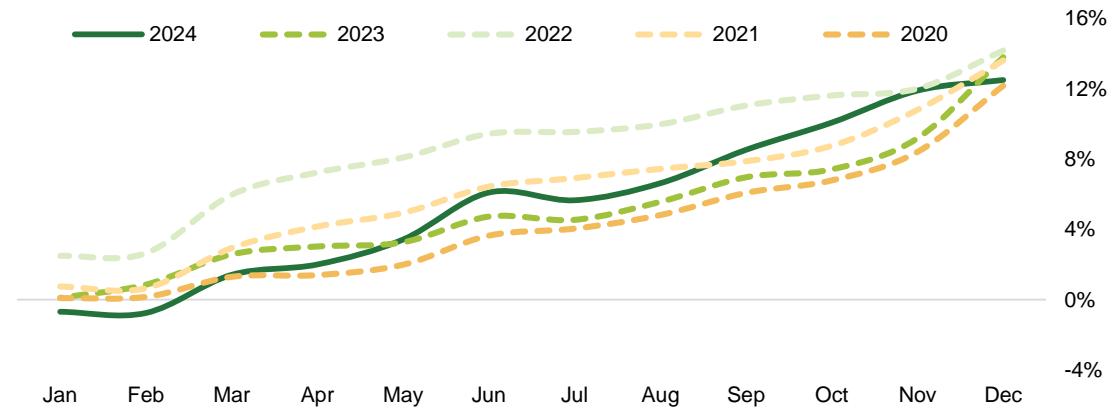
Kết quả kinh doanh 9M 2024 phân hóa

No.	Mã	Sàn	LNTT (tỷ đồng)	%YoY	Tăng trưởng tín dụng (%)	Tăng trưởng tiền gửi (%)	Tỷ lệ CASA (%)	Tỷ lệ LDR (%)	ROE (%)	NIM (%)	+/- vs 2023 (bps)	Tỷ lệ CIR (%)	Tỷ lệ Nợ xấu (%)	+/- vs 2023	Tỷ lệ bao phủ Nợ xấu (%)	+/- vs 2023	Tỷ lệ CAR (%)
Ngân hàng quy mô nhỏ																	
17	NAB	HOSE	3,323	+62%	15.8%	4.4%	5.6%	106.4%	22.0%	3.8%	22	39.1%	2.9%	-74	45.3%	-9%	11.5%
18	EIB	HOSE	2,378	+39%	13.6%	7.0%	18.5%	94.3%	11.6%	2.9%	39	43.5%	2.7%	-6	40.0%	-1%	14.3%
19	ABB	UPCoM	239	-66%	0.7%	-8.9%	11.0%	106.6%	0.2%	1.9%	(8)	57.6%	3.2%	-29	53.5%	-13%	11.0%
20	BAB	HNX	813	+48%	3.5%	1.3%	2.7%	85.2%	9.3%	2.2%	42	58.0%	1.3%	-41	97.7%	-46%	10.0%
21	VBB	UPCoM	820	+96%	13.9%	1.7%	5.5%	99.3%	12.7%	2.0%	38	48.9%	3.3%	-74	37.7%	-12%	11.1%
22	VAB	UPCoM	793	+34%	11.7%	6.5%	7.1%	82.7%	11.0%	2.3%	44	34.9%	1.7%	-11	70.3%	-4%	9.2%
23	NVB	HNX	(58)	-75%	18.8%	17.6%	5.4%	70.0%	-9.8%	0.9%	30	129.9%	30.6%	-85	5.8%	-2%	N/A
24	BVB	UPCoM	182	+96%	10.9%	5.8%	7.1%	104.4%	2.6%	2.3%	44	64.8%	4.7%	-134	32.7%	-9%	11.5%
25	KLB	UPCoM	761	+19%	14.3%	5.5%	4.9%	97.3%	11.1%	3.6%	99	56.9%	1.9%	-1	72.5%	-17%	9.7%
26	PGB	UPCoM	344	-4%	3.0%	6.6%	14.1%	95.7%	4.5%	2.7%	15	55.9%	3.2%	-63	35.6%	-1%	11.8%
27	SGB	UPCoM	213	-14%	2.2%	-0.5%	7.7%	86.2%	5.8%	3.0%	(25)	51.0%	2.9%	-82	33.5%	-12%	17.1%

Nguồn: Báo cáo tài chính của các ngân hàng, PHS tổng hợp

Tăng trưởng tín dụng 11M24 cao hơn cùng kỳ được dẫn dắt bởi tín dụng doanh nghiệp. Mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% trong năm 2024 được NHNN đánh giá là khả thi.

%Tăng trưởng tín dụng qua các năm



TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

Hoạt động tín dụng dẫn dắt động lực tăng trưởng lợi nhuận

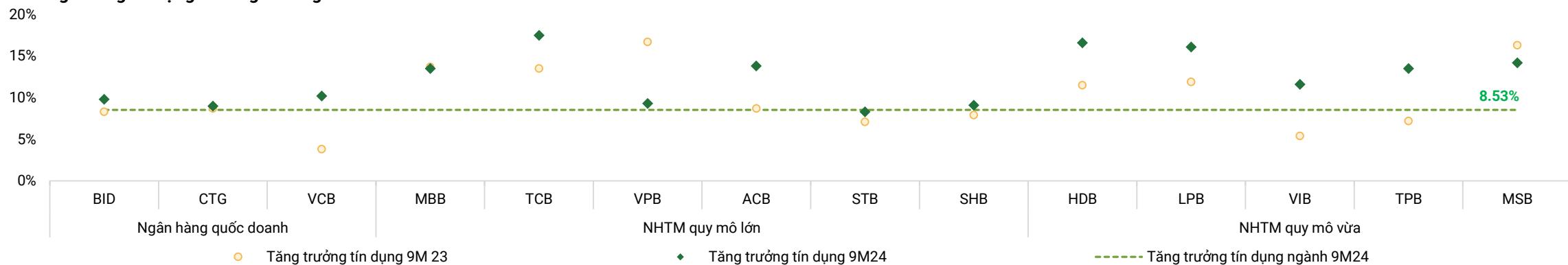
Huy động tiền gửi tăng chậm hơn khi các kênh đầu tư khác có lợi suất cao hơn, gia tăng áp lực huy động trong Q4.

%Tăng trưởng huy động qua các năm

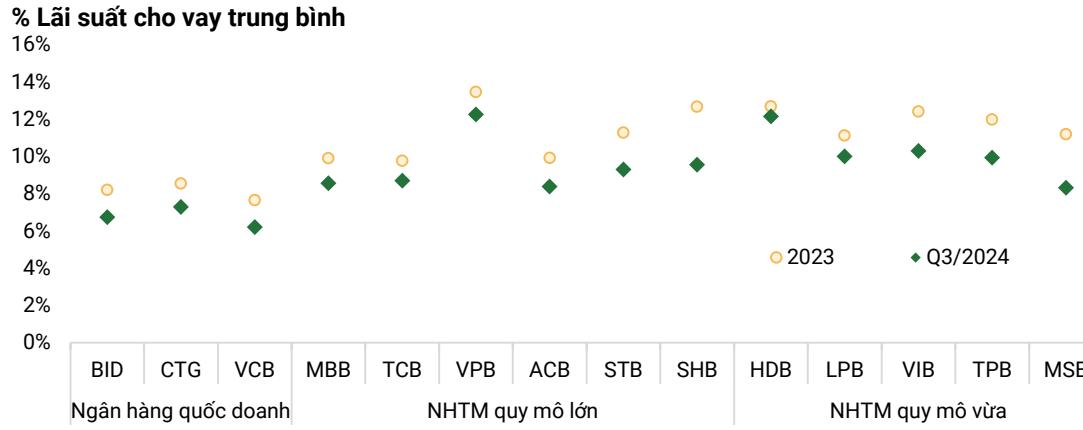


Tăng trưởng tín dụng Q3 gần như không đổi so với Q2, nhưng nhìn chung các NH đều có mức tăng tốt hơn svck. TCB, HDB & LPB ghi nhận tăng trưởng vượt trội nhờ điều kiện kinh doanh cải thiện, hưởng lợi từ hệ sinh thái công ty con. Riêng với TCB, còn là gia tăng tín dụng bất động sản.

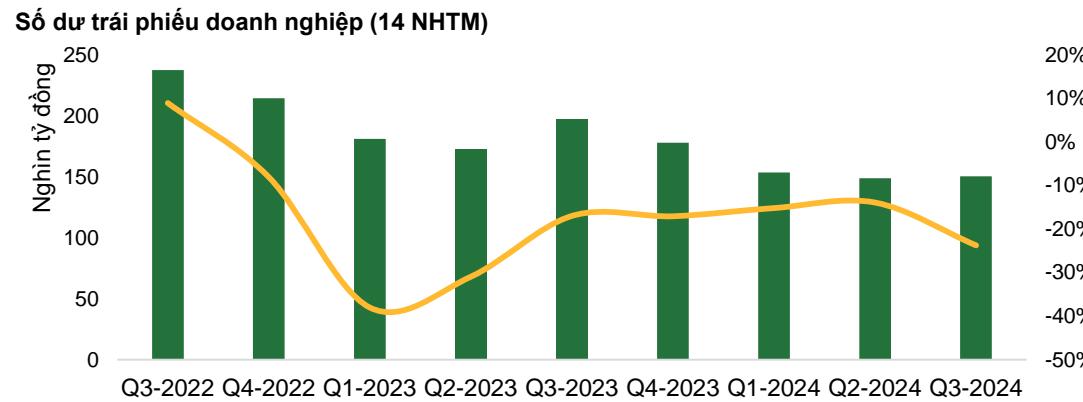
% Tăng trưởng tín dụng theo ngân hàng



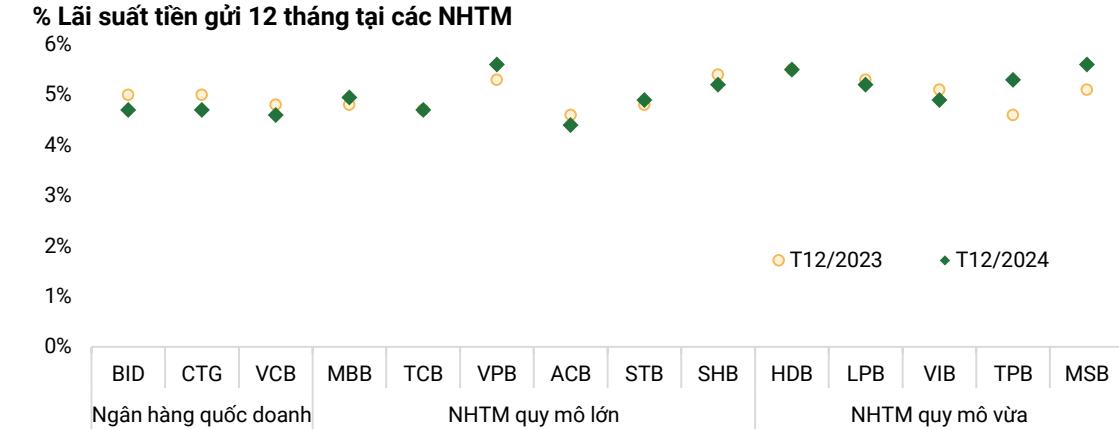
Lãi suất cho vay trung bình của các NHTM đều giảm so với cuối năm 2023 nhằm thực hiện chủ trương giảm lãi suất, hỗ trợ doanh nghiệp phục hồi sản xuất kinh doanh của NHNN



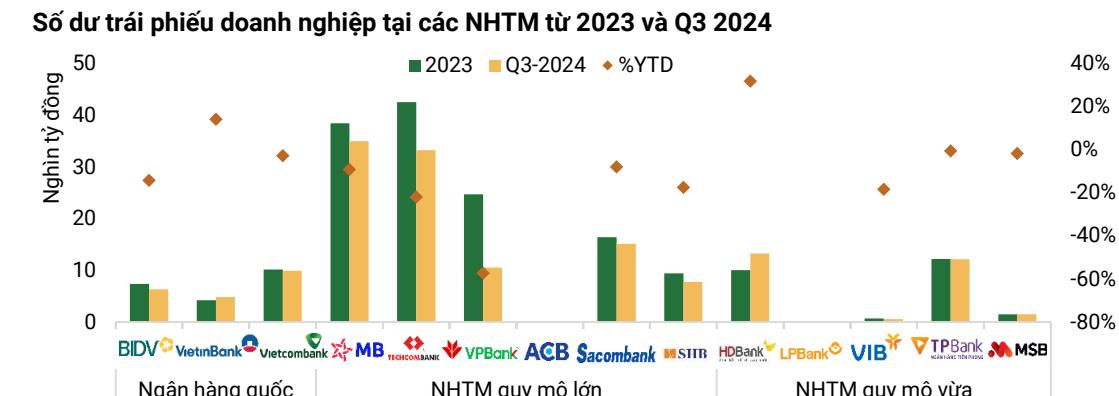
Tâm lý thị trường Trái phiếu doanh nghiệp chưa phục hồi, khiến số dư TPDN do 14 NHTM nắm giữ giảm mạnh 24%YoY còn khoảng 150 nghìn tỷ đồng.



Lãi suất tiền gửi ở các NH quốc doanh vẫn ở mức thấp so với cuối năm 2023, trong khi các NHTM tư nhân tăng lãi suất để đáp ứng nhu cầu tín dụng cuối năm.



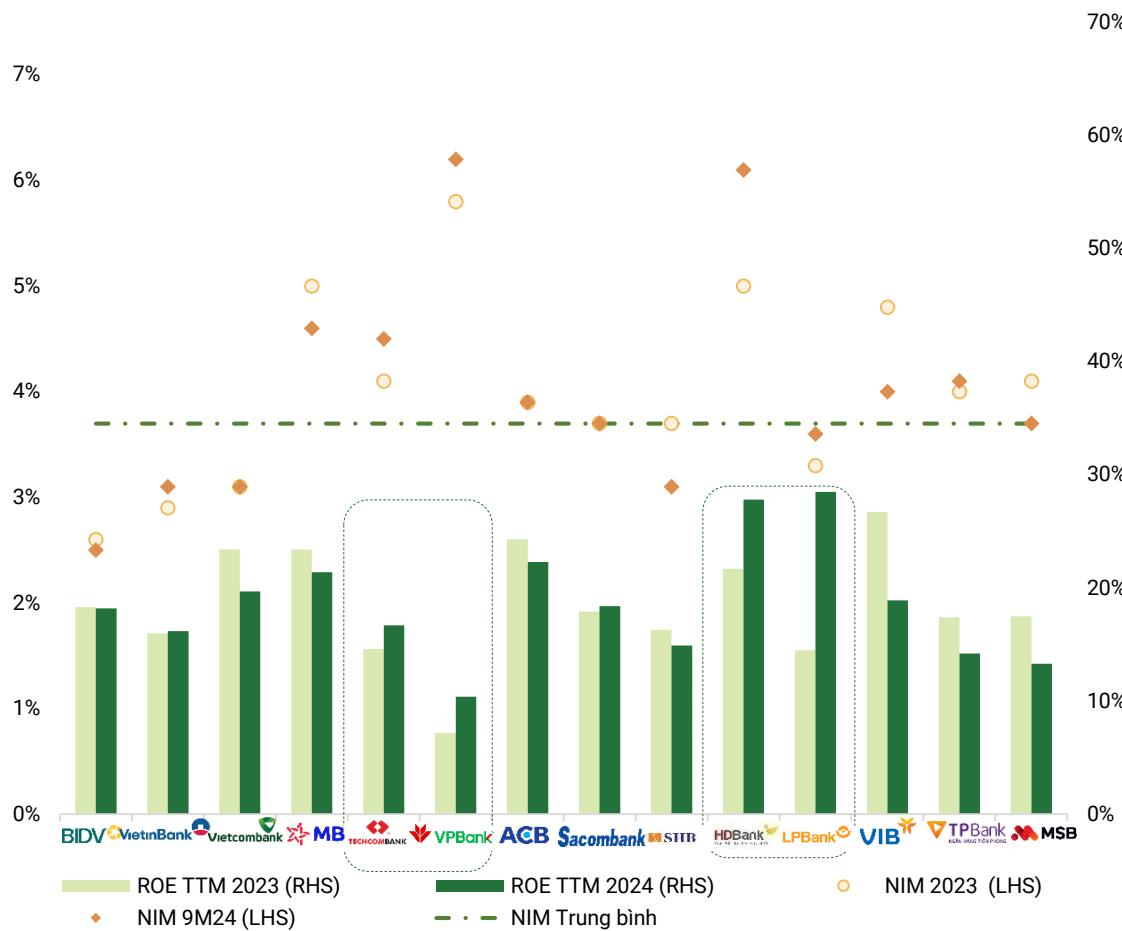
Đa số các NHTM đều chủ động giảm nắm giữ TPDN. Trong đó, các NH như VPB, HDB, VIB, SHB thu hẹp danh mục TPDN nhiều nhất nhằm kiểm soát rủi ro và tăng chất lượng tài sản.



Hoạt động tín dụng dẫn dắt động lực tăng trưởng lợi nhuận

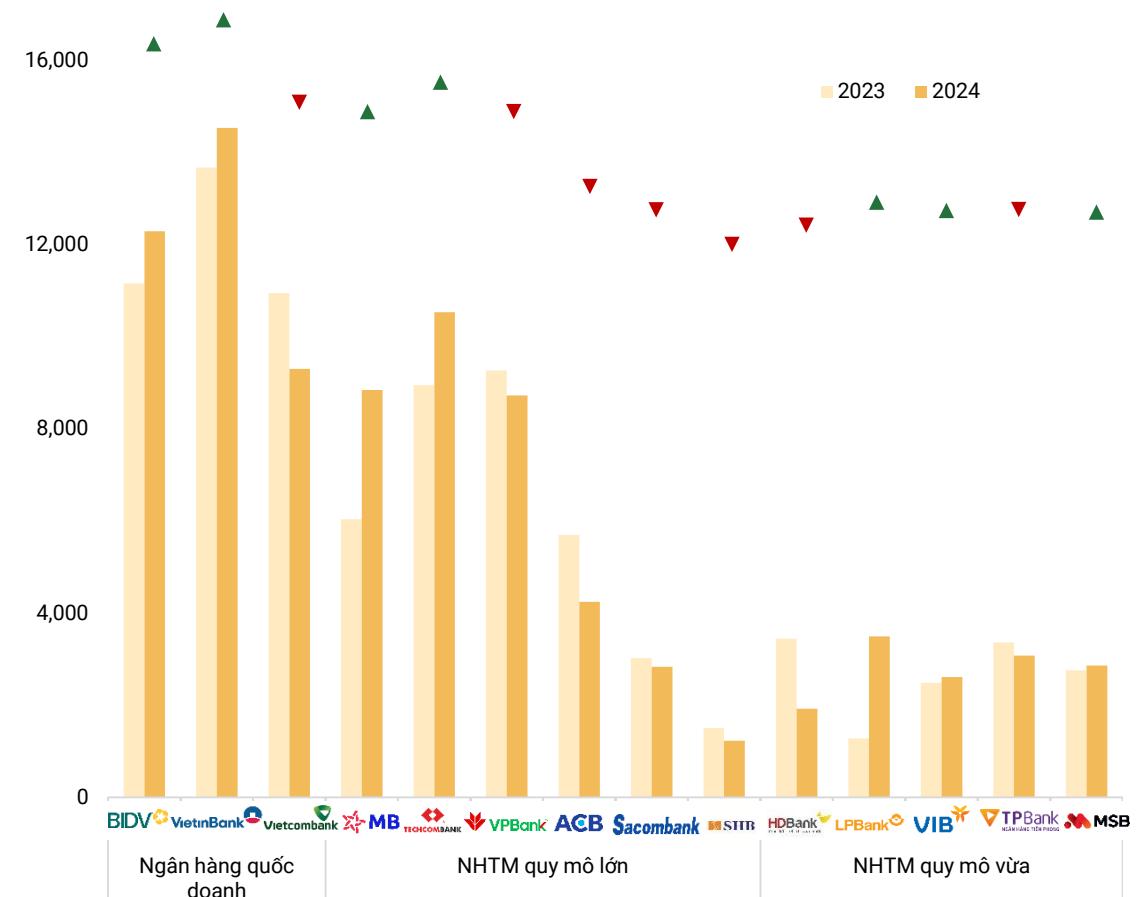
Mặt bằng lãi suất cho vay tiếp tục giảm trong năm 2024 trong khi đó áp lực tăng chi phí huy động hiện hữu dần từ cuối Q2, qua đó NIM bình quân giảm. Các TCTD chỉ có thể gia tăng lợi thế NIM nhờ kiểm soát nợ xấu, chi phí hoạt động và tận dụng nguồn vốn phát hành GTCG.

%ROE và NIM của các ngân hàng



Thu nhập ngoài lãi kém khả quan, khi nhiều NH chốt lời TPCP trong năm 2023 và hoạt động bancassurance chưa khởi sắc. Riêng BID, CTG, MBB, TCB có mức tăng tốt nhờ thế mạnh trong thanh toán xuất nhập khẩu và tận dụng tốt lợi thế từ hệ sinh thái các công ty con.

Thu nhập ngoài lãi theo ngân hàng (tỷ đồng)

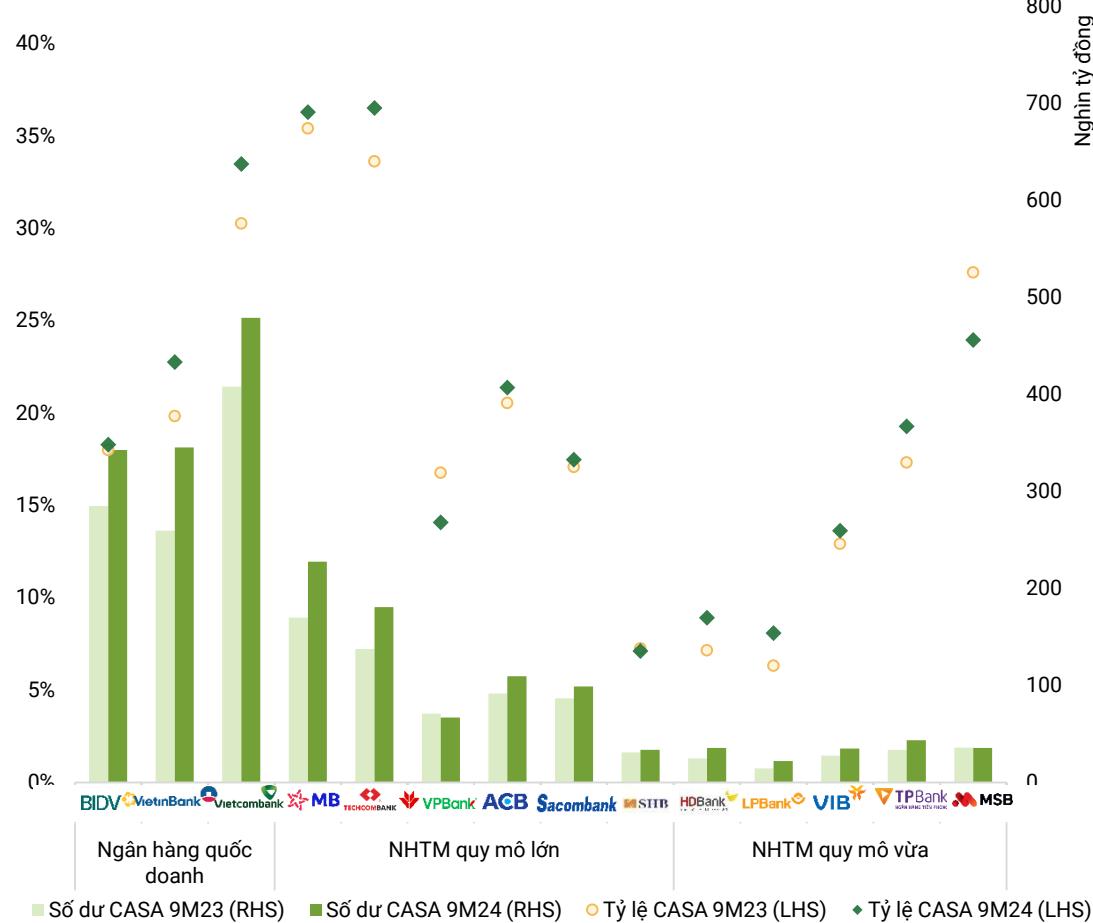


TỔNG QUAN NGÀNH NGÂN HÀNG

Thanh khoản thu hẹp và Chất lượng tài sản sụt giảm

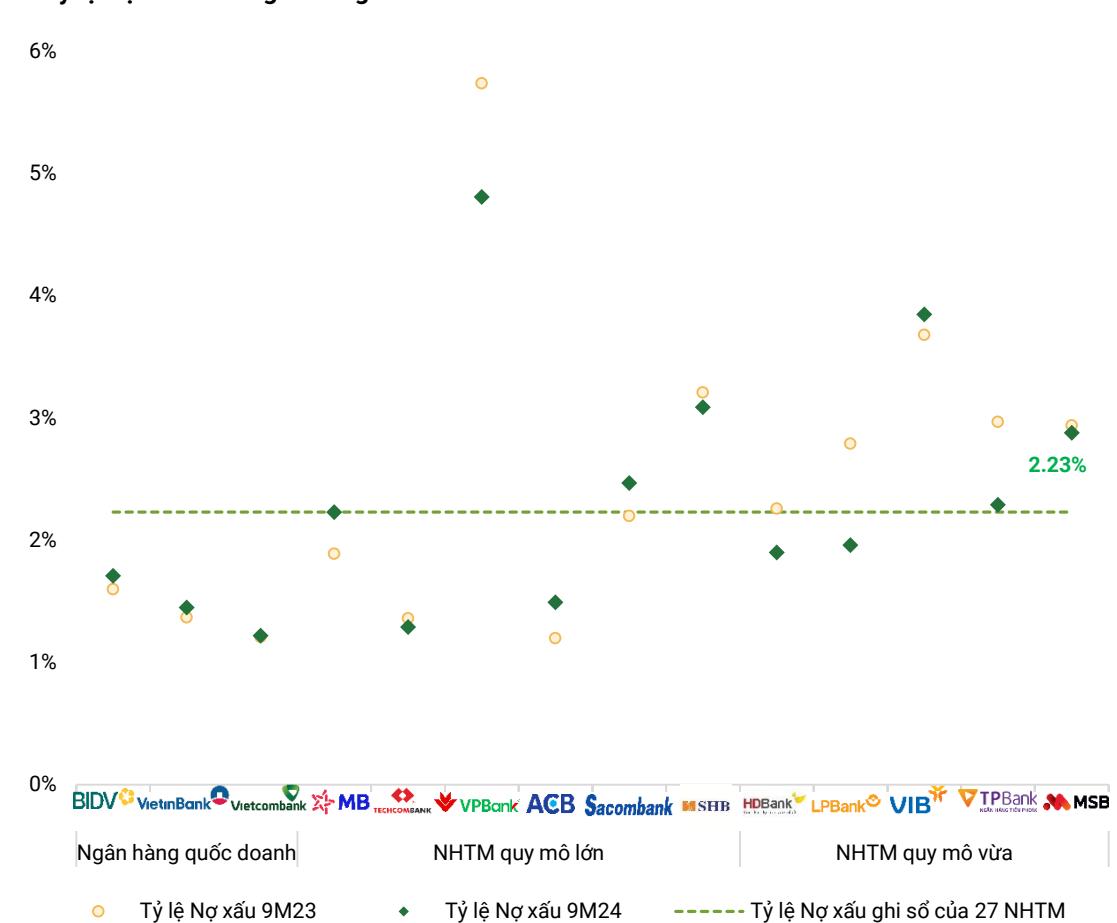
Tỷ lệ và số dư CASA cải thiện tại hầu hết ngân hàng nhờ sự khởi sắc của hoạt động kinh doanh và sự tăng mạnh mẽ của xu hướng không dùng tiền mặt. TCB, MBB, VCB vẫn duy trì vị thế CASA dẫn đầu trong cuộc đua này.

% Tỷ lệ CASA và số dư CASA của các ngân hàng



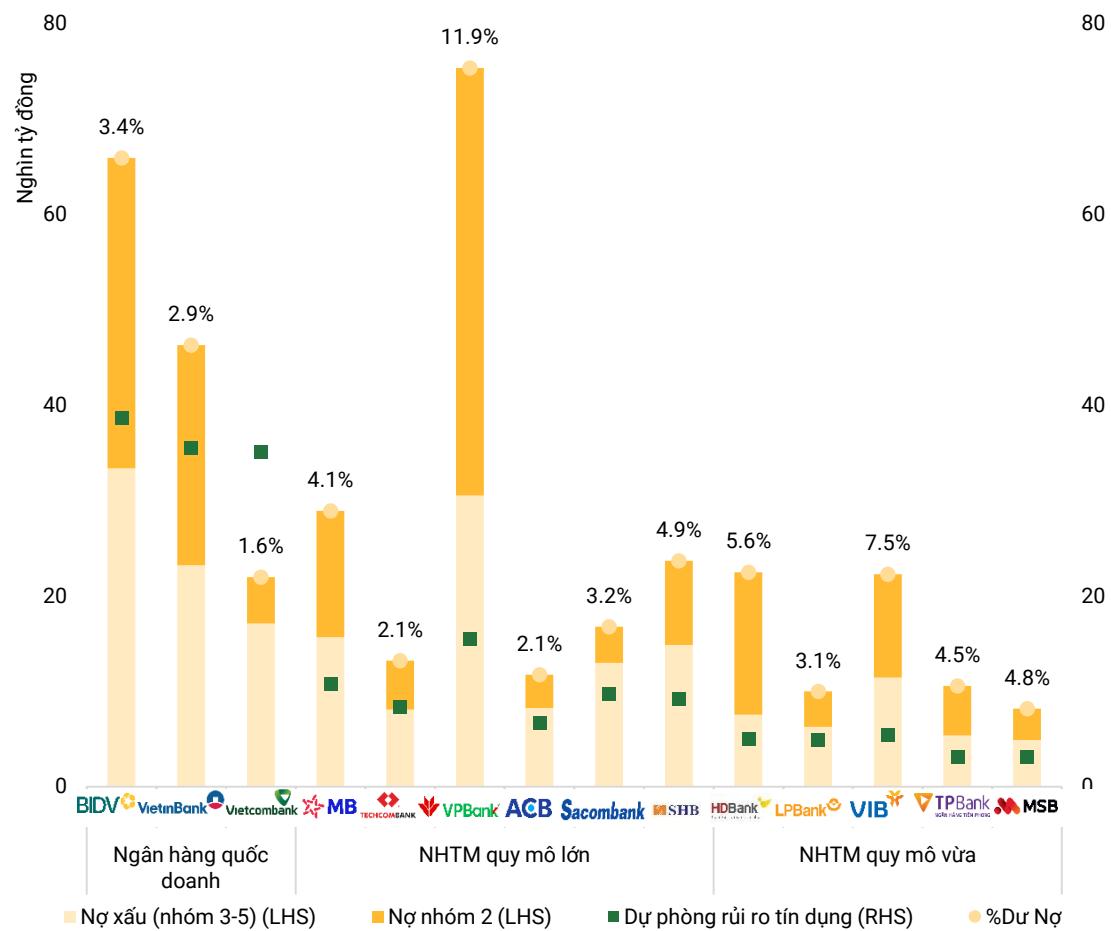
Nợ xấu của các ngân hàng quốc doanh (NHQD) cùng với MBB, ACB tăng do áp dụng nhiều chính sách hỗ trợ khách hàng và ảnh hưởng từ bão Yagi, dự kiến sẽ tăng chậm lại. Trong khi đó, đa phần các ngân hàng thương mại (NHTM) giảm tỷ lệ nợ xấu nhờ tái cơ cấu mạnh mẽ.

% Tỷ lệ Nợ xấu theo ngân hàng



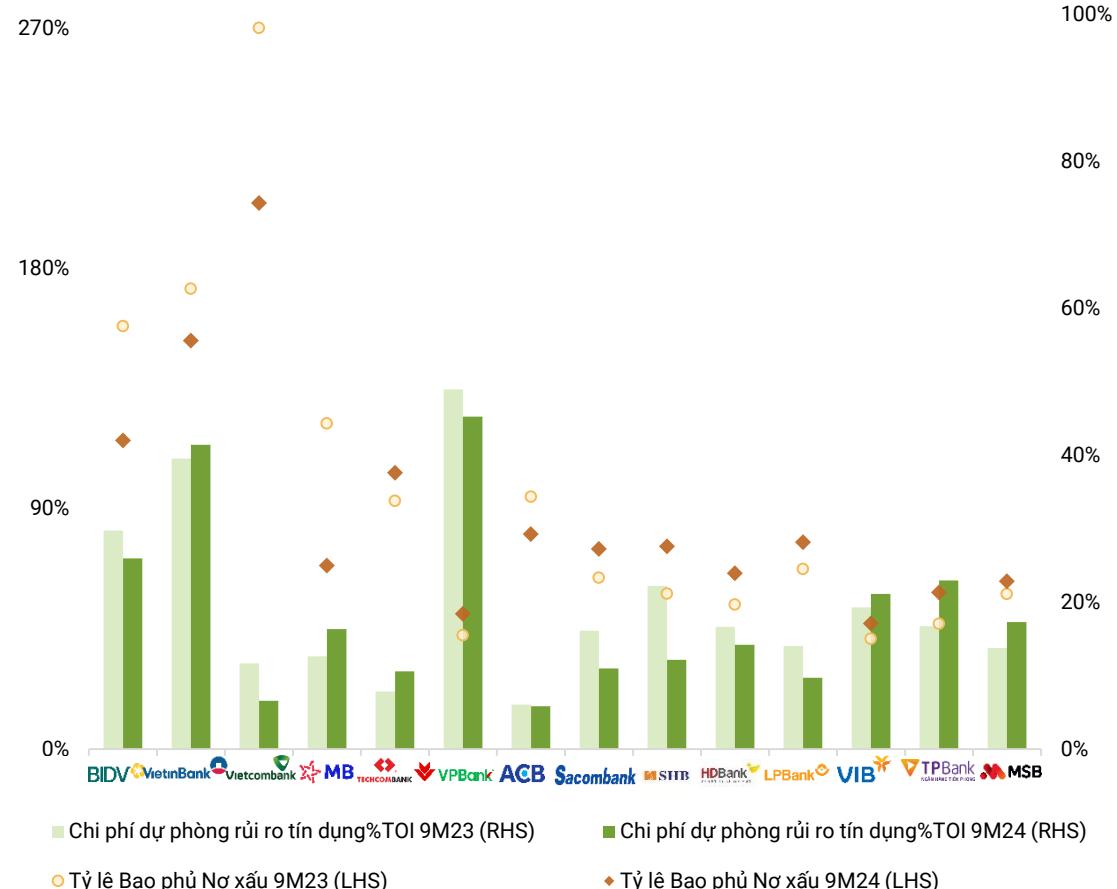
BID, CTG, VCB, TCB, ACB là những ngân hàng có Quỹ dự phòng rủi ro tín dụng cao hơn tổng số dư nợ xấu và Nợ cần chú ý (nợ nhóm 2) nhờ chính sách quản lý rủi ro bảo thủ.

Số dư Nợ xấu, Nợ nhóm 2 và dự phòng rủi ro tín dụng của các ngân hàng

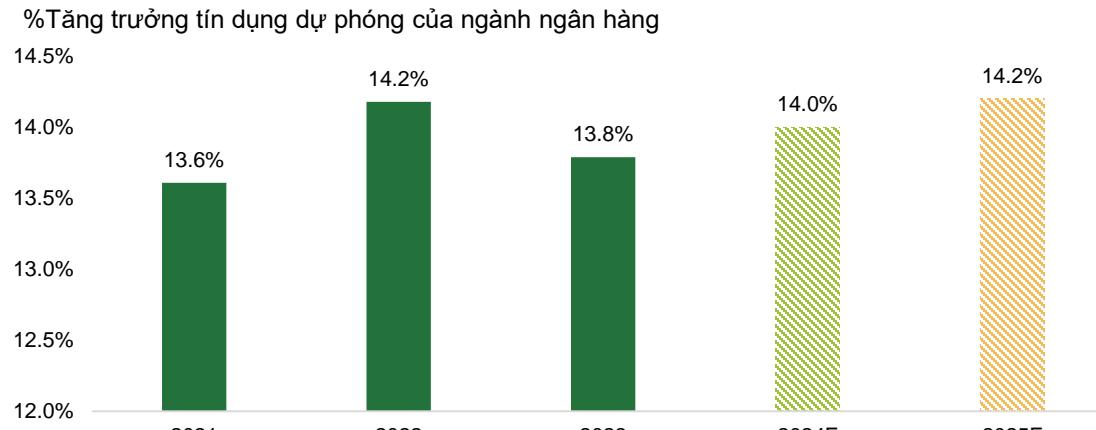


Không khó để thấy, nhóm NHQD và MBB ghi nhận giảm mạnh nhất tỷ lệ LLCR vì gia tăng tỷ lệ nợ xấu trong khi mức trích lập dự phòng khiêm tốn hơn. Ngược lại, các NHTM có quy mô nhỏ hơn như VIB, TPB, MSB tập trung cơ cấu chất lượng tài sản thông qua đẩy mạnh trích lập dự phòng.

% Tỷ lệ Bao phủ Nợ xấu và Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng%Tổng thu nhập
hoạt động theo ngân hàng

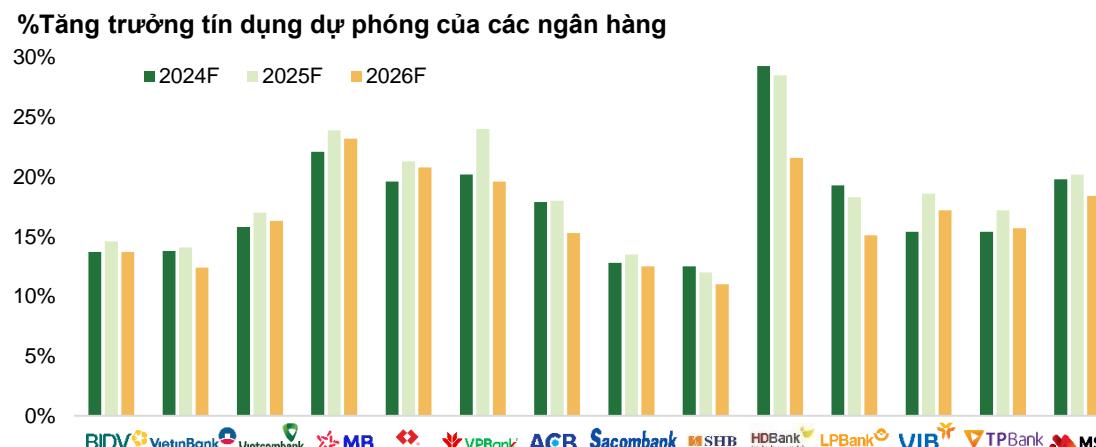


Động lực tăng trưởng tín dụng năm 2025 tiếp tục tăng tốc



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Tín dụng của các NHTM hưởng lợi từ sự phục hồi kinh tế năm 2025



www.phs.vn

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 13-14.5% nhờ các động lực sau:

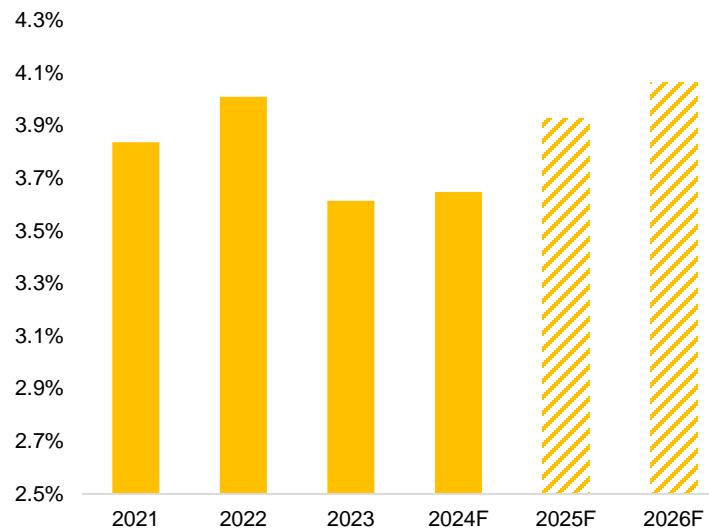
- (1) **(1) NHNN duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng** khi Fed thực hiện giảm lãi suất giúp thu hẹp chênh lệch lãi suất và giảm nhiệt áp lực tỷ giá. Mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ổn định, tạo điều kiện cho doanh nghiệp đẩy mạnh sản xuất kinh doanh.
- (2) **Nền kinh tế khởi sắc** nhờ đầu tư công, nguồn vốn đầu tư nước ngoài, và tiêu dùng nội địa. PHS dự phóng GDP năm 2025 đạt 7%, tương đương năm 2024.
- (3) Chúng tôi nhận thấy đã có sự cải thiện mảng **cho vay bán lẻ** từ cuối Q3/2024 khi các NHTM cho ra mắt các gói cho vay với lãi suất thấp, các chính sách kích cầu tăng sức mua. Việc thúc đẩy đầu tư ngoài việc giúp cho dòng tiền từ KBNN luân chuyển ra ngoài lưu thông, hỗ trợ ổn định mặt bằng lãi suất huy động, còn có thể giúp các ngân hàng tăng được tín dụng tài trợ một số dự án PPP thành phần.

Gần đây, NHNN đã ban hành Thông tư 12 cho phép các khoản vay tiêu dùng dưới 100 triệu đồng không yêu cầu kế hoạch sử dụng vốn. Sự hồi phục mảng cho vay bán lẻ có thể được nhìn thấy thông qua sự sôi động của thị trường cho vay tiêu dùng và tăng trưởng doanh số thẻ của hệ thống ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng **đà phục hồi sẽ tiếp tục trong năm 2025**, khi thu nhập người dân gia tăng cùng sức mua mạnh mẽ hơn, hỗ trợ tiêu dùng trong nước và hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Những ngân hàng có tỷ trọng cho vay bán lẻ cao như ACB, VIB, TPB, VPB sẽ hưởng lợi từ xu hướng này.

- (4) **Tín dụng bất động sản chiếm 20% dư nợ toàn nền kinh tế, sẽ đóng góp vào tăng trưởng tín dụng chung trong năm 2025**, khi số lượng dự án mới được cấp phép đang trong đà tăng và niềm tin người tiêu dùng cải thiện. Số liệu từ Bộ Xây dựng cho thấy trong Quý 3/2024, số lượng dự án nhà ở thương mại hoàn thành ở mức cao nhất kể từ đầu năm đến nay, đáng chú ý số lượng được cấp phép mới và đủ điều kiện bán nhà ở hình thành trong tương lai ở mức cao nhất trong 2 năm qua. Những ngân hàng cho vay bất động sản cao và hệ sinh thái tốt như TCB, VPB, HDB, MBB sẽ có lợi thế tương đối từ thị trường bất động sản ấm dần lên.

NIM của ngành ngân hàng (thống kê trên 14 NHTM) sẽ cải thiện 28 bps lên 3.9%

%NIM dự phóng của ngành ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

- Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng NIM của các NHTM trong phạm vi phân tích của PHS (14 NHTM) sẽ cải thiện 28 bps lên 3.9% nhờ :

(1) **NHNN duy trì chính sách nới lỏng** để hỗ trợ doanh nghiệp trong nước phục hồi. Ngoài ra, như đã đề cập bên trên, việc thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công cùng với kỳ vọng tăng trưởng kinh tế sẽ giúp gia tăng lượng tiền lưu thông, ổn định mặt bằng lãi suất huy động. Dù chúng tôi không phủ nhận các chính sách thuế thương mại của Trump có thể là rủi ro ảnh hưởng đến điều hành chính sách tiền tệ của NHNN, tuy nhiên hiện vẫn còn quá sớm để dự báo và chúng tôi tin rằng, trong điều kiện các yếu tố quốc tế hỗ trợ, NHNN sẽ tiếp tục duy trì quan điểm chính sách tiền tệ thiên hướng hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

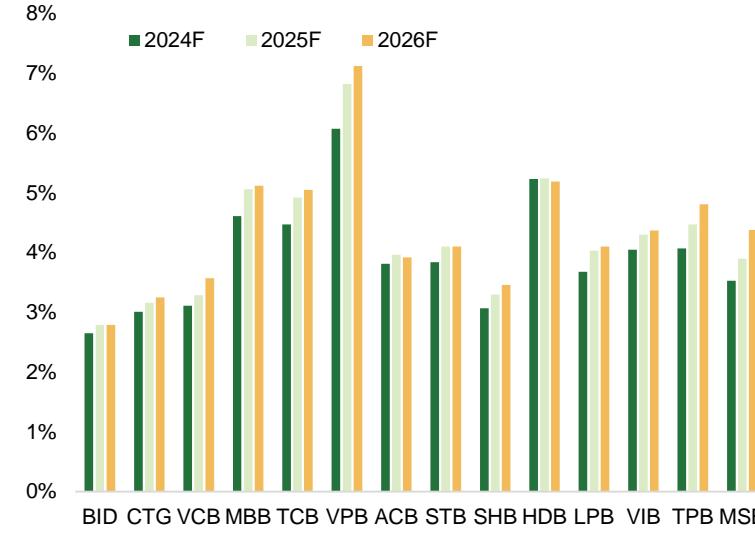
(2) **Cho vay bán lẻ cải thiện, hỗ trợ NHTM có tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cao hơn.**

(3) **Tỷ lệ CASA dự kiến tăng lên trong 2025** nhờ: (a) Hoạt động sản xuất kinh doanh khởi sắc hơn, giúp duy trì dòng tiền nhàn rỗi của doanh nghiệp; (b) Hoạt động tiêu dùng cũng cải thiện giúp gia tăng nhu cầu thanh toán; (c) Quá trình chuyển đổi số tiếp tục bứt tốc, gia tăng chi tiêu không dùng tiền mặt, tạo nên lợi thế cạnh tranh CASA của các NHTM. Qua đó, giúp các NHTM kiểm soát chi phí huy động vốn.

(4) Những NHTM có **khả năng kiểm soát chi phí huy động vốn** tốt hơn thông qua việc tối ưu cơ cấu huy động vốn như VCB, BID, CTG, TCB, VPB, MBB v.v. sẽ có khả năng duy trì và mở rộng NIM.

Đa số các NHTM chứng kiến NIM khả quan hơn trong năm 2025

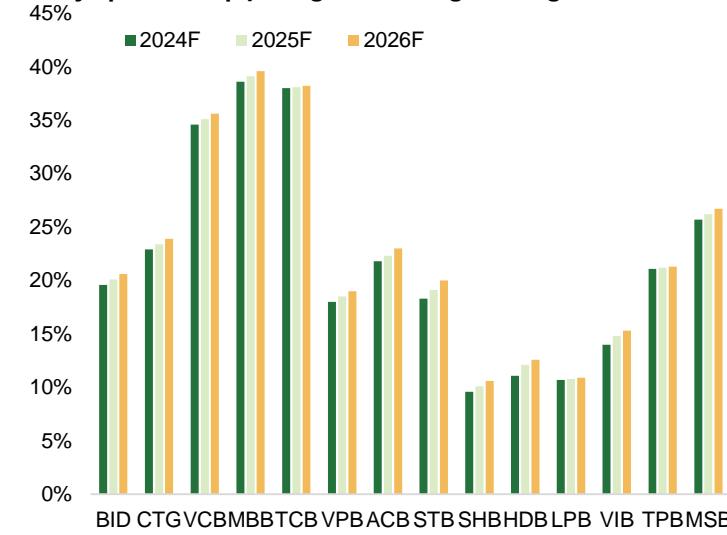
%NIM dự phóng của các ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Nhờ hoạt động thanh toán và nhu cầu tiêu dùng khởi sắc, tỷ lệ CASA khả quan hơn trong năm 2025

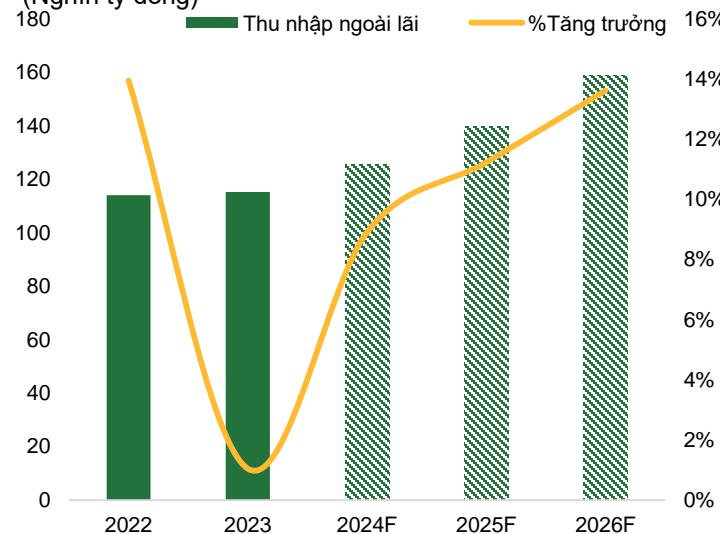
%Tỷ lệ CASA dự phóng của các ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Thu ngoài lãi sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 2 con số nhờ đẩy mạnh hoạt động thanh toán, và mảng kinh doanh trái phiếu của các NH được cải thiện

Thu nhập ngoài lãi của ngành ngân hàng (Nghìn tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Các NHTM chứng kiến mức tăng trưởng thu nhập ngoài lãi ước tính 11%YoY trong năm 2025

Thu nhập ngoài lãi của các ngân hàng (Nghìn tỷ đồng)



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi năm 2025 của những ngân hàng theo dõi sẽ tăng 11%YoY nhờ:

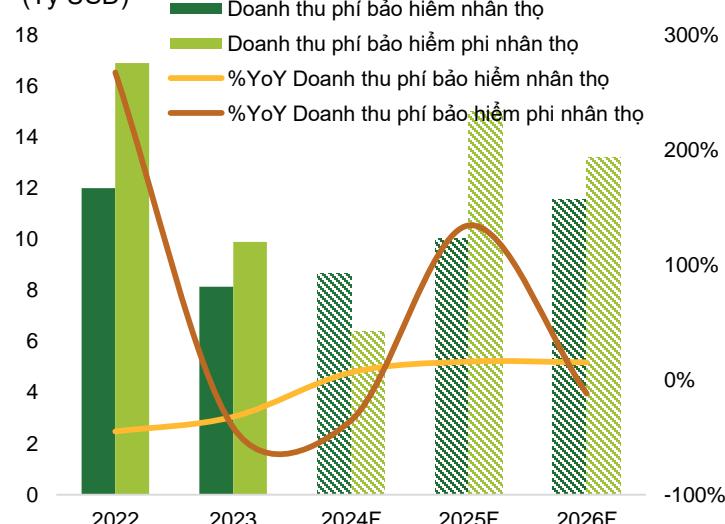
- Hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp sôi động hơn cùng với kỳ vọng chi tiêu bán lẻ gia tăng sẽ hỗ trợ hoạt động thanh toán của các NHTM. Những NHTM có hệ sinh thái khách hàng lớn cùng với nền tảng công nghệ hiện đại sẽ duy trì được lợi thế cạnh tranh trong hoạt động này.
- Hoạt động bancassurance sẽ cải thiện nhẹ nhưng còn thận trọng khi tâm lý khách hàng cải thiện và nhu cầu gia tăng, trong khi NHNN có quy định nghiêm cấm việc NHTM buộc khách hàng mua bảo hiểm.
- Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lãi suất liên ngân hàng sẽ hạ nhiệt trong năm 2025F về quanh mức 3.00 - 3.50% so với mức trên 4.00% hiện tại, chủ yếu nhờ đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công và áp lực tỷ giá giảm nhiệt, khi Fed tiếp tục lộ trình cắt giảm lãi suất trong thời gian tới. Qua đó, hoạt động kinh doanh TPCP cũng dự kiến khởi sắc hơn và gia tăng đóng góp vào thu ngoài lãi của các ngân hàng.
- Các khoản thu từ kinh doanh ngoại hối và thu phí thanh toán cũng dự kiến duy trì tăng trưởng quanh 15% trong năm 2025 nhờ hoạt động thương mại duy trì khả quan.

TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

Thu nhập ngoài lãi

Thị trường bảo hiểm dần khởi sắc, tạo nền tảng cho hoạt động bancassurance

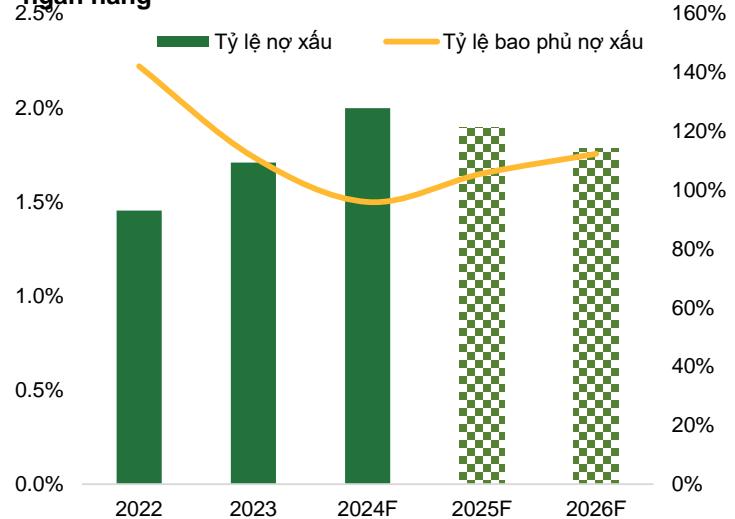
Doanh thu phí bảo hiểm dự phỏng (Tỷ USD)



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Hoạt động kinh doanh khởi sắc và thu nhập người dân cải thiện, gia tăng khả năng trả nợ của khách hàng

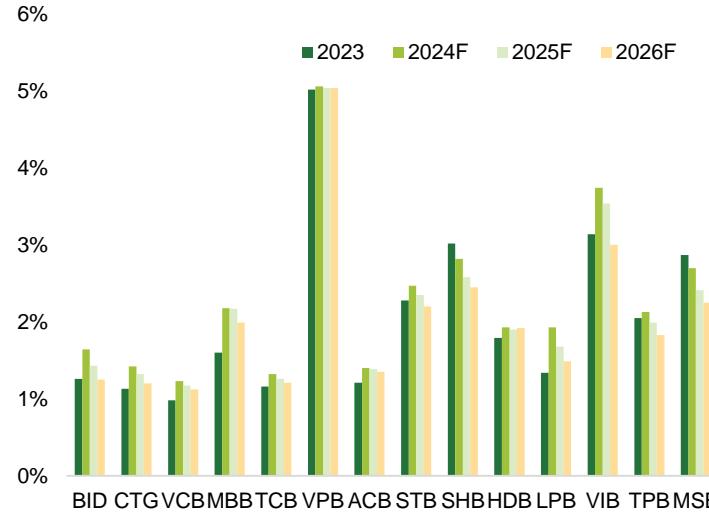
%Tỷ lệ Nợ xấu và bao phủ nợ xấu của ngành ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

....Tỷ lệ Nợ xấu của các NHMTM ước tính giảm trong năm 2025

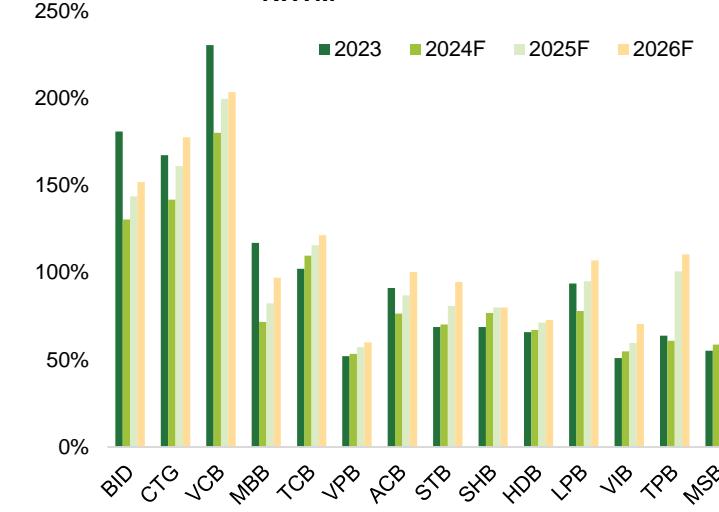
%Tỷ lệ Nợ xấu dự phóng của các ngân hàng



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Tỷ lệ bao phủ Nợ xấu của các ngân hàng gia tăng khi sức khỏe nền kinh tế phục hồi

%Tỷ lệ Bao phủ Nợ xấu dự phóng của các NHTM



Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

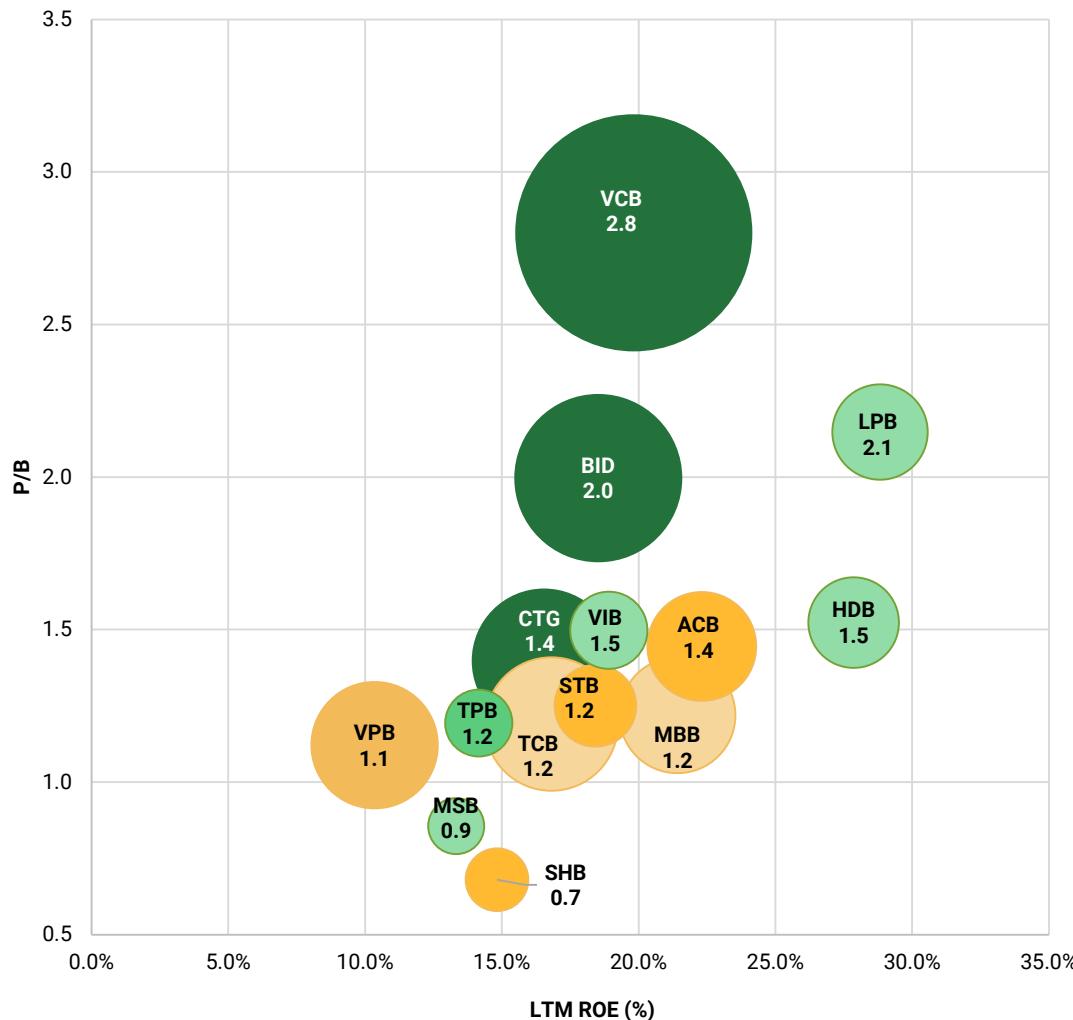
Chúng tôi ước tính tỷ lệ Nợ xấu của ngành ngân hàng (dựa trên 14 NHTM) sẽ giảm 10 bps còn 1.9%, nhờ:

- Hoạt động kinh doanh khởi sắc và thu nhập người dân cải thiện, gia tăng khả năng trả nợ của khách hàng.** Tại cuối Q3 2024, tỷ lệ hình thành nợ xấu của toàn ngành giảm 20 bps còn 1.71%, mức thấp nhất kể từ năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hình thành lớp nợ mới sẽ giảm 20-40 bps trong năm 2025 khi tín dụng tăng trưởng tốt hơn và môi trường lãi suất ổn định.
- Chúng tôi kỳ vọng khung pháp lý về xử lý Nợ xấu sẽ được hoàn thiện hơn trong năm 2025,** lấp đầy khoảng trống pháp lý khi Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu hết hạn. Hơn nữa, Luật bất động sản mới hỗ trợ các NHTM xác định được giá trị bất động sản dễ dàng hơn.
- Chúng tôi nhận thấy dư nợ tái cơ cấu theo thông tư tại các NHTM chỉ ở mức thấp, dao động từ 0.01%-0.8%. Nên trong năm 2025, **trong trường hợp Thông tư 02 không được gia hạn tiếp, cộng với khả năng xử lý nợ xấu cải thiện, chúng tôi kỳ vọng sẽ không tác động quá lớn đến các NHTM.** Riêng VPB có tỷ lệ nợ tái cơ cấu cao (2.5%) có thể chịu áp lực nợ xấu gia tăng nhưng chỉ ở mức thấp khi chất lượng tài sản của ngân hàng đã cải thiện đáng kể và việc duy trì chiến lược tập trung xử lý nợ xấu đã có một số thành quả.
- Chúng tôi cũng kỳ vọng tỷ lệ bao phủ nợ xấu cải thiện 9.6% lên 105.6% trong năm 2025** nhờ kết quả kinh doanh khả quan hơn hỗ trợ các NHTM mạnh mẽ hơn trong việc trích lập dự phòng để củng cố bộ đệm dự phòng đang ở những mức thấp nhất tại thời điểm Q3 2024.

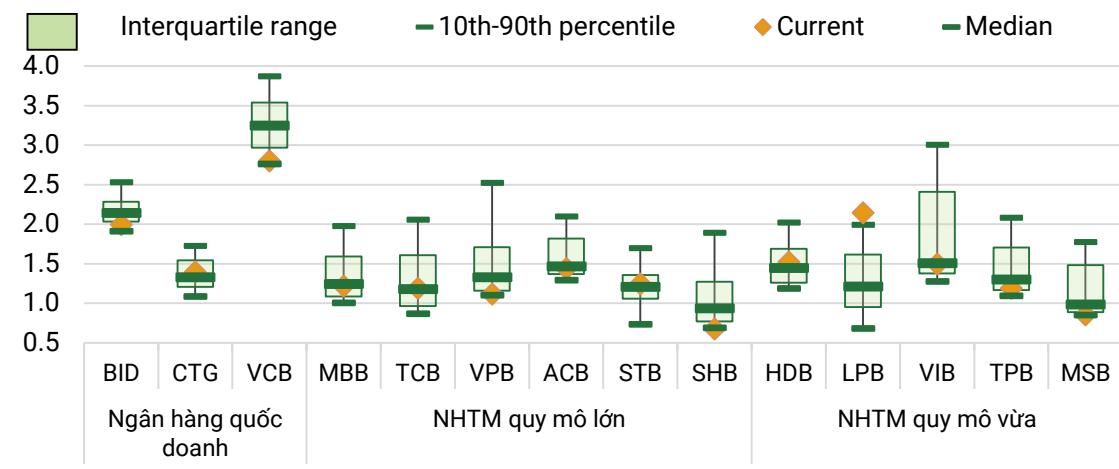
No.	Mã	2024F		2025F		Định giá						
		LNST (tỷ đồng)	%YoY	LNST (tỷ đồng)	%YoY	2025 ROE (%)	2025F P/B (x)	2025F P/E (x)	Giá hợp lý (VND/cp)	Giá hiện tại (VND/cp)	Upside/ Downside (%)	Khuyến nghị
1	ACB	17,120	6.7%	20,188	17.9%	18.9%	1.3	8.3	31,900	24,800	28.6%	MUA
2	BID	24,111	9.7%	27,483	14.0%	17.3%	1.6	10.4	41,300	38,100	8.4%	GIỮ
3	CTG	21,257	3.6%	25,607	20.5%	16.1%	1.3	10.7	42,500	36,200	17.4%	TĂNG TỶ TRỌNG
4	HDB	13,411	29.8%	16,649	24.1%	22.9%	1.3	7.3	28,000	23,500	19.1%	TĂNG TỶ TRỌNG
5	LPB	7,805	40.1%	8,739	12.0%	18.4%	1.5	9.4	28,700	33,400	-14.1%	BÁN
6	MBB	22,022	4.6%	26,570	20.7%	19.1%	1.1	7.5	31,100	23,850	30.4%	MUA
7	MSB	4,508	-2.9%	5,310	17.8%	14.9%	0.9	7.9	13,600	11,300	20.4%	MUA
8	SHB	6,893	-5.9%	8,162	18.4%	13.4%	0.7	6.63	12,400	10,200	21.6%	MUA
9	STB	9,568	24.0%	11,594	21.2%	17.5%	1.1	7.65	38,800	33,900	14.5%	TĂNG TỶ TRỌNG
10	TCB	23,928	31.5%	29,760	24.4%	17.8%	1.2	9.1	30,700	23,750	29.3%	MUA
11	TPB	5,668	27.0%	7,091	25.1%	17.4%	1.1	9.2	19,700	16,000	23.1%	MUA
12	VCB	35,641	7.8%	39,383	10.5%	19.2%	2.4	16.4	104,500	92,400	13.1%	TĂNG TỶ TRỌNG
13	VIB	7,233	-15.5%	9,176	26.9%	18.5%	1.3	9.46	22,900	18,900	21.2%	MUA
14	VPB	13,111	54.4%	18,539	41.4%	13.9%	1.1	14.9	24,600	18,800	30.9%	MUA

Nguồn: PHS dự phóng

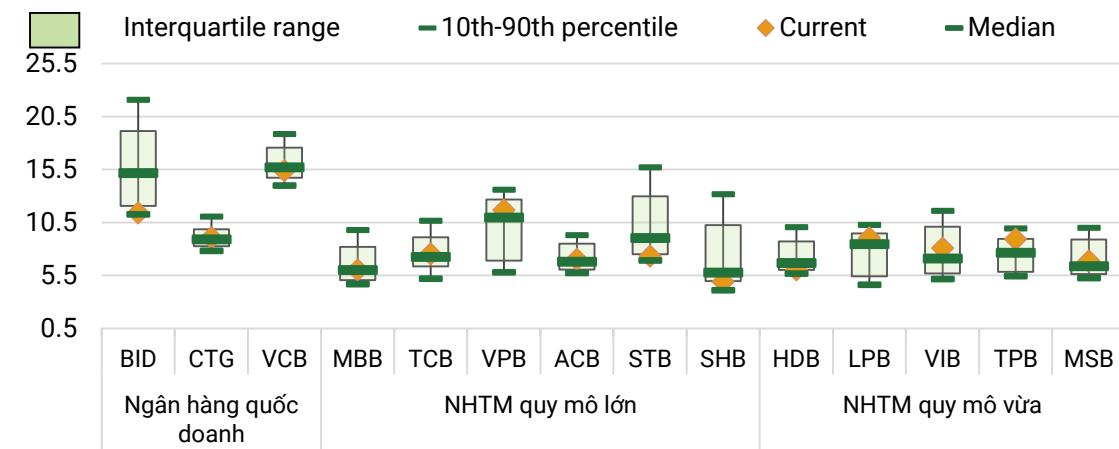
LTM ROE và P/B của các NHTM



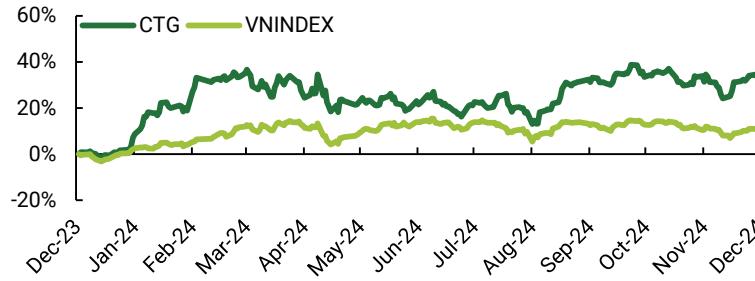
P/B 5 năm của các NHTM



P/E 5 năm của các NHTM



Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	195,468
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	5,370.0
Free float (tr.cp)	36%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	6,736,152
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	37,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	26,050

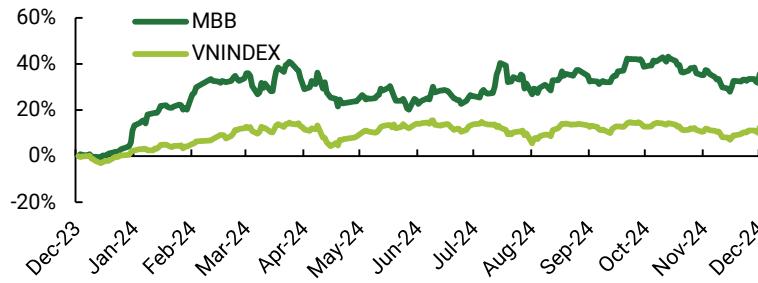
Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LNST-consensus (tỷ VND)	22,260.5	30,078.5	36,729.0
Tăng trưởng EPS (%)	6.0%	20%	19%
NIM (%)	3.01%	3.2%	3.3%
Tăng trưởng tín dụng (%)	13.8%	14.1%	12.4%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.42%	1.32%	1.20%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu(%)	141.7%	161.1%	177.5%

Luận điểm đầu tư

- Với vị thế là một trong những ngân hàng Quốc doanh trụ cột của nền kinh tế, CTG là một trong 2 ngân hàng có chi phí huy động vốn thấp nhất toàn hàng.** Việc liên tục cải thiện tỷ lệ CASA và phát triển hệ sinh thái tài chính giữa các công ty con đã hỗ trợ CTG duy trì được lợi thế huy động vốn này. Chúng tôi ước tính NIM năm 2025 của CTG sẽ tăng 15 bps so với cuối năm 2024 lên 3.16% và tăng trưởng tín dụng năm 2025 ước đạt 14.1%YoY.
- CTG là một trong những ngân hàng có chất lượng tài sản tốt nhất toàn hàng khi là một trong một trong 5 ngân hàng duy nhất có tỷ lệ bao phủ nợ xấu lớn hơn 100%.** Dù chất lượng tài sản sụt giảm trong 9M 2024 do nền kinh tế còn nhiều khó khăn, nhưng về mặt tích cực, chúng tôi nhận thấy rủi ro hình thành lớp nợ xấu mới đang giảm rõ rệt. Cùng với việc mạnh tay gia tăng trích lập dự phòng rủi ro, ngay từ đầu năm, ngân hàng đã chủ động điều chỉnh cơ cấu danh mục tài sản có rủi ro, đồng thời định hướng tín dụng đến những ngành có mức độ rủi ro thấp hơn. Qua đó, chúng tôi ước tính tỷ lệ bao phủ nợ xấu năm 2024 và 2025 lần lượt là 142% và 161%.
- Việc tăng vốn từ lợi nhuận chưa phân phối sẽ hỗ trợ CTG làm dày bộ đệm vốn, cải thiện tỷ lệ an toàn vốn, giúp ngân hàng mở rộng hoạt động kinh doanh, đồng thời gia tăng kỳ vọng về triển vọng tăng trưởng của ngân hàng.**

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động (VND bn)	53,157	64,117	70,548	81,470	94,990	107,405
Lợi nhuận sau thuế (VND bn)	14,215	16,835	20,045	21,257	25,607	30,407
EPS (VND)	2,958	3,503	3,733	3,958	4,769	5,662
BVPS (VND)	19,487	22,508	23,440	27,372	32,114	37,750
ROE (%)	15.9%	16.7%	17.1%	15.5%	15.9%	16.1%
ROA (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%
P/E (x)	11.53	9.22	11.27	10.7x	8.9x	7.5x
P/B (x)	1.50	1.44	1.56	1.4x	1.3x	1.1x
Tỷ lệ trả cổ tức	29%	N/A	11.7%	N/A	N/A	N/A

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	129,740
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	5,306.3
Free float (tr.cp)	69%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	11,199,406
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	25,900
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	18,000

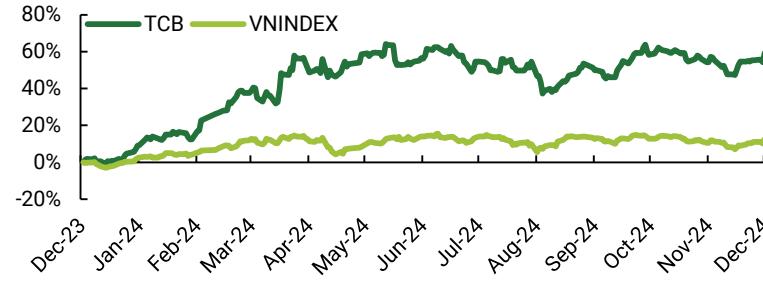
Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LNST-consensus (tỷ VND)	21,912.0	24,848.0	31,368.0
Tăng trưởng EPS (%)	3%	21%	17%
NIM (%)	4.61%	5.06%	5.12%
Tăng trưởng tín dụng (%)	22.1%	23.9%	23.2%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.18%	2.17%	1.99%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu(%)	71.7%	82.3%	96.9%

Luận điểm đầu tư

- MBB là một trong những ngân hàng có tập khách hàng lớn nhất toàn ngành với gần 30 triệu khách hàng.** Nhờ hưởng lợi từ hệ thống các công ty con và tận dụng hệ sinh thái đối tác mạng viễn thông, MBB dễ dàng mở rộng tín dụng, gia tăng bán chéo, và tối ưu hóa độ lan tỏa của việc ứng dụng chuyển đổi số trong hoạt động kinh doanh. Cơ cấu tín dụng của MBB gần như cân bằng, với cho vay khách hàng cá nhân chiếm 47% tổng dư nợ, trong khi cho vay khách hàng doanh nghiệp chiếm 53% dư nợ. Chúng tôi kỳ vọng nhờ nền tảng tốt hiện tại, MBB sẽ có lợi thế trong năm 2025 khi nền kinh tế khả quan hơn, đặc biệt là mảng KHCN, qua đó chúng tôi ước tính tăng trưởng tín dụng năm 2025 đạt 23.9%.
- Chi phí huy động vốn cạnh tranh nhờ khả năng duy trì tỷ lệ CASA cao thông qua việc phát triển các giải pháp thanh toán trong hệ sinh thái MB Group, qua đó tác động tích cực đến NIM.** MBB là 1 trong những ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất toàn ngành (35.7%), nhờ chiến lược khai thác hệ sinh thái đối tác, công ty con thông qua hệ sinh thái số đa dạng, phát triển các sáng kiến trong thanh toán cho khách hàng cá nhân, hay chuỗi thanh toán không dùng tiền mặt cho các khách hàng doanh nghiệp. Tỷ lệ CASA vượt trội so với toàn ngành hỗ trợ MBB chủ động trong việc duy trì chi phí huy động vốn thấp. Bên cạnh đó, cơ cấu tín dụng nghiêng về cho vay bán lẻ và cho vay bất động sản có khẩu vị rủi ro cao, nhưng có tỷ suất sinh lời tốt. Chúng tôi dự phóng NIM 2025 sẽ cải thiện lên 5.06% (+45 bps) nhờ khả năng duy trì CASA và lãi suất huy động ổn định ở mức thấp.
- Chất lượng tài sản.** Chúng tôi nhận thấy lớp nợ xấu mới đang hình thành chậm lại và MBB nỗ lực đẩy mạnh xử lý nợ xấu, đảm bảo chất lượng tài sản. Chúng tôi cũng kỳ vọng khả năng trả nợ của doanh nghiệp và cá nhân sẽ tăng khi dòng tiền kinh doanh khả quan hơn, thu nhập gia tăng, và thị trường bất động sản cải thiện dần. Do đó, hỗ trợ chất lượng tài sản trong năm 2025.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động (VND bn)	36,934	45,593	47,306	52,921	68,388	82,581
Lợi nhuận sau thuế (VND bn)	13,221	18,155	21,054	22,022	26,570	30,962
EPS (VND)	3,499	4,004	4,038	4,150	5,007	5,835
BVPS (VND)	16,538	17,559	18,548	22,305	27,241	33,005
ROE (%)	23.5%	25.6%	23.9%	20.1%	19.9%	19.1%
ROA (%)	2.4%	2.7%	2.5%	2.1%	2.1%	2.0%
P/E (x)	5.80	5.73	6.64	7.50	6.22	5.33
P/B (x)	1.16	1.32	1.37	1.2	1.13	0.93
Tỷ lệ trả cổ tức	35%	25%	20%	N/A	N/A	N/A

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	170,263
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	7,064.9
Free float (tr.cp)	68%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	13,548,165
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	24,950
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	15,025

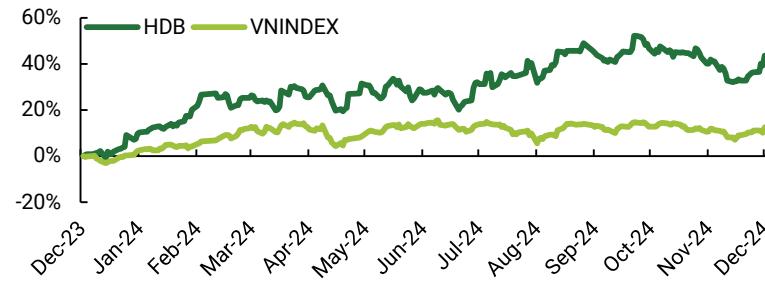
Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LNST-consensus (tỷ VND)	22,506.5	27,075.7	34,796.5
Tăng trưởng EPS (%)	-34%	24%	22%
NIM (%)	4.47%	4.90%	5.10%
Tăng trưởng tín dụng (%)	19.60%	21.30%	20.80%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.32%	1.26%	1.21%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu(%)	109.7%	115.7%	121.4%

Luận điểm đầu tư

- Chi phí vốn thấp cho phép TCB cung cấp lãi suất cho vay cạnh tranh trong khi vẫn duy trì mức NIM cao, tạo nên lợi thế cạnh tranh cho TCB.** TCB thuộc nhóm có chi phí huy động vốn thấp nhất hệ thống bất chấp xu hướng tăng lãi suất huy động gần đây của ngành, nhờ duy trì tỷ lệ CASA cao và tối ưu cơ cấu huy động vốn.
- Kế hoạch IPO TCBS và việc TCB dự kiến bán 15% vốn cho nhà đầu tư chiến lược sẽ giúp gia tăng vị thế của TCB.** Chúng tôi ước tính Vốn hóa của TCBS có thể trên 3 tỷ USD. Cùng với đó việc bán vốn chiến lược có thể giúp mở rộng quy mô và tăng hiệu quả hoạt động của TCB, duy trì động lực tăng trưởng trong dài hạn.
- TCB ghi nhận tăng trưởng tín dụng ấn tượng bất chấp quy mô thuộc top ngành, thêm vào đó nguồn thu đang dần được đa dạng hóa để giảm thiểu rủi ro tín dụng.** TCB đã đa dạng hóa các nguồn thu nhập của mình với tỷ lệ thu nhập từ phí cao. Hoạt động của các công ty con như TCBS và TechcomCapital cũng dần đóng góp vào Thu nhập ròng.
- Chất lượng tài sản được củng cố bởi bộ đệm vốn mạnh với tỷ lệ CAR cao, nguồn vốn dồi dào và dự phòng dày.** Tính chất danh mục nợ của TCB tập trung vào các tài sản đảm bảo giá trị cao và là một trong ngân hàng có tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành – 103.5%.Thêm vào đó, bất chấp việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt 15% (tương ứng 5 nghìn tỷ đồng) nhưng CAR của TCB vẫn ở mức trên 14% vào cuối Q3 2024.

Dự phỏng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động (VND bn)	37,076	40,902	40,061	52,508	64,493	78,217
Lợi nhuận sau thuế (VND bn)	18,415	20,436	18,191	23,928	29,760	36,243
EPS (VND)	5,245	5,810	5,164	3,396	4,224	5,144
BVPS (VND)	26,501	32,249	37,364	22,052	26,250	31,368
ROE (%)	22.0%	19.8%	14.8%	16.6%	17.4%	17.8%
ROA (%)	3.7%	3.2%	2.3%	2.6%	2.7%	2.8%
P/E (x)	5.42	6.10	4.74	9.1x	7.3x	6.0x
P/B (x)	1.06	1.09	0.66	1.17x	1.2x	1.0x
Tỷ lệ trả cổ tức	N/A	N/A	15%	N/A	N/A	N/A

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	77,474
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	2,912.6
Free float (tr.cp)	70%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	7,673,827
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	28,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	18,400

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LNST-consensus (tỷ VND)	12,930.8	15,214.8	17,263.5
Tăng trưởng EPS (%)	29.5%	24.2%	19.6%
NIM (%)	5.23%	5.24%	5.19%
Tăng trưởng tín dụng (%)	29.3%	28.5%	21.6%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.93%	1.90%	1.92%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu(%)	67.1%	71.3%	72.7%

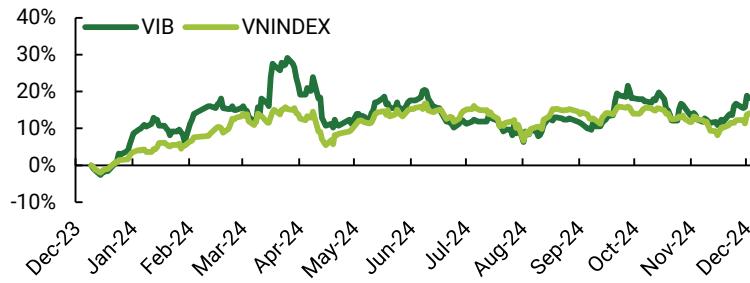
Luận điểm đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng cao nhất toàn ngành.** Thông qua việc khai thác cơ sở khách hàng tốt và tận dụng chuỗi cung ứng khách hàng nhờ các sáng kiến chuyển đổi số, HDB có được lợi thế trong tăng trưởng tín dụng. Cho vay khách hàng doanh nghiệp dẫn dắt, chiếm 59% dư nợ cho vay. Về dài hạn, HDB tập trung phát triển cho vay bán lẻ và tại các thành phố cấp 2 khi nhu cầu tín dụng tại các thành phố này vẫn còn nhiều và mức độ cạnh tranh tương đối thấp so với tại những thành phố cấp 1. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bán lẻ và tiêu dùng hồi phục trong năm 2025, sẽ thúc đẩy hoạt động của HD Saison, đồng thời giúp cải thiện chất lượng tài sản. HD Saison có chiến lược tập trung vào các khách hàng mua hàng, sau đó mở rộng bán chéo như sản phẩm cho vay tiền mặt để phục vụ nhu cầu đời sống, sau đó cấp thêm thẻ tín dụng để phục vụ nhu cầu chi tiêu. Với phương thức cho vay này, HD Saison biết chắc chắn tiền cho vay đi vào đâu và giảm thiểu rủi ro cho vay sai mục đích, cũng cố chất lượng nợ vay.
- Tối ưu hóa nguồn vốn.** HDB là một trong những ngân hàng linh hoạt trong sử dụng nguồn vốn, đặc biệt là tận dụng tốt việc phát hành GTCG với lãi suất thấp trong khi đầu ra tập trung vào KHCN, từ đó giúp HDB có được mức NIM thuộc top toàn ngành.
- Hiệu suất sinh lời duy trì ổn định.** HDB luôn nằm trong nhóm có hiệu quả hoạt động tốt nhất toàn ngành với ROE lên đến 26.7% tại Quý 3/2024.

Dự phỏng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động (VND bn)	16,758	21,967	26,414	33,527	41,414	50,353
Lợi nhuận sau thuế (VND bn)	6,453	8,209	10,336	13,411	16,649	19,881
EPS (VND)	3,215	3,244	3,555	4,604	5,716	6,838
BVPS (VND)	15,339	15,411	15,958	17,037	21,725	32,861
ROE (%)	23.3%	23.5%	24.2%	24.8%	24.2%	22.9%
ROA (%)	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
P/E (x)	5.53	7.13	6.91	7.30	5.88	4.92
P/B (x)	1.15	1.50	1.56	1.6	1.3	1.0
Tỷ lệ trả cổ tức	15%	35%	25%	N/A	N/A	N/A

Giá hiện tại: 18,900 VND/cổ phiếu – Giá mục tiêu: 22,900 VND/cổ phiếu – Upside: 21% - MUA

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	56,901
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	2,979.1
Free float (tr.cp)	54%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	10,436,289
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	21,026
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	15,855

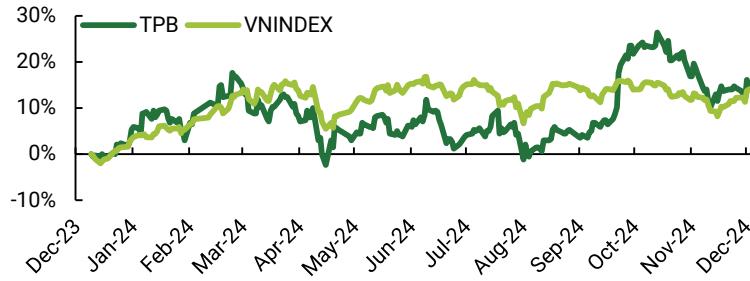
Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LNST-consensus (tỷ VND)	6,923.0	8,402.0	10,225.0
Tăng trưởng EPS (%)	-28.1%	26.9%	20.8%
NIM (%)	4.1%	4.3%	4.4%
Tăng trưởng tín dụng (%)	15.4%	18.6%	17.2%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	3.7%	3.5%	3.0%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu(%)	54.7%	59.5%	70.5%

Luận điểm đầu tư

- Một trong những ngân hàng bán lẻ hàng đầu.** Mảng bán lẻ của VIB đã có dấu hiệu phục hồi trong Q3 2024 khi Cho vay bán lẻ tăng 6.5%YTD lên 241 nghìn tỷ đồng và chiếm tỷ trọng lớn - 81% dư nợ. Trong đó, cho vay mua nhà là mảng quan trọng nhất, chiếm 50% cho vay bán lẻ, tương đương 120 nghìn tỷ đồng (+6%YTD). Trong Q3, VIB đã áp dụng nhiều chương trình kích thích tín dụng như gói 10 nghìn tỷ cho vay mua nhà phố và gói cho vay mua 1 triệu căn hộ với lãi suất hấp dẫn. VIB cũng đang mở rộng danh mục cho vay mua nhà đang xây dựng của các chủ đầu tư uy tín. Về mảng thẻ, chi tiêu thẻ tín dụng của VIB tăng 40%YoY, đứng thứ 2 toàn thị trường. Mảng cho vay ô tô dẫn đầu thị trường với thị phần 16%.
- Khả năng cải thiện NIM (Biên lãi thuần) được hỗ trợ bởi chiến lược phát triển ngân hàng bán lẻ và ngân hàng số.** Với chiến lược chuyển đổi số quyết liệt, số giao dịch số lượng giao dịch số tăng gấp đôi mỗi năm từ 2018-2024, với tỷ lệ thâm nhập ước đạt 97% trong năm 2024. Dù NIM của VIB chịu nhiều áp lực trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng nhờ sự phục hồi của thị trường bán lẻ và niềm tin tiêu dùng trên thị trường bất động sản, NIM của VIB có thể cải thiện 25 bps lên 4.3%.
- Chất lượng tài sản đang cho thấy nhiều tín hiệu tốt dần lên.** Nợ nhóm 2 đã giảm 30%YTD còn 10.8 nghìn tỷ vào cuối 9M 2024. Qua đó, chỉ chiếm 3.6% dư nợ, là mức thấp nhất kể từ cuối năm 2024, cho thấy tỷ lệ hình thành nợ xấu đang chậm lại. Hơn nữa, 99.5% các khoản vay mua nhà của VIB đều có sổ đỏ hoặc sổ hồng. Sang năm 2025, nhờ khả năng trả nợ của người tiêu dùng khởi sắc, chúng tôi ước tính Tỷ lệ Nợ xấu đạt 3.5% (-20 bps YoY), trong khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu tăng 4% lên 59.5%.

Dự phỏng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động (VND bn)	14,891	18,058	22,160	20,693	25,248	29,983
Lợi nhuận sau thuế (VND bn)	6,410	8,469	8,562	7,233	9,176	11,087
EPS (VND)	4,127	4,018	3,375	2,428	3,080	3,722
BVPS (VND)	15,640	15,491	14,955	15,163	18,243	21,965
ROE (%)	30.3%	29.7%	24.3%	17.4%	18.4%	18.5%
ROA (%)	2.3%	2.6%	2.3%	1.7%	1.9%	1.9%
P/E (x)	5.43	5.21	5.73	9.46	7.46	6.17
P/B (x)	1.41	1.35	1.28	1.4	1.3	1.0
Tỷ lệ trả cổ tức	35%	35%	30%	N/A	N/A	N/A

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	43,328
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	2,642.0
Free float (tr.cp)	62%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	16,567,427
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	17,900
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	13,833

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
LNST-consensus (tỷ VND)	5,810.5	7,261.5	8,844.5
Tăng trưởng EPS (%)	6%	25%	22%
NIM (%)	4.07%	4.47%	4.81%
Tăng trưởng tín dụng (%)	15.4%	17.2%	15.7%
Tỷ lệ nợ xấu (%)	2.13%	1.99%	1.83%
Tỷ lệ bao phủ nợ xấu(%)	60.9%	100.6%	110.3%

Luận điểm đầu tư

- TPB là một trong những ngân hàng bán lẻ có NIM cải thiện trong 9M 2024 và thuộc nhóm cao toàn ngành.** Cho vay bán lẻ chiếm hơn 57% dư nợ của TPB. Chúng tôi kỳ vọng sang năm 2025 nhờ lợi thế duy trì CASA ở mức 21% và sự cải thiện của thị trường bán lẻ hỗ trợ TPB có được lợi suất sinh lời cao hơn, qua đó ước tính NIM 2025 đạt 4.47% (+40 bps YoY).
- Tăng trưởng tín dụng tích cực.** Trong 2 năm 2023 & 2024, TPB đã đẩy mạnh đầu tư vào số hóa, gia tăng trải nghiệm & đưa đến nhiều sản phẩm mới cho khách hàng, đồng thời cũng tập trung vào cơ cấu danh mục tín dụng để cải thiện chất lượng tài sản. Kết thúc 9M 2024, Tăng trưởng tín dụng tích cực nhờ mở rộng hoạt động cho vay mua ô tô và mua nhà. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng năm 2025 của TPB sẽ đạt 17% nhờ sự khởi sắc của hoạt động bán lẻ và sự ấm dần lên của thị trường bất động sản.
- Khả năng hình thành nợ xấu đang giảm, tỷ lệ Nợ xấu kỳ vọng sẽ cải thiện 14 bps trong năm 2025 còn 1.99%.** TPB đã tích cực dùng dự phòng để xử lý nợ xấu trong thời gian qua, mặc dù tỷ lệ nợ xấu chưa cải thiện mạnh mẽ nhưng tốc độ hình thành nợ xấu đã giảm đi đáng kể. Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và bán lẻ sẽ tích cực hơn, qua đó hỗ trợ TPB giảm tỷ lệ Nợ xấu.

Dự phỏng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tổng thu nhập hoạt động (VND bn)	13,517	15,617	16,237	18,577	22,825	27,306
Lợi nhuận sau thuế (VND bn)	4,829	6,261	4,463	5,668	7,091	8,678
EPS (VND)	3,053	3,958	2,027	2,145	2,684	3,285
BVPS (VND)	16,429	20,381	14,872	14,668	17,609	21,184
ROE (%)	22.6%	21.5%	13.7%	15.9%	16.9%	17.4%
ROA (%)	1.9%	2.0%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%
P/E (x)	7.34	4.66	8.07	9.2	7.4	6.0
P/B (x)	1.36	0.91	1.10	1.16	1.1	1.0
Tỷ lệ trả cổ tức	25%	20%	25%	N/A	N/A	N/A

NGÀNH DỆT MAY

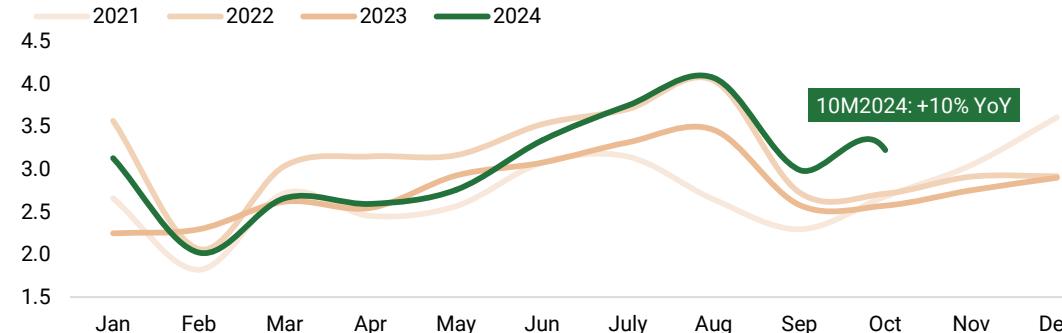
CƠ HỘI LỚN TỪ VIỆC ĐA DẠNG HÓA CHUỖI CUNG ỨNG

- SỰ TRỞ LẠI CỦA NGÀNH DỆT MAY
- CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ



VITAS dự báo kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam năm 2024 tăng 11.3% YoY đạt 44 tỷ USD

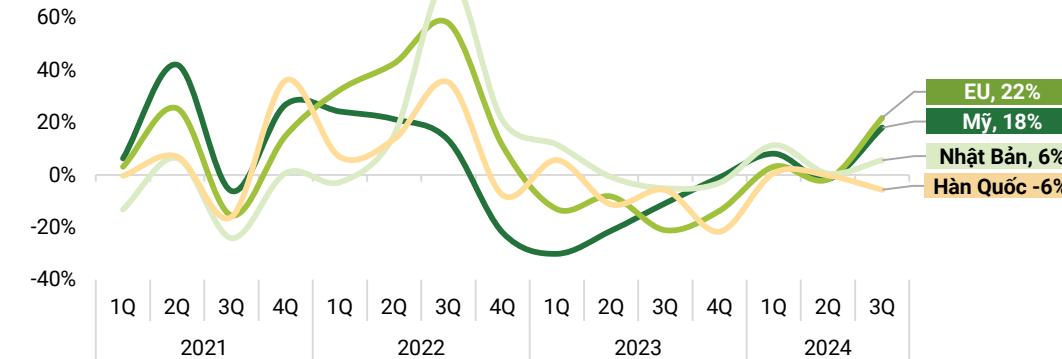
Kim ngạch XK hàng dệt may VN qua các tháng (Tỷ USD)



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Nhu cầu nhập khẩu hàng dệt may tại các thị trường Mỹ, EU cho tín hiệu tích cực hơn

Tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam tại các thị trường chính



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

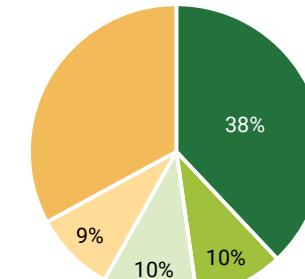
SỰ TRỞ LẠI CỦA NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Xuất khẩu dệt may Việt Nam đang tăng trưởng trở lại

Mỹ là thị trường xuất khẩu hàng dệt may lớn nhất với kim ngạch năm 2024 dự kiến tăng 12.3% YoY đạt 16.7 tỷ USD, chiếm tỷ trọng khoảng 38% tổng kim ngạch xuất khẩu

Cơ cấu các thị trường xuất khẩu dệt may trọng điểm năm 2024E

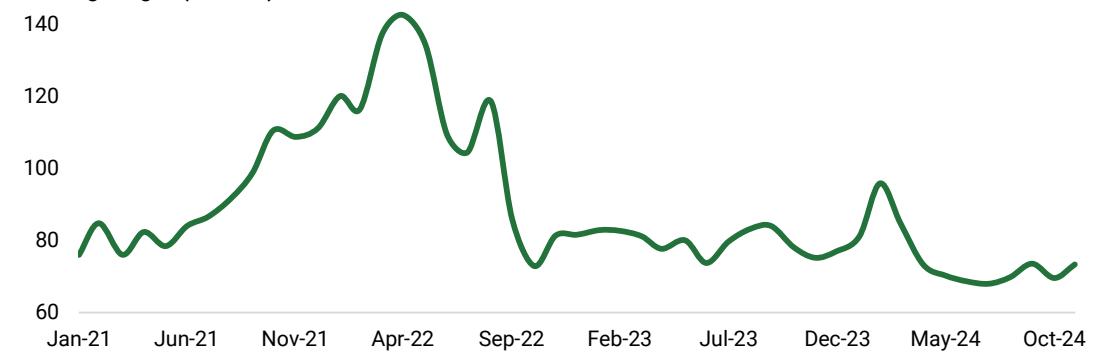
■ Mỹ ■ EU ■ Nhật Bản ■ Hàn Quốc ■ Khác



Nguồn: VITAS, PHS tổng hợp

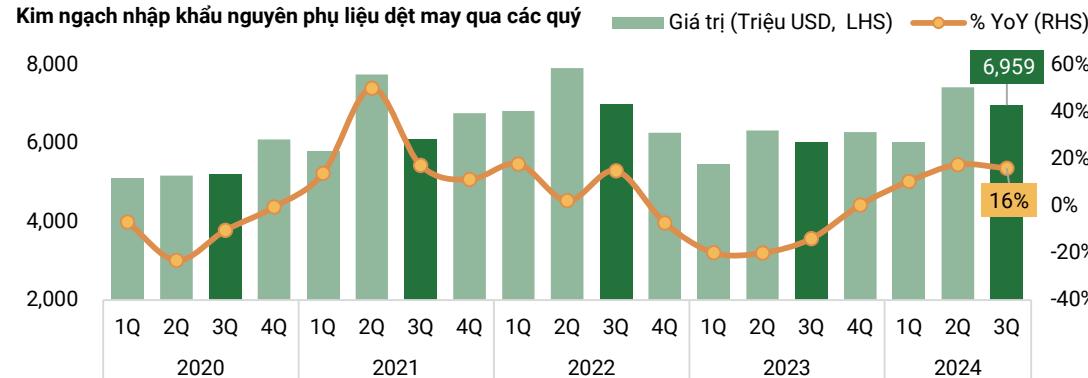
Dù đơn giá hàng dệt may chưa cải thiện, chi phí nguyên liệu đầu vào duy trì ở mức thấp giúp giảm áp lực lên biên lợi nhuận của các doanh nghiệp dệt may

Giá bông thế giới (USD/lbs)



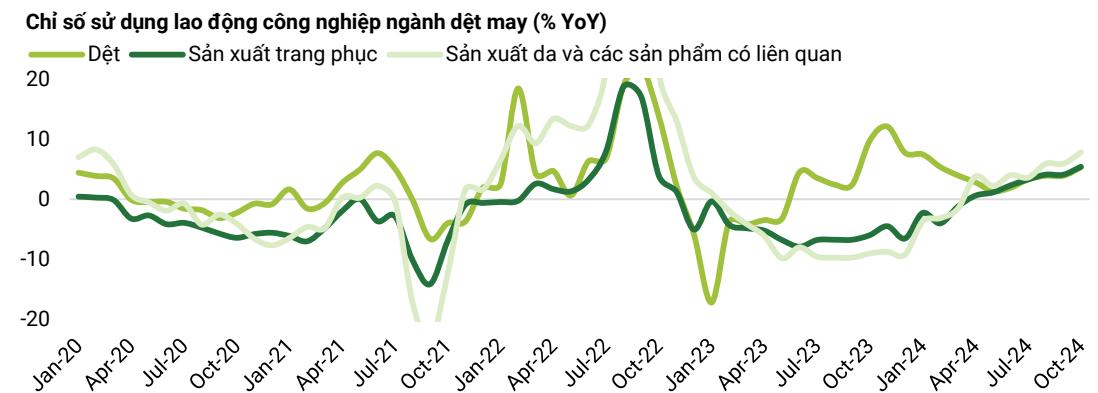
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Các doanh nghiệp đang tích cực dự trữ nguyên vật liệu để phục vụ sản xuất, tạo tín hiệu giá tăng đơn hàng xuất khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Số lượng đơn hàng cho những tháng cuối năm tăng cao, nhiều doanh nghiệp dệt may đang ráo riết tuyển dụng lượng lớn lao động để mở rộng sản xuất

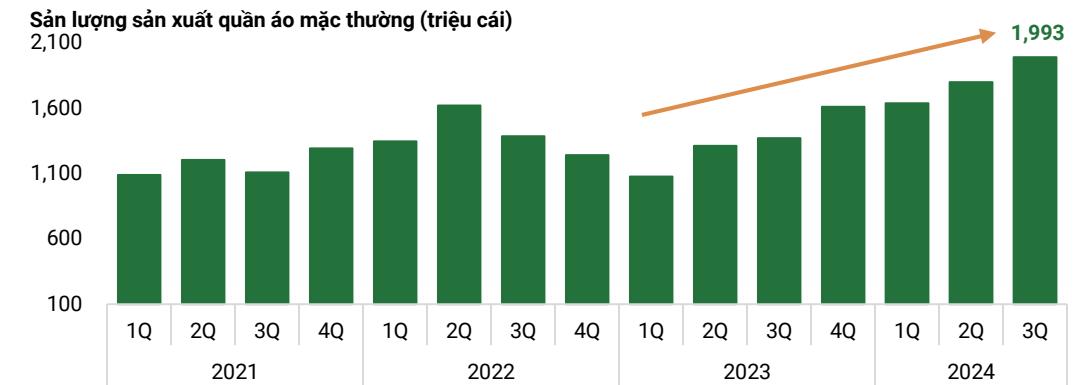


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

SỰ TRỞ LẠI CỦA NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Hoạt động sản xuất tại các nhà máy đang rất sôi động

Hàng may mặc là nhóm hàng mang tính chi phối chiếm trên 83% đối với toàn ngành dệt may Việt Nam, sự tăng trưởng mạnh mẽ trong sản xuất sản phẩm quần áo là tiền đề tạo nên tăng trưởng xuất khẩu cho toàn ngành dệt may Việt Nam



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Sản xuất ngành dệt và trang phục của Việt Nam tiếp tục phục hồi tốt



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

SỰ TRỞ LẠI CỦA NGÀNH DỆT MAY VIỆT NAM

Phản ánh vào KQKD 3Q24 và 9M24 của các doanh nghiệp dệt may với sự tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ

STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ (% YoY)							% Tăng trưởng LNST – CĐTS so với cùng kỳ (% YoY)						
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1	VGT	UPCoM	6,819.00	-14.1%	-17.4%	-11.1%	3.5%	-6.0%	2.8%	12.2%	-71.9%	-113.7%	-77.1%	-896.6%	-35.1%	-113.0%	385.0%
2	TCM	HOSE	4,792.28	-21.9%	-31.9%	-25.2%	-13.1%	6.6%	18.5%	20.2%	-25.7%	-96.5%	-41.5%	-63.5%	14.0%	3707.6%	50.8%
3	MSH	HOSE	3,930.74	-50.6%	6.7%	-26.6%	1.3%	20.9%	-13.5%	45.0%	-61.8%	-21.7%	-54.0%	48.3%	51.0%	13.8%	154.2%
4	TNG	HNX	3,040.51	5.9%	0.9%	4.2%	9.1%	1.4%	8.7%	12.0%	13.7%	-34.3%	-34.5%	-6.3%	-4.0%	54.3%	59.9%
5	STK	HOSE	2,343.45	-55.0%	-23.1%	-26.7%	-18.0%	-7.7%	-25.6%	-18.6%	-97.9%	-47.2%	-66.8%	-26.3%	-56.3%	-248.6%	391.8%
6	GIL	HOSE	2,199.56	-88.9%	-78.9%	31.4%	-12.1%	41.2%	-46.1%	-45.5%	-135.6%	-105.3%	-114.8%	797.1%	-113.6%	-159.6%	-115.5%
7	PPH	UPCoM	2,177.55	-9.0%	-16.9%	6.7%	22.1%	21.2%	46.4%	41.6%	-22.7%	-46.9%	-0.5%	-38.4%	-20.4%	-7.6%	16.9%
8	VGG	UPCoM	2,002.45	22.1%	-4.4%	17.5%	-16.2%	-1.2%	36.6%	18.9%	-25.7%	12.7%	-11.9%	44.2%	96.6%	75.3%	126.0%
9	HTG	HOSE	1,668.73	-8.1%	-16.3%	-8.5%	-6.8%	-4.6%	5.2%	18.0%	-57.0%	-44.7%	-17.8%	-57.1%	44.4%	108.8%	24.8%
10	SGI	UPCoM	1,064.05	-31.3%	-13.7%	-29.1%	-11.4%	30.1%	-13.3%	1.6%	-118.9%	-73.4%	-29.2%	183.8%	780.3%	-80.0%	-33.1%
11	BDG	UPCoM	830.80	-29.2%	-3.3%	-16.3%	-19.0%	0.4%	16.1%	16.8%	-71.7%	29.1%	-44.4%	-34.4%	27.0%	57.8%	-6.5%
12	M10	UPCoM	726.30	2.9%	-17.1%	-17.6%	1.7%	24.8%	-13.4%	19.5%	1.8%	-18.5%	26.6%	-46.3%	27.4%	-26.2%	1.1%
13	ADS	HOSE	718.11	-33.7%	21.9%	-5.2%	1.6%	32.3%	-20.8%	-19.3%	-49.5%	15.3%	-6.2%	146.9%	-38.0%	-73.2%	-53.3%
14	HUG	UPCoM	653.63	-5.9%	-24.1%	-30.2%	-32.2%	-13.1%	-31.2%	13.6%	-44.9%	-37.7%	-26.0%	-21.0%	-15.2%	-35.9%	-15.7%
15	MNB	UPCoM	616.00	-0.1%	-17.1%	-28.6%	-19.4%	-5.7%	18.0%	36.1%	32.2%	-80.1%	-88.0%	-82.0%	-45.4%	55.8%	717.6%
Trung bình				-21.1%	-15.6%	-11.0%	-7.3%	9.4%	-0.8%	11.5%	-49.0%	-44.2%	-39.1%	-3.4%	47.5%	221.9%	113.6%
Trung vị				-14.1%	-16.9%	-16.3%	-11.4%	1.4%	2.8%	16.8%	-49.5%	-44.7%	-34.5%	-26.3%	-4.0%	-7.6%	24.8%

Nguồn: PHS tổng hợp

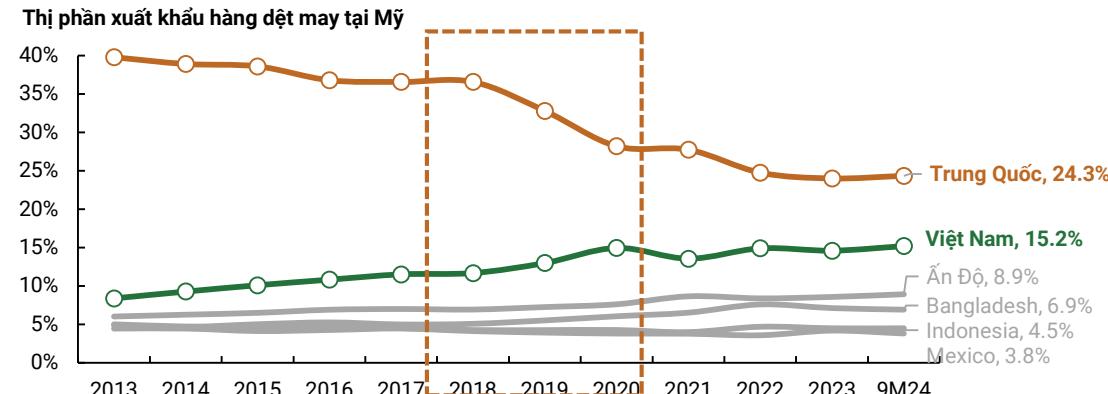
STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Biên lợi nhuận gộp							Biên lợi nhuận ròng						
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1	VGT	UPCoM	6,819.00	7.8%	4.9%	10.1%	6.6%	8.7%	11.7%	11.1%	1.3%	-1.2%	0.7%	0.6%	0.9%	0.1%	2.8%
2	TCM	HOSE	4,792.28	15.5%	13.3%	15.1%	15.9%	16.8%	18.0%	15.2%	6.2%	0.3%	5.8%	2.7%	6.7%	8.5%	7.3%
3	MSH	HOSE	3,930.74	11.8%	12.9%	10.7%	13.9%	12.4%	13.7%	15.2%	5.4%	4.9%	4.2%	7.0%	6.8%	6.5%	7.4%
4	TNG	HNX	3,040.51	14.4%	12.1%	13.8%	15.3%	15.0%	16.5%	14.4%	3.3%	2.9%	3.3%	3.4%	3.1%	4.0%	4.7%
5	STK	HOSE	2,343.45	6.2%	14.8%	14.8%	16.4%	12.2%	4.8%	16.9%	0.6%	9.2%	4.4%	9.0%	0.3%	-18.4%	26.6%
6	GIL	HOSE	2,199.56	-2.7%	3.6%	9.8%	12.3%	21.3%	14.5%	20.4%	-24.4%	-2.3%	-6.8%	39.5%	2.3%	2.5%	1.9%
7	PPH	UPCoM	2,177.55	21.0%	24.5%	19.3%	16.2%	20.0%	19.7%	17.2%	30.7%	22.6%	13.8%	11.6%	20.1%	14.3%	11.4%
8	VGG	UPCoM	2,002.45	9.3%	9.8%	9.3%	9.7%	10.5%	9.3%	11.0%	1.0%	2.5%	2.3%	2.4%	2.0%	3.2%	4.4%
9	HTG	HOSE	1,668.73	8.2%	8.6%	11.2%	7.9%	9.5%	13.8%	11.0%	2.5%	3.2%	4.6%	2.9%	3.8%	6.4%	4.9%
10	SGI	UPCoM	1,064.05	12.5%	24.5%	17.2%	21.6%	16.7%	19.4%	14.3%	-2.1%	17.2%	8.2%	8.6%	-14.1%	4.0%	5.4%
11	BDG	UPCoM	830.80	15.5%	16.2%	17.8%	18.9%	17.1%	17.8%	16.5%	5.1%	5.9%	7.1%	15.0%	6.5%	8.0%	5.7%
12	M10	UPCoM	726.30	12.3%	10.1%	10.4%	9.8%	10.8%	13.5%	11.3%	2.6%	2.2%	2.8%	2.4%	2.7%	1.9%	2.3%
13	ADS	HOSE	718.11	11.1%	11.6%	13.3%	9.9%	8.2%	6.4%	6.7%	4.4%	5.0%	3.6%	2.3%	2.1%	1.7%	2.1%
14	HUG	UPCoM	653.63	30.2%	16.9%	29.0%	15.4%	27.8%	21.2%	26.3%	6.7%	9.6%	12.3%	16.0%	6.5%	8.9%	9.1%
15	MNB	UPCoM	616.00	16.3%	16.0%	16.0%	19.6%	16.0%	18.8%	18.9%	1.7%	0.9%	0.4%	0.5%	1.0%	1.3%	2.5%
Trung bình				12.6%	13.3%	14.5%	13.9%	14.9%	14.6%	15.1%	3.0%	5.5%	4.4%	8.3%	3.4%	3.5%	6.6%
Trung vị				12.3%	12.9%	13.8%	15.3%	15.0%	14.5%	15.2%	2.6%	3.2%	4.2%	3.4%	2.7%	4.0%	4.9%

Nguồn: PHS tổng hợp

- Hầu hết các doanh nghiệp dệt may trong ngành đều ghi nhận sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp so với cùng kỳ nhờ (1) giá bông nguyên liệu giảm 5% YoY, (2) cải thiện công suất hoạt động tại các nhà máy may khi đơn hàng gia tăng trở lại.
- TCM, PPH, HUG và MNB là các doanh nghiệp ghi nhận biên lợi nhuận gộp vượt trội hơn so với ngành nhờ TCM và PPH có khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào như sợi, vải trong khi các doanh nghiệp này đều có khả năng sản xuất các sản phẩm có kết cấu phức tạp như veston, đồ thể thao và tập trung vào đơn hàng FOB có biên lợi nhuận cao hơn.

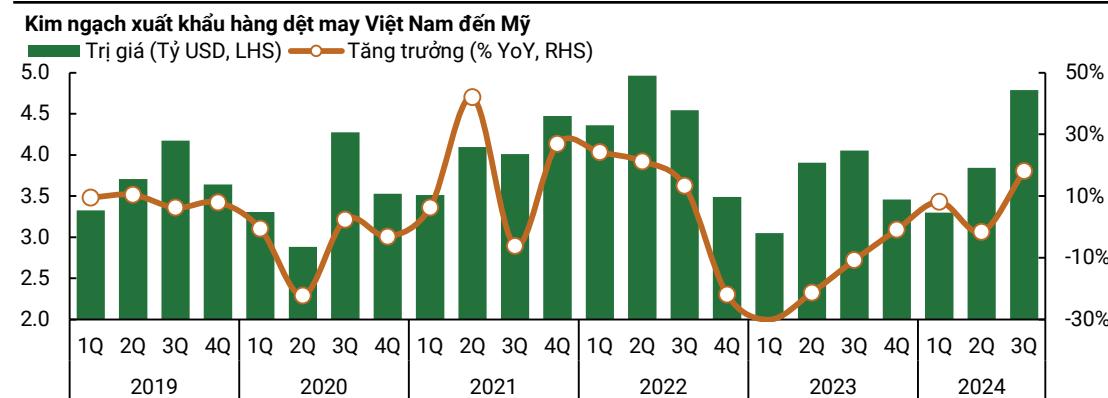
Kỳ vọng Việt Nam hưởng lợi tại Mỹ từ sự dịch chuyển khỏi Trung Quốc và bất ổn chính trị tại Bangladesh

Sự dịch chuyển khỏi Trung Quốc đã bắt đầu từ năm 2018 khi chiến tranh thương mại Mỹ - Trung bùng nổ và dự kiến tiếp tục trầm trọng hơn khi lợi thế cạnh tranh của Trung Quốc ngày càng kém đi



Nguồn: OTEXA, PHS tổng hợp

Các nhãn hàng thời trang đã chuyển hướng sang Việt Nam để giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Chính sách thuế quan của Tổng thống Donald Trump mang đến cả cơ hội lẫn thách thức cho các nhà xuất khẩu dệt may hàng đầu, trong đó, Ấn Độ, Việt Nam, Bangladesh và Indonesia sẽ trở thành nguồn cung ứng hàng may mặc thay thế cho Trung Quốc

Chính sách thuế quan đối với hàng dệt may và quần áo nhập khẩu vào Mỹ		
Quốc gia	MFN* trung bình có trọng số năm 2022	"Trump 2.0" (dự kiến)
Trung Quốc	10.60%	60%
Việt Nam	13.05%	10% - 20%
Ấn Độ	9.16%	10% - 20%
Bangladesh	11.45%	10% - 20%
Indonesia	12.72%	10% - 20%
Mexico	9.73%	25%

Nguồn: World Integrated Trade Solution, PHS tổng hợp
* Mức thuế tối huệ quốc (MFN) dành cho các nước có quan hệ thương mại bình thường (NTR), áp dụng với những nước thành viên WTO và những nước tuy chưa phải thành viên WTO nhưng đã ký hiệp định thương mại song phương với Hoa Kỳ

- Trong giai đoạn 2013 – 2023, trị giá xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang Mỹ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép đạt 6%/năm, vượt trội hơn so với các nhà xuất khẩu hàng đầu khác
- Tại Mỹ, lợi thế cạnh tranh của ngành dệt may Trung Quốc ngày càng kém đi do (1) tác động tiêu cực bởi chiến tranh thương mại Mỹ - Trung năm 2018, (2) chi phí lao động Trung Quốc cao hơn so với các nhà xuất khẩu Châu Á khác, (3) thực thi Đạo luật Phòng chống Lao động Cưỡng bức của người Duy Ngô Nhĩ (UFLPA), (4) chi phí vận chuyển tuyến Châu Á – Hoa Kỳ tăng mạnh. Chính sách thuế quan mới giai đoạn "Trump 2.0" với việc áp 60% đối với hàng nhập khẩu Trung Quốc dự kiến sẽ tiếp tục làm trầm trọng thêm việc dịch chuyển sản xuất hàng dệt may ra khỏi Trung Quốc.
- Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng miếng bánh thị phần hàng dệt may Trung Quốc tại Mỹ sẽ chia cho các nhà sản xuất Châu Á khác như Việt Nam, Ấn Độ, Bangladesh và Indonesia.

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025

Việt Nam được đánh giá là quốc gia có lợi thế cạnh tranh cao tại Mỹ

Khu vực	Quốc gia	Tốc độ giao hàng	Chi phí nguồn cung ứng	Tính linh hoạt và nhanh nhẹn	Rủi ro tuân thủ lao động và xã hội	Rủi ro tuân thủ môi trường	Điểm thành phần năm 2020	Điểm thành phần năm 2024	Thay đổi (+/-)	Số lượng đặt hàng tối thiểu	Tích hợp theo chiều dọc	Rủi ro địa chính trị	Tổng điểm năm 2024
Tây bán cầu	Mỹ	4.0	1.5	3.0	4.0	4.0	16.5	16.5	0.0	4.0	2.5	4.0	27.0
	Mexico	4.0	3.0	3.5	3.0	3.0	15.5	16.5	1.0	3.0	3.0	3.0	25.5
	CAFTA-DR*	4.0	3.5	3.0	3.0	3.0	15.5	16.5	1.0	2.5	3.0	3.5	25.5
	Colombia	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0	15.0	15.5	0.5	3.5	3.5	3.5	26.0
Châu Á	Trung Quốc	3.5	4.0	4.0	2.0	2.0	17.0	15.5	-1.5	3.5	4.5	1.5	25.0
	Việt Nam	3.0	3.5	3.5	3.0	3.0	16.0	16.0	0.0	3.0	3.0	3.0	25.0
	Bangladesh	2.0	4.0	3.0	2.5	2.5	13.5	14.0	0.5	2.5	3.0	3.0	22.5
	Indo	2.5	3.5	3.5	3.0	2.5	14.0	15.0	1.0	3.0	2.5	3.5	24.0
	Ấn Độ	2.5	3.5	3.5	2.5	2.5	13.5	14.5	1.0	3.0	4.0	3.5	25.0
	Sri Lanka	2.0	3.5	3.5	3.0	3.0	14.5	15.0	0.5	3.0	2.5	3.5	24.0
	Cambodia	2.5	3.5	3.0	2.5	2.5	13.5	14.0	0.5	2.5	2.5	3.0	22.0
Khác	Châu Âu	3.5	2.0	3.0	4.0	4.0	15.5	16.5	1.0	3.5	3.0	4.0	27.0
	Thổ Nhĩ Kỳ	3.0	3.0	3.5	3.0	3.0	14.5	15.5	1.0	3.0	4.0	3.0	25.5
	AGOA	1.5	4.0	2.5	3.0	2.5	12.5	13.5	1.0	2.5	1.5	3.0	20.5
	Ai Cập	3.0	4.0	3.0	3.0	3.0	15.0	16.0	1.0	2.5	3.0	3.0	24.5

Nguồn: USFIA, PHS tổng hợp

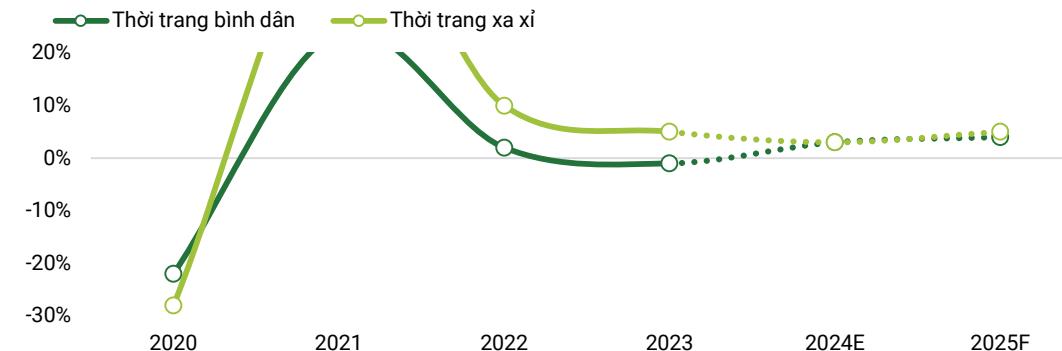
- Theo khảo sát của USFIA, các nhãn hàng thời trang Mỹ đang thúc đẩy sự đa dạng hóa nhà cung cấp nhằm giảm thiểu rủi ro nguồn cung ứng. Tại Châu Á, Bangladesh đang thể hiện sự kém cạnh tranh hơn do đối diện rủi ro bất ổn chính trị trong nước và chậm trễ giao hàng. Việt Nam và Ấn Độ được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhiều nhất tại Mỹ khi sự dịch chuyển chuỗi cung ứng ra khỏi Trung Quốc và Bangladesh xảy ra. Một số doanh nghiệp dệt may Việt Nam cho biết đã nhận được các đơn hàng dịch chuyển từ Bangladesh, dù đơn giá chưa cải thiện.
- Cho năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ đón đầu xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng này nhờ (1) nguồn lao động có tay nghề cao với khả năng sản xuất đa dạng, sản phẩm giá trị cao; (2) sở hữu hệ thống cảng lớn, (3) ít chịu rủi ro liên quan đến nguồn lực lao động và ô nhiễm môi trường.
- Dù vậy, trong dài hạn, Ấn Độ được cho là sẽ hưởng lợi nhiều hơn Việt Nam trong quá trình giành thị phần của Trung Quốc nhờ lợi thế chi phí lao động thấp và có khả năng tự cung cấp nguyên vật liệu đầu vào trong sản xuất.

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025

Kỳ vọng các nhà nhập khẩu Mỹ tăng tốc nhập hàng chuẩn bị cho thời điểm tiêu dùng hồi phục và lo ngại về mức thuế quan mới

Fed đặt mục tiêu tiếp tục cắt giảm lãi suất vào năm 2025 và các chính sách ông Trump đưa ra trong chiến dịch tranh cử dự kiến tạo thị trường lao động mạnh mẽ, góp phần thúc đẩy tiêu dùng tại Mỹ

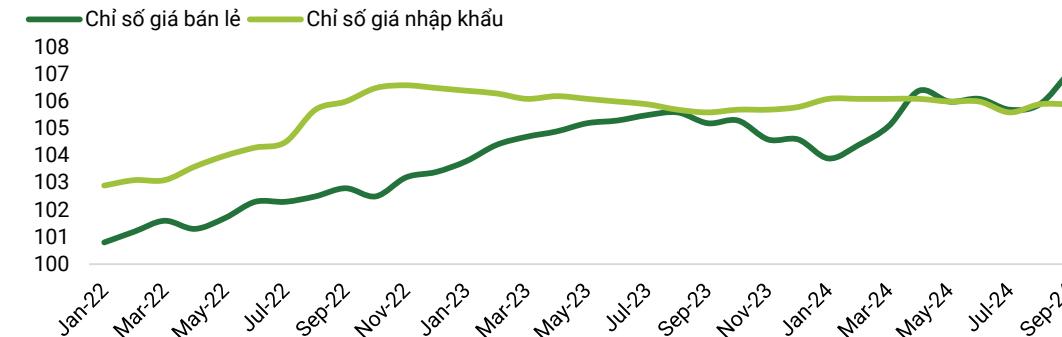
Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh số bán lẻ các mặt hàng thời trang tại Mỹ



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Triển vọng tích cực hơn về doanh thu cho các nhà bán lẻ thời trang khi chỉ số giá bán lẻ cải thiện từ tháng 9/2024 trong khi chi phí nguồn cung ứng vẫn đi ngang

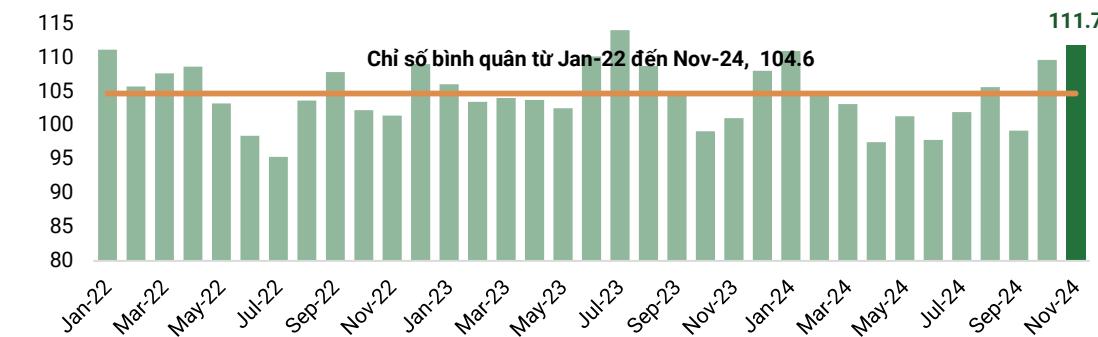
Chỉ số giá bán lẻ và giá nhập khẩu hàng may mặc tại Mỹ (T1/2019 = 100)



Nguồn: USFIA, PHS tổng hợp

Người tiêu dùng Mỹ đang trở nên tự tin hơn về triển vọng tài chính và sẵn sàng chi tiêu

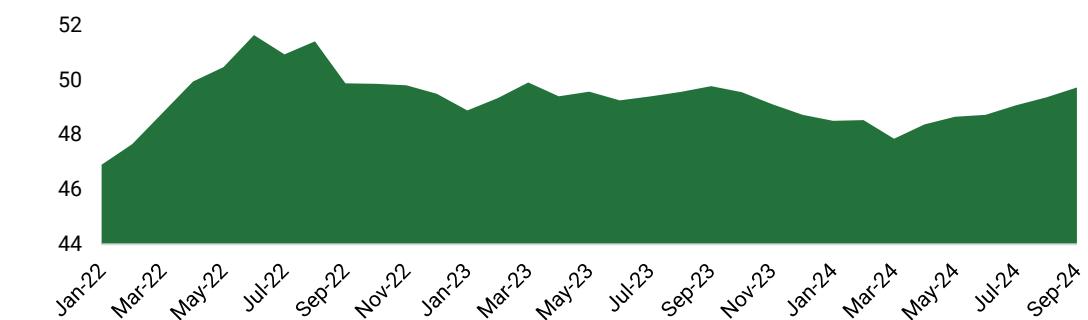
Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Mỹ (năm 1985 = 100)



Nguồn: McKinsey, PHS tổng hợp

Việc cắt giảm hàng tồn kho sau giai đoạn quá mua năm 2022 đã khép lại, chúng tôi kỳ vọng các nhãn hàng thời trang sẽ tiếp tục đặt đơn hàng mới chuẩn bị cho thời điểm tiêu dùng cá nhân hồi phục và đẩy nhanh tốc độ nhập hàng trước lo ngại về mức thuế nhập khẩu mới

Hàng tồn kho tại các cửa hàng quần áo và phụ kiện Mỹ (Tỷ USD)



Nguồn: US Bureau, PHS tổng hợp

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025

Định vị thị trường xuất khẩu hàng dệt may của các doanh nghiệp dệt may niêm yết

Mã	Sàn	Mỹ	EU	Nhật Bản	Hàn Quốc	Trung Quốc	Nội địa	Khác
VGT	UPCoM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
TCM	HOSE	28%	5%	11%	34%	4%	10%	8%
MSH	HOSE	60%	30%					10%
TNG	HNX	53%	22%					25%
STK	HOSE	8%				64%		28%
GIL	HOSE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PPH	UPCoM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
VGG	UPCoM	18%	14%	25%			12%	31%
HTG	HOSE	45%	15%	21%	4%		4%	11%
SGI	UPCoM	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
BDG	UPCoM	20%	80%					0%
M10	UPCoM					20%		80%
ADS	HOSE			10%		80%		10%
HUG	UPCoM	55%	25%		5%	10%		5%
MNB	UPCoM	45%	35%	10%				10%

Nguồn: Báo cáo thường niên của các doanh nghiệp, PHS tổng hợp

- Chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ cao như MSH, TNG, HUG, MNB sẽ được hưởng lợi đầu tiên trong năm sau nhờ có sẵn tệp khách hàng tại Mỹ.
- Trong bối cảnh bất ổn chính trị tại Hàn Quốc xà xuất khẩu dệt may sang Hàn Quốc chưa ghi nhận mức tăng trưởng tốt, chúng tôi cho rằng TCM – doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào Eland Hàn Quốc sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp về số lượng đơn hàng. TCM đang định hướng đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ trong năm sau, tuy nhiên chúng tôi cho rằng cần thêm thời gian để đánh giá năng lực và tiêu chuẩn sản xuất đối với TCM của tệp khách hàng mới.

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 20/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
DỆT MAY	MSH	5,987	14.0%	436	13.0%	6,431	7.4%	481	10.5%	58,500	52,900	9.1	1.9	11%	TĂNG TỶ TRỌNG
	TCM	4,381	9.6%	324	10.6%	4,721	7.8%	348	7.4%	50,800	48,050	15.1	2.2	6%	NẮM GIỮ

Chúng tôi cho rằng MSH sẽ là doanh nghiệp dệt may hưởng lợi đầu tiên nhờ:

- (1) Sở hữu tệp khách hàng Mỹ sẵn có: MSH cho biết các đơn hàng chính vụ đã gia tăng trong năm 2024 dù mặt bằng đơn giá vẫn thấp, đơn hàng năm 2025 sẽ hồi phục rất tốt với tệp khách hàng chính là các nhãn hàng thời trang Mỹ
- (2) Đón đầu xu hướng dịch chuyển đơn hàng nhờ giá tăng năng suất từ đầu năm 2025.
- (3) MSH đang gia tăng tỷ trọng đơn hàng FOB đạt mức 85% - 90% doanh thu và thúc đẩy chiến lược tăng tỷ trọng đơn hàng FOB cấp 2, nghiên cứu sản xuất ODM (tự thiết kế mẫu), OBM (có thương hiệu riêng), giúp tăng biên lợi nhuận gộp.

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	3,780.71
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	75.0
Free float (%)	48%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	164,078
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	52,900
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	35,600

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	321	394	419
Tăng trưởng EPS (%)	58%	13%	10%
Tăng trưởng BVPS (%)	5%	11%	12%
Biên lợi nhuận gộp (%)	14.6%	15.3%	15.6%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	7.0%	7.0%	7.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	7.3%	7.3%	7.5%

Luận điểm đầu tư

- Hưởng lợi từ sự dịch chuyển khỏi Trung Quốc của ngành thời trang Mỹ:** MSH sở hữu tệp khách hàng khá ổn định với 60% tỷ trọng doanh thu xuất khẩu là Mỹ, gồm các nhãn hiệu thời trang, nhà sản xuất và chuỗi bán lẻ lớn như Columbia Sportswear, Haddad Brands (Nike, Converse), GIII (Calvin Klein, Tommy Hilfiger, DKNY), Walmart... Trong bối cảnh Mỹ đang dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi Trung Quốc và bất ổn chính trị tại Bangladesh, chúng tôi kỳ vọng MSH sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi đầu tiên nhờ tệp khách hàng sẵn có tại Mỹ.
- Gia tăng công suất từ nhà máy mới, đón đầu xu hướng dịch chuyển đơn hàng:** Nhà máy Xuân Trường II dự kiến sẽ đưa vào hoạt động vào đầu năm 2025 góp phần gia tăng công suất thêm khoảng 31% cho các đơn hàng FOB, giúp MSH đón đầu xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc và Bangladesh. Cho năm 2025F/26F/27F, chúng tôi giả định tỷ lệ sử dụng của nhà máy mới là 50%/75%/100%. Ngoài ra, MSH đang tăng cường năng lực nghiên cứu và phát triển để tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng dệt may toàn cầu như sản xuất FOB cấp 2 (tự lựa chọn nguyên liệu), sản xuất ODM (tự thiết kế mẫu) và OBM (có thương hiệu riêng). Điều này sẽ giúp gia tăng biên lợi nhuận gộp năm 25F/26F đạt 15.3%/15.7%.
- Thành lập liên doanh tại Ai Cập đóng góp vào sự tăng trưởng chung của công ty:** Vào tháng 6/2024, MSH đã phối hợp cùng Giza For Upper Egypt Development thành lập một công ty liên doanh kinh doanh các sản phẩm may mặc tại Ai Cập. Động thái đầu tư này nhằm tận dụng lợi thế chi phí nhân công giá rẻ tại Ai Cập, thuế xuất khẩu đi Mỹ 0% và chi phí vận chuyển hợp lý khi xuất khẩu đến Mỹ, EU. Nhà máy sẽ bắt đầu sản xuất đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ từ tháng 4/2025, đóng góp vào sự tăng trưởng chung của MSH từ năm 2025.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	4,748	5,521	4,542	5,251	5,987	6,431
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	442	338	245	386	436	481
EPS (VND/cổ phiếu)	8,846	4,998	3,260	5,141	5,807	6,415
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	29,902	22,916	24,126	25,372	28,234	31,657
ROE (%)	29.6%	19.6%	13.6%	20.3%	20.6%	20.3%
ROA (%)	13.8%	10.3%	7.1%	10.4%	10.2%	10.6%
P/E (x)	8.9	6.6	11.1	10.3	9.1	8.2
P/B (x)	2.6	1.4	1.5	2.1	1.9	1.7
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	51%	50%	77%	68%	43%	39%

BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

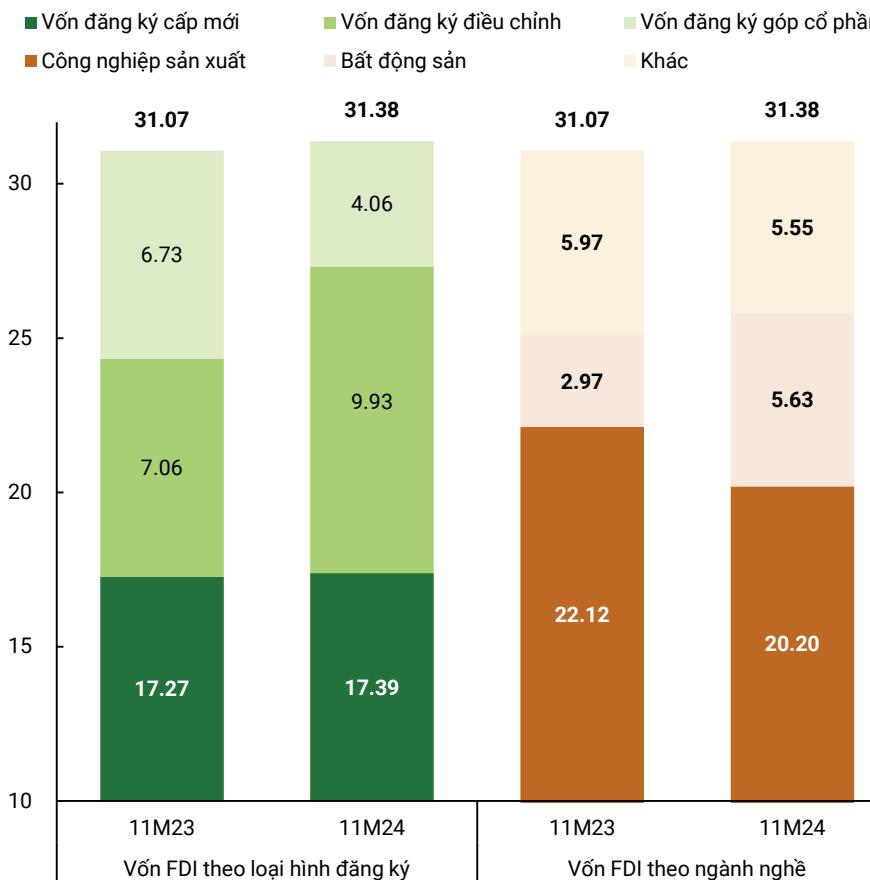
“PHÂN HÓA TĂNG TRƯỞNG TRONG BỐI CẢNH ÁP
LỰC CẠNH TRANH”



Dòng vốn đăng ký FDI đang tăng trưởng chậm lại và có sự phân hóa mạnh tại các lĩnh vực

Tổng vốn đăng ký FDI 11T24 chỉ tăng nhẹ 1.0% YoY, tuy nhiên lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo lại ghi nhận mức sụt giảm mạnh -8.7% YoY

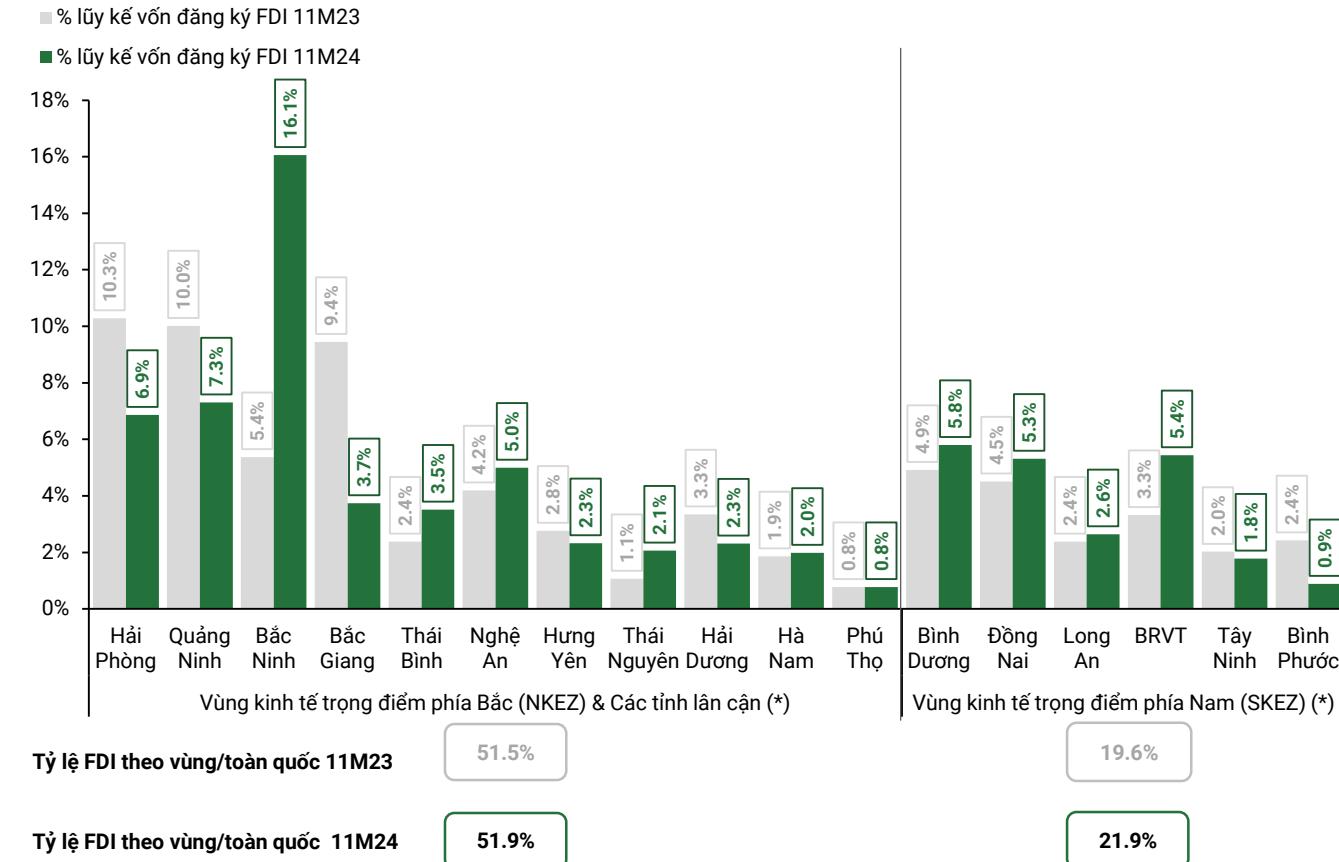
Vốn đăng ký FDI phân theo loại hình và ngành nghề (Tỷ USD)



Source: Vietnam MPI, PHS compiled

Vùng NKEZ và tỉnh lân cận tiếp tục duy trì khả năng thu hút vốn FDI với tỷ lệ đóng góp 51.9% vốn FDI toàn quốc nhờ vào 03 lợi thế (i) cơ sở hạ tầng liên kết ; (ii) Giá thuê cạnh tranh; (iii) Hệ sinh thái ngành công nghệ cao

Tỷ lệ Vốn đăng ký FDI tại địa phương/ Tổng vốn đăng ký FDI toàn quốc trong 11 tháng



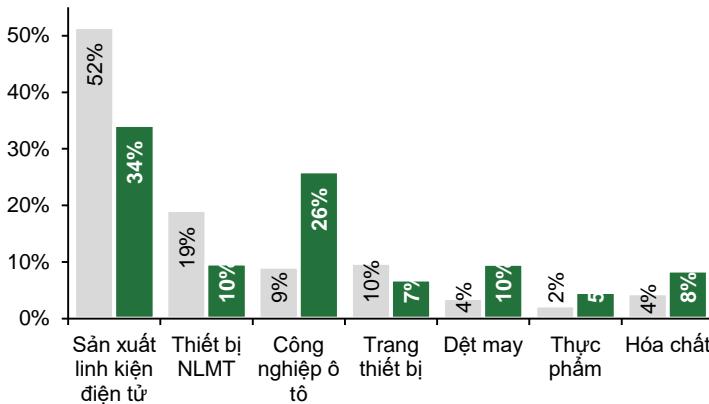
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư, PHS tổng hợp, (*) Dữ liệu vốn đăng ký FDI từ TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội đã được loại ra để có thể quan sát được rõ về xu hướng vốn đầu tư FDI của doanh nghiệp đầu tư tại các địa phương

Dòng vốn đăng ký FDI đang tăng trưởng chậm lại và có sự phân hóa mạnh tại các lĩnh vực

Sự chuyển dịch của lĩnh vực công nghiệp sản xuất ô tô giúp duy trì vốn đăng ký đầu tư FDI tại Việt Nam

Thị phần đầu tư FDI các dự án lớn lĩnh vực sản xuất

- 11M23 (36 dự án có Tổng vốn đăng ký và điều chỉnh trị giá 11.2 tỷ USD)
- 11M24 (53 dự án có Tổng vốn đăng ký và điều chỉnh trị giá 11.9 tỷ USD)



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu 11M23 thống kê tại BCCL 2023

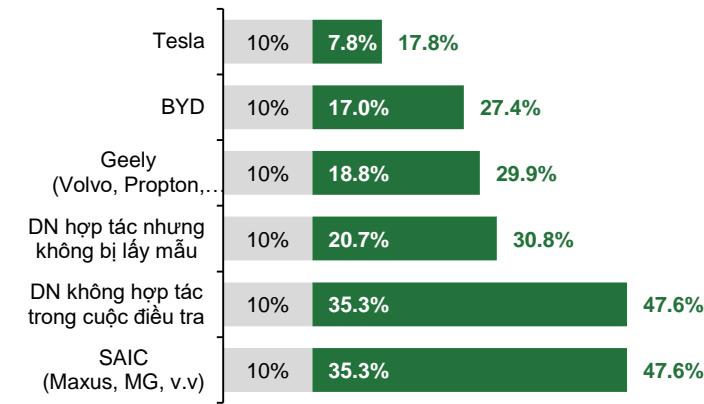
Đã có sự phân hóa đầu tư FDI theo lĩnh vực sản xuất tại Việt Nam so với cùng kỳ khi căng thẳng thương mại toàn cầu tiếp tục leo thang. Thống kê từ PHS với dự án lĩnh vực chế biến chế tạo có vốn FDI lớn tại Việt Nam trong 11M24 với 53 dự án/2,354 tổng dự án toàn quốc và có giá trị 11.912 tỷ USD/ 20.197 tỷ USD tổng vốn đăng ký FDI lĩnh vực này (*Chi tiết tại trang sau*), chỉ ra rằng:

- Trừng phạt thương mại ngành công nghiệp ô tô (xe điện và các linh kiện phụ tùng) từ Mỹ và EU đối với Trung Quốc đã tạo sự chuyển dịch đầu tư sản xuất đến Việt Nam và dần hình thành chuỗi giá trị công nghiệp ô tô với tổng vốn đăng ký FDI các dự án lớn lĩnh vực này ghi nhận 3.1 tỷ USD :** từ (i) khâu sản xuất lắp ráp ô tô nổi bật với dự án của Tập đoàn Chery (Trung Quốc, 800 triệu USD) và Tập đoàn Geely (Trung Quốc, 170 triệu USD); (ii) Sản xuất phụ tùng ô tô (Ác quy; cáp; v.v) với dự án Talway (Trung Quốc, 700 triệu USD); (iii) Sản xuất pin lithium của tập đoàn Sunwada (Trung Quốc, 300 triệu USD); (iv) Sản xuất lốp xe với sự tăng vốn của hàng loạt doanh nghiệp như Kumho Tire (Hàn Quốc, 300 triệu USD); Advance Tire (Trung Quốc, 230 triệu USD); v.v.
- Các biện pháp đánh thuế mới trực tiếp của Mỹ đã làm ngắt quãng dòng vốn FDI lớn lĩnh vực pin năng lượng mặt trời:** Ngày 29/11/2024, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) vừa thông báo áp mức thuế chống bán phá giá sơ bộ đối với tấm pin mặt trời nhập khẩu từ Việt Nam là từ 53.3% - 271.28%, cao hơn mức 50% mà Mỹ áp dụng cho xuất khẩu từ Trung Quốc được áp dụng trong năm nay.
- Lĩnh vực sản xuất linh kiện điện tử, bán dẫn tiếp tục thu hút đầu tư với sự mở rộng đầu tư của các đơn vị quen thuộc với tổng vốn đăng ký và điều chỉnh các dự án lớn chúng tôi thu thập được trong 11M24 là 4.07 tỷ USD:** Trong đó nổi bật với Foxconn đăng ký mới trên 1 tỷ USD với 04 dự án và Samsung đăng điều chỉnh tăng thêm 1 tỷ USD tại Hải Phòng.

Ngày 30/10, Ủy ban châu Âu (EC) đã thông qua việc áp thuế nhập khẩu xe EV sản xuất từ Trung Quốc lên đến

Thuế nhập khẩu ô tô điện (EV) tại EU

- Thuế nhập khẩu ô tô tiêu hiện hành
- Thuế tăng thêm

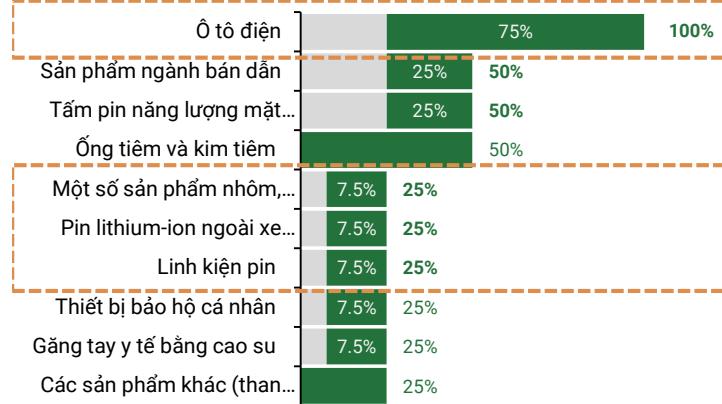


Nguồn: Ủy ban châu Âu (EC), PHS tổng hợp

Năm 2024, chính quyền Mỹ tiếp tục ban hành các chính sách tăng thuế với hàng hóa nhập từ Trung Quốc

Mức tăng thuế nhập khẩu hàng hóa TQ của Mỹ

- Thuế suất hiện tại
- Thuế suất tăng thêm

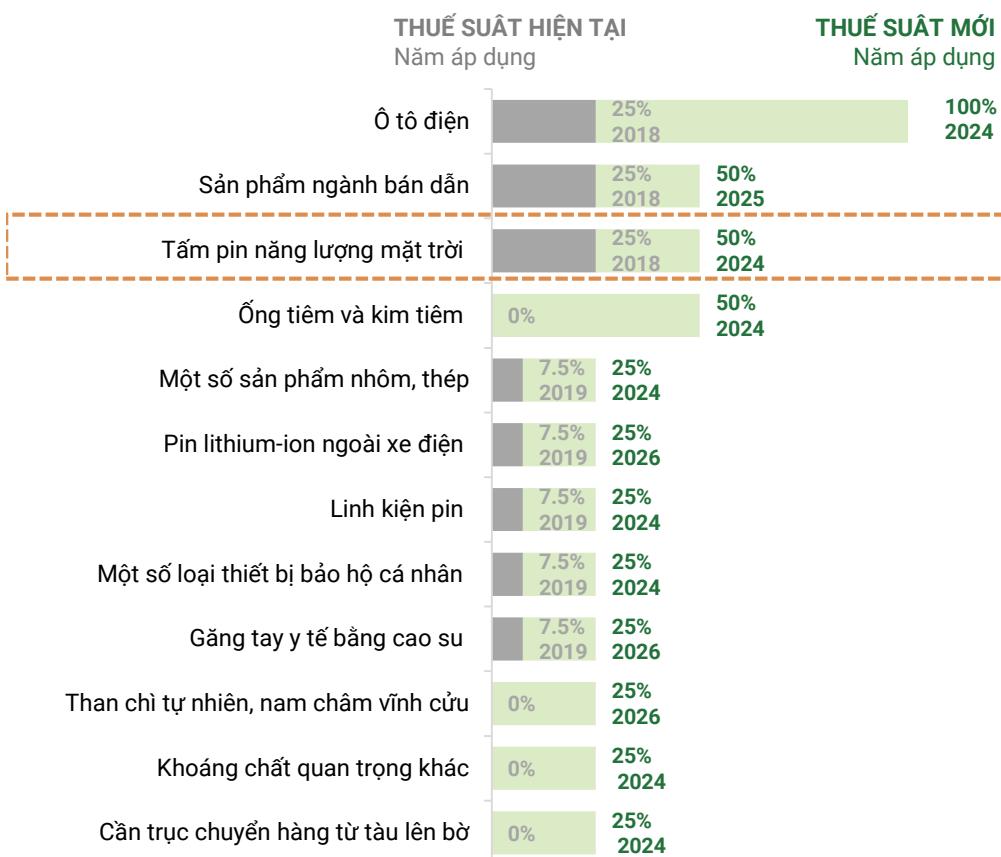


Nguồn: The White House, PHS tổng hợp

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Dòng vốn đăng ký FDI đang tăng trưởng chậm lại và có sự phân hóa mạnh tại các lĩnh vực

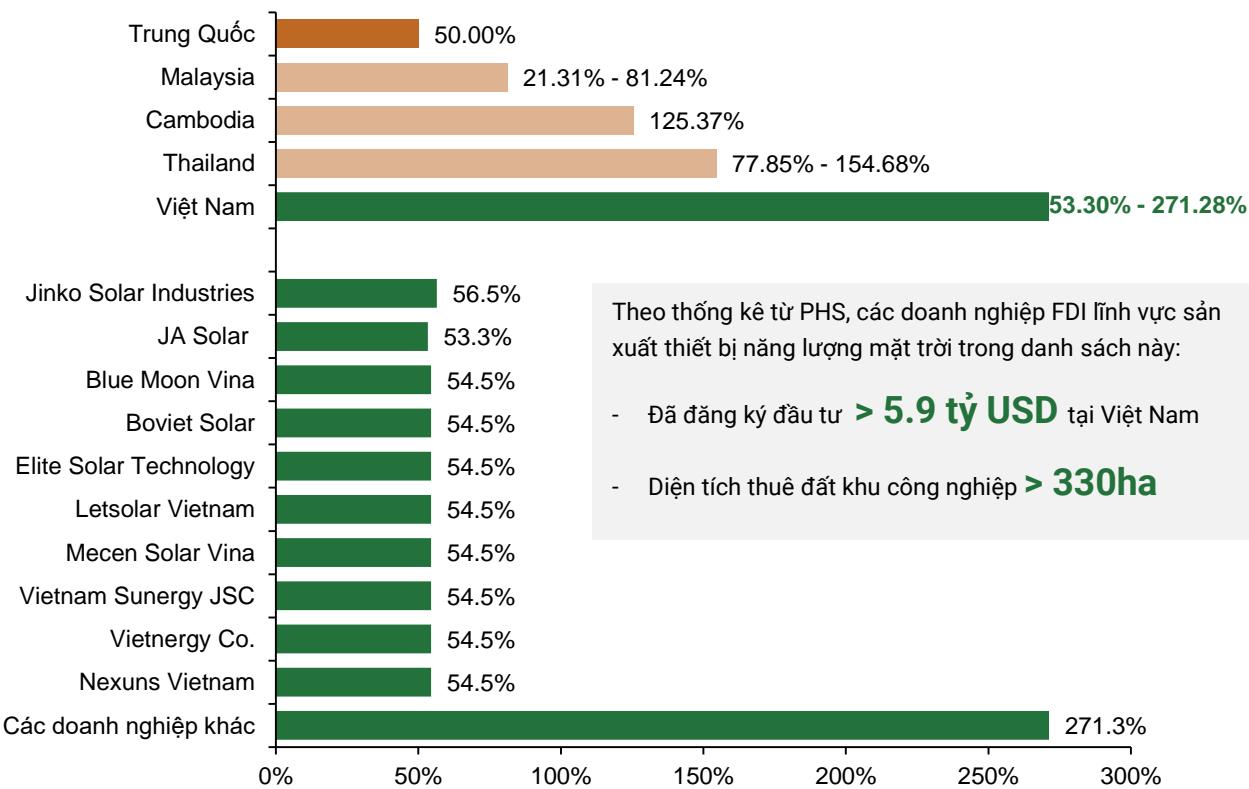
Cần phải dõi theo các hoạt động trừng phạt thương mại của Hoa Kỳ với các doanh nghiệp Trung Quốc vì Hoa Kỳ cũng đang triển khai chính sách đánh thuế trực tiếp lên các doanh nghiệp chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc, qua đó tác động tiêu cực đến dòng vốn FDI vào Việt Nam



Nguồn: The White House, PHS tổng hợp

Ngày 29/11/2024, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (MOC) công bố mức thuế chống bán phá giá sơ bộ áp dụng đối với pin và mô-đun năng lượng mặt trời nhập khẩu từ Campuchia, Malaysia, Thái Lan và Việt Nam. Trong đó Việt Nam đang bị mức áp thuế cao nhất với tỷ lệ từ 53.3% - 271.28%. Điều này đã ảnh hưởng ngay lập tức đến dòng vốn FDI lĩnh vực sản xuất thiết bị năng lượng mặt trời tại Việt Nam

Mức áp thuế CBPG sơ bộ của Hoa Kỳ đối với pin năng lượng mặt trời



Nguồn: U.S. Ministry of Commerce, PHS tổng hợp



NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Dòng vốn đăng ký FDI đang tăng trưởng chậm lại và có sự phân hóa mạnh tại các lĩnh vực

Danh sách dự án đầu tư FDI lớn 11M24 – Linh vực điện tử và ô tô đang dẫn dắt thu hút đầu tư FDI tại Việt Nam. Ghi chú: (*) Dự án điều chỉnh tăng vốn đầu tư; DN TN: Doanh nghiệp tư nhân

Hóa chất	Miền Bắc	Yên Bái	Erex	Japan	10	100	CCN Bắc Vân Yên	DN TN
	Miền Nam	BRVT	Hysoung	Hàn Quốc	20	730	KCN Phú Mỹ 2	IDC
		BRVT	Tosoh Corporation	Nhật Bản	-	176	KCN Phú Mỹ 3	DN TN

Công nghiệp thực phẩm	Miền Bắc	Hà Nam	Pepsico	Hoa Kỳ	8	90	Đồng Văn 1 MR	DN TN
	Hưng Yên	Acecook	Nhật Bản	-	87	-		DN TN
	Miền Nam	Đồng Nai	Nestle	Hoa Kỳ	-	100	Amata Long Bình	DN FDI
		Vĩnh Long	Acecook	Nhật Bản	11	200	Hòa Phú	DN TN
	Miền Trung	Bình Định	Future Enterprises	Singapore	7.1	80	VSIP Bình Định	DN FDI

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Triển vọng của ngành và các doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2025 - 2026

TRIỂN VỌNG THU HÚT FDI	KHU VỰC/ TỈNH	LỢI THẾ CẠNH TRANH & YẾU TỐ THU HÚT FDI TẠI CÁC VÙNG/ TỈNH	KCN CỦA DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT CÓ THỂ ĐƯỢC HƯỚNG LỢI
(1) Lĩnh vực bán dẫn, điện tử sẽ tiếp tục được đầu tư tại Việt Nam	A. NKEZ và các địa phương lân cận	<ul style="list-style-type: none"> Hệ sinh thái sản xuất trong lĩnh vực bán dẫn và điện tử đã hình thành rõ nét: với (i) Sự hiện diện và mở rộng đầu tư không ngừng của các tập đoàn lớn như Samsung, LG, Foxconn, Goertek, Luxshare, v.v và (ii) Quá trình nâng cao giá trị chuỗi cung ứng với sự tham gia của các nhà sản xuất chip và bo mạch hàng đầu thế giới như Amkor, Victory Giant, Nvidia, v.v. Đặc biệt, vào tháng 12/2024, Nvidia đã hợp tác cùng Chính phủ Việt Nam thành lập Trung tâm Nghiên cứu và Phát triển (R&D) và Trung tâm Dữ liệu AI tại miền Bắc, đồng thời cam kết đầu tư từ 4 tỷ USD vào Việt Nam 4 năm tới. Đáp ứng được yêu cầu hoạt động sản xuất lĩnh vực điện tử thông qua năng lực kết nối hạ tầng toàn diện (các tuyến cao tốc liên vùng) với cảng hàng không quốc tế. Vì phương thức vận tải bằng đường hàng không chính là yêu cầu đặc thù của các sản phẩm và thiết bị điện tử, phục vụ cho cả quá trình nhập khẩu vật liệu đầu vào, cũng như quá trình xuất khẩu các sản phẩm đầu ra của nhóm mặt hàng này. Giá thuê đất khu công nghiệp (USD/m2 chu kỳ thuê) tại khu vực này đang hấp dẫn hơn so với phía Nam: Theo dữ liệu từ CBRE, giá thuê đất khu công nghiệp tại thị trường cấp 1 miền Bắc (Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương) đang thấp hơn trung bình khoảng 30% so với các địa phương cấp 1 miền Nam (TP Hồ Chí Minh, Bình Dương, Đồng Nai, Long An). Chi phí lao động cạnh tranh: trong khi quy mô dân số tương đương với khu vực phía Nam, mang lại lợi thế đáng kể về chi phí cho các nhà đầu tư. 	<ul style="list-style-type: none"> HSX: VGC – Sở hữu 11 KCN tại vùng NKEZ, thuận lợi thu hút các dự án FDI mới. HSX: KBC – KCN Tràng Duệ 3 – 687 ha (Hải Phòng) kỳ vọng được phê duyệt chủ trương đầu tư trong FY25-FY26 sẽ khai thông quỹ đất của KBC tại khu vực này. HSX: BCM – Hưởng lợi gián tiếp qua liên danh VSIP với các KCN mới tại vị trí trọng điểm thu hút FDI như VSIP Bắc Ninh II, VSIP Nghệ An I & II, VSIP Thái Bình.
	B. SKEZ (Bà Rịa – Vũng Tàu, Đồng Nai)	<ul style="list-style-type: none"> Các dự án trọng điểm (Cảng hàng không quốc tế Long Thành – tỉnh Đồng Nai; Cao tốc Biên Hòa (Đồng Nai) – Vũng Tàu (BR-VT); Đường vành đai 3; v.v.) dự kiến hoàn thành vào năm 2026 sẽ giải quyết đáng kể nút thắt hạ tầng về năng lực vận tải hàng không tại Khu kinh tế trọng điểm phía Nam. Từ đó đáp ứng được yêu cầu hoạt động xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp điện tử, công nghệ cao có vốn đầu tư nước ngoài. Các KCN tại Đồng Nai hoặc vùng vệ tinh như Bà Rịa – Vũng Tàu được (i) Kết nối trực tiếp tới cảng hàng không Long Thành; (ii) Giá cho thuê tương ứng với khu vực phía Bắc (~ 100 – 150 USD/m2/chu kỳ thuê); (iii) Còn quỹ đất cho thuê lớn sẽ có thể cạnh tranh thu hút đầu tư lĩnh vực điện tử. 	<ul style="list-style-type: none"> HSX: SZC – KCN Châu Đức (100USD/m2 & GLA ~450ha) & HNX: IDC – KCN Phú Mỹ 2 và mở rộng (126 USD/m2 và GLA 154ha) + KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng (GLA 84ha) vừa được chấp thuận đầu tư 09/24: Có thể cạnh tranh trong khu vực nhờ vào (i) giá thuê hấp dẫn và (ii) quỹ đất lớn.
(2) Chuyển dịch đầu tư sản xuất lắp ráp ngành công nghiệp ô tô tại Việt Nam	A. NKEZ và các địa phương lân cận	<ul style="list-style-type: none"> Chuỗi giá trị ngành ô tô đã dần được thiết lập tại khu vực này: gồm các lĩnh vực (i) lắp ráp và sản xuất ô tô (Vinfast; Skoda; TMT Motor; Geely; Omoda Jeaco; Hyundai); (ii) Sản xuất linh kiện thiết bị ô tô (khung nhôm, ac quy, pin xe điện,.., v.v.); (iii) Thiết bị điện tử cùng hệ sinh thái với mục (1). Việc đảm bảo quỹ đất sạch lớn, có sẵn hạ tầng kết nối, đóng vai trò trọng yếu trong việc thu hút các dự án đầu tư trong ngành ô tô. 	<ul style="list-style-type: none"> Tương tự như mục (1).A
	B. SKEZ (Tây Ninh, Bình Dương, Bình Phước)	<ul style="list-style-type: none"> Sản xuất lốp xe sẽ được tập trung tại Vùng Đông Nam Bộ với khả năng cung ứng nguyên liệu cao su thiên nhiên khi đây là vùng trồng 60% diện tích cao su thiên nhiên cả nước. 	<ul style="list-style-type: none"> HSX: SIP – KCN Phước Đông tại Tây Ninh & HSX: BCM – Các KCN tại Bình Dương của đơn vị này: Có thể tiếp tục thu hút các doanh nghiệp lốp xe mở rộng đầu tư.
(3) Chính sách tiền tệ nói lỏng hỗ trợ mở rộng đầu tư của doanh nghiệp trong và ngoài nước	NKEZ & SKEZ	<ul style="list-style-type: none"> Kỳ vọng về sự mở rộng đầu tư mới và tăng cường năng lực sản xuất tại Việt Nam của các doanh nghiệp FDI trong lĩnh vực (i) Chế biến gỗ và nội thất và (ii) dệt may ngày càng rõ nét khi lãi suất tại các nền kinh tế tiêu dùng lớn đang có xu hướng giảm. Chính sách tiền tệ nói lỏng dự kiến trong giai đoạn FY25-FY26 có thể thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng tăng trưởng trở lại tại hai nền kinh tế lớn là Mỹ và EU – những đối tác thương mại chủ chốt của Việt Nam trong hai ngành hàng này. Đối với doanh nghiệp nội địa, tín hiệu mở rộng đầu tư và tái khởi động hoạt động sản xuất kinh doanh cũng đang trở nên tích cực hơn. Mặt bằng lãi suất cho vay trung bình trong nước đã giảm xuống mức 7%-9%, thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh 10%-12% ghi nhận trong giai đoạn 2022-2023. 	Các khu vực với (i) hệ sinh thái chuyên ngành phát triển, (ii) giá thuê đất cạnh tranh, và (iii) chi phí lao động hợp lý

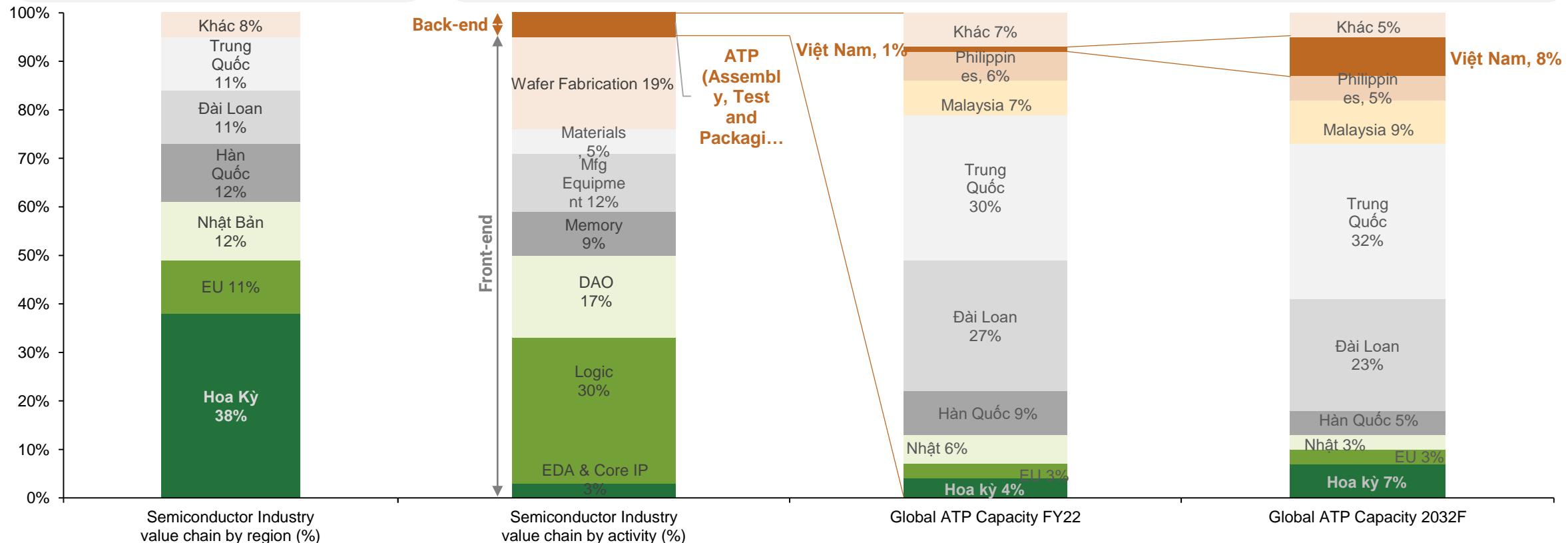
CHUỖI CUNG ỨNG NGÀNH BÁN DẪN TOÀN CẦU

Chuỗi cung ứng bán dẫn toàn cầu tập trung cục bộ tại vài thị trường vừa tạo nên lợi thế về giá sản xuất **nhưng cũng dễ bị đứt gãy khi có vấn đề diễn ra** (Dịch bệnh, xung đột, thiếu hụt nguyên liệu,...)

Các thị trường phát triển như Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc đang thống lĩnh khâu thượng nguồn (Front-end) trong chuỗi giá trị sản xuất chip.

Phản hậu kỳ (Back-end) là khâu ATP (Assembly, Test and Packaging) bao gồm kiểm tra chất lượng, đóng gói và kết nối chip vào các bo mạch điện tử - Đây là bước quan trọng để chuẩn bị các vi mạch bán dẫn trong việc lắp ráp vào thiết bị điện tử (điện thoại, máy tính, v.v.)

Báo cáo tháng 05/2024, Hiệp hội bán dẫn Hoa Kỳ (SIA) và BCG dự phóng Việt Nam sẽ phát triển mạnh trong khâu Lắp ráp, thử nghiệm và đóng gói Chip khi tăng từ 1% thị phần toàn cầu năm 2022 lên đến 8% vào năm 2032.



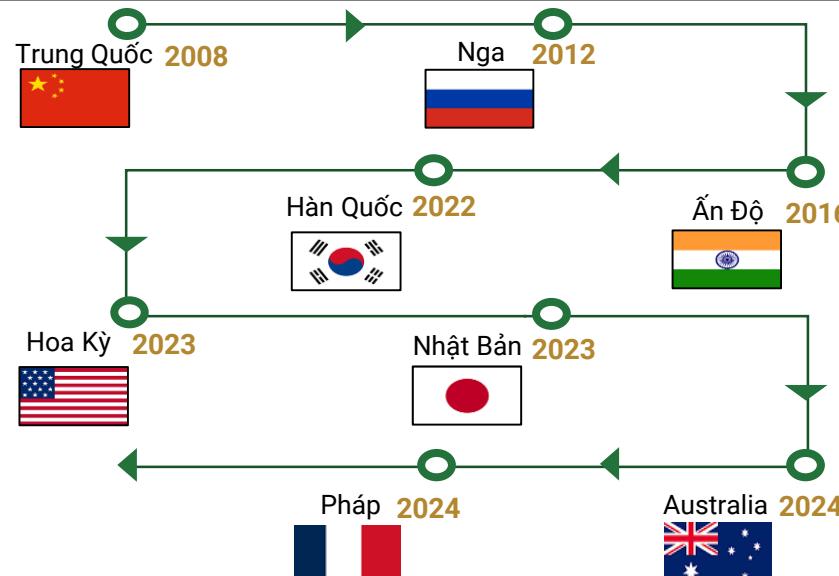
Triển vọng ngành – Việt Nam sở hữu 03 đặc điểm quan trọng để tiếp tục thu hút FDI công nghệ cao

SỰ ỔN ĐỊNH BỀN VỮNG

Trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị toàn cầu vẫn tiếp tục leo thang, đặc biệt tại các khu vực trọng yếu trong chuỗi bán dẫn toàn cầu (bất ổn chính trị quân sự bán đảo Triều Tiên; áp lực quân sự vùng biển Đài Loan; v.v), Việt Nam được đánh giá có lợi thế lớn để hưởng lợi từ sự chuyên dịch đa dạng hóa chuỗi cung ứng ngành đến từ:

- (i) **Nền chính trị ổn định và (ii) mối quan hệ cân bằng hài hòa**

Trong 03 năm qua, Việt Nam liên tiếp trở thành đối tác Chiến lược toàn diện với các cường quốc lớn



Nguồn: PHS tổng hợp

SỰ CHỦ ĐỘNG THÍCH NGHĨ

- (i) Chủ động thực hiện Chiến lược phát triển ngành công nghiệp bán dẫn Việt Nam C= SET + 1 đến 2050. Trong đó nổi bật với mục tiêu phát triển 50,000 kỹ sư.
- (ii) Chủ động trong công tác phát triển cơ sở hạ tầng
- (iii) Chủ động trong việc hợp tác và kết nối với các đơn vị sản xuất chip bán dẫn hàng đầu Thế giới

C (Chip) = S (Specialize) + E (Electronics) + T (Talent) + 1 (Đáp ứng nhu cầu mở thêm 1 cơ sở của các DN bán dẫn)

	DN Thiết kế	Nhà máy chế tạo chip	Nhà máy ATP
--	----------------	-------------------------	----------------

**Giai đoạn 1:
(2024 – 2030)**

100	1	15
-----	---	----

**Giai đoạn 2:
(2030 – 2040)**

200	2	15
-----	---	----

**Giai đoạn 3:
(2040 – 2050)**

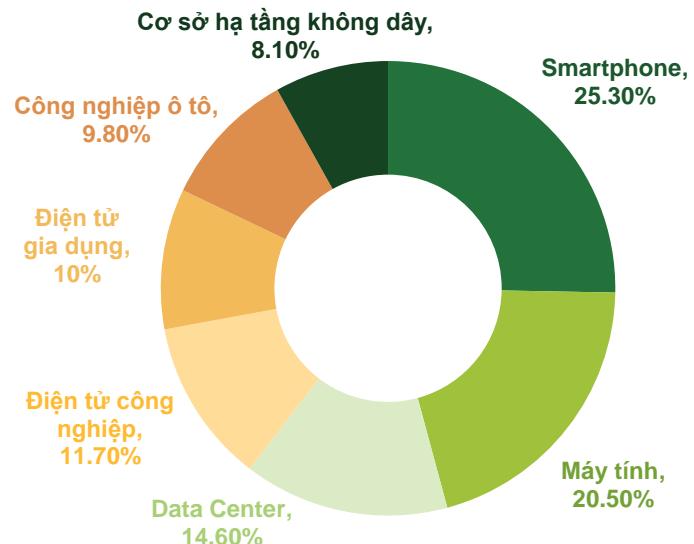
300	3	20
-----	---	----

Nguồn: PHS tổng hợp

SỰ SẴN SÀNG

Hệ sinh thái các sản phẩm, thiết bị điện tử sử dụng chip bán dẫn đã được hình thành tại Việt Nam trong vòng 01 thập kỷ qua và dần được hoàn thiện chuyên sâu với sự tham gia vào thị trường ngày càng nhiều các đơn vị cung ứng linh kiện và nhãn hàng lớn như (Foxconn, Goertek, Luxshare, Samsung, Pegatron, SK, v.v)

Tỷ lệ ứng dụng của Chip bán dẫn theo các thiết bị, lĩnh vực cụ thể



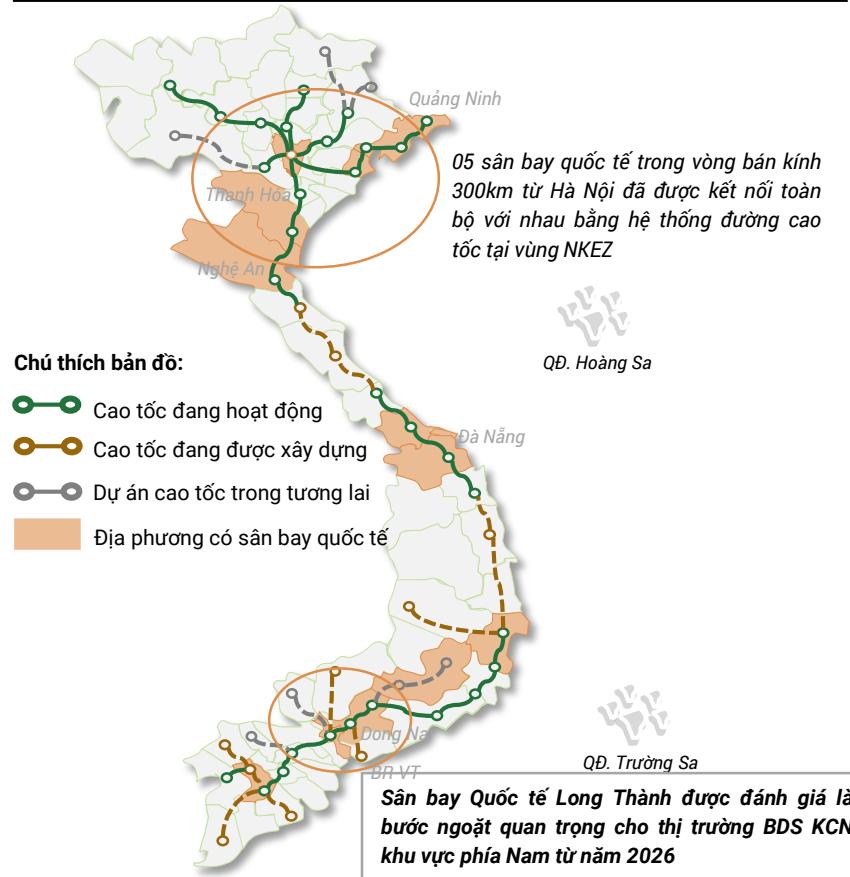
Nguồn: Statista, PHS tổng hợp

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Triển vọng ngành – Sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh, miền Bắc kỳ vọng tiếp tục là thỏi nam châm thu hút FDI

Sở hữu năng lực kết nối hạ tầng với cảng hàng không quốc tế là một trong những yếu tố cạnh tranh cốt lõi trong việc thu hút các doanh nghiệp lĩnh vực điện tử nói riêng, và dòng vốn đầu tư FDI nói chung. Điều này đã được phản ánh rõ nét qua khả năng thu hút FDI của khu vực NKEZ và các tỉnh lân cận (*) trong 11M24 (Chiếm 51.9% dòng vốn FDI cả nước) và trong FY20-FY23 (*) (40.9% vốn FDI cả nước), đến từ lợi thế 05 sân bay quốc tế trong vòng bán kính 300km từ Thủ đô Hà Nội đã được kết nối toàn bộ với nhau bằng hệ thống đường cao tốc. (*) Dữ liệu không bao gồm Hà Nội.

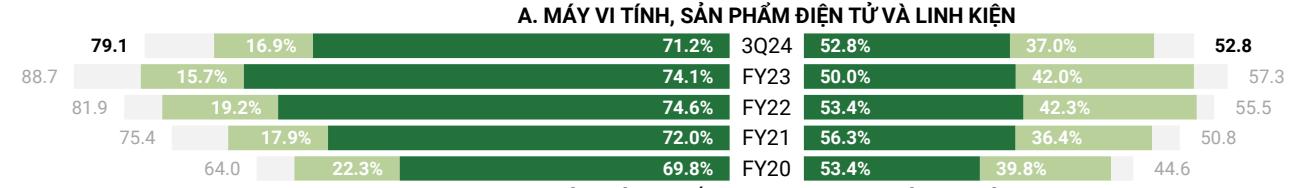
Bản đồ cơ sở hạ tầng đường cao tốc, sân bay quốc tế tại Việt Nam – NKEZ nổi bật với hệ thống kết nối hạ tầng toàn diện



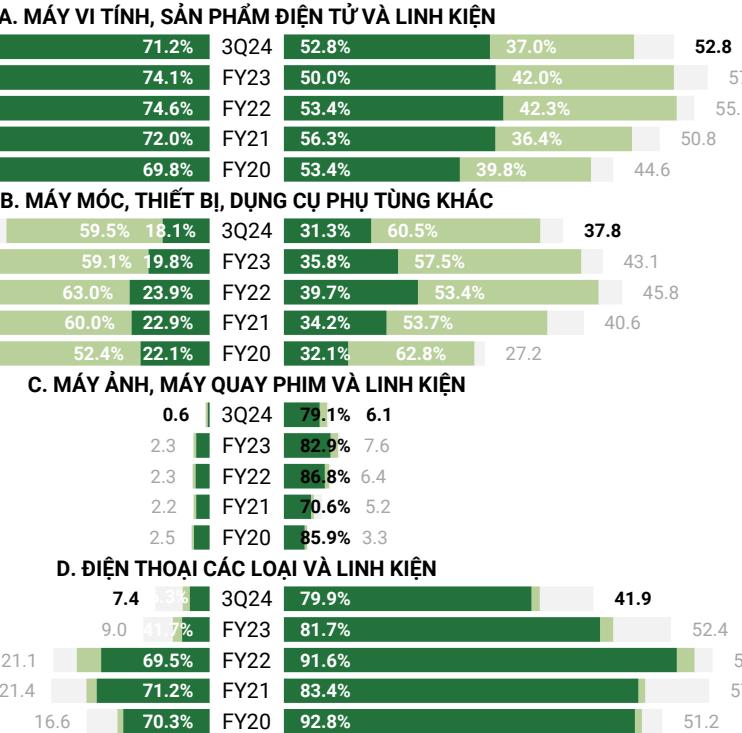
Nguồn: PHS tổng hợp

Vận tải bằng đường hàng không chính là yêu cầu đặc thù của các sản phẩm và thiết bị điện tử, phục vụ cho cả quá trình nhập khẩu vật liệu đầu vào, cũng như quá trình xuất khẩu các sản phẩm đầu ra của nhóm mặt hàng này

Giá trị (Tỷ USD)/ tỷ trọng (%) **NHẬP KHẨU** các nhóm sản phẩm phân loại theo phương thức vận tải tại Việt Nam



Giá trị (Tỷ USD)/ tỷ trọng (%) **XUẤT KHẨU** sản phẩm phân loại theo phương thức vận tải tại Việt Nam

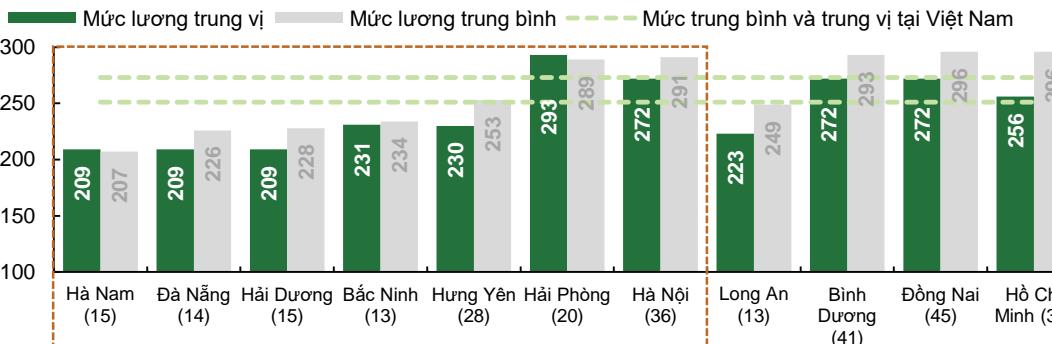


Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

Triển vọng ngành – Sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh, miền Bắc kỳ vọng tiếp tục là thỏi nam châm thu hút FDI

Chi phí lao động cạnh tranh trong khi quy mô dân số của khu vực NKEZ và các tỉnh lân cận tương đương với khu vực phía Nam, mang lại lợi thế đáng kể về chi phí cho các nhà đầu tư

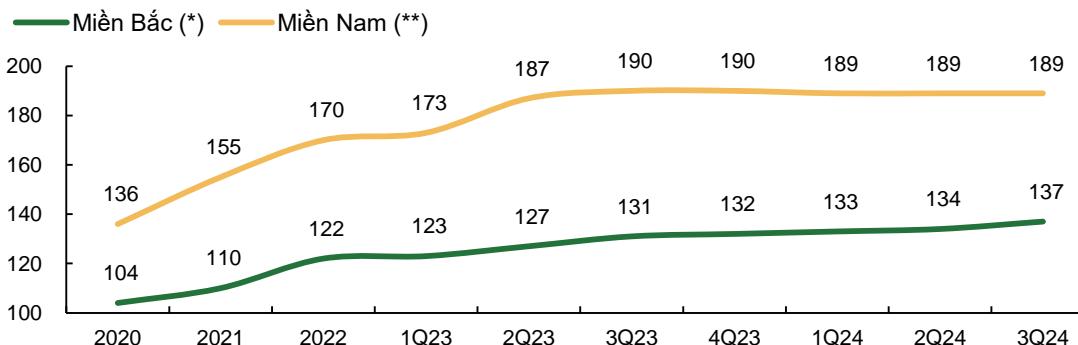
Mức lương cơ sở công nhân mỗi tháng (USD/ tháng) (*)



Nguồn: [Báo cáo khảo sát điều kiện kinh doanh của các Doanh nghiệp Nhật Bản tại Châu Á JETRO năm 2023](#), PHS tổng hợp, (*) Chưa bao gồm phúc lợi và thưởng

Giá thuê đất KCN tại khu vực NKEZ hiện đang hấp dẫn hơn so với khu vực phía Nam, với mức chiết khấu bình quân ~30%, tạo lợi thế chi phí đáng kể cho các nhà đầu tư thuê đất

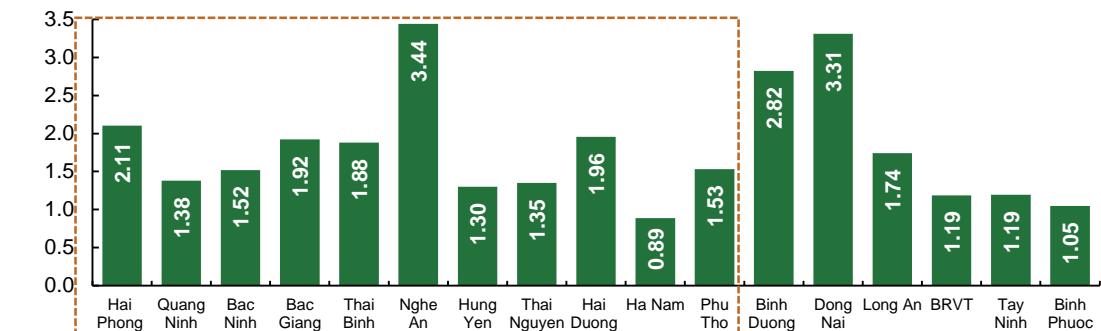
Giá thuê đất KCN bình quân tại thị trường cấp 1 (USD/m²)



Nguồn: Báo cáo thị trường CBRE quý và năm, PHS tổng hợp. (*) Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương; (**) Bình Dương; Đồng Nai; Thành phố Hồ Chí Minh; Long An
www.phs.vn

Chi phí lao động cạnh tranh trong khi quy mô dân số của khu vực NKEZ và các tỉnh lân cận tương đương với khu vực phía Nam, mang lại lợi thế đáng kể về chi phí cho các nhà đầu tư

Dân số năm 2023 tại các tỉnh thành (Triệu người)



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, PHS tổng hợp

Ngoài lợi thế về cơ sở hạ tầng liên kết toàn diện, vùng NKEZ và các tỉnh lân cận hiện đang mang lại lợi thế chi phí cho các nhà đầu tư tại khu vực này với (i) Chi phí lương cạnh tranh và (ii) Giá thuê đất khu công nghiệp có mức chiết khấu hấp dẫn hơn so với khu vực. Cụ thể:

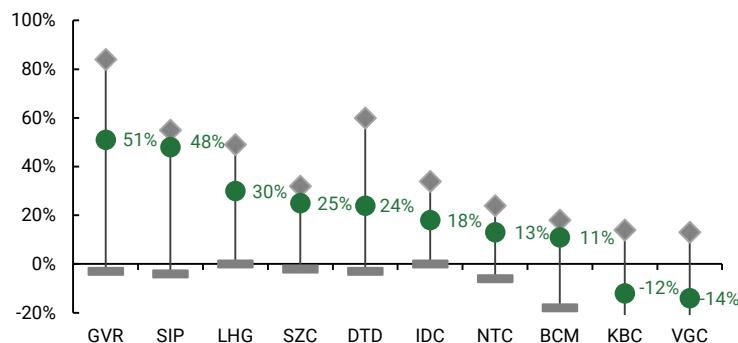
- Theo [Báo cáo khảo sát điều kiện kinh doanh của các Doanh nghiệp Nhật Bản năm 2023](#) được thực hiện bởi JETRO, **mức lương công nhân cơ bản (*) trung bình và trung vị của 304 doanh nghiệp ngành nghề sản xuất tại Việt Nam được khảo sát lần lượt là 273 và 251 USD/tháng**. Mức lương công nhân trung bình này đang hấp dẫn hơn so với các nước trong khu vực như Malaysia (451/tháng); Thái Lan (410 USD/ tháng); Indonesia (377 USD/tháng); Ấn Độ (337 USD/tháng). (*) Lương cơ bản không bao gồm thưởng và phúc lợi và được khảo sát với mức lương công nhân thông thường với 03 năm kinh nghiệm làm việc.
- Trong đó, **khu vực miền Bắc và miền Trung Việt Nam hiện đang có mức lương công nhân cơ bản thấp hơn với mức lương bình quân cả nước và khu vực SKEZ**. Đơn cử như khảo sát tại tỉnh Hà Nam (15 doanh nghiệp) và Đà Nẵng (14 doanh nghiệp) cho thấy mức lương công nhân cơ bản đang thấp hơn bình quân 20% cả nước.

Kết quả kinh doanh 9M24 của các nhà phát triển khu công nghiệp niêm yết cũng ghi nhận sự phân hóa

Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 3Q24 (%)			Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 9T24 (%)			Biên lợi nhuận thuần (%)		%ROE LTM 3Q24	% ROA LTM 3Q24
		Doanh thu	LNG	LNST -CĐTS	Doanh thu	LNG	LNST -CĐTS	3Q24	9T24		
GVR	125,600	25%	29%	202%	17%	22%	58%	12.2%	13.2%	6.7%	4.4%
SIP	17,348	16%	36%	56%	20%	27%	37%	15.3%	14.8%	30.5%	5.2%
LHG	1,828	34%	38%	32%	32%	43%	30%	46.5%	42.3%	12.5%	6.6%
SZC	7,730	(-21%)	0%	8%	15%	29%	39%	36.2%	35.4%	10.6%	3.6%
DTD	1,523	97%	235%	172%	(-36%)	(-41%)	(-41%)	26.7%	25.2%	13.7%	6.2%
IDC	18,546	58%	96%	218%	38%	69%	95%	22.5%	23.8%	43.4%	12.4%
NTC	5,041	(-6%)	(-11%)	(-16%)	1%	-4%	(-16%)	125%	112%	24.8%	5.8%
BCM	70,070	9%	16%	58%	6%	19%	89%	28%	23%	14.9%	5.2%
KBC	21,378	284%	224%	1320%	-58%	-73%	(-82%)	20.6%	17.6%	2.3%	1.1%
VGC	19,683	(-18%)	(-18%)	(-50%)	(-20%)	(-23%)	(-52%)	7.2%	7.0%	7.3%	2.5%
Trung bình		48%	64%	200%	1%	7%	16%	34.0%	31.4%	16.7%	5.3%
Trung vị		20%	33%	57%	10%	20%	34%	24.6%	23.4%	13.1%	5.2%

Biến động giá các cổ phiếu từ 02/01/24 - 16/12/24

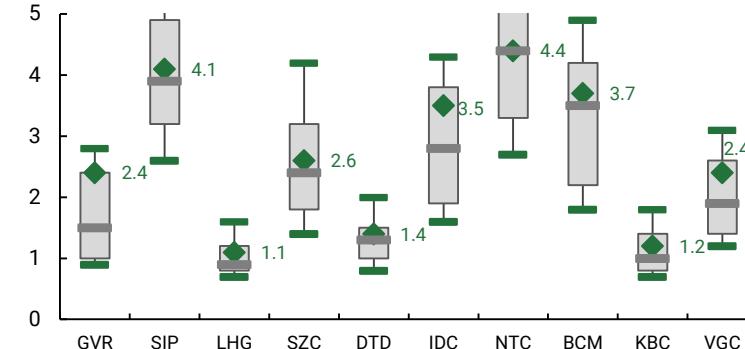
◆ % tăng cao nhất – % tăng thấp nhất ● Hiện tại



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Điểm biệt định giá P/B trượt từ 2017/(niêm yết) - nay

■ IQR – 10th-90th percentile ◆ Hiện tại – Trung vị

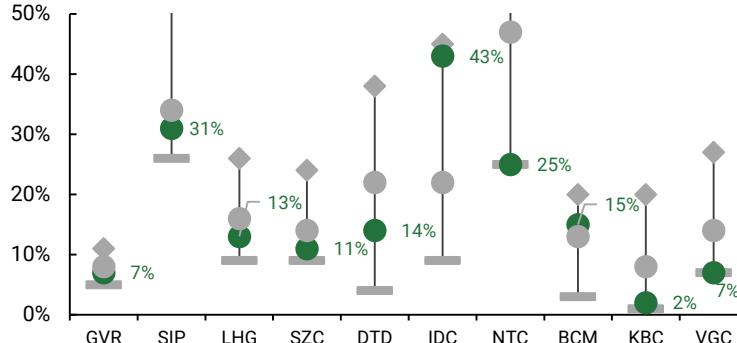


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 16/12/2024

Điểm biến tỷ suất % ROE (LTM) từ 1Q17 - 3Q24

◆ % ROE ttm cao nhất – % ROE ttm thấp nhất

● % ROE ttm 3Q24 – % ROE ttm trung bình



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Bảng tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị ngành Bất động sản Khu công nghiệp

Mã	Sàn	Giá hiện tại (VND/cp)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/giảm (%) (**)	% Tăng trưởng doanh thu			% Tăng trưởng LNST - CĐTS			P/E			P/B			% ROE		
						2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
SIP	HSX	84,500	NĂM GIỮ	88,000	4.1%	9.3%	9.0%	8.7%	12.7%	3.3%	15.4%	17.62	17.06	14.78	4.18	3.51	3.01	26.3%	22.4%	21.9%
SZC	HSX	43,250	TĂNG TỶ TRỌNG	49,500	14.4%	41.4%	5.0%	6.2%	100.3%	16.6%	7.4%	17.75	15.23	14.18	2.44	2.21	2.01	17.8%	15.2%	14.8%
BCM	HSX	68,000	TĂNG TỶ TRỌNG	80,000	17.6%	-4.2%	8.9%	1.4%	8.3%	2.0%	1.0%	26.83	26.31	26.05	3.46	3.18	2.93	12.5%	12.2%	11.4%
IDC	HNX	57,000	MUA	72,000	26.3%	21.5%	2.6%	10.7%	18.4%	4.9%	21.6%	9.74x	9.04x	8.22x	3.38	2.98	2.59	36.6%	35.1%	33.8%

Triển vọng thu hút FDI đang tiếp tục nghiêng về khu vực NKEZ, tuy nhiên các nhà phát triển KCN niêm yết nổi bật tại khu vực này hiện đối mặt với nhiều thách thức tăng trưởng như sau:

- HSX: KBC** – Quỹ đất hạn chế và tình trạng chậm tiến độ trong phát triển các KCN mới kể từ năm 2022 đến nay, chúng tôi đánh giá rằng KCN Tràng Duệ 3 – 687 ha (Hải Phòng) khi được phê duyệt chủ trương đầu tư sẽ khơi thông nút thắt cho KBC cùng với việc phát hành thành công 250 triệu cổ phiếu trong năm 2025 có thể tạo động lực tăng trưởng cho doanh nghiệp này với mức nền kinh doanh thấp trong FY24. Tuy nhiên chúng tôi không đưa ra đánh giá vì (i) quan ngại về việc tiếp tục chậm tiến độ thực hiện mở rộng dự án khu công nghiệp mới; (ii) triển vọng về các đại dự án bất động sản KBC đang thực hiện vẫn đang bỏ ngỏ.
- HSX: VGC** – Ngoài bất động sản khu công nghiệp; các lĩnh vực kinh doanh chiếm tỷ trọng lợi nhuận lớn còn lại như (i) Gạch ốp lát; (ii) Kính xây dựng; (iii) Phụ kiện sứ, sen vòi; (iv) sản phẩm gạch hiện đang bị tác động bởi sự suy giảm của lĩnh vực bất động sản nói chung. Do thiếu thông tin cụ thể để đánh giá toàn diện, chúng tôi hiện không đưa ra khuyến nghị đối với VGC

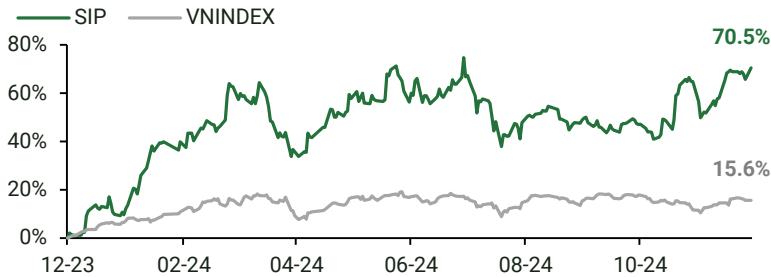
Đối với khu vực phía SKEZ, sân bay quốc tế Long Thành và các dự án hạ tầng hoàn thiện sẽ mở ra cơ hội thu hút đầu tư tại khu vực này, trong đó:

- HNX: IDC và HSX: SZC** – Sẽ có tiềm năng thu hút FDI lĩnh vực công nghệ, điện tử sẽ khi sở hữu các lợi thế về (i) Vị trí tại vùng vệ tinh của Sân bay Long Thành; (ii) Hướng lợi từ hạ tầng kết nối vùng hoàn thiện giai đoạn 2025 – 2026; (iii) Giá thuê cạnh tranh tương đồng với khu vực phía Bắc.
- HSX: BCM và HSX: SIP** – Tiềm năng thu hút đầu tư lĩnh vực (i) sản xuất lốp xe; (ii) sản xuất và chế biến gỗ nội thất; (iii) dệt may với lợi thế về (i) Nguồn cung nguyên liệu; (ii) Sự hiện diện của các tập đoàn lớn trong các lĩnh vực này, góp phần hình thành chuỗi giá trị sản xuất.

Chúng tôi lưu ý các thách thức mà nhà phát triển KCN niêm yết hiện phải đối mặt:

- Cạnh tranh từ các nhà phát triển khu công nghiệp FDI giàu kinh nghiệm, đặc biệt trong việc đáp ứng tiêu chí phát triển bền vững để thu hút khách hàng thuê mới;
- Sự cạnh tranh về thị phần từ mô hình nhà xưởng/nhà kho xây sẵn, đáp ứng các tiêu chuẩn xanh và phù hợp với nhu cầu thuê của các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
- Chi phí đền bù đất và tiền sử dụng đất tăng cao, khiến chi phí phát triển các KCN mới leo thang.

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	17,348
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	210.5
Free float (%)	67%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	448,659
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	86,900
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	49,739

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	-2.0%	3.3%	15.4%
Tăng trưởng BVPS (%)	1.5%	19.0%	16.6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.6%	17.5%	18.4%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	13.4%	15.3%	16.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	15.6%	14.7%	15.7%

Luận điểm đầu tư

(1) Tăng trưởng chậm lại trong FY25F khi các hoạt động tái cấu trúc mục đầu tư hoàn tất và chi phí tài chính tăng cao:

- Trong 9M24, SIP đã tăng cường tái cấu trúc mục đầu tư các doanh nghiệp có sự bức phá mạnh trong năm, điển hình HSX: TRC và HSX: GVR giúp doanh thu tài chính tăng trưởng mạnh (3Q24: +154% YoY; 9M24: +30% YoY).
- Hoạt động mở rộng KCN Phước Đông đã làm tăng nguồn vốn vay của SIP lên đáng kể với dư nợ vay tại cuối 3Q24 đạt 3,643 tỷ VND (+21% QoQ và +118% YTD); trong đó nguồn nợ vay dài hạn đang đóng góp 32% tổng nợ vay SIP và D/E của SIP tăng lên mức 78%.

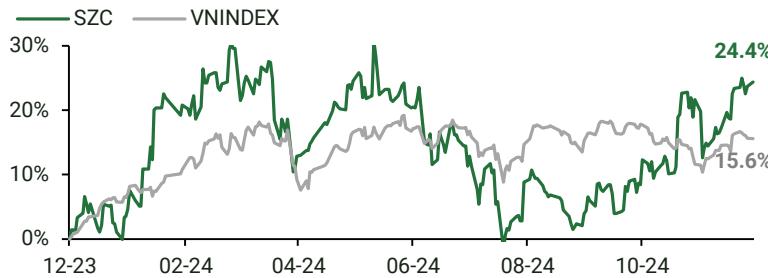
(2) Vị thế độc tôn của KCN Phước Đông tại Tây Ninh với (i) Giá thuê tốt (~100 USD/m²); (ii) Dự án cao tốc Mộc Bài – Hồ Chí Minh có thể hoàn tất vào năm 2027 cải thiện hạ tầng logistic tới các vùng trọng điểm ; (iii) Quỹ đất lớn thuận tiện phục vụ cho các doanh nghiệp dệt may và sản xuất lốp xe lớn đầu tư sẽ giúp cho SIP thu hút bình quân 30ha giai đoạn 25F – 27F.

(3) KCN Lộc An – Bình Sơn (SIP sở hữu 69%) tọa lạc ngay trực tiếp tại sân bay Quốc tế Long Thành: Sẽ là 01 điểm đến thu hút nhà đầu tư đầy hứa hẹn khi công trình này hoàn thành vào năm 2026.

(4) Mở rộng diện tích cho thuê KCN kích thích tăng trưởng dịch vụ hỗ trợ: Dự phóng sản lượng điện giai đoạn 2025F-2027F sẽ đạt CAGR 7% đến từ triển vọng tích cực từ KCN Phước Đông, đồng thời chúng tôi cũng dự phóng giá điện bán lẻ sẽ tiếp tục tăng 5%-10% giai đoạn 2025F-2027F dẫn đến cải thiện biên lợi nhuận gộp hoạt động này từ 8% lên 9%.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	5,578	6,035	6,677	7,297	7,951	8,645
LNST – CĐTS (Tỷ VND)	835	977	927	1,044	1,079	1,245
EPS (VND/cổ phiếu)	8,992	10,749	5,098	4,995	5,159	5,954
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	32,046	35,695	20,746	21,065	25,060	29,219
ROE (%)	31.5%	31.4%	27.3%	26.3%	22.4%	21.9%
ROA (%)	5.3%	5.5%	5.0%	5.1%	4.8%	5.3%
P/E (x)	8.36	7.03	17.87	17.62	17.06	14.78
P/B (x)	2.19	2.12	4.32	4.18	3.51	3.01
Cổ tức tiền mặt (VND/ cổ phiếu)	2,800	4,500	1,600	1,000	1,000	1,000

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	7,775
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	180.0
Free float (%)	61%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,787,638
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	45,400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	34,200

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	277.0	332.0	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	33.6%	16.6%	7.4%
Tăng trưởng BVPS (%)	22.5%	10.2%	10.3%
Biên lợi nhuận gộp (%)	54.0%	59.1%	59.6%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	47.5%	52.7%	53.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	37.9%	42.1%	42.6%

Luận điểm đầu tư

(1) Kỳ vọng lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp sẽ tiếp tục là động lực phát triển chính cho SJC với tiềm năng trong việc thu hút khách hàng và cho thuê trung bình 40 ha mỗi năm trong giai đoạn tới khi hưởng lợi từ:

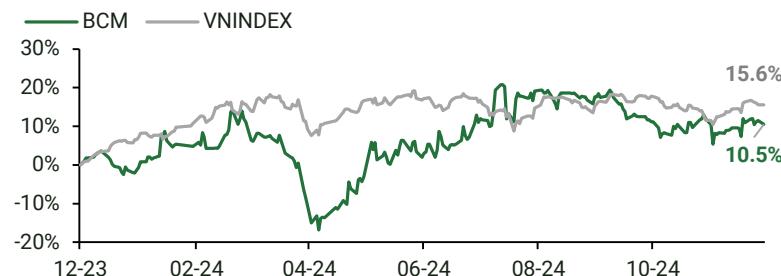
- Hệ sinh thái sản xuất của Tripod sẽ được mở rộng (công bố tại AGM 2024) với diện tích thuê có thể lên tới 100ha
- Giá thuê đất của SJC hiện đang thấp hơn đáng kể so với các khu công nghiệp khác trong tỉnh (KCN Phú Mỹ 3 chuyên sâu: 150-180 USD/m²; KCN Phú Mỹ 2: 125-140 USD/m²), từ đó giúp SJC sở hữu khả năng tăng giá cho thuê từ 5-10% mỗi năm.
- Huyện Châu Đức đang được xem xét lựa chọn là vị trí để xây dựng Trung tâm dữ liệu trị giá 35,000 tỷ VND (~1.4 tỷ USD) rộng khoảng 100ha bởi CTCP Xây dựng DCH. Điều này cho thấy tiềm năng thu hút lĩnh vực công nghệ, điện tử tại đây.

(2) Lượng hợp đồng ký mới liên tục gia tăng liên tục và Giá thuê tiếp tục tăng tạo tiền đề tăng trưởng trong FY25:

- Chúng tôi đánh giá SJC hoàn toàn có thể ghi nhận kết quả tích cực trong 4Q24 với Hai hợp đồng lớn với Tripod (ký tháng 05/24) và Steel Builder (ký 1Q24) dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu trong 4Q24. Đến cuối 3Q24, khoản trả trước của 2 khách hàng này đã đạt 538 tỷ VND (ước tính khoảng 90% tổng giá trị hợp đồng).
- Trong 4Q24, SJC cũng vừa ký 02 hợp đồng 14ha với 02 khách hàng là Nhà máy tôn Vina One (Vốn đầu tư 100 triệu USD, diện tích thuê 12ha); và Nhà máy sản xuất nội thất gia dụng (Vốn đầu tư 8 triệu USD, diện tích thuê 2ha). Chúng tôi kỳ vọng giá thuê các dự án hiện tại đang khoảng 95 - 100 USD/m² (tăng ~20% so với mức giá 80 USD/m² mà SJC cho các đối tác thuê trước đó) sẽ giúp hiệu suất hoạt động của SJC tiếp tục cải thiện trong FY25/26.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	713	859	818	1,157	1,214	1,290
LNST – CĐTS (Tỷ VND)	324	197	219	438	511	549
EPS (VND/cổ phiếu)	2,874	1,513	1,824	2,436	2,840	3,050
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	14,656	15,343	14,478	17,730	19,542	21,562
ROE (%)	23.7%	13.2%	13.4%	17.8%	15.2%	14.8%
ROA (%)	6.5%	3.3%	3.3%	5.9%	6.1%	5.8%
P/E (x)	9.18	19.19	24.85	17.75	15.23	14.18
P/B (x)	1.97	2.34	2.99	2.44	2.21	2.01
Cổ tức tiền mặt (VND/cổ phiếu)	1,000	-	1,500	1,000	1,000	1,000

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	69,449
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	1,035.0
Free float (%)	3%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	273,918
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	73,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	50,500

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	1,693.0	2,034.0	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	15.9%	2.0%	1.0%
Tăng trưởng BVPS (%)	9.5%	9.0%	8.3%
Biên lợi nhuận gộp (%)	55.9%	55.8%	56.2%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	35.4%	35.3%	35.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	38.6%	37.9%	38.0%

Luận điểm đầu tư

(1) Kế hoạch thoái vốn nhà nước: Tháng 5/2024, theo Quyết định số 426, Chính phủ dự kiến giảm tỷ lệ sở hữu tại BCM xuống tối thiểu 65% trước năm 2025. Nếu kế hoạch thoái vốn này được triển khai thành công, có thể mang lại: (i) Nguồn tiền mặt dồi dào để BCM mở rộng danh mục đầu tư và tái cấu trúc nghĩa vụ tài chính; (ii) Tác động tích cực đến việc tái định giá cổ phiếu BCM trên thị trường.

(2) Ngành bất động sản - Nền tảng vững chắc tại Bình Dương: Bình Dương được xem là điểm đến đầu tư hàng đầu tại Vùng Kinh tế Trọng điểm phía Nam, với hai phân khúc nổi bật là bất động sản công nghiệp và nhà ở. Thị trường này được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng mạnh nhờ các lợi thế: i) Dân số tăng nhanh, chủ yếu nhờ tỷ lệ nhập cư cao; ii) Sự phát triển công nghiệp mạnh mẽ thúc đẩy nhu cầu lao động và đất trong các khu công nghiệp (KCN); iii) Hạ tầng giao thông được kết nối đồng bộ, gia tăng khả năng tiếp cận khu vực; iv) Lợi thế thu hút đầu tư mạnh mẽ từ các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

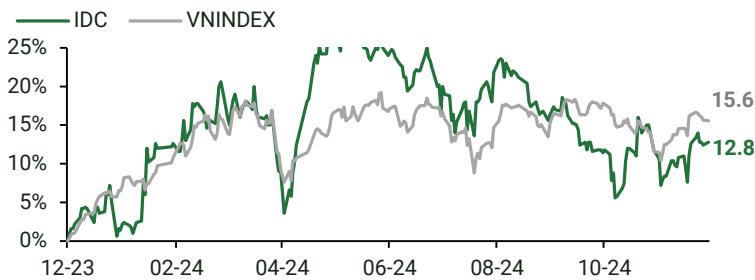
BCM trực tiếp tham gia vào cả hai mảng bất động sản nhà ở và KCN tại Bình Dương. Tính đến cuối năm tài chính 2023, BCM sở hữu 360 ha diện tích cho thuê thuê (NLA) tại các KCN và quỹ đất nhà ở lớn lên đến 1.221 ha. Quỹ đất chiến lược này giúp BCM: (i) Đạt được biên lợi nhuận cao hơn trong bối cảnh giá đất tăng liên tục, nhờ quỹ đất được mua từ lâu với chi phí thấp; (ii) Thực hiện các giao dịch bán sỉ với nhà đầu tư lớn tại các vị trí đắc địa gần trung tâm đô thị và KCN.

(3) Đầu tư công ty liên doanh liên kết, dần mang lại quả ngọt: Chúng tôi dự báo các liên doanh sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận sau thuế (NPAT) của BCM trong giai đoạn 2024F-2027F, chiếm trung bình 47% mỗi năm. Lợi nhuận này dự kiến đạt gần 1.300 tỷ đồng/năm, với VSIP tiếp tục là động lực chính. Bên cạnh đó, BW Industrial được kỳ vọng sẽ có lãi sau giai đoạn mở rộng mạnh mẽ nhằm chiếm lĩnh thị phần tại các thị trường trọng điểm. Hơn nữa BW Industrial dự định IPO trong tương lai gần cũng sẽ là sự kiện đáng quan sát dành cho BCM.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	6,982	6,565	7,883	7,551	8,220	8,337
Lợi nhuận sau thuế - CĐTS (Tỷ VND)	1,451	1,700	2,423	2,623	2,675	2,701
EPS (VND/cổ phiếu)	1,232	1,497	2,187	2,535	2,585	2,610
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	15,539	16,191	17,934	19,643	21,403	23,187
ROE (%)	8.9%	9.9%	12.2%	12.5%	12.2%	11.4%
ROA (%)	3.1%	3.5%	4.5%	4.7%	4.8%	4.7%
P/E (x)	65.7	38.1	30.4	26.8	26.3	26.1
P/B (x)	5.3	3.8	3.8	3.5	3.2	2.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000

TỔNG CÔNG TY IDICO - CTCP (HNX: IDC)

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	18,546
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	330.0
Free float (%)	64%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,119,690
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	64,200
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	50,000

Luận điểm đầu tư

(1) Lợi thế cạnh tranh về giá thuê và Quỹ đất lớn tạo tiền đề tăng trưởng bền vững giai đoạn 24F – 27F: Chúng tôi dự phóng doanh thu lĩnh vực KCN ghi nhận CAGR 14.5%; mang về dòng tiền trên 4,000 tỷ VND/năm cho IDC, với giả định cho thuê bình quân 120ha/năm nhờ vào:

- **Giá thuê cạnh tranh trong vùng và tương ứng khu vực NKEZ giúp các KCN của IDC dễ dàng thu hút khách hàng:** Đơn cử tại (i) KCN Phú Mỹ 2 và mở rộng (124 – 126 USD/m²) tại BR-VT và (ii) KCN Hựu Thạnh (161 USD/m²) đang là KCN có giá thuê hấp dẫn tại Long An, nhờ đó 9T24 KCN này chiếm đến 70% diện tích thuê mới tại tỉnh Long An (★).
- **Quỹ đất liên tục được bổ sung kịp thời tại các khu vực SKEZ và NKEZ:** IDC đã được cấp giấy chứng nhận đầu tư 02 KCN Tân Phước 1 (470ha tại Tiền Giang) và KCN Mỹ Xuân B1 MR (110ha tại BRVT) trong FY24 giúp cho DN được bổ sung quỹ đất từ cuối FY25 trở đi. IDC còn đang mở rộng KCN tại NKEZ thông qua thành lập 02 công ty con tại Hải Phòng và Ninh Bình – đang trong quá trình phát triển.

(2) Kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận từ các dự án bất động sản dân dụng có quỹ đất lớn tại Long An, Hà Nam: IDC đã sở hữu quyền sử dụng đất tại các dự án KDC Hựu Thạnh (Long An); Bắc Châu Giang (Hà Nam) tạo lợi thế về chi phí phát triển trước khi luật bất động sản và chi phí sử dụng đất tăng cao như hiện nay, chi tiết

- Đối với dự án Bắc Châu Giang (Hà Nam): Bao gồm 03 giai đoạn và đã bán hàng thành công 02 giai đoạn đầu tiên với doanh thu kỳ vọng 592 tỷ VND, giai đoạn 3 sẽ xây dựng 01 dự án chung cư thương mại từ 15 – 20 tầng.
- Đối với dự án Khu dân cư Hựu Thạnh (Long An, 47ha): Với giai đoạn 1 (33.4ha) có tổng vốn đầu tư 1.347 nghìn tỷ được kỳ vọng xây dựng xong cơ sở hạ tầng vào cuối 4Q25. Tạo cơ sở phát triển từ năm 2026 trở đi cho IDC.

(3) Sức khỏe tài chính tốt và cổ tức tiền mặt hấp dẫn: Chúng tôi tin rằng IDC có thể duy trì cổ tức tiền mặt ở mức 4.000 – 5.000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2024F-2027F và Chúng tôi dự báo ROE có thể ghi nhận trên 30% giai đoạn 24F – 27F.

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	2,056.4	2,026.6	2,230.8
Tăng trưởng EPS (%)	38.5%	7.7%	10.0%
Tăng trưởng BVPS (%)	11.9%	13.3%	15.0%
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.9%	40.6%	41.6%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	35.3%	35.4%	35.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	22.0%	23.1%	22.9%

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	4,301	7,485	7,237	8,796	9,023	9,988
LNST – CĐTS (Tỷ VND)	454	1,768	1,394	1,931	2,080	2,289
EPS (VND/cổ phiếu)	1,514	5,356	4,223	5,851	6,304	6,936
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	12,999	14,988	15,069	16,861	19,102	21,969
ROE (%)	11.2%	40.0%	28.1%	36.6%	35.1%	33.8%
ROA (%)	3.0%	10.7%	8.0%	10.8%	11.0%	10.9%
P/E (x)	24.83	10.03	13.58	9.74	9.04	8.22
P/B (x)	2.86	3.58	3.78	3.38	2.98	2.59
Cổ tức tiền mặt (VND/ cổ phiếu)	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000

NGÀNH THỰC PHẨM VÀ ĐỒ UỐNG

CƠ HỘI VÀ THÁCH THỨC ĐẾN CÙNG MỘT LÚC

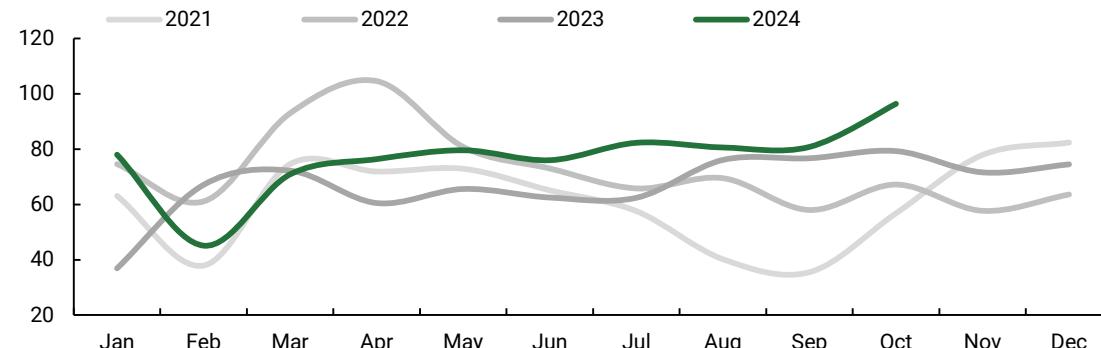
- TỔNG QUAN NGÀNH THỦY SẢN VIỆT NAM
- CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025
 - NGÀNH THỦY SẢN
 - NGÀNH ĐỒ UỐNG
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ



Điễn biến xuất khẩu tích cực bao phủ toàn ngành thủy sản nhưng đơn giá thấp vẫn là thách thức lớn

Sản lượng xuất khẩu cá tra duy trì đà tăng xuyên suốt cả năm 2024, phần nào bù đắp sự sụt giảm của đơn giá cá tra xuất khẩu trung bình

Sản lượng xuất khẩu cá tra Việt Nam (Nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

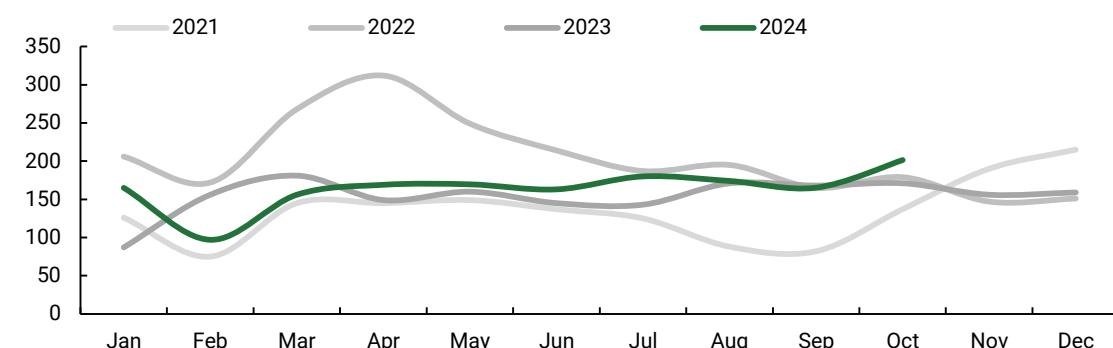
Mỹ là thị trường ghi nhận sự tăng trưởng xuất khẩu cá tra tốt nhất trong 10T2024 nhờ hưởng lợi từ lệnh cấm cá minh thái Nga và thiếu hụt nguồn cung cá rô phi Trung Quốc

Thị trường chính	Tỷ trọng xuất khẩu	Sản lượng (nghìn tấn)	% Tăng trưởng sản lượng YoY	Giá trị (Triệu USD)	% Tăng trưởng giá trị YoY
Trung Quốc	31%	234	10.6%	443	-5.5%
Mỹ	13%	97	41.2%	293	29.6%
EU	9%	71	4.6%	190	-2.5%

Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Lũy kế 10T2024, trị giá xuất khẩu cá tra Việt Nam tăng 7.1% YoY đạt 1.6 tỷ USD

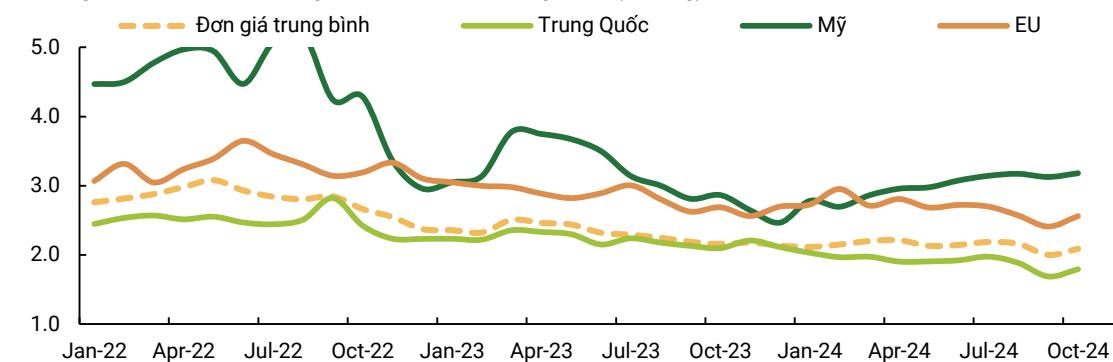
Kim ngạch xuất khẩu cá tra Việt Nam (Triệu USD)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Đơn giá cá tra xuất khẩu sang Mỹ ghi nhận sự hồi phục nhẹ so đầu năm nay, trong khi đó, đơn giá cá tra xuất khẩu Trung Quốc và EU vẫn trì trệ

Đơn giá cá tra xuất khẩu trung bình đến các thị trường chính (USD/kg)

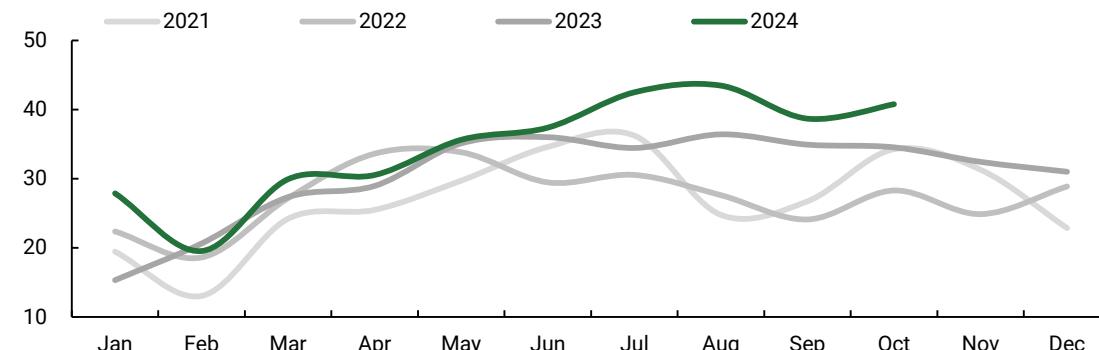


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp và ước tính

Điễn biến xuất khẩu tích cực bao phủ toàn ngành thủy sản nhưng đơn giá thấp vẫn là thách thức lớn

Sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam bứt tốc trong Quý 3 nhờ tồn kho giảm bớt, nhu cầu nhập hàng phục vụ dịp lễ cuối năm tại các thị trường trọng điểm

Sản lượng xuất khẩu tôm Việt Nam (Nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Mỹ và EU là 2 thị trường xuất khẩu ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhất cả về sản lượng và kim ngạch xuất khẩu tôm

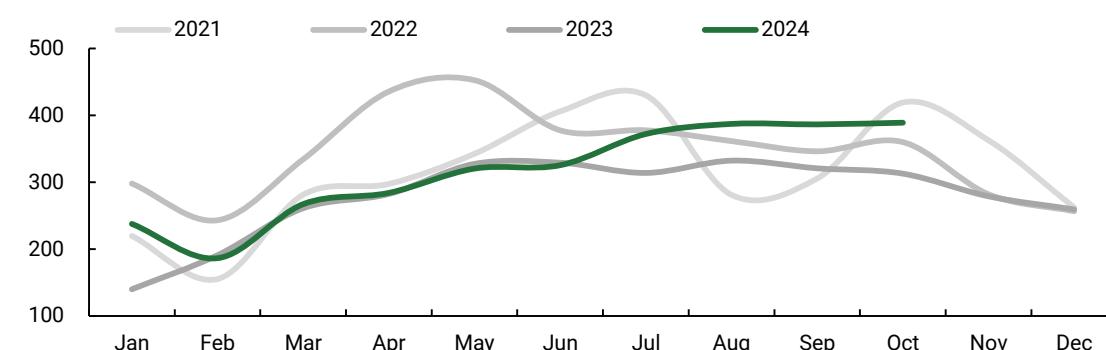
Thị trường chính	Tỷ trọng xuất khẩu	Sản lượng (nghìn tấn)	% Tăng trưởng sản lượng YoY	Giá trị (Triệu USD)	% Tăng trưởng giá trị YoY
Trung Quốc	17%	60	9.6%	601	34.9%
Mỹ	18%	62	18.0%	635	12.3%
Hàn Quốc	10%	36	4.1%	263	-5.0%
Nhật Bản	13%	44	11.5%	416	0.2%
EU	20%	68	23.5%	565	16.8%

Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

NGÀNH THỦY SẢN - XUẤT KHẨU TÔM VIỆT NAM

Lũy kế 10T2024, trị giá xuất khẩu tôm Việt Nam tăng 12.3% YoY đạt 3.2 tỷ USD

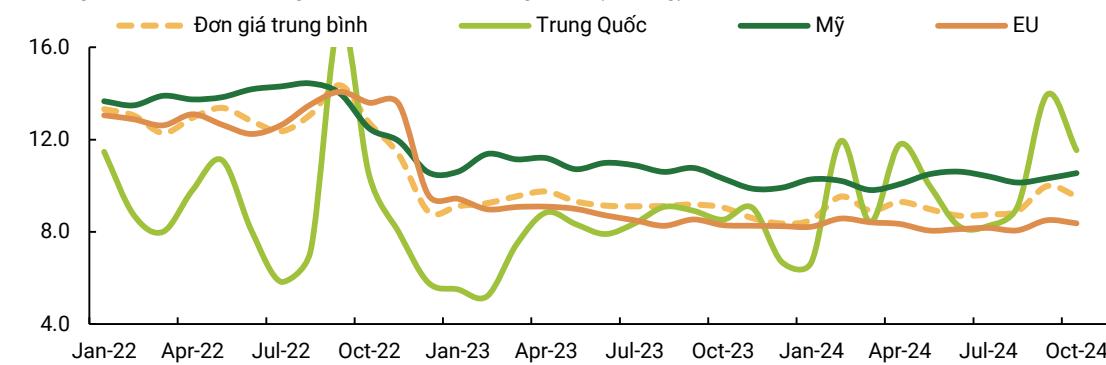
Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam (Triệu USD)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Đơn giá tôm xuất khẩu đến các thị trường chính duy trì đà giảm vẫn là thách thức lớn

Đơn giá tôm xuất khẩu trung bình đến các thị trường chính (USD/kg)



Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp và ước tính

NGÀNH THỦY SẢN - KQKD CÁC DOANH NGHIỆP THỦY SẢN

Phản ánh vào KQKD 3Q24 và 9M24 của các doanh nghiệp thủy sản

STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ (% YoY)							% Tăng trưởng LNST – CĐTS so với cùng kỳ (% YoY)						
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1	VHC	HOSE	16,048.40	-32.0%	-35.6%	-17.3%	-3.6%	28.5%	17.3%	21.5%	-60.0%	-44.3%	-57.7%	-74.9%	-22.5%	-27.6%	68.2%
2	ANV	HOSE	4,765.98	-5.2%	-17.0%	-11.3%	-2.9%	-12.0%	11.1%	22.0%	-55.3%	-121.2%	-99.1%	-100.5%	-81.7%	-95.5%	2583.0%
3	ASM	HOSE	3,187.23	-5.0%	-18.9%	-14.0%	-12.4%	-16.5%	3.8%	12.0%	-66.8%	-64.5%	-70.3%	-64.3%	-15.6%	10.3%	8.8%
4	IDI	HOSE	2,256.41	-5.9%	-23.4%	-10.9%	10.2%	-7.5%	6.1%	7.6%	-92.7%	-90.3%	-79.6%	-23.5%	-6.0%	-25.7%	-23.3%
5	ACL	HOSE	561.78	-57.1%	-11.3%	4.6%	56.2%	126.2%	150.3%	22.6%	-97.0%	-87.7%	-73.5%	-69.1%	20.0%	-32.7%	-30.1%
6	ABT	HOSE	459.31	-7.1%	-24.5%	-16.5%	-3.0%	-1.7%	17.9%	12.9%	19.8%	-10.8%	13.9%	-1.6%	21.5%	18.9%	32.5%
7	THP	UPCoM	170.88	-21.0%	-24.3%	0.8%	23.3%	32.3%	25.2%	-11.1%	61.6%	42.0%	-77.1%	-204.4%	-94.2%	89.3%	153.8%
8	MPC	UPCoM	6,093.46	-49.9%	-47.7%	-41.8%	26.2%	29.6%	59.1%	45.1%	-207.8%	-92.5%	-107.1%	-95.3%	-107.4%	201.4%	-116.0%
9	FMC	HOSE	3,060.20	-24.0%	-26.8%	2.3%	3.5%	44.8%	20.3%	58.6%	7.3%	-40.0%	6.1%	5.3%	13.8%	-3.1%	-2.4%
10	CMX	HOSE	789.72	-48.5%	-44.1%	-33.8%	5.8%	226.0%	38.1%	-4.2%	10.0%	-48.1%	-73.9%	95.0%	13.7%	-145.7%	269.9%
Trung bình				-25.6%	-27.4%	-13.8%	10.3%	45.0%	34.9%	18.7%	-48.1%	-55.7%	-61.8%	-53.3%	-25.8%	-1.0%	294.4%
Trung vị				-22.5%	-24.4%	-12.7%	4.6%	29.1%	19.1%	17.2%	-57.7%	-56.3%	-73.7%	-66.7%	-10.8%	-14.4%	20.7%

Nguồn: PHS tổng hợp

- Hầu hết các doanh nghiệp thủy sản đều ghi nhận doanh thu tăng trưởng trở lại so với cùng kỳ nhờ sự tăng trưởng về sản lượng cá và tôm xuất khẩu. Trong đó, VHC ghi nhận mức tăng trưởng tốt nhất trong ngành cá tra, với sản lượng và trị giá xuất khẩu cá tra trong 10T2024 lần lượt đạt 88,000 tấn (+28.2% YoY) và 5,854 tỷ đồng (+22.6% YoY). Đối với xuất khẩu tôm, FMC ghi nhận KQKD nổi bật với sản lượng tôm tiêu thụ đạt 20,217 tấn (24% YoY) trong 11T2024.
- Tuy nhiên, các doanh nghiệp thủy sản đều gặp khó khăn về giá bán đầu ra thấp, cùng với gánh nặng về chi phí đầu vào, chi phí vận chuyển tăng cao khiến lợi nhuận bị bào mòn so với cùng kỳ.

NGÀNH THỦY SẢN - KQKD CÁC DOANH NGHIỆP THỦY SẢN

Giá bán thấp, chi phí nguyên liệu và chi phí vận chuyển tăng cao tạo sức ép lên lợi nhuận của các doanh nghiệp thủy sản

STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Biên lợi nhuận gộp (%)						Biên lợi nhuận ròng (%)						
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
1	VHC	HOSE	16,048.40	17.3%	21.3%	10.6%	8.2%	9.3%	14.7%	17.7%	9.9%	16.1%	7.1%	2.0%	5.9%	10.0%
2	ANV	HOSE	4,765.98	17.6%	4.5%	7.7%	10.3%	10.0%	12.4%	12.9%	8.0%	-4.8%	0.1%	0.0%	1.7%	-0.2%
3	ASM	HOSE	3,187.23	12.5%	11.9%	10.6%	9.8%	12.6%	11.7%	10.7%	2.3%	2.5%	1.6%	0.6%	2.3%	2.6%
4	IDI	HOSE	2,256.41	8.2%	8.5%	6.3%	6.1%	7.3%	8.1%	8.3%	0.8%	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%
5	ACL	HOSE	561.78	18.9%	17.9%	13.4%	13.0%	12.4%	8.5%	12.0%	1.4%	1.8%	1.4%	0.3%	0.7%	0.5%
6	ABT	HOSE	459.31	16.8%	15.9%	14.9%	14.2%	17.0%	17.9%	19.6%	7.4%	21.1%	10.4%	8.8%	9.2%	21.3%
7	THP	UPCoM	170.88	8.6%	8.9%	7.9%	6.8%	6.3%	10.1%	9.5%	1.5%	0.9%	0.3%	-0.1%	0.1%	1.4%
8	MPC	UPCoM	6,093.46	5.8%	14.1%	10.8%	9.0%	9.0%	10.5%	8.8%	-4.6%	0.5%	-0.8%	0.4%	0.3%	0.9%
9	FMC	HOSE	3,060.20	8.0%	8.6%	10.3%	11.2%	6.6%	11.3%	10.8%	4.3%	6.6%	4.5%	6.6%	3.4%	5.3%
10	CMX	HOSE	789.72	28.6%	15.1%	14.5%	12.6%	13.8%	9.2%	21.0%	8.7%	2.1%	1.3%	1.7%	3.0%	-0.7%
Trung bình				14.2%	12.7%	10.7%	10.1%	10.4%	11.4%	13.1%	4.0%	4.8%	2.7%	2.1%	2.7%	4.2%
Trung vị				14.6%	13.0%	10.6%	10.1%	9.6%	10.9%	11.4%	3.3%	2.0%	1.3%	0.7%	2.0%	1.1%

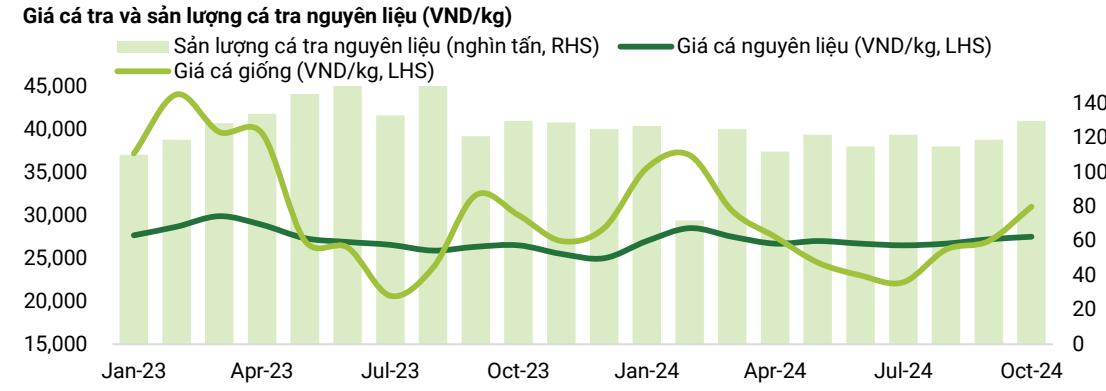
Nguồn: PHS tổng hợp

- Tính đến cuối tháng 10/2024, giá cá tra trung bình xuất khẩu tại Trung Quốc và EU vẫn duy trì đà giảm, lần lượt đạt 1.9 USD/kg (-14.6% YoY) và 2.7 USD (-6.8% YoY). Giá cá tra trung bình xuất khẩu sang Mỹ đang dần cải thiện nhưng vẫn thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 3.0 USD/kg (-8.2% YoY).
- Trong khi giá bán đầu ra vẫn duy trì ở mức thấp, giá cá tra nguyên liệu đi ngang và giá tôm nguyên liệu tăng cao kể từ tháng 7/2024 đã tạo nên áp lực về chi phí đầu vào. Ngoài ra, cảng thẳng Biển Đỏ đã khiến quãng đường vận chuyển từ Châu Á sang Mỹ và EU dài hơn, tác động đến cước vận tải biển tăng cao càng bào mòn thêm biên lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp này.

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025 – NGÀNH THỦY SẢN

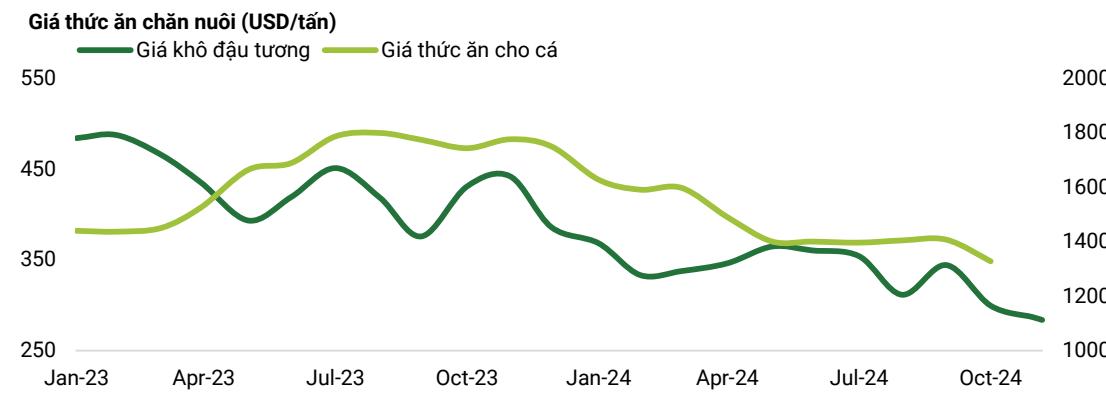
Áp lực từ chi phí nguyên liệu đầu vào dự kiến tăng trong ngắn hạn

Các hộ nông dân kỳ vọng giá cá tra nguyên liệu sẽ tăng nhẹ trong các tháng tới khi tình hình nuôi cá tra không được thuận lợi do thời tiết mưa bão



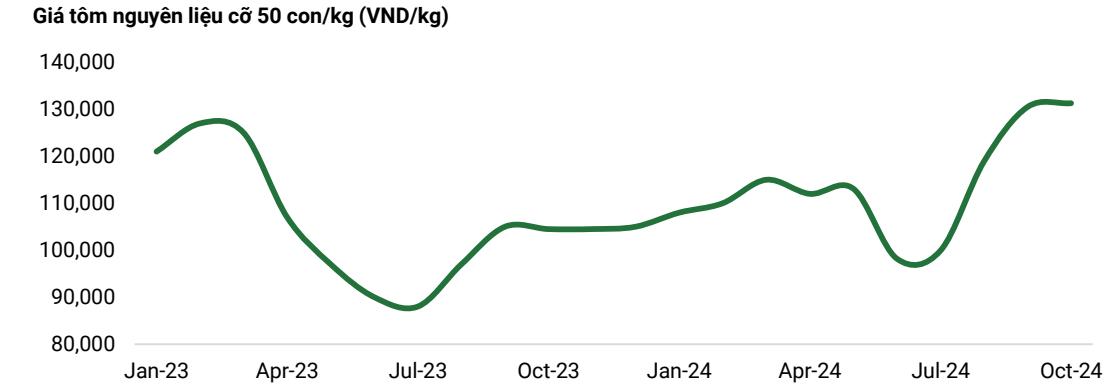
Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

Giá thức ăn chăn nuôi dự kiến duy trì ở mức thấp, giảm bớt áp lực về chi phí đầu vào cho doanh nghiệp thủy sản



Nguồn: Bloomberg, FRED, PHS tổng hợp

Ngành tôm Việt Nam dự kiến đối mặt với giá tôm nguyên liệu tăng cao, nguồn cung tôm hạn chế do dịch bệnh chưa được kiểm soát, tốc độ lớn chậm

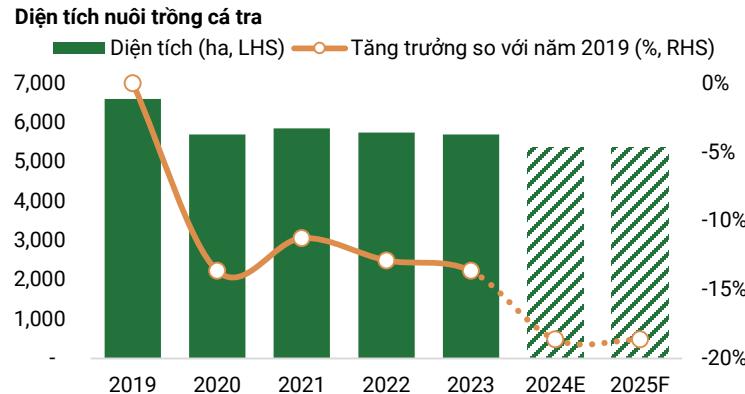


Nguồn: Agromonitor, PHS tổng hợp

- Tính đến tháng 10/2024, giá tôm nguyên liệu cỡ 50 con/kg đã tăng lên mức cao nhất kể từ tháng 4/2022, đạt mức 131,300 VND/kg. Giá tôm nguyên liệu được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong những tháng tới do nguồn cung tại các nhà máy vẫn hạn chế. Nguyên nhân chính là sản lượng thu hoạch chưa cải thiện vì dịch bệnh, tốc độ tăng trưởng chậm và tỷ lệ tôm bị xả bỏ ngày càng cao. Trong khi đó, giá cá tra giống trong tháng 10/2024 tiếp tục duy trì đà tăng kể từ tháng 7/2024, đạt mức 31,000 VND/kg do giá tăng nhu cầu thu mua nhằm duy trì sản lượng cá thịt.
- Hiện nay, các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đầu ngành như VHC, ANV và IDI đều đã tự chủ được nguồn nguyên liệu cá đạt 70% - 100%, trong khi đó, các doanh nghiệp tôm như MPC, FMC chỉ tự chủ được khoảng 30% tôm nguyên liệu đầu vào, có khả năng bị ảnh hưởng bất lợi bởi nguồn cung và chi phí đầu vào gia tăng trong ngắn hạn.
- Ngoài ra, giá thức ăn chăn nuôi dự kiến vẫn duy trì ở mức thấp, góp phần giảm áp lực về chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp thủy sản.

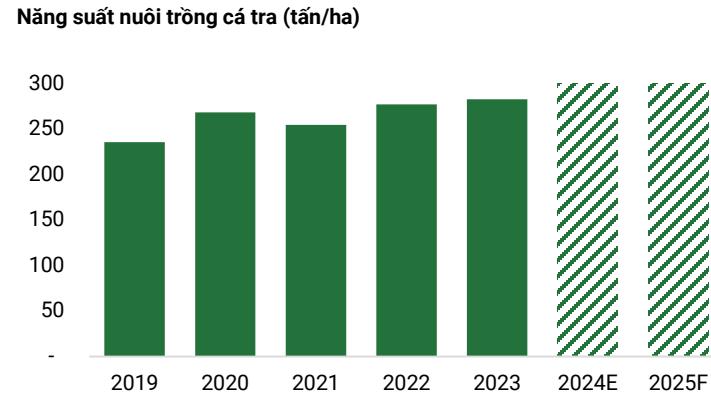
Trong dài hạn, nguồn cung cá tra và nguồn cung tôm dự kiến vẫn giữ ổn định nhờ gia tăng năng suất

Diện tích nuôi cá tra có xu hướng giảm do hộ nuôi khó có lợi nhuận khi chi phí nuôi trồng tăng cao trong khi giá bán vẫn chưa cải thiện



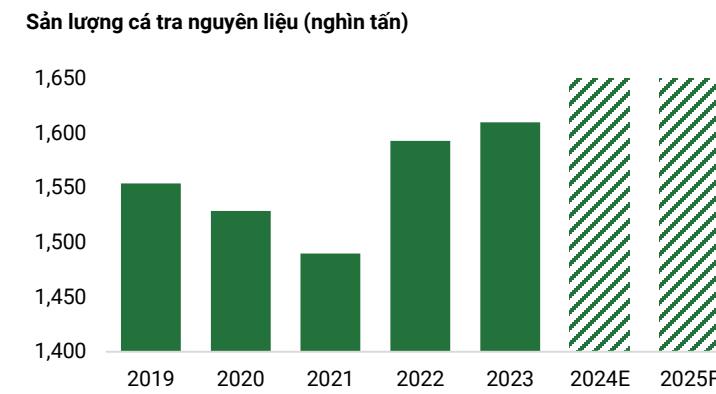
Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

Dù vậy, sản lượng cá tra nguyên liệu vẫn được đảm bảo nhờ năng suất nuôi cá tra ngày càng cải thiện



Nguồn: PHS ước tính

Sản lượng cá tra nguyên liệu vẫn duy trì ở mức cao



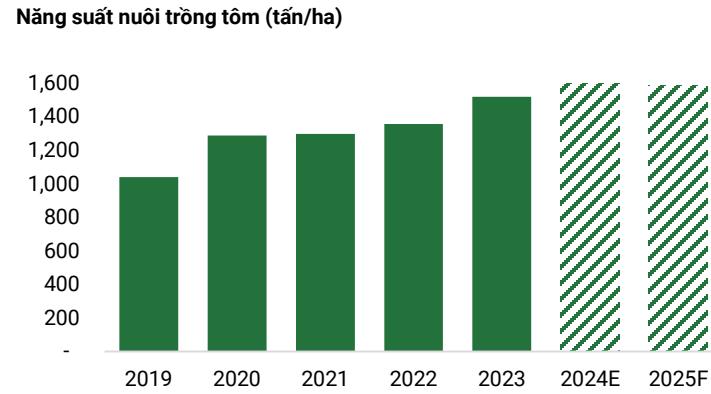
Nguồn: Bộ NN&PTNT, PHS tổng hợp

Diện tích nuôi tôm dự kiến đi ngang so với năm 2023



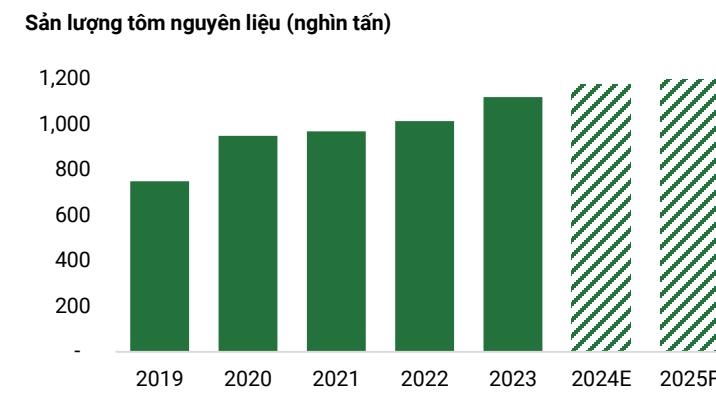
Nguồn: VASEP, PHS tổng hợp

Năng suất nuôi tôm liên tục được cải thiện qua từng năm



Nguồn: PHS ước tính

Theo Rabobank, nguồn cung tôm vẫn dồi dào khi sản lượng tôm toàn cầu năm 24E/25F dự kiến tăng 1%/2% YoY

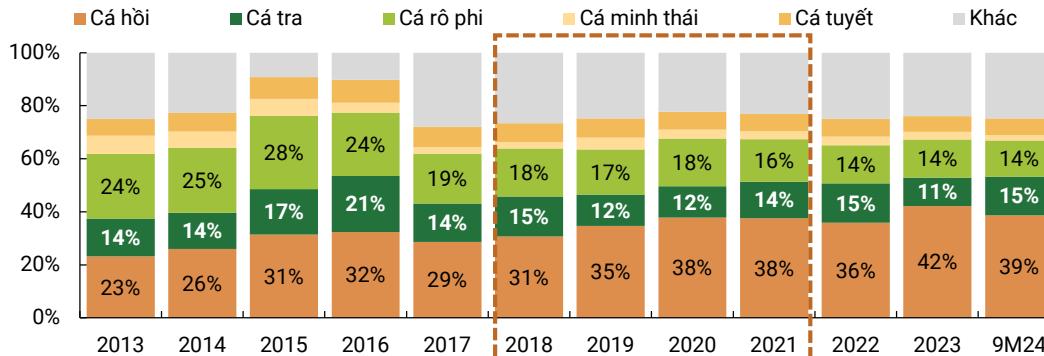


Nguồn: Bộ NN&PTNT, PHS tổng hợp và ước tính

Dù duy trì lợi thế cạnh tranh về giá, cá tra Việt Nam dự kiến đối mặt với cạnh tranh cao từ cá rô phi do lo ngại tích trữ tồn kho cá rô phi trước thời điểm mức thuế nhập khẩu "Trump 2.0" có hiệu lực

Triển vọng cá tra Việt Nam hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung vẫn chưa rõ ràng, việc tăng thị phần đến từ thiếu hụt nguồn cung cá rô phi và lệnh cấm cá minh thái

Thị phần top 5 loại cá phi lê nhập khẩu Mỹ (%)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Dù lợi thế về mức thuế nhập khẩu Mỹ vẫn nghiêng về cá tra Việt Nam, chúng tôi cho rằng sản lượng cá rô phi nhập khẩu Mỹ sẽ tăng mạnh đột ngột khi các nhà nhập khẩu tăng cường dự trữ nhằm tránh mức thuế quan mới

Loại cá	Xuất xứ	Thuế nhập khẩu	Thuế chống bán phá giá/chống trợ cấp (USD/kg)	Mức thuế "Trump 2.0" (dự kiến)
Cá tra	Việt Nam	0%	2.39	10% - 20%
Cá rô phi	Trung Quốc	25%	0	60%

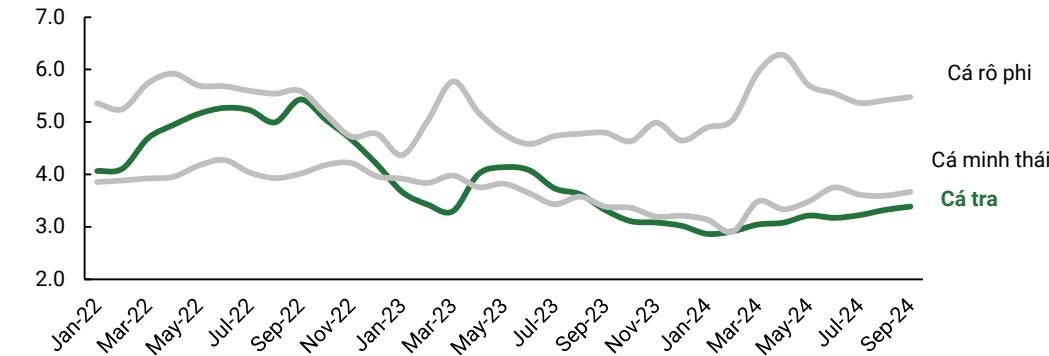
Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp và ước tính

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025 – NGÀNH THỦY SẢN

Cá tra Việt Nam dự kiến đối mặt với cạnh tranh cao từ cá rô phi do lo ngại tích trữ tồn kho cá rô phi trước thời điểm mức thuế nhập khẩu "Trump 2.0" có hiệu lực

Cá tra Việt Nam duy trì lợi thế cạnh tranh về giá so với cá rô phi và cá minh thái

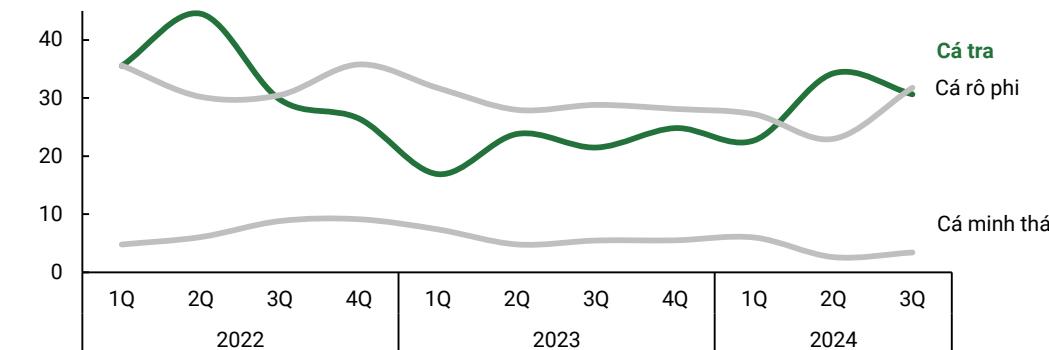
Đơn giá các loại cá thịt trắng phi lê nhập khẩu Mỹ (USD/kg)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng tươi sáng dành cho cá tra Việt Nam sẽ rõ ràng hơn vào sau khi mức thuế quan mới thời kỳ "Trump 2.0" có hiệu lực

Sản lượng các loại cá thịt trắng phi lê trung nhập khẩu Mỹ (nghìn tấn)



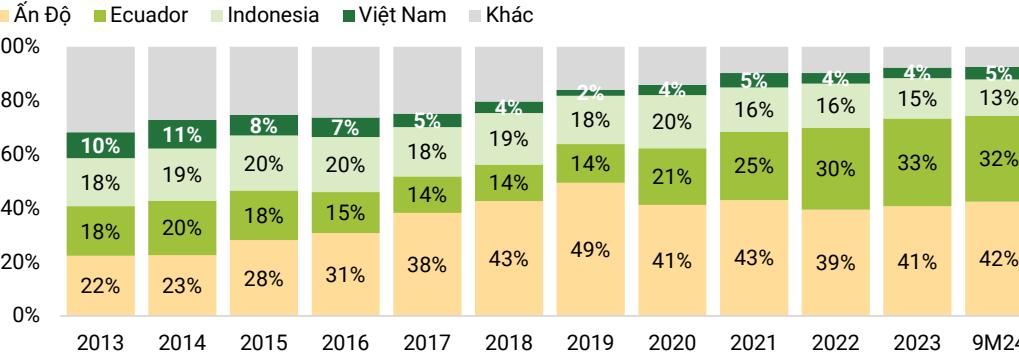
Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025 – NGÀNH THỦY SẢN

Tôm Việt Nam giảm bớt áp lực cạnh tranh về giá khi xuất khẩu sang Mỹ nhưng triển vọng vẫn chưa tươi sáng

Tôm Việt Nam chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu tôm đông lạnh nhập khẩu Mỹ với thị phần có xu hướng đi ngang trong giai đoạn 2020 - 2024

Thị phần top 5 quốc gia xuất khẩu tôm nước ấm đông lạnh vào Mỹ



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

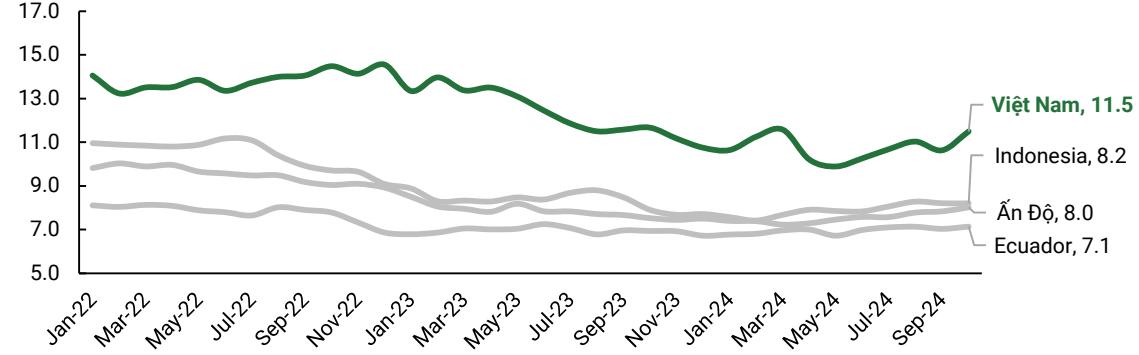
Cuộc điều tra thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp rút ngắn khoảng cách chênh lệch giá của tôm Việt Nam so với các quốc gia khác, nhưng triển vọng vẫn chưa tươi sáng do đơn giá tôm Việt Nam vẫn đang cao hơn khoảng 1.5 lần

Xuất xứ	Thuế chống bán phá giá*	Thuế chống trợ cấp*	Thuế nhập khẩu "Trump 2.0" (dự kiến)
Việt Nam	0%	2.84%	10% - 20%
Ấn Độ	0%	5.77%	10% - 20%
Ecuador	0%	3.78%	10% - 20%
Indonesia	3.9%	0	10% - 20%

Nguồn: (*) Dữ liệu công bố ngày 22/10/2024 bởi Bộ Thương mại Mỹ DOC, PHS tổng hợp

Việt Nam mất lợi thế cạnh tranh về giá so với các quốc gia khác do chi phí nuôi trồng cao

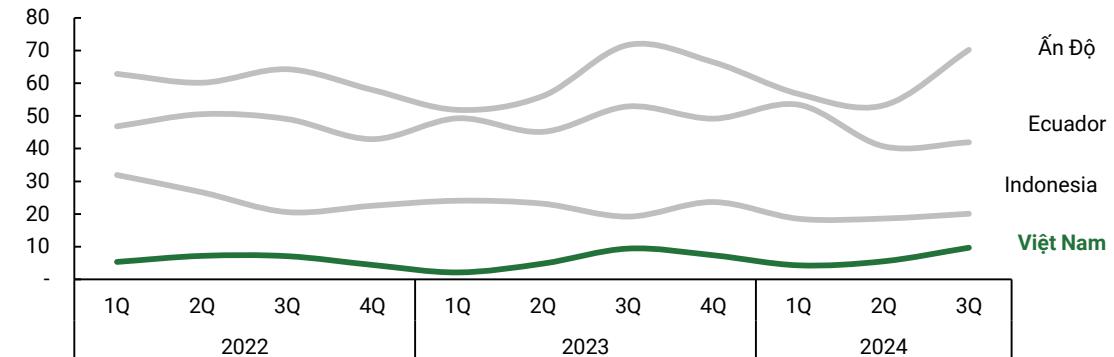
Đơn giá tôm nước ấm đông lạnh nhập khẩu Mỹ (USD/kg)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Khó có cơ hội bứt phá cho ngành tôm Việt Nam tại Mỹ do nguồn cung tôm giá rẻ vẫn dồi dào

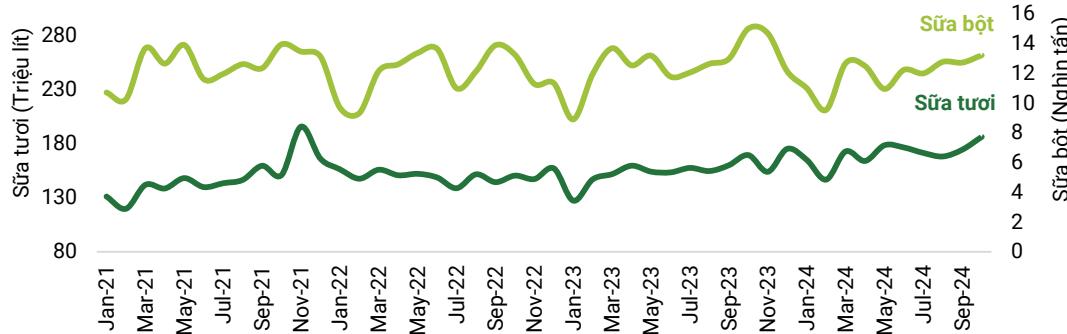
Sản lượng tôm nước ấm đông lạnh nhập khẩu Mỹ (nghìn tấn)



Nguồn: ITC, PHS tổng hợp

Sản lượng sữa trong nước hồi phục từ đáy tháng 1/2023 nhưng vẫn không cho thấy dấu hiệu tăng trưởng mạnh về xu hướng dài hạn

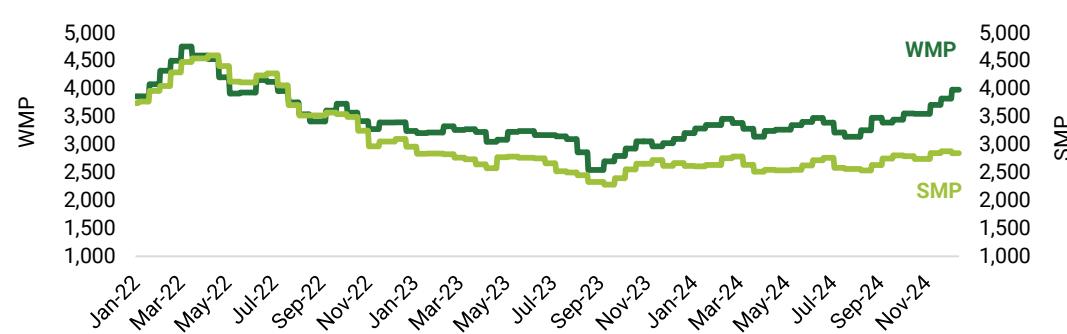
Sản lượng sữa trong nước



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Giá sữa nguyên liệu tăng do nhu cầu thế giới hồi phục và mùa thấp điểm sản lượng tại Tây Âu, điều này có thể gây áp lực ngắn hạn lên biên gộp của các doanh nghiệp ngành sữa

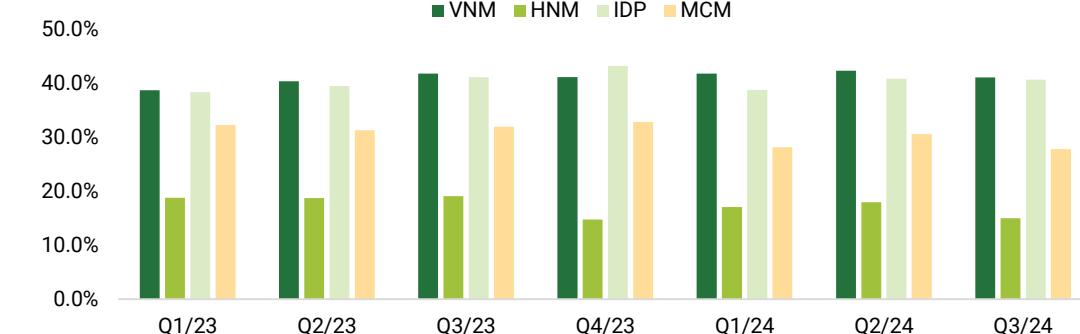
Giá sữa nguyên vật liệu (USD/MT)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp ngành sữa không có nhiều sự biến động

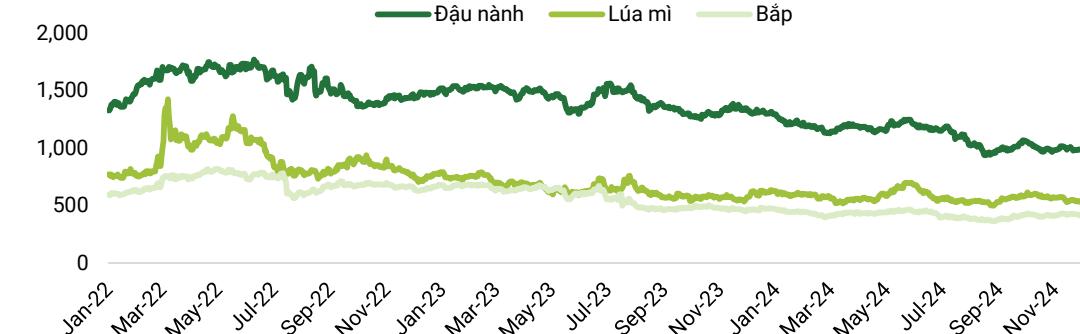
Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp ngành sữa



Nguồn: PHS tổng hợp

Giá các loại ngũ cốc vẫn duy trì ở mức thấp

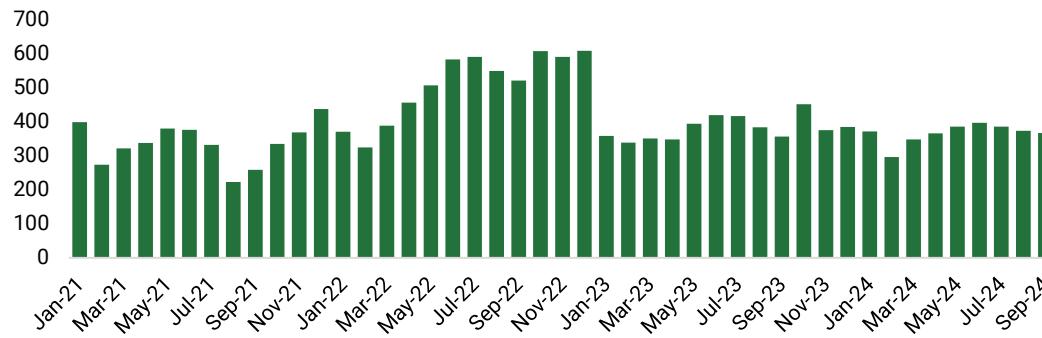
Giá các loại nông sản (USD/giạ)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Sản lượng bia vẫn chỉ cho thấy xu hướng đi ngang, không thể hiện sự hồi phục về sản lượng toàn ngành

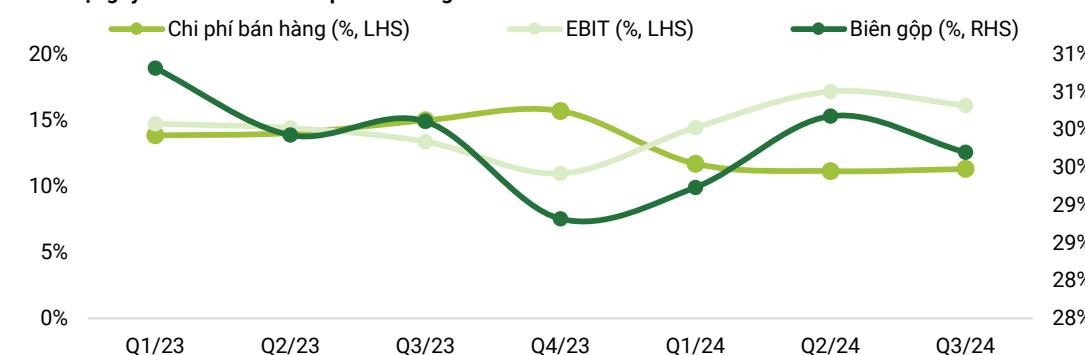
Sản lượng bia sản xuất trong nước (triệu lít)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Biên lợi nhuận hoạt động (EBIT) của SAB hồi phục, chủ yếu nhờ kiểm soát tốt chi phí bán hàng, tuy nhiên theo chúng tôi, áp lực cạnh tranh với các hãng bia ngoại sẽ khiến chi phí này không thể duy trì thấp

Biến động tỷ suất sinh lời và chi phí bán hàng của SAB



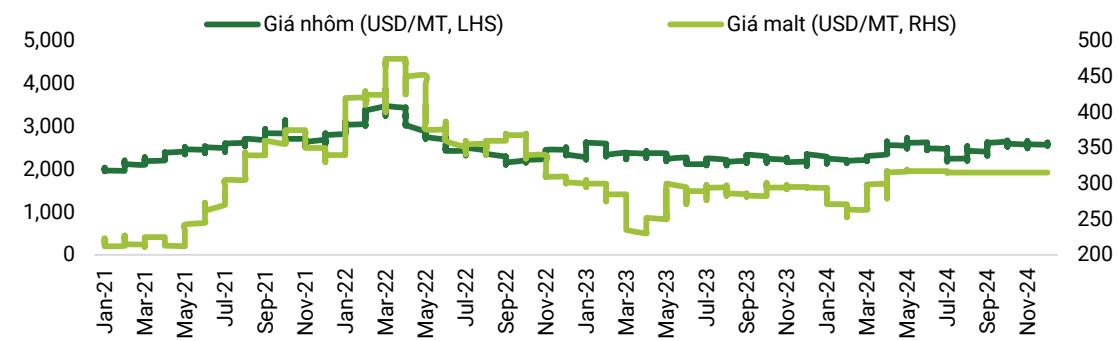
Nguồn: SAB, PHS tổng hợp

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025 - NGÀNH BIA

Những thay đổi tích cực dài hạn chưa xuất hiện

Giá nguyên vật liệu vẫn ở vùng thấp, hỗ trợ cho biên lợi nhuận 1 đến 2 quý tới

Điển biến giá nguyên vật liệu đầu vào sản xuất bia



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Các kịch bản đánh thuế TTĐB sẽ khiến cho quy mô chung của thị trường bia thu hẹp. Ngay cả khi cạnh tranh thị phần thành công với các hãng bia ngoại, chúng tôi cho rằng áp lực từ (1) chi phí marketing tăng cao, (2) người tiêu dùng của các nhãn bia nội nhạy cảm với giá hơn sẽ tạo ra áp lực về doanh thu lẫn biên lợi nhuận của doanh nghiệp ngành bia

Phương án sửa đổi Thuế tiêu thụ đặc biệt đối với ngành bia rượu

	(1) Không tăng thuế	(2) Phương án 1 của Bộ tài chính	(3) Phương án 2 của Bộ tài chính
2024/25F		65%/65%	65%/65%
2026/27/28/29F	65%/65%/65%/65%	70%/75%/80%/85%	80%/85%/90%/95%

Nguồn: Bộ Tài chính, PHS tổng hợp

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 20/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
THỦY SẢN	VHC	13,068	8.5%	1,330	11.7%	14,139	8.2%	1,442	8.5%	83,900	73,300	12.4	1.6	14%	TĂNG TỶ TRỌNG
	ANV	5,127	7.8%	156	141.3%	5,498	7.2%	209	33.7%	17,200	20,350	34.6	1.9	-16%	BÁN
	FMC	5,944	6.1%	343	7.9%	6,305	6.1%	395	15.0%	50,300	46,900	8.9	1.2	7%	NĂM GIỮ
SỮA	VNM	64,061	3.2%	9,841	1.4%	66,206	3.3%	10,135	3.0%	71,500	65,000	13.8	3.8	10%	NĂM GIỮ
BIÁ	SAB	35,535	8.0%	4,802	4.4%	38,326	7.9%	4,726	-0.4%	64,000	56,500	16.1	2.9	13%	TĂNG TỶ TRỌNG

Chúng tôi có quan điểm TRUNG LẬP đối với nhóm ngành Thực phẩm và Đồ uống dựa trên:

- Ngành sữa duy trì mức tăng trưởng chậm, doanh nghiệp trong nước đối mặt với áp lực cạnh tranh với các đối thủ ngoại khá cao và gánh nặng nguyên vật liệu đầu vào tăng cao sẽ phản ánh vào năm sau.
- Quy mô chung của thị trường bia dự kiến thu hẹp lại sau khi Phương án sửa đổi Thuế Tiêu thụ đặc biệt được thông qua vào năm sau. Các doanh nghiệp ngành bia trong nước dự kiến gấp áp lực về doanh thu lỗ nhuận do (1) gánh nặng về chi phí marketing, (2) người tiêu dùng nhạy cảm với sự tăng giá bia.
- Triển vọng ngành cá tra sẽ rõ ràng hơn sau khi mức thuế nhập khẩu hàng hóa vào Mỹ thời kỳ "Trump 2.0" có hiệu lực, trong khi ngành tôm khó có cơ hội bứt phá do nguồn cung tôm giá rẻ trên toàn cầu vẫn dồi dào.

Qua đó, chúng tôi chọn VHC vì:

- Cơ hội thay thế tiềm năng dành cho cá tra Việt Nam khi xuất khẩu sang Mỹ nhờ lệnh cấm nhập khẩu thủy sản Nga và kỳ vọng thay thế cá rô phi Trung Quốc sau khi mức thuế quan mới thời kỳ "Trump 2.0" chính thức có hiệu lực. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng VHC sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất nhờ thị phần xuất khẩu cá tra sang Mỹ chiếm đến 45% toàn ngành.
- VHC có tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ chuỗi giá trị khép kín và sản phẩm chăm sóc sức khỏe Collagen and Gellatin, dòng tạp phẩm.

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	16,564.64
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	224.45
Free float (%)	50%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	629,165
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	79,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	58,417

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	1,199	1,559	1,848
Tăng trưởng EPS (%)	6%	12%	8%
Tăng trưởng BVPS (%)	-10%	8%	9%
Biên lợi nhuận gộp (%)	15.5%	16.5%	17.0%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	10.1%	10.9%	10.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	9.9%	10.2%	10.2%

Luận điểm đầu tư

- Kì vọng tăng trưởng mạnh mẽ từ xuất khẩu cá tra sang Mỹ:** Tại Mỹ, các lệnh cấm nhập khẩu thủy sản chế biến có nguồn gốc Nga và kỳ vọng thay thế nguồn cung cá rô phi Trung Quốc sau khi chính sách thuế quan mới thời kỳ "Trump 2.0" có hiệu lực, tạo cơ hội cho cá tra trở thành sản phẩm cá thịt trắng thay thế tiềm năng. Với thị phần xuất khẩu cá tra sang Mỹ chiếm đến 45% trong toàn ngành cá tra Việt Nam, VHC được kỳ vọng hưởng lợi lớn nhất trong ngành.
- Đa dạng hóa cơ cấu sản phẩm nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động:** VHC đang đẩy mạnh phát triển các mảng Collagen & Gelatin (C&G) và tạp phẩm, chiếm lần lượt 8% và 17% cơ cấu doanh thu. Từ tháng 4/2024, VHC đã nâng cấp dây chuyền sản xuất Gelatin và dự kiến mở rộng công suất C&G thêm 50% trong năm nay. Đối với dòng tạp phẩm, công ty cũng đầu tư thêm 1 dây chuyền sản xuất trái cây và 1 dây chuyền rau củ đông lạnh. Nhờ đó, mảng tạp phẩm dự kiến tăng trưởng tốt với 50% sản lượng thức ăn chăn nuôi được bán ra ngoài và nông sản Thành Ngọc bắt đầu ghi nhận doanh thu từ tháng 11/2023. Việc đa dạng hóa các dòng sản phẩm phụ sẽ giúp VHC tạo dòng tiền ổn định trong bối cảnh xuất khẩu cá tra chịu nhiều biến động.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	9,054	13,231	10,033	12,040	13,068	14,139
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	1,107	2,013	974	1,191	1,330	1,442
EPS (VND/cổ phiếu)	6,040	10,266	4,998	5,304	5,924	6,426
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	32,087	41,959	45,931	41,153	44,560	48,399
ROE (%)	18.8%	26.2%	11.3%	12.9%	13.3%	13.3%
ROA (%)	12.7%	17.4%	8.2%	9.5%	9.9%	10.2%
P/E (x)	10.4	6.8	14.9	13.8	12.4	11.4
P/B (x)	2.0	1.7	1.6	1.8	1.6	1.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	33%	19%	40%	38%	34%	31%

NGÀNH DƯỢC PHẨM

NỀN TẢNG VỮNG CHẮC

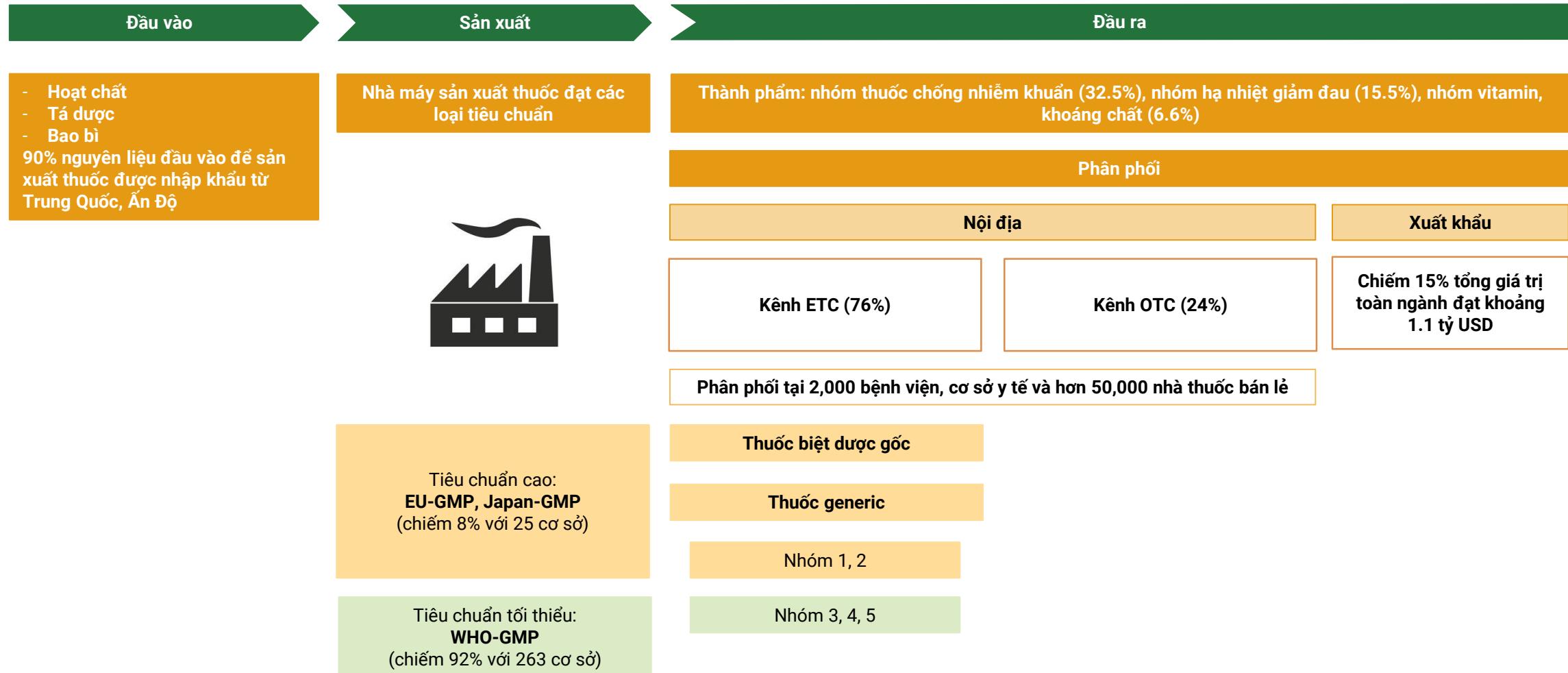
- TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM
- CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

[Trở về mục lục](#)



TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Chuỗi giá trị ngành dược phẩm Việt Nam



TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

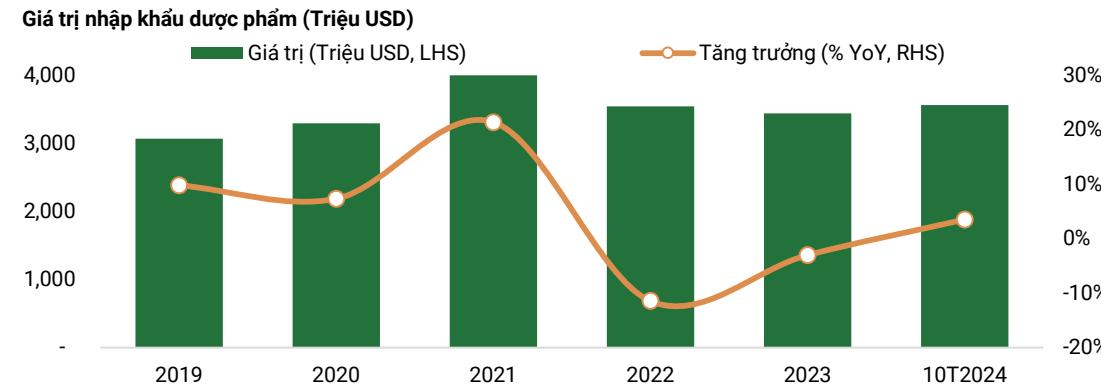
Ngành dược phẩm Việt Nam phụ thuộc nhiều vào thuốc và nguyên phụ liệu dược phẩm nhập khẩu

Nền công nghiệp hóa dược Việt Nam vẫn chưa phát triển để đáp ứng nhu cầu nguyên liệu sản xuất dược phẩm trong nước



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Trong khi đó, thuốc sản xuất trong nước cũng chỉ đáp ứng được 46% nhu cầu

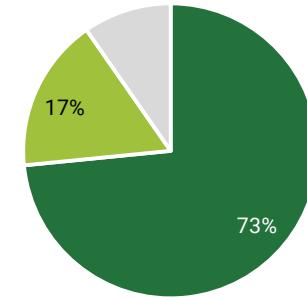


Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Hơn 90% nguyên liệu sản xuất thuốc tân dược đều phải nhập khẩu với nguồn cung chủ yếu đến từ Trung Quốc và Ấn Độ

Thị trường nhập khẩu nguyên vật liệu dược phẩm trọng điểm 10T2024

■ Trung Quốc ■ Ấn Độ ■ Khác

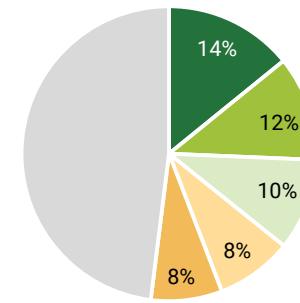


Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

Ngành dược Việt Nam chỉ sản xuất một số loại thuốc điều trị bệnh thông thường, nhóm thuốc đặc trị thiết yếu vẫn phải nhập khẩu

Thị trường nhập khẩu dược phẩm trọng điểm 10T2024

■ Pháp ■ Mỹ ■ Đức ■ Ấn Độ ■ Ý ■ Khác



Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Tại kênh bệnh viện, thuốc nội địa tập trung phục vụ cho phân khúc giá trị thấp

Tóm tắt phân loại tiêu chuẩn sản xuất thuốc phổ biến tại Việt Nam

Tiêu chuẩn	WHO-GMP	EU-GMP	Japan-GMP
Cơ quan đánh giá	Cục quản lý Dược - Bộ Y tế	Cơ quan Quản lý Dược phẩm Châu Âu (EMA)	Cơ quan Dược phẩm và Thiết bị Y tế Nhật Bản (PMDA)
Tiêu chuẩn đánh giá	Bao gồm các yêu cầu về cơ sở vật chất, thiết bị, nhân sự, quy trình sản xuất, kiểm tra chất lượng	Đáp ứng nguyên tắc, tiêu chuẩn theo EMA	Đáp ứng các hàng rào kỹ thuật về chuẩn nguyên liệu, bảo quản thành phẩm vô trùng, quản lý hệ thống chất lượng theo chuẩn ICH Q10...
Thời gian xét duyệt	< 12 tháng	12 - 24 tháng	16 - 27 tháng

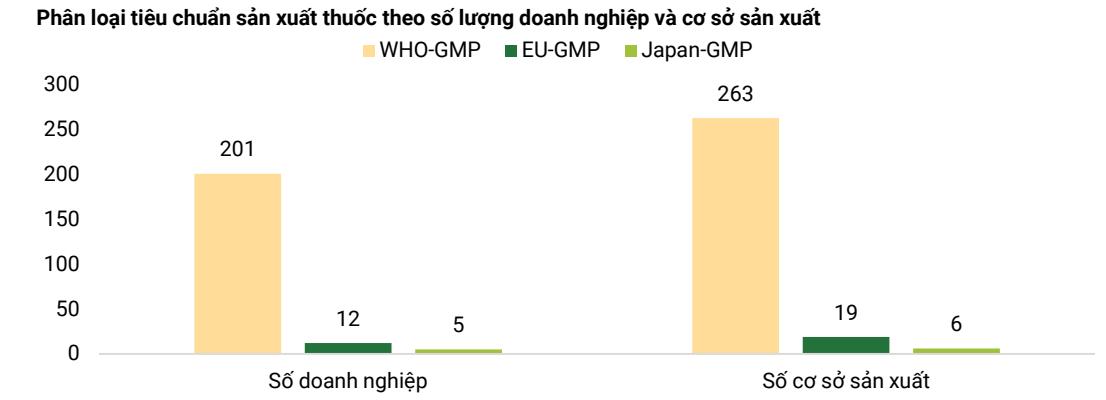
Nguồn: GMPC Việt Nam, PHS tổng hợp

Tóm tắt phân loại gói thầu và nhóm thuốc generic theo Thông tư 07/2024/TT-BYT

Nhóm	Yêu cầu sản xuất	Yêu cầu khác
1		Tại nước thuộc danh sách SRA hoặc EMA
2	EU-GMP, Japan-GMP (tương đương EU-GMP)	Tại nước là thành viên PIC/s, ICH đạt tiêu chuẩn PIC/s-GMP
3		Có chứng minh tương đương sinh học
4	WHO-GMP	Sản xuất tại Việt Nam
5		

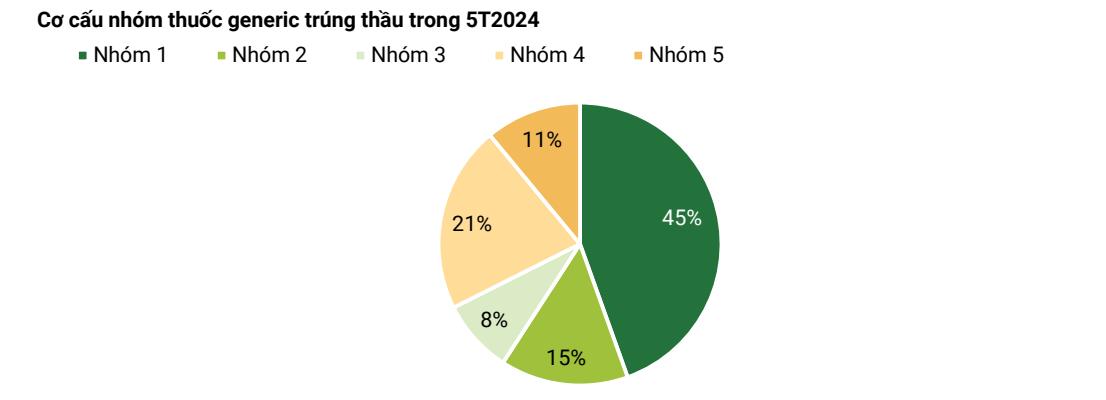
Nguồn: Thông tư 07/2024/TT-BYT, PHS tổng hợp

Việc tranh giành thị phần tại nhóm 3, 4 và 5 trong cơ cấu đấu thầu kênh bệnh viện trở nên gay gắt hơn khi số lượng cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn tối thiểu WHO-GMP chiếm đa số



Nguồn: DAV, PHS tổng hợp

Trong gói thầu của nhóm thuốc generic, nhóm 1 và nhóm 2 có giá trị trúng thầu cao nhất, nhưng phần lớn thị phần thuộc về thuốc ngoại

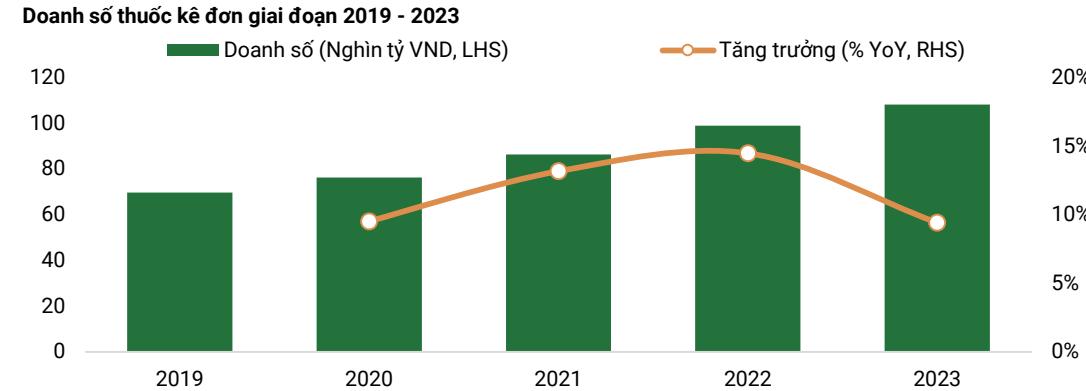


Nguồn: DAV, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

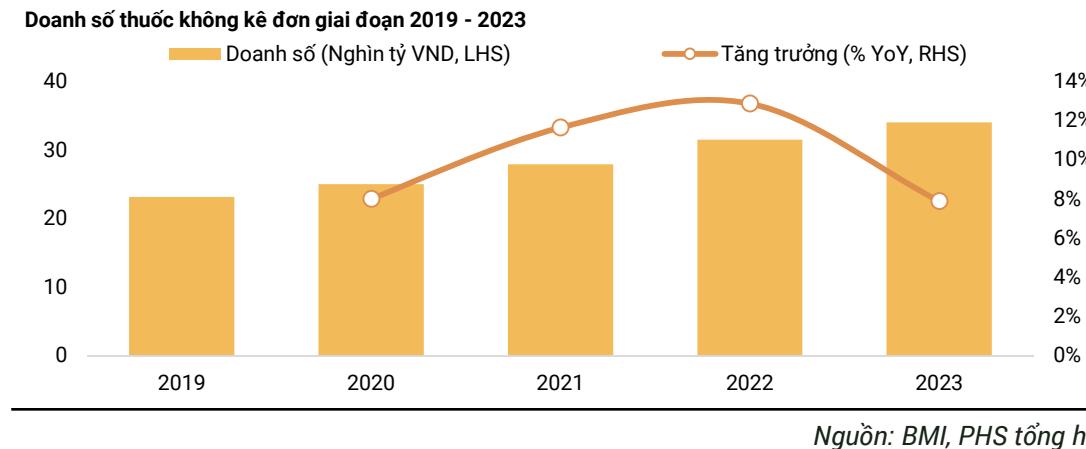
Tại kênh bệnh viện, thuốc nội địa tập trung phục vụ cho phân khúc giá trị thấp

Những nỗ lực khơi thông quy chế đấu thầu thuốc trong bệnh viện, sự gia tăng bệnh mạn tính và bao phủ bảo hiểm y tế tự nguyện góp phần thúc đẩy doanh số thuốc kê đơn



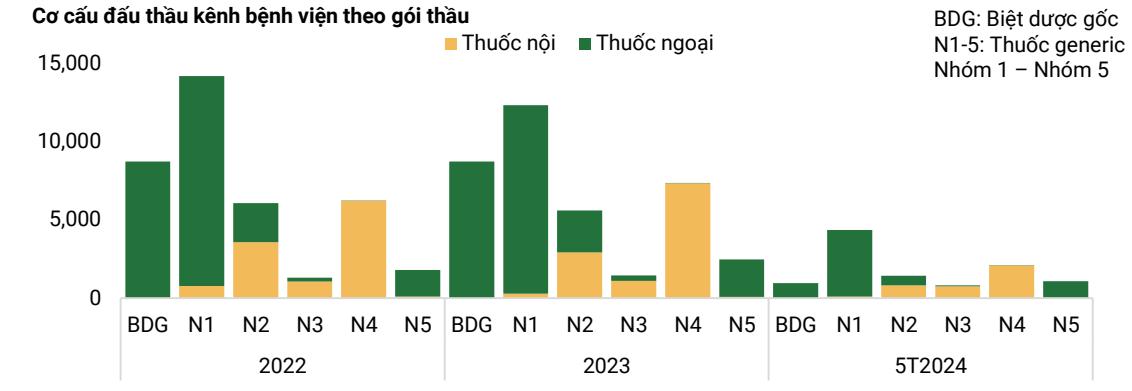
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Sau đại dịch Covid-19, tiêu thụ thuốc OTC có xu hướng tăng trưởng chậm lại do sức mua sụt giảm và cạnh tranh ngày càng gay gắt tại kênh bán lẻ



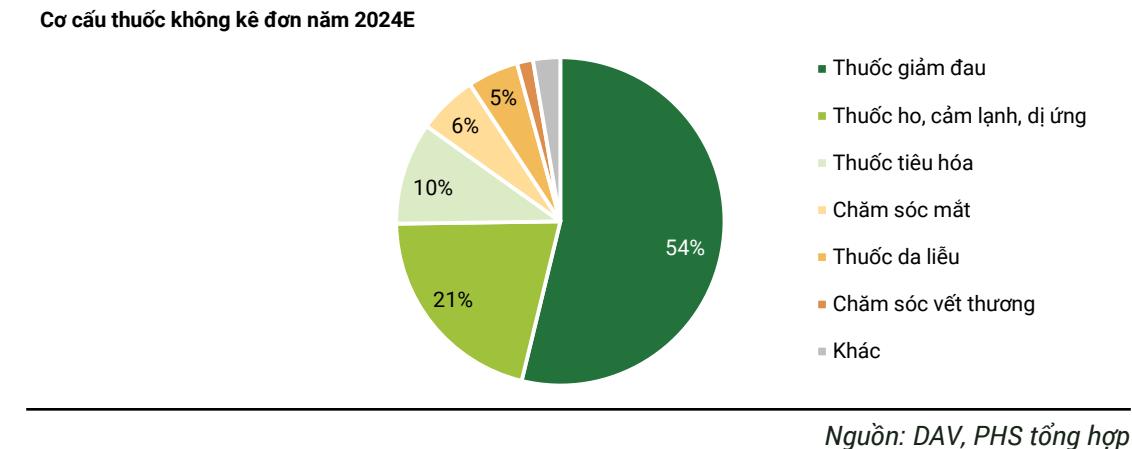
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Giá trị thuốc đấu thầu tại nhóm biệt dược gốc, nhóm 1 và nhóm 5 được thống lĩnh bởi thuốc nhập khẩu, trong khi thị phần thuốc nhóm 3 và 4 phần lớn thuộc về thuốc nội địa



Nguồn: DAV, PHS tổng hợp

Tại kênh OTC, thuốc giảm đau chiếm thị phần đáng kể do các bệnh liên quan đến căng thẳng, đau đầu, vấn đề tuổi tác và sự phổ biến ngày càng tăng của việc tự dùng thuốc



Nguồn: DAV, PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Cục diện các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết có phần ảm đạm trong 9T2024

STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ (% YoY)							% Tăng trưởng LNST - CĐTS so với cùng kỳ (% YoY)						
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1	DHG	HOSE	14,055.20	15.4%	3.0%	-5.4%	15.4%	2.4%	-4.1%	-3.4%	41.4%	12.3%	-36.7%	10.5%	-38.4%	-26.9%	-6.1%
2	IMP	HOSE	7,492.54	52.5%	24.0%	11.7%	9.2%	2.5%	17.6%	16.7%	48.0%	70.9%	24.9%	-8.4%	-20.4%	-17.3%	3.9%
3	DVN	UPCoM	5,756.49	16.0%	-6.6%	-11.2%	7.9%	-2.8%	15.8%	-4.0%	150.0%	-1415.1%	74.4%	119.2%	-17.9%	68.2%	31.3%
4	DBD	HOSE	5,304.50	6.4%	22.9%	4.4%	-4.4%	0.5%	4.6%	5.2%	33.7%	25.1%	24.5%	-25.3%	-1.9%	-2.8%	11.6%
5	TRA	HOSE	3,258.01	-0.8%	-12.4%	-4.7%	0.7%	-11.6%	19.9%	-2.1%	-12.6%	-3.8%	-9.0%	38.2%	-26.0%	-6.8%	-41.5%
6	DMC	HOSE	2,292.01	12.9%	0.2%	11.4%	7.8%	3.4%	15.5%	0.7%	5.1%	-1.8%	-9.2%	-18.5%	24.1%	9.2%	-26.5%
7	DTP	UPCoM	2,259.08	94.7%	59.2%	25.6%	15.3%	21.6%	16.1%	4.7%	575.1%	316.3%	18.3%	32.1%	48.8%	31.8%	-4.7%
8	DCL	HOSE	1,979.41	8.9%	23.9%	6.1%	12.8%	17.4%	9.4%	-9.1%	12.3%	-31.0%	-98.0%	-34.0%	51.8%	-37.4%	145.7%
9	OPC	HOSE	1,482.78	-47.9%	23.3%	-20.1%	7.9%	11.6%	-18.3%	-12.8%	-27.8%	28.6%	-15.4%	-32.8%	10.0%	-40.4%	-28.7%
10	FIT	HOSE	1,454.91	-6.0%	-40.5%	6.4%	19.7%	21.9%	20.9%	-13.1%	1464.2%	-1537.1%	-1089.7%	1008.9%	-74.3%	-117.6%	-114.5%
11	DP3	HNX	1,244.85	-5.5%	-19.0%	-15.8%	-21.9%	-13.4%	1.5%	4.5%	9.4%	6.7%	15.8%	24.0%	-9.1%	-12.3%	12.9%
12	PMC	HNX	1,137.64	-11.6%	-3.2%	20.2%	4.3%	-1.9%	32.3%	-16.0%	-18.0%	6.4%	1.9%	7.4%	-3.0%	5.4%	3.5%
Trung bình				11.3%	6.2%	2.4%	6.2%	4.3%	10.9%	-2.4%	190.1%	-210.2%	-91.5%	93.4%	-4.7%	-12.2%	-1.1%
Trung vị				7.7%	1.6%	5.3%	7.9%	2.5%	15.6%	-2.8%	23.0%	6.6%	-3.6%	9.0%	-6.0%	-9.5%	-0.6%

Nguồn: PHS tổng hợp

- Cục diện ngành dược phẩm có phần ảm đạm trong 9T2024 với bức tranh doanh thu tăng trưởng chậm lại và lợi nhuận ghi nhận mức tăng trưởng âm tại hầu hết các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết trong bối cảnh sức mua yếu và cạnh tranh ngày càng gay gắt trên thị trường.
- Trong đó, IMP ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu tốt nhất trong ngành nhờ tận dụng vị thế dẫn đầu tại đấu thầu thuốc kênh bệnh viện, tuy nhiên, lợi nhuận của IMP sụt giảm mạnh hơn trong 2 quý đầu năm do ghi nhận chi phí khấu hao của nhà máy mới trong khi tỷ lệ sử dụng của nhà máy chưa cao.

TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

Biên lợi nhuận có xu hướng giảm dần do gấp gánh nặng về chi phí đầu vào và chi phí quản lý

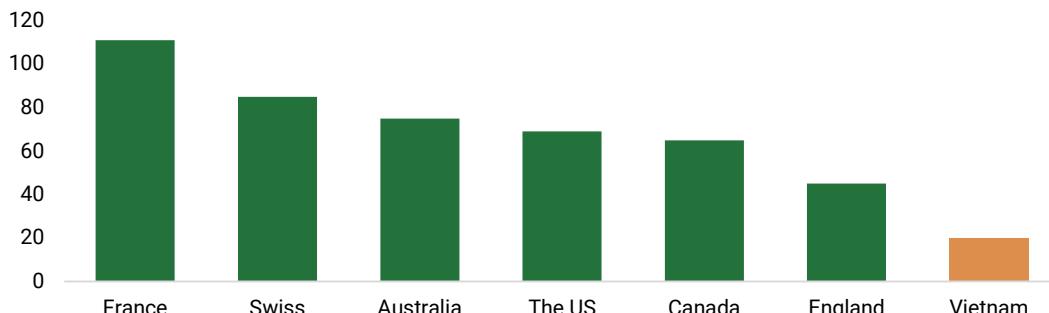
STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	Biên lợi nhuận gộp							Biên lợi nhuận ròng						
				1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
1	DHG	HOSE	14,055.20	50.0%	48.7%	46.8%	42.6%	40.7%	45.0%	43.4%	29.4%	22.8%	15.1%	17.0%	17.7%	17.4%	14.7%
2	IMP	HOSE	7,492.54	48.2%	43.9%	38.8%	33.8%	36.8%	38.8%	38.3%	16.2%	18.1%	14.9%	11.9%	12.6%	12.7%	13.3%
3	DVN	UPCoM	5,756.49	11.1%	10.5%	12.6%	9.1%	12.9%	10.1%	10.6%	8.0%	11.2%	3.6%	4.0%	6.8%	16.2%	4.9%
4	DBD	HOSE	5,304.50	50.0%	49.7%	48.5%	45.5%	49.1%	49.2%	49.5%	17.9%	18.0%	16.3%	13.3%	17.5%	16.7%	17.3%
5	TRA	HOSE	3,258.01	55.7%	59.9%	51.8%	50.0%	55.7%	50.7%	53.0%	11.8%	14.0%	11.3%	9.1%	9.9%	10.9%	6.8%
6	DMC	HOSE	2,292.01	19.5%	23.2%	20.7%	23.1%	23.3%	23.1%	16.3%	8.1%	11.9%	10.0%	12.3%	9.8%	11.3%	7.3%
7	DTP	UPCoM	2,259.08	50.8%	53.9%	54.7%	58.2%	56.1%	53.3%	50.3%	16.8%	18.9%	24.9%	15.0%	20.5%	21.4%	22.6%
8	DCL	HOSE	1,979.41	21.6%	16.3%	13.5%	21.0%	22.8%	14.1%	15.0%	6.2%	6.8%	0.2%	7.4%	8.0%	3.9%	0.6%
9	OPC	HOSE	1,482.78	44.2%	41.8%	44.3%	40.3%	47.1%	38.7%	40.1%	14.7%	14.0%	14.3%	7.6%	14.4%	10.2%	11.7%
10	FIT	HOSE	1,454.91	17.5%	20.2%	19.3%	21.9%	22.9%	20.1%	22.3%	62.8%	-52.6%	-35.6%	7.5%	13.3%	7.7%	5.9%
11	DP3	HNX	1,244.85	69.2%	68.4%	70.9%	66.5%	68.2%	66.5%	64.2%	20.2%	31.3%	20.7%	51.6%	21.3%	27.1%	22.4%
12	PMC	HNX	1,137.64	35.5%	37.6%	32.3%	35.7%	35.4%	36.6%	39.7%	14.7%	22.1%	14.2%	18.7%	14.5%	17.6%	17.5%
Trung bình				39.4%	39.5%	37.9%	37.3%	39.3%	37.2%	36.9%	18.9%	11.4%	9.2%	14.6%	13.8%	14.4%	12.1%
Trung vị				46.2%	42.9%	41.5%	38.0%	38.7%	38.7%	39.9%	15.5%	16.0%	14.3%	12.1%	13.9%	14.5%	12.5%

Nguồn: PHS tổng hợp

- Hầu hết các doanh nghiệp dược phẩm đều ghi nhận sự sụt giảm về biên lợi nhuận trong giai đoạn 2023 – 2024 do gấp gánh nặng về (1) giá APIs tăng, (2) sức mua tại kênh OTC giảm trong khi vẫn dành mức chiết khấu cao cho nhà thuốc.
- DBD, TRA, DP3 là những cái tên đáng chú ý ghi nhận biên lợi nhuận vượt trội hơn so với ngành nhờ:
 - DBD sở hữu danh mục thuốc dẫn đầu ngành với 65% tỷ trọng doanh thu thuộc về nhóm thuốc chống ung thư, dung dịch thẩm phân và thuốc kháng sinh mang lại biên lợi nhuận hấp dẫn
 - TRA và DP3 chuyên sản xuất thuốc đông dược có nguồn gốc từ nguyên liệu thiên nhiên, ít bị tác động bởi nguồn nguyên liệu hóa dược nhập khẩu

Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ già hóa dân số nhanh nhất thế giới với thời gian chuyển đổi từ giai đoạn già hóa dân số sang dân số già chỉ mất khoảng 20 năm

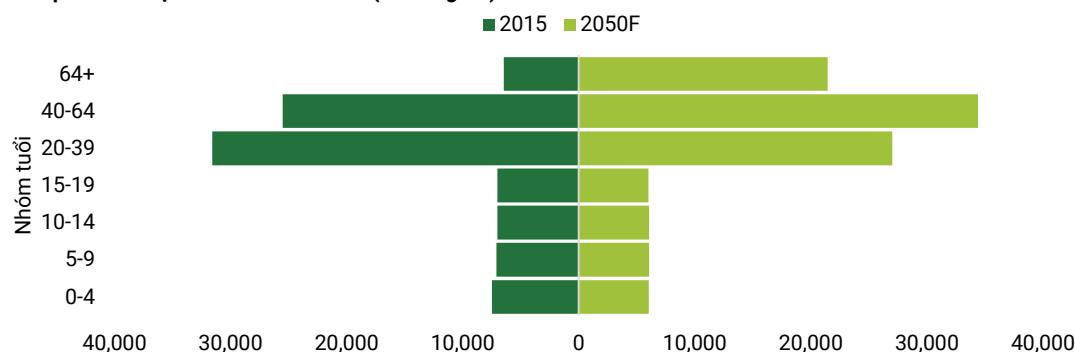
Thời gian chuyển từ giai đoạn già hóa dân số sang dân số già (năm)



Nguồn: Bộ Y tế, PHS tổng hợp

Tỷ lệ người cao tuổi già thúc đẩy nhu cầu về thuốc điều trị bệnh mạn tính

Tháp dân số Việt Nam 2015 – 2050F (1000 người)



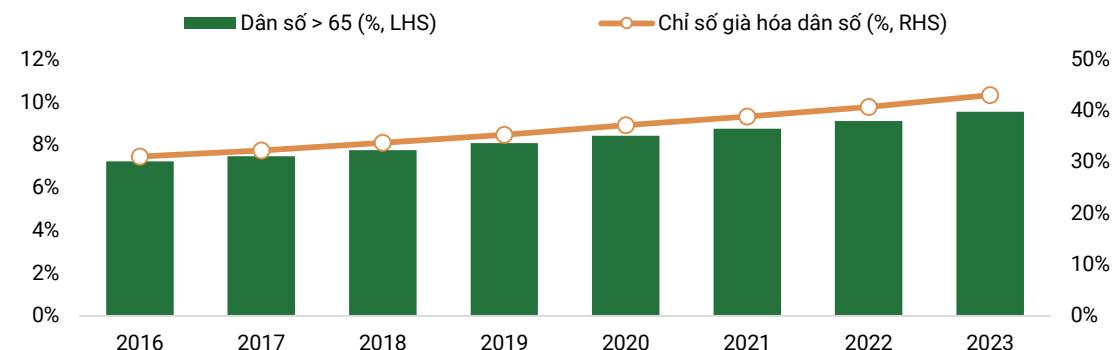
Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025

Già hóa dân số tạo ra nhu cầu cấp thiết về chăm sóc sức khỏe

Người cao tuổi thường cần điều trị dài hạn, sử dụng nhiều loại thuốc để kiểm soát các bệnh mạn tính, giảm đau và tăng cường sức khỏe tổng quát

Tỷ lệ dân số từ 65 tuổi trở lên tại Việt Nam qua các năm

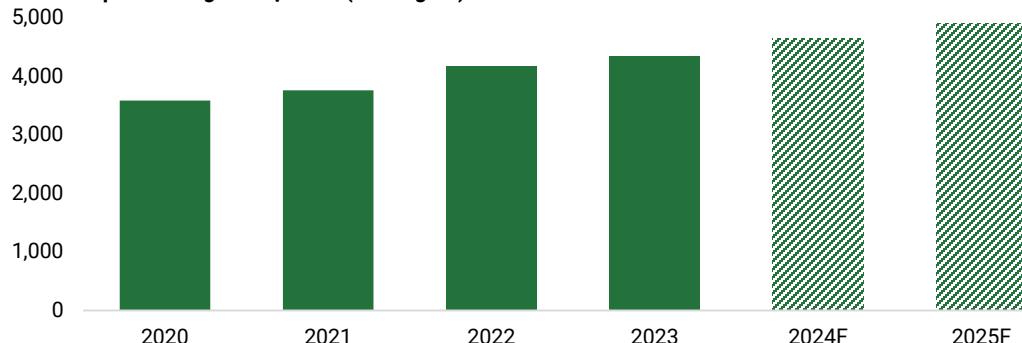


Nguồn: World Bank, GSO, PHS ước tính

- Theo Tổng cục Dân số - Kế hoạch hóa gia đình, xu hướng “già hóa dân số” tại Việt Nam đang ngày càng tăng mạnh. Theo dữ liệu từ BMI, đến năm 2025F, tỷ lệ người dân trên 65 tuổi sẽ chiếm đến 25% cơ cấu dân số, đặt ra nhu cầu cấp thiết về chăm sóc sức khỏe và dược phẩm cho người cao tuổi.
- Tại Việt Nam, người trên 60 tuổi trung bình mắc từ 3 đến 4 bệnh mạn tính, trong khi người từ 80 tuổi trở lên có thể mắc tới 6 bệnh. Điều này dẫn đến chi phí chăm sóc y tế cho người cao tuổi cao gấp 7 - 10 lần so với người trẻ tuổi, làm tăng đáng kể gánh nặng tài chính cho hệ thống y tế và gia đình.
- Ngoài ra, Theo Bộ Y tế, tại Việt Nam, ước tính mỗi năm số ca tử vong do bệnh mạn tính chiếm đến 84% tổng số ca tử vong, chủ yếu là do bệnh tim mạch, ung thư, tiểu đường và bệnh phổi tắc nghẽn mạn tính. Trong bối cảnh này, chi tiêu cho dược phẩm tại Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng mạnh, do nhu cầu ngày càng cao từ nhóm dân số già và sự già tăng của các bệnh mạn tính.

Mức sống người dân Việt Nam đã dần cải thiện với GDP bình quân đầu người có thể tăng lên mức 7,500 USD vào năm 2030F với tốc độ tăng trưởng GDP toàn quốc dự kiến đạt 7%/năm

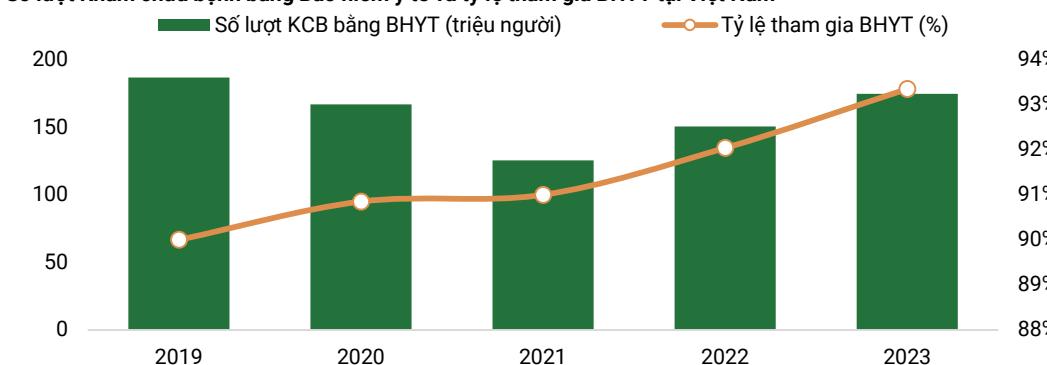
GDP bình quân đầu người Việt Nam (USD/người)



Nguồn: IMF, PHS tổng hợp

Tỷ lệ người dân tham gia BHYT tự nguyện tăng dần qua các năm và đang tiệm cận mục tiêu BHYT toàn dân

Số lượt Khám chữa bệnh bằng Bảo hiểm y tế và tỷ lệ tham gia BHYT tại Việt Nam



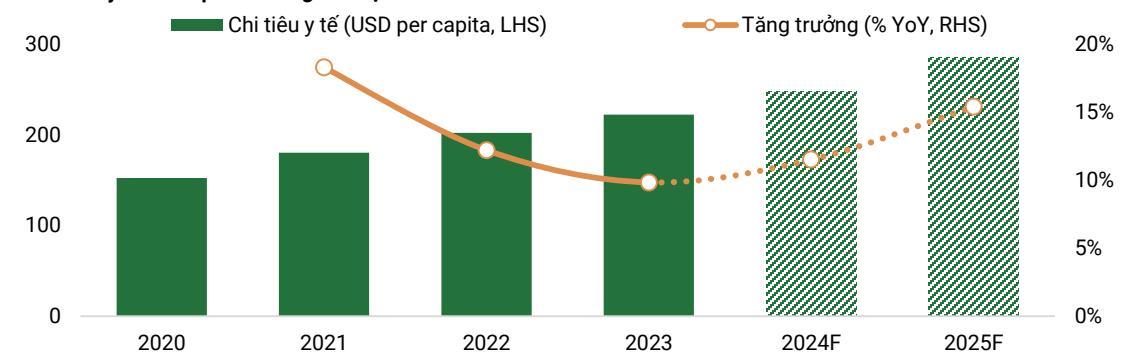
Nguồn: Bảo hiểm xã hội Việt Nam, PHS tổng hợp

CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG 2025

Gia tăng thu nhập cá nhân dẫn đến chi tiêu y tế cao hơn

Nhờ đó, người dân Việt Nam sẽ có khả năng chi trả dễ dàng hơn cho các dịch vụ y tế cá nhân, như bảo hiểm sức khỏe, khám bệnh định kỳ và các loại thuốc cần thiết

Chi tiêu y tế bình quân đầu người Việt Nam



Nguồn: BMI, PHS ước tính

- Theo IMF, GDP bình quân đầu người Việt Nam năm 2024E dự kiến đạt 4,647 USD/người, tăng lên từ mức 3,586 USD/người từ năm 2020, cho thấy mức sống của người dân đang dần cải thiện. Dự báo đến năm 2030, GDP bình quân đầu người có thể tăng lên mức 7,500 USD với tốc độ tăng trưởng GDP toàn quốc dự kiến đạt 7% mỗi năm. Nhờ đó, người dân Việt Nam sẽ có khả năng chi trả dễ dàng hơn cho các dịch vụ y tế.
- Ngoài ra, sau giai đoạn đại dịch Covid-19, nhu cầu chăm sóc sức khỏe của người dân Việt Nam đã có sự gia tăng đáng kể. Cụ thể, theo Bảo hiểm xã hội Việt Nam, số lượt khám chữa bệnh bằng Bảo hiểm Y tế đã có sự phục hồi đáng chú ý sau đại dịch, tăng dần từ mức 125.6 triệu lượt vào năm 2021 lên mức 174.8 triệu lượt vào năm 2023. Nhờ đó, kênh ETC cũng ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào số lượng người tham gia BHYT ngày càng lớn, cho thấy xu hướng dịch chuyển từ mua thuốc không kê đơn sang dùng thuốc kê đơn có bảo hiểm, hỗ trợ giảm chi phí cho người bệnh.

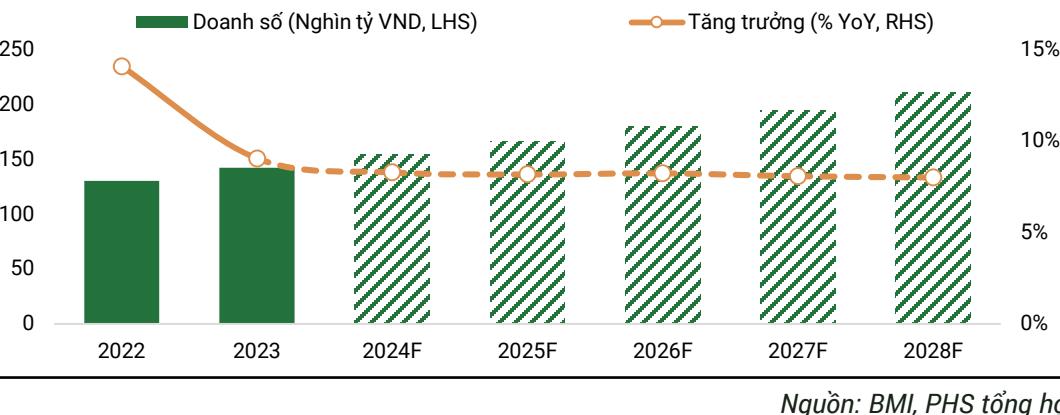
Nỗ lực hoàn thiện khuôn khổ pháp lý ngành dược, tháo gỡ các trở ngại về đấu thầu thuốc kênh bệnh viện và nguồn cung ứng dược phẩm tạo cơ hội cho ngành dược phẩm trong nước

Văn bản	Nội dung	Nhận xét
Luật số 44/2024/QH15	Sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Dược, cho phép loại hình kinh doanh thuốc theo phương thức thương mại điện tử có hiệu lực từ 01/07/2025	Việc bán lẻ thuốc online chỉ được áp dụng với thuốc không kê đơn, góp phần giúp người dân tiếp cận thuốc nhanh hơn, thúc đẩy tăng trưởng kênh OTC
Thông tư 07/2024/TT-BYT	Tạo ra một khung pháp lý trong đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập	Quy định về đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập đưa ra tiêu chuẩn về dây chuyền sản xuất khi tham gia vào các nhóm đấu thầu tạo lợi thế quan trọng cho các doanh nghiệp dược phẩm nội địa nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất cao tham gia đấu thầu vào nhóm có giá trị cao hơn
Thông tư 03/2024/TT-BYT	Ban hành danh mục 93 thuốc có ít nhất 03 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đáp ứng nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật theo quy định của Bộ Y tế và về chất lượng, giá, khả năng cung cấp	Tạo điều kiện thuận lợi hơn cho nhà đầu tư mua sắm đối với các thuốc sản xuất trong nước, đồng thời thúc đẩy ngành công nghiệp sản xuất thuốc tại Việt Nam.
Luật Đấu thầu số 22/2023/QH15	Quy định về quản lý nhà nước đối với hoạt động đấu thầu: Chỉ chào thầu thuốc xuất xứ trong nước khi có ít nhất 03 hãng trong nước sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đáp ứng nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và đáp ứng tiêu chí kỹ thuật theo quy định của Bộ Y tế và về chất lượng, giá, khả năng cung cấp	Gia tăng tính cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất thuốc trong nước sở hữu dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương
Quyết định 376/QĐ-TTg	Đặt ra mục tiêu tăng tỷ lệ sử dụng thuốc sản xuất nội địa đạt 75% vào năm 2025 và 80% vào năm 2030	Góp phần thúc đẩy tăng trưởng cho các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước

Nguồn: PHS tổng hợp

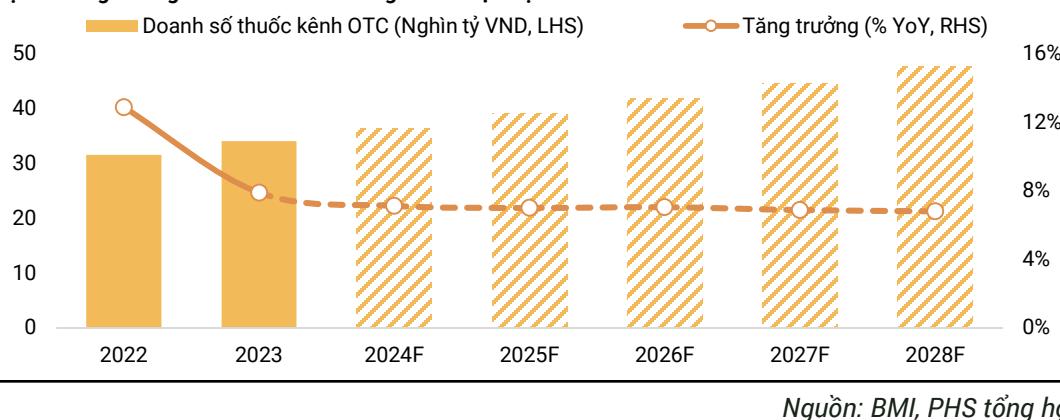
Theo BMI, ngành dược phẩm Việt Nam dự kiến tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép trong vòng 10 năm đạt 7.6%/năm

Dự báo tăng trưởng doanh số dược phẩm Việt Nam



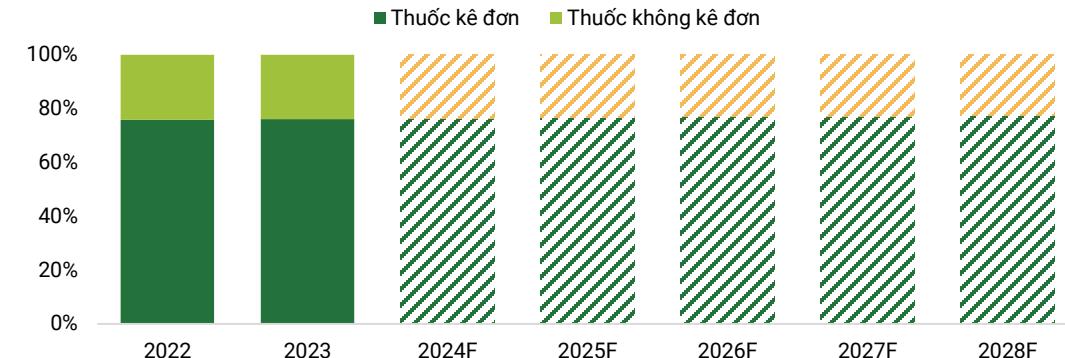
Quy mô thị trường thuốc OTC dự kiến tăng trưởng chậm hơn do thị trường đã bão hòa và cạnh tranh cao tại các nhà thuốc bán lẻ

Dự báo tăng trưởng doanh số thuốc không kê đơn tại Việt Nam



Thuốc kê đơn tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu ngành dược

Cơ cấu thị trường dược phẩm



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

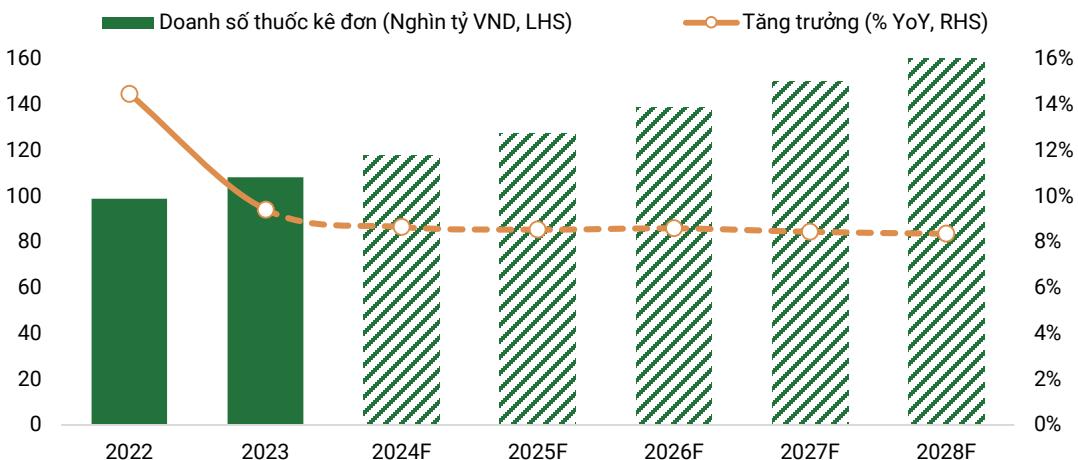
- Theo BMI, doanh số bán thuốc kê đơn OTC được kỳ vọng tăng trưởng chậm hơn so với thuốc kê đơn, dự kiến đạt 47 nghìn tỷ VND vào năm 2028F với tốc độ tăng trưởng kép đạt 6.4%/năm nhờ:

- (1) Nhóm sản phẩm vitamins, thực phẩm chức năng, dinh dưỡng thể thao có triển vọng tốt
 - (2) Sự mở rộng của các chuỗi nhà thuốc như Long Châu, Pharmacy, An Khang, Phượng Hoàng... góp phần cung cấp chuỗi cung ứng
 - (3) Luật Dược sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2025 cho phép kinh doanh thuốc trên sàn thương mại điện tử thúc đẩy doanh số bán thuốc không kê đơn.
- Tuy nhiên, thị trường thuốc không kê đơn có thể bị cản trở bởi:
 - (1) Nhu cầu thuốc kê đơn ngày càng tăng do mở rộng phạm vi bảo hiểm y tế;
 - (2) Bất cập về thuốc giả ảnh hưởng tiêu cực đến sự phát triển lành mạnh của thị trường dược phẩm.

Kênh ETC là động lực tăng trưởng chính của ngành dược phẩm Việt Nam

Theo BMI, quy mô thị trường thuốc kê đơn được dự báo tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép đạt 8.0%/năm

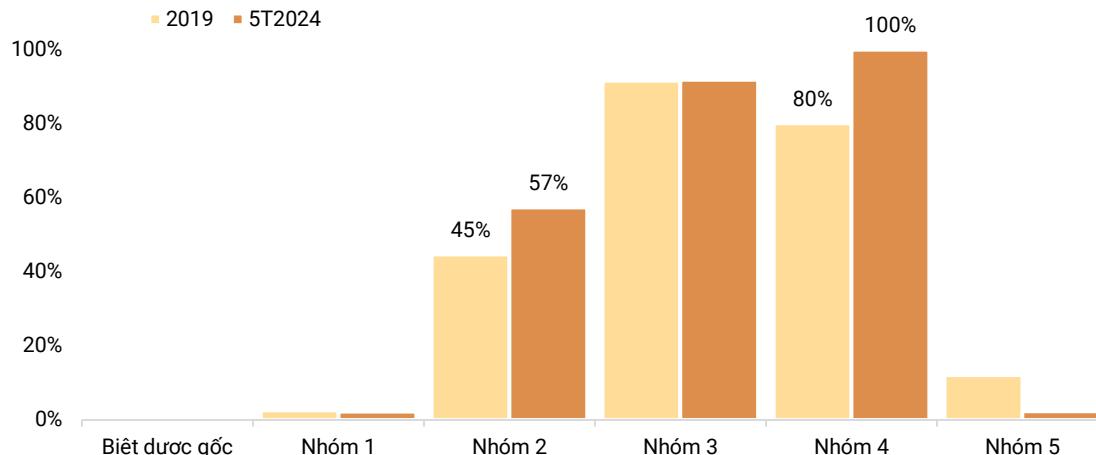
Dự báo tăng trưởng doanh số thuốc kê đơn tại Việt Nam



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Cuộc đua nâng cấp lên tiêu chuẩn sản xuất thuốc EU-GMP và các chính sách ưu tiên thuốc nội địa tạo cơ hội cho thuốc sản xuất trong nước còn nhiều dư địa để tăng trưởng tại nhóm 1 và nhóm 2

Tỷ lệ trung thầu thuốc nội địa tại kênh bệnh viện năm 2019 và 5T2024



Nguồn: DAV, PHS tổng hợp

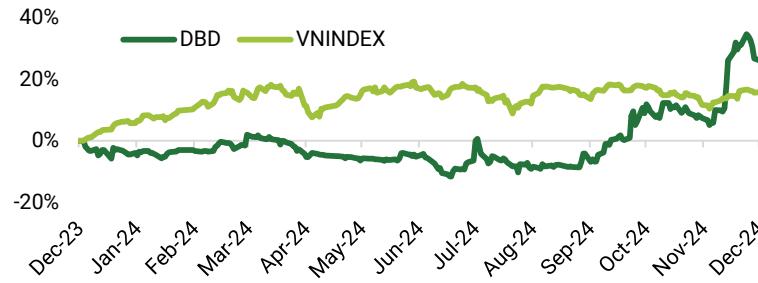
- Theo dữ liệu từ BMI, kênh ETC sẽ là động lực tăng trưởng chính của ngành dược phẩm Việt Nam với doanh số bán thuốc kê đơn dự kiến đạt 162 nghìn tỷ đồng vào năm 2028F với tốc độ tăng trưởng kép trong vòng 10 năm là 8.0%/năm nhờ:
 - (1) Nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng nhờ các yếu tố nhân khẩu học như già hóa dân số, tỷ lệ mắc bệnh mạn tính tăng, gia tăng bao phủ bảo hiểm y tế, gia tăng thu nhập;
 - (2) Nỗ lực hoàn thiện khuôn khổ pháp lý ngành dược của Chính phủ thông qua các thông tư chính sách tháo gỡ khó khăn trong đấu thầu thuốc kênh bệnh viện, ưu tiên sử dụng thuốc nội;
 - (3) Sự phát triển về cơ sở hạ tầng của các cơ sở y tế.
- Theo đó, thuốc kê đơn sẽ chiếm thị phần ngày càng tăng trên toàn thị trường, tăng dần từ mức 76.1% vào năm 2023 lên mức 77.4% vào năm 2028F.

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu		LNST		Doanh thu		LNST		Giá hợp lý (VND/cp)	Giá đóng cửa ngày 20/12 (VND/cp)	P/E	P/B	Tăng/ Giảm	Khuyến nghị
		Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)	Giá trị (tỷ đồng)	YoY (%)						
DƯỢC PHẨM	DBD	1,979	9.8%	339	21.0%	2,172	9.8%	337	-0.5%	68,000	59,800	16.0	2.8	14%	TĂNG TỶ TRỌNG
	IMP	2,391	10.7%	349	21.8%	2,651	10.9%	405	16.3%	41,800	48,300	21.0	3.4	-12%	BÁN

Chúng tôi chọn DBD dựa trên những triển vọng:

- (1) Quan điểm tích cực về ngành dược phẩm Việt Nam nhờ các yếu tố về nhân khẩu học, gia tăng thu nhập thúc đẩy nhu cầu về thuốc cùng các chính sách của Chính phủ ưu tiên sử dụng thuốc nội địa
- (2) DBD có lợi thế tăng trưởng bền vững và dài hạn nhờ danh mục sản phẩm dẫn đầu ngành (thuốc chống ung thư, dung dịch thẩm phân và thuốc kháng sinh) cùng kế hoạch xây dựng 2 nhà máy mới đạt chuẩn EU-GMP, góp phần tham gia đấu thầu tại kênh bệnh viện ở nhóm có giá trị cao

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	5,276.43
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	93.6
Free float (%)	83%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	359,489
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	60,200
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	39,500

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	289	309	325
Tăng trưởng EPS (%)	-17%	21%	-1%
Tăng trưởng BVPS (%)	-7.8%	15.9%	13.6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	46.4%	48.1%	48.3%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	14.1%	15.6%	15.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	15.6%	17.1%	15.5%

Luận điểm đầu tư

- Danh mục sản phẩm hấp dẫn và dẫn đầu ngành:** Thuốc kháng sinh, thuốc điều trị ung thư và dung dịch thẩm phân là 3 dòng nhóm điều trị chủ lực của DBD với tỷ trọng chiếm 65% tổng doanh thu. Chúng tôi kỳ vọng dư địa tăng trưởng dài hạn dành cho thuốc chống ung thư và dung dịch thẩm phân của DBD còn khá nhiều dựa trên (i) triển vọng giá tăng nhu cầu thuốc khi các căn bệnh này đang là gánh nặng rất lớn cho người dân Việt Nam, (ii) tham gia đấu thầu thuốc kênh ETC tại nhóm 1, 2 từ năm 2026 sau khi nhà máy thuốc chống ung thư Nhơn Hội được cấp tiêu chuẩn EU-GMP, (iii) giá thành sản phẩm của DBD cạnh tranh hơn so với các sản phẩm ngoại nhập, (iv) hợp tác với Crearene AG - Thụy Sĩ khẳng định vị thế dẫn đầu của DBD trong lĩnh vực điều trị chạy thận tại Việt Nam
- Đầu tư xây dựng các nhà máy mới đạt tiêu chuẩn EU-GMP tạo lợi thế tăng trưởng bền vững và dài hạn tại kênh ETC:** Trong giai đoạn 2024 – 2028, DBD có kế hoạch đầu tư xây dựng 2 nhà máy mới đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP tại Khu Kinh tế Nhơn Hội, gồm nhà máy sản xuất thuốc vô trùng thể tích nhỏ và nhà máy sản xuất thuốc rắn dạng uống (OSD) Non-Betalactam. Cùng với các chính sách khơi thông quy định đấu thầu thuốc và ưu tiên sử dụng thuốc nội địa tại kênh ETC của Chính phủ, chúng tôi kỳ vọng việc nâng cấp dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP sẽ giúp DBD nâng cao khả năng cạnh tranh, tham gia đấu thầu ở nhóm cao, từ đó hỗ trợ chiến lược mở rộng thị phần trong nước thông qua kênh ETC.
- Công ty dược phẩm số 1 tại Việt Nam về R&D:** Trong giai đoạn 2018 – 2023, DBD đã phát triển gần 100 sản phẩm mới và dự kiến sẽ được cấp thêm vào cuối năm 2024 hoặc đầu năm 2025 trong lĩnh vực thuốc điều trị ung thư nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường ngày càng cao và nâng cao vị thế cạnh tranh.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,559	1,555	1,652	1,802	1,979	2,172
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	189	244	269	280	339	337
EPS (VND/cổ phiếu)	3,283	3,252	3,596	2,995	3,624	3,605
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	19,797	18,097	19,134	17,634	20,444	23,233
ROE (%)	16.6%	18.0%	18.8%	17.0%	17.7%	15.5%
ROA (%)	12.1%	12.8%	13.5%	10.1%	10.0%	9.1%
P/E (x)	13.52	16.45	17.97	19.40	16.03	16.12
P/B (x)	2.02	2.96	3.05	3.29	2.84	2.50
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	1,500	N/A	2,000	N/A	N/A	N/A

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

“TIỀM NĂNG DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG TRONG
THỜI ĐẠI PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG”



Các doanh nghiệp niêm yết lĩnh vực cao su đã ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trở lại trong 9T24

9M24 ghi nhận tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành cao su về doanh thu thuần, lợi nhuận gộp và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐTS) lần lượt đạt 20%, 81% và 333% YoY. Các yếu tố thúc đẩy kết quả này bao gồm (i) giá bán cao su tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước và (ii) nguồn thu từ thanh lý cây cao su tăng mạnh

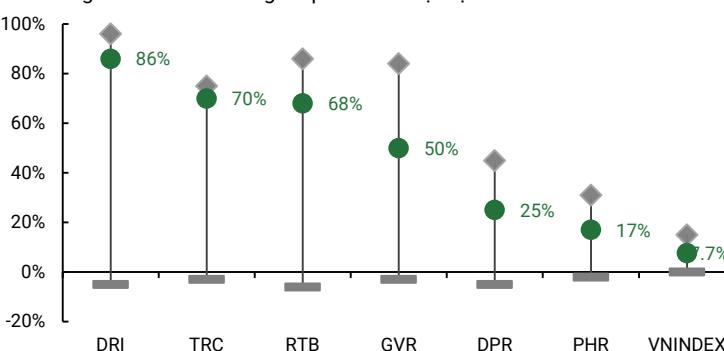
Mã	Vốn hóa (Tỷ VND)	Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 3Q24 (%)			Tăng trưởng so với cùng kỳ trong 9T24 (%)			Biên lợi nhuận thuần (%)		%ROE LTM	% ROA LTM
		Doanh thu	LNG	LNST -CĐTS	Doanh thu	LNG	LNST -CĐTS	3Q24	9T24	3Q24	3Q24
DRI	968	53%	140%	265%	9%	19%	65%	29.10%	22.40%	19.30%	16.30%
TRC	1,509	29%	227%	483%	32%	195%	399%	33.10%	22.20%	8.90%	7.50%
RTB	2,383	2%	107%	1049%	15%	86%	81%	37.80%	41.30%	17.70%	10.00%
GVR	124,400	24%	29%	202%	17%	22%	58%	14.50%	16.00%	6.70%	4.40%
DPR	3,328	22%	29%	19%	25%	29%	40%	17.60%	26.40%	10.50%	5.90%
PHR	7,371	-9%	-44%	-19%	13%	-12%	-50%	25.30%	25.10%	10.30%	6.40%
Trung bình		20%	81%	333%	19%	57%	99%	26.2%	25.6%	12.2%	8.4%
Trung vị		23%	68%	234%	16%	26%	62%	27.2%	23.8%	10.4%	7.0%

Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 16/12/2024

Kể từ đầu năm 2024, cổ phiếu ngành cao su thiên nhiên đã tăng mạnh mẽ nhờ vào triển vọng tích cực

Biến động giá các cổ phiếu từ 02/01/24 - 16/12/24

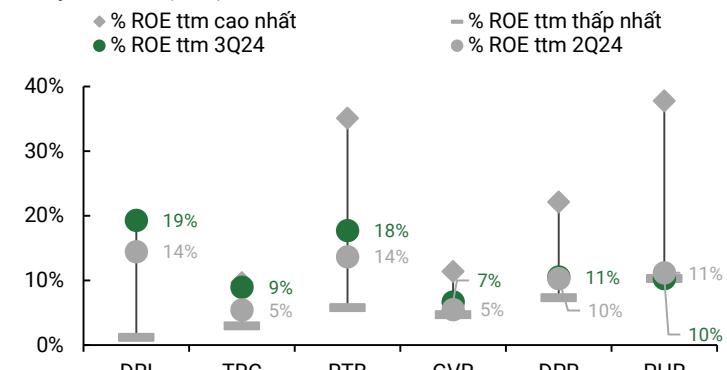
◆ % tăng cao nhất - % tăng thấp nhất ● Hiện tại



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

Tỷ suất % ROE LTM 3Q24 của đa số doanh nghiệp cao su tiếp tục được cải thiện trên cả QoQ và YoY

% Tỷ suất ROE (LTM) từ 1Q17 - 3Q24

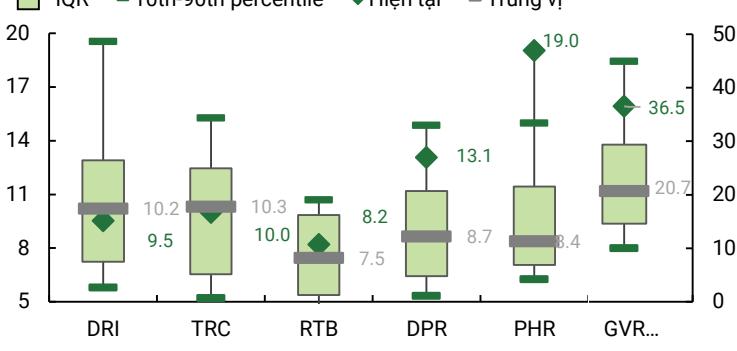


Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu ngày 16/12/2024

Doanh nghiệp giao dịch tại biên trên vùng định giá P/E đang phản ánh sự kỳ vọng đối với tăng trưởng nhóm ngành

Định giá P/E trượt từ 2014/(niêm yết) - nay

■ IQR ■ 10th-90th percentile ■ Hiện tại ■ Trung vị



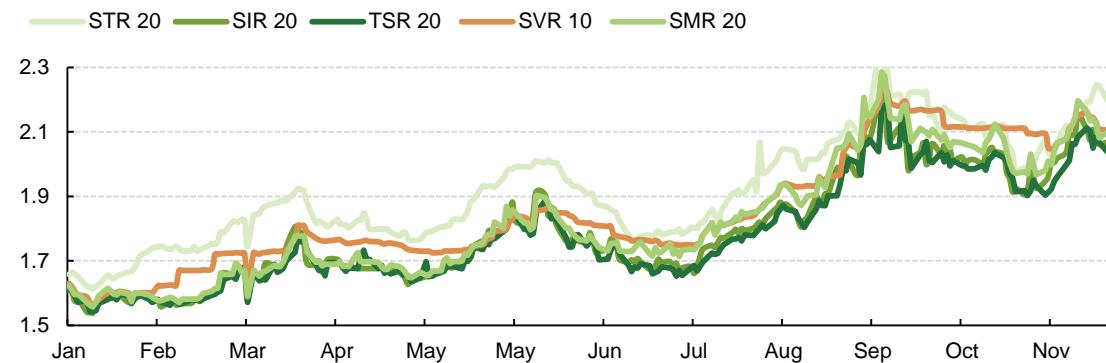
Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Sự cải thiện này đến từ giá cao su neo cao tại mức đỉnh trong vòng 05 năm qua

Giá cao su các loại TSR tại thị trường Đông Nam Á đã có bước nhảy vọt từ tháng 08/24 và duy trì ở mức cao đến hiện tại. Kỳ vọng mức giá sẽ tiếp tục ổn định cho đến ít nhất 1H25

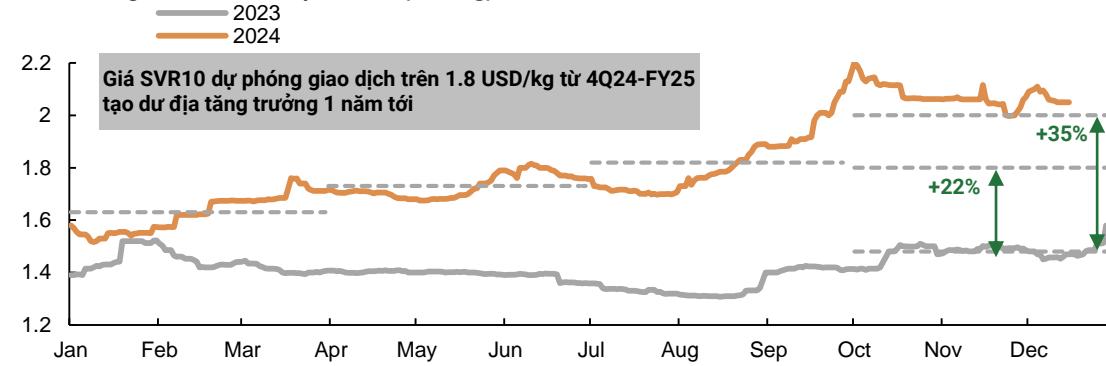
Giá cao su TSR tại các thị trường trong 2024 (USD/kg)



Nguồn: PHS tổng hợp; (*) TSR - Loại cao su định chuẩn kỹ thuật. Nguồn gốc sản xuất thường được ký hiệu như sau STR (Thái Lan), SIR (Indonesia), SVR (Việt Nam), SMR (Malaysia), v.v.

SVR10 giao dịch trên 1.8 USD/kg từ 4Q24-FY25 sẽ tạo dư địa tăng trưởng các quý tới, đặc biệt trong 4Q24 và 1H25 do mức nền thấp cùng kỳ

Điều biến giá bán cao su loại SVR 10 (USD/kg)

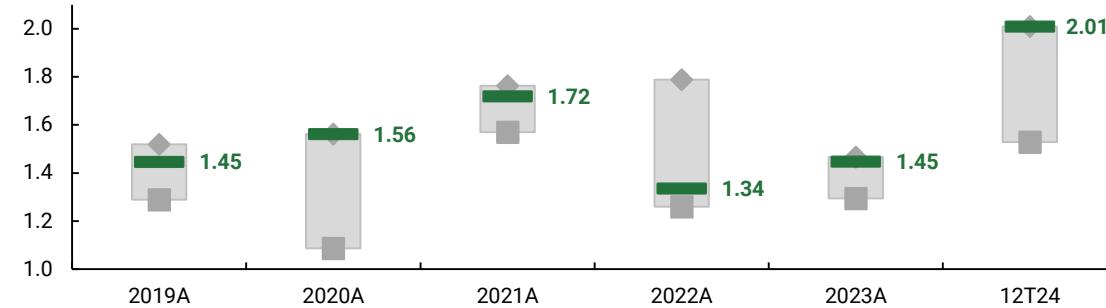


Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 16/12/2024

2024 ghi nhận mức biến động giá tốt nhất của cao su TSR20 trong 05 năm qua do (i) Nguồn cung gián đoạn vì ảnh hưởng thời tiết mưa bão và (ii) Sự phục hồi ngành công nghiệp ô tô

Biến động giá bình quân theo tháng TSR20 (USD/kg)

◆ Giá bình quân tháng cao nhất ■ Giá bình quân trong tháng 12 □ Giá bình quân tháng thấp nhất



Nguồn: PHS tổng hợp, Dữ liệu cập nhật ngày 16/12/2024

- Thị trường cao su Việt Nam, với biến động giá SVR10 (loại cao su phổ biến trong nước) và giá xuất khẩu đồng pha với Đông Nam Á, được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ xu hướng tăng giá, tạo điều kiện tăng trưởng thuận lợi cho các doanh nghiệp trong giai đoạn 4Q24 – FY26.
- Nhóm ngành cao su được dự báo sẽ duy trì khả năng tăng trưởng lợi nhuận mạnh nhờ vào kỳ vọng giá bán trong 4Q24-2Q25 tăng trưởng ở mức 02 chữ số so với cùng kỳ. Với giá định giá bán bình quân theo quý loại SVR10 giai đoạn 4Q24F - 2Q25F tại 1.8 USD/kg (45,600 VND/kg) mức tăng trưởng giá bán so với quý cùng kỳ ghi nhận 22% YoY/ 11% YoY/ 4% YoY. Bảng giá định tăng trưởng giá bán từ 4Q24F – 3Q25F cao so SVR10:

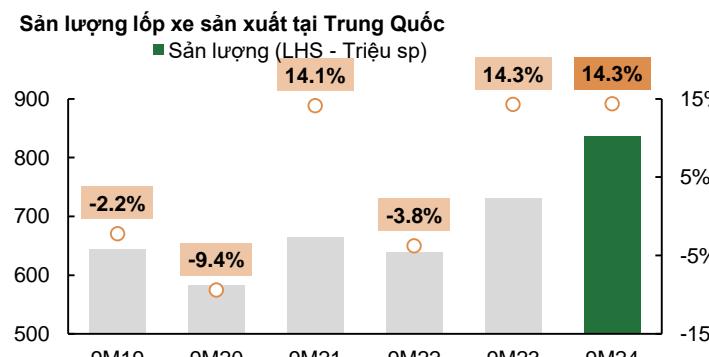
Kịch bản	Giá bình quân quý SVR10 (USD/kg)	% Tăng trưởng giá bán so với cùng kỳ (YoY)			
		4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
Tích cực	2.0	+35%	+23%	+16%	+10%
Cơ sở	1.8	+22%	+11%	+4%	(-1%)
Tiêu cực	1.5	+2%	(-8%)	(-13%)	(-18%)

Triển vọng ngành – Kỳ vọng giá cao su neo cao trong 4Q24-FY26, thúc đẩy bởi ngành công nghiệp ô tô

Các yếu tố tác động ngành cao su thiên nhiên trong giai đoạn 4Q24-FY26

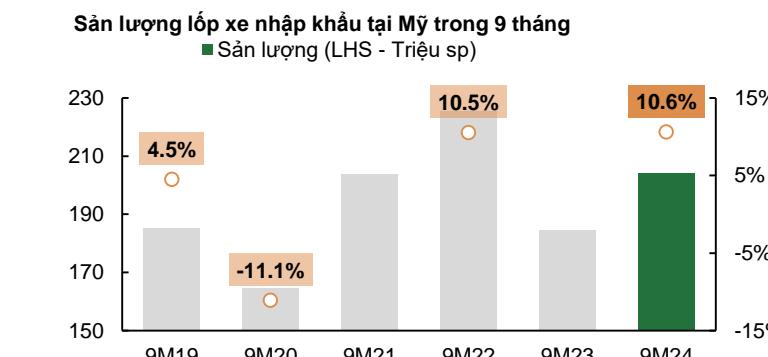
Kịch bản	Giá bán bình quân quý	Các yếu tố tác động
Tích cực	> 2.0 USD/kg	<ul style="list-style-type: none"> 1. Nền kinh tế phục hồi tốt hơn với việc giảm lãi suất, hỗ trợ từ ngân hàng TW, kích thích tiêu dùng tăng trưởng trở lại. 2. Hoạt động sản xuất được đẩy mạnh nhằm đưa hàng hóa vào thị trường trước khi (i) các mức thuế suất mới có hiệu lực và (ii) EUDR có hiệu lực từ cuối 2025. Vừa qua, Thái Lan tăng cường xuất khẩu lốp xe tải và buýt vào Mỹ với sản lượng 9T24 tăng +26% YoY, trước khi bị Bộ Thương mại Mỹ công bố áp thuế nhập khẩu từ 12.33% - 48.39% vào tháng 10/24.
Cơ sở	1.8 – 2.0 USD/kg	<ul style="list-style-type: none"> 1. Ảnh hưởng từ thời tiết mưa bão dài dẫn đến suy giảm nguồn cung về mặt tự nhiên trong 4Q24 – 1H25; sau đó chuỗi cung ứng tiếp tục ảnh hưởng bởi EUDR có thể áp dụng từ 2H25: Với các yêu cầu nghiêm ngặt (khả năng truy xuất nguồn gốc rừng và yêu cầu về phát triển bền vững) đi kèm trách nhiệm giải trình của chuỗi hành trình sản phẩm sẽ gây hạn chế khả năng cung ứng sản phẩm vào EU. Điều này có thể làm gián đoạn 15-20% cung ứng cao su toàn cầu (Trong đó 8-10% tác động trực tiếp đến nguyên liệu nhập khẩu tại EU và phần còn dành cho các sản phẩm chế biến từ nguyên liệu cao su phục vụ xuất khẩu vào EU) 2. Ngành công nghiệp ô tô tiếp tục duy trì tốc độ sản xuất và phục hồi tiêu thụ như giai đoạn 9T24. Đến tháng 12/2024, tỷ lệ hoạt động của các doanh nghiệp sản xuất lốp xe bán thép tại Trung Quốc tiếp tục đạt mức 80%, cao nhất trong 05 năm qua, cho thấy nhu cầu sử dụng nguyên liệu vẫn được duy trì cho đến ít nhất 1H25. 3. Sự phát triển lốp xe chuyên dụng dành cho ô tô điện – Nhân tố mới thúc đẩy giá tăng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu khi: Lốp xe điện vừa phải chịu tải nặng hơn; tốc độ nhanh hơn và độ mòn lớn hơn sẽ yêu cầu sự thay đổi tỷ lệ thành phần cao su sản xuất. Các đặc tính kỹ thuật đặc trưng của cao su thiên nhiên (về độ đàn hồi; khả năng chịu nhiệt; sự chống phân mảnh và độ bền vượt trội so với cao su nhân tạo) sẽ phù hợp với yêu cầu của loại lốp mới và kỳ vọng được sử dụng nhiều hơn
Tiêu cực	1.5 – 1.8 USD/kg	<ul style="list-style-type: none"> 1. Hiện tượng La-nina diễn ra với cường độ nhẹ hơn so với dự báo vào 4Q24 giúp cho nguồn cung cao su được cải thiện tốt hơn trong giai đoạn cuối năm. 2. Malaysia đang soạn kế hoạch tái kích hoạt vùng trồng cao su có diện tích 420,000 ha, cung ứng khoảng 585,000 tấn cao su mỗi năm. Dự kiến năm 2025, chính phủ sẽ thực hiện kế hoạch này. 3. Ngành công nghiệp ô tô đình trệ sản xuất để chờ các quy định thương mại, trừngh phạt mới từ 2025.

Sản lượng sản xuất lốp xe tại Trung Quốc duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 10M24



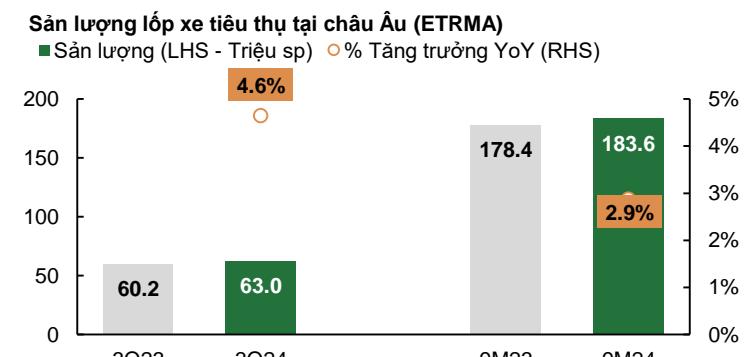
Nguồn: China NBS, PHS tổng hợp

9T24 Sản lượng lốp xe nhập khẩu vào thị trường Mỹ tăng trưởng mạnh với 203.92 triệu sản phẩm (+10.5% YoY)



Nguồn: International Trade Center, HS 4011, PHS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ lốp xe trong 9T24 (Replacement tyre) tăng trưởng (+2.9% YoY) với 183.5 triệu lốp - theo ETRMA

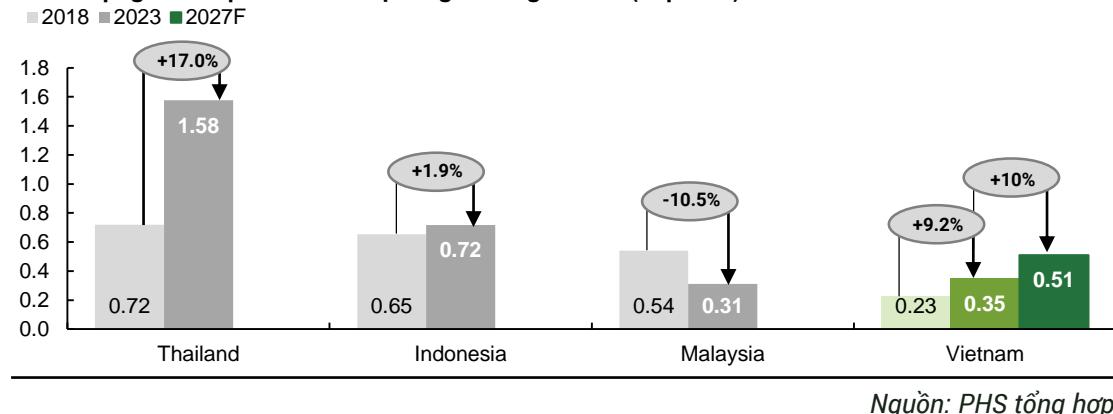


Nguồn: Báo cáo công bố ETRMA, PHS tổng hợp

Triển vọng ngành - Nhu cầu tiêu thụ trong nước dự báo tăng mạnh nhờ ngành công nghiệp phụ trợ phát triển

Tiêu thụ cao su nội địa tại Việt Nam đang ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh so với khu vực đến từ sự chuyển dịch đầu tư của các đơn vị sản xuất lốp xe toàn cầu tại đây

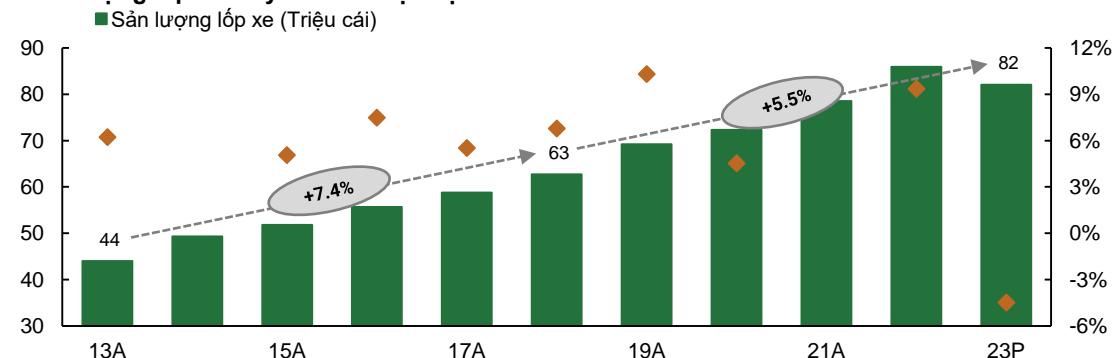
Sản lượng tiêu thụ cao su các quốc gia Đông Nam Á (triệu tấn)



Nguồn: PHS tổng hợp

Sản lượng lốp xe máy sản xuất được kỳ vọng duy trì trên 80 triệu lốp xe mỗi năm

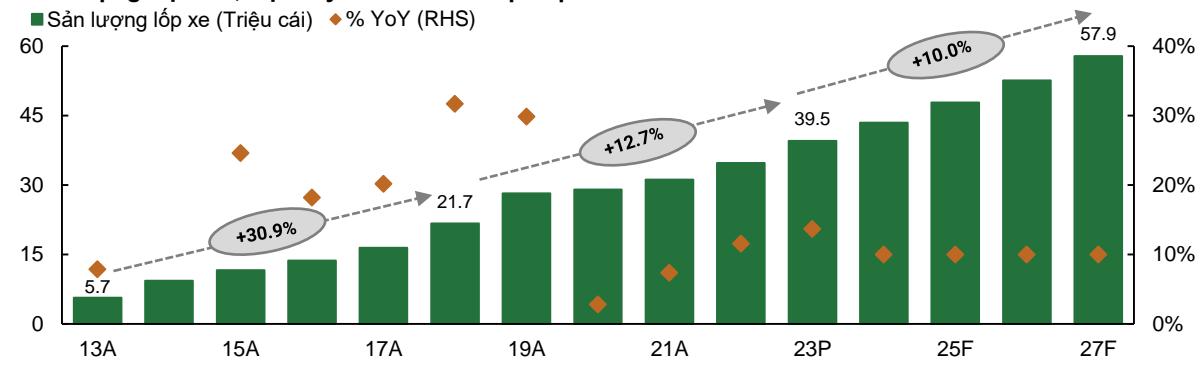
Sản lượng lốp xe máy sản xuất tại Việt Nam



Nguồn: Vietnam GSO, PHS tổng hợp

Mở rộng đầu tư liên tục của các đơn vị lốp xe toàn cầu đã thúc đẩy tăng trưởng sản xuất lốp tại Việt Nam, kỳ vọng FY24-FY27 sản lượng sản xuất tiếp tục tăng trưởng trên 10% mỗi năm

Sản lượng lốp ô tô, lốp máy kéo sản xuất tại Việt Nam



Nguồn: Vietnam GSO, PHS tổng hợp và dự phóng

- **Giai đoạn FY18- FY23, sản lượng tiêu thụ cao su nội địa đạt CAGR 9.2% với 0.35 triệu tấn cao su được tiêu thụ vào năm 2023.** Tiến trình tăng trưởng được thúc đẩy bởi sự phát triển của ngành công nghiệp phụ trợ trong nước, đặc biệt là lĩnh vực sản xuất lốp xe ô tô/máy kéo và lốp xe gắn máy để (i) phục vụ thị trường xuất khẩu và (ii) lĩnh vực sản xuất lắp ráp xe trong nước:
- **Ước tính tiêu thụ cao su nội địa tại Việt Nam giai đoạn FY24 – FY27 sẽ duy trì CAGR từ 10% trở lên và tăng sản lượng tiêu thụ trên mức 0.5 triệu tấn/năm từ năm 2027.** Khi các dự án được đầu tư mới và mở rộng trong lĩnh vực lốp xe giai đoạn FY21 – FY23 có tổng công suất thiết kế ước tính khoảng 40 triệu sản phẩm/năm (gấp 1.38 lần sản lượng sản xuất lốp xe ô tô tại Việt Nam trong năm 2020) sẽ hoạt động và kỳ vọng đạt công suất tối đa giai đoạn này.
- **Năm 2024, tiếp tục ghi nhận đầu tư mở rộng của các dự án sản xuất lốp xe lớn:**
 - **Shandong Haohua Tyre:** Sau khi đầu tư 500 triệu USD vào 09/23 và vừa được khánh thành trong 12/24, doanh nghiệp này tiếp tục đầu tư 280 triệu USD để thực hiện giai đoạn 02 với công suất 10 triệu lốp xe, nâng tổng công suất sản xuất lên 24.4 triệu lốp xe khi hoàn thành.
 - **Kumho Tire:** Sẽ tăng công suất giai đoạn 3 thêm 05 triệu lốp xe với dòng vốn đăng ký tăng thêm 300 triệu USD, nâng tổng công suất sản xuất từ 13 lên 18 triệu lốp xe/năm.

Triển vọng ngành - Căng thẳng thương mại đã tạo ra dòng chuyển dịch đầu tư lĩnh vực sắm lốp tại Việt Nam

Sự chuyển dịch đầu tư lĩnh vực lốp xe tại Việt Nam được thể hiện rõ nét trong giai đoạn 21A-23A và đang được tiếp tục đẩy mạnh trong năm 2024, đặc biệt là các doanh nghiệp từ Trung Quốc

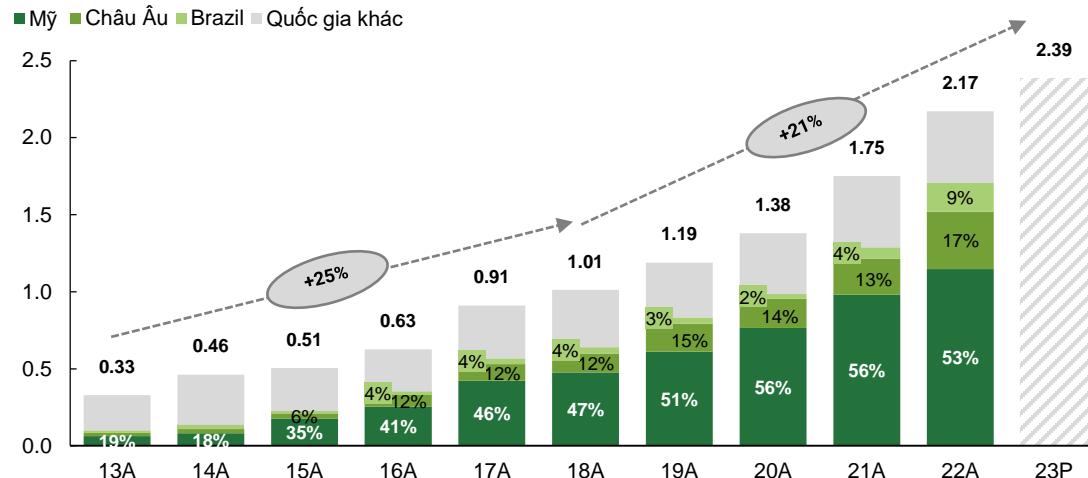
Xếp hạng toàn cầu *	Doanh nghiệp	Quốc gia	Vị trí	Giai đoạn	Năm đầu tư/ thực hiện dự án	Công suất (triệu lốp/năm)	Vốn đầu tư (Triệu USD)	Nhận định/ thông tin về các dự án đầu tư mới của các đơn vị sản xuất lốp xe tại Việt Nam
1	Camso (Michelin)	Pháp	Bình Dương		2016	-	48	
2	Bridgestone Vietnam	Nhật Bản	Hải Phòng		2014	-	575	
3 & 12	A.C.T.R Co.Ltd (Goodyear Tire & Sailun Group)	Mỹ và Trung Quốc	Tây Ninh	Giai đoạn 1	2019	2.40	280	
				Tăng vốn	2020	-	138	
16	Kumho Tire	Hàn Quốc	Bình Dương	Giai đoạn 1 & 2	2008	4.40	200	
				Giai đoạn 3	2021	8.10	305	- Dự án Nhà máy lốp xe Kumho Tire giai đoạn 3 tại được đầu tư 305 triệu USD ⁽¹⁾ vào năm 2021 và kỳ vọng sau khi hoàn thành việc mở rộng sẽ sản xuất ít nhất 9.3 triệu lốp xe mỗi năm tại Việt Nam.
				Giai đoạn 3 mở rộng	2024	5	300	- Năm 2024, công suất nhà máy sẽ được nâng lên 12,5 triệu lốp ⁽²⁾ gấp 03 lần sản lượng năm 2021 (Công suất tăng thêm ước tính tương đương 20% sản lượng lốp ô tô Việt Nam sản xuất năm 2023)
				Giai đoạn 1 & 2	2013	11.20	-	- Tháng 11/2024, Ban lãnh đạo đã chia sẻ về việc mở rộng giai đoạn 3 của nhà máy thêm 05 triệu lốp xe, dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2026 và nâng tổng công suất nhà máy đạt 18 triệu lốp xe/năm. ⁽³⁾
12	Sailun Group	Trung Quốc	Tây Ninh	Giai đoạn 3	2021	7.40	460	Tình hình kinh doanh toàn cầu được cải thiện năm 2024 và sự kỳ vọng vào sự phục hồi kinh tế giai đoạn mới, tiến trình mở rộng sản xuất với quy mô lớn của các đơn vị lốp xe toàn cầu đang tiếp tục được đẩy mạnh tại Việt Nam trong 9T24:
				Dự kiến tăng vốn	2024	-	200	
24	Kenda Rubber Industrial	Đài Loan	Đồng Nai	Giai đoạn 1	2017	16.50	216	- Tập đoàn Sailun cam kết sẽ đầu tư thêm 200 triệu USD tại Việt Nam ⁽⁴⁾
				Tăng vốn	2024	n/a	80	- Kenda tăng vốn 80 triệu USD ⁽⁵⁾ ; sau khi mở rộng giai đoạn 2 năm 2023 và hoạt động hết công suất
30	Guizhou Tyre (Advance Vietnam)	Trung Quốc	Tiền Giang	Giai đoạn 1	2020	1.20	214	- Lốp Advance (Guizhou Tyre) sẽ tiếp tục tăng công suất thêm 6 triệu lốp với vốn đầu tư ước tính khoảng 227 triệu USD ⁽⁶⁾ .
				Giai đoạn 2	2023	0.95	174	
34	Shandong Haohua Tyre	Trung Quốc	Bình Phước	Giai đoạn 3	2024	6.00	227	
				Đầu tư mới	2023	14.40	500	- Tháng 09/2023 dự án Nhà máy Sản xuất lốp xe Haohua đã được đầu tư 500 triệu USD tại Bình Phước với công suất 14.4 triệu sản phẩm/năm (tương đương 36% sản lượng lốp xe ô tô Việt Nam sản xuất năm 2023) với thời gian dự kiến hoạt động từ năm 2025. Theo kế hoạch ⁽⁷⁾ khi đi vào hoạt động nhà máy sẽ tiêu thụ gần 97 nghìn tấn cao su thiên nhiên mỗi năm tại địa phương . - Tháng 12/24, nhà máy đã khánh thành giai đoạn 1 và doanh nghiệp này tiếp tục đầu tư 280 triệu USD để thực hiện giai đoạn 02 với công suất 10 triệu lốp xe, nâng tổng công suất lên 24.4 triệu lốp xe/năm ⁽⁸⁾
45	Shandong Jinyu Tire	Trung Quốc	Tây Ninh	Giai đoạn 1 & 2	2020	2.00	300	
				Tăng vốn	2021	-	312	
				Giai đoạn 3	2023	3.00	-	
				Giai đoạn 4 & 5	2025	7.00	-	
Cofe Tire				Đầu tư mới	2022	0.96	64	

Triển vọng ngành - Căng thẳng thương mại đã tạo ra dòng chuyển dịch đầu tư lĩnh vực sắm lốp tại Việt Nam

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Mỹ, Châu Âu và Brazil là thị trường xuất khẩu chủ lực của lĩnh vực lốp xe Việt Nam với CAGR giai đoạn 18A-22A lần lượt đạt 25%; 32% và 45%

Giá trị xuất khẩu sản phẩm lốp xe của Việt Nam theo thị trường (Tỷ USD)

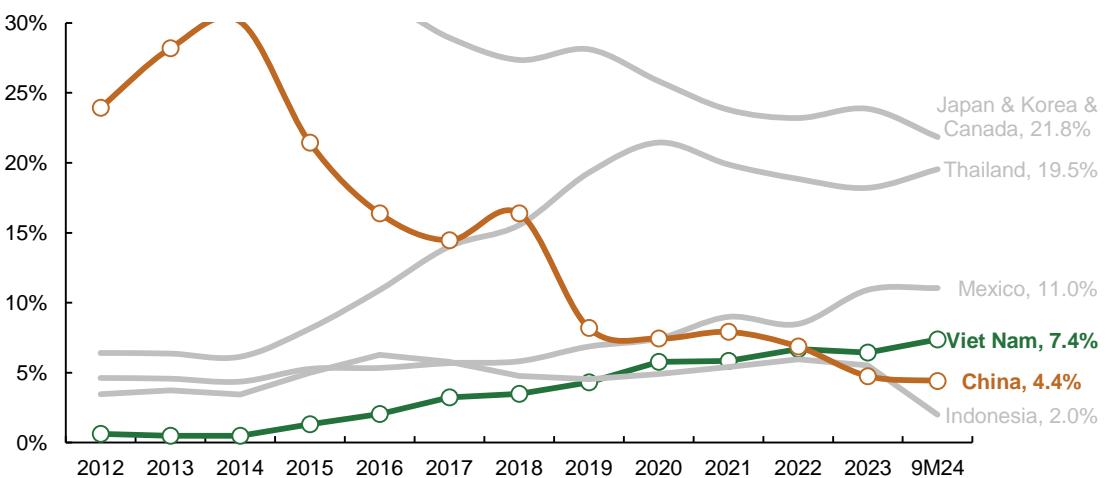


Nguồn: International Trade Center, HS code 4011, PHS tổng hợp

- Trong vòng 01 thập kỷ qua (FY13 – FY23) giá trị xuất khẩu lốp xe của Việt Nam duy trì tốc độ tăng trưởng cao với CAGR trên 20% nhờ vào sự chuyển dịch đầu tư của hàng loạt đơn vị lốp xe lớn của thế giới (Michelin, Bridgestone, Kumho Tire, Goodyear Tire, Sailun, Haohua, v.v.). Trong đó, Mỹ đang là thị trường chủ lực của Việt Nam khi chiếm đến trên 53% giá trị xuất khẩu lốp xe.
- Việt Nam và Thái Lan là hai quốc gia hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch đầu tư lĩnh vực lốp xe khi căng thẳng thương mại của Mỹ và Trung Quốc ngày càng leo thang**, nhờ vào lợi thế (i) khả năng cung ứng nguyên liệu cao su thiên nhiên dồi dào và (ii) chi phí vận hành cạnh tranh.
- Việt Nam đang là quốc gia có giá trị xuất khẩu lốp xe vào Hoa Kỳ (HS 4011) tăng trưởng cao nhất với CAGR giai đoạn FY13 – FY23 đạt 32.9%**, so với tỷ suất tăng trưởng 14.2% của Thái Lan; 12.2% của Mexico và vượt xa mức tăng trưởng khiêm tốn 2.8% của tổng giá trị nhập khẩu lốp xe toàn thị trường Mỹ trong cùng giai đoạn.
- Đà tăng trưởng tiếp tục duy trì đến hiện tại** - Trong 9 tháng đầu năm 2024, giá trị nhập khẩu lốp xe tại Mỹ đạt 15 tỷ USD, tăng 4.1% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, giá trị lốp xe từ Việt Nam tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 25.8% so với cùng kỳ, đồng thời cải thiện thị phần nhập khẩu từ 6.4% năm 2023 lên 7.4% trong 9M24.

Trung Quốc và thị trường sản xuất lốp tiên tiến như Hàn Quốc, Nhật Bản đang suy giảm thị phần xuất khẩu đến Mỹ, thay thế bởi các nước đang phát triển Thái Lan, Mexico và Việt Nam

% Thị phần nhập khẩu lốp xe (HS 4011) tại Mỹ phân loại theo thị trường



Nguồn: International Trade Center, HS code 4011, PHS tổng hợp

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Triển vọng ngành - Kỳ vọng sự chuyển dịch chuyển vẫn tiếp diễn tại Việt Nam

Sự chuyển dịch đầu tư lĩnh vực lốp xe dự báo sẽ được duy trì trong tương lai khi môi trường sản xuất tại Việt Nam đang đáp ứng được các yêu cầu:

(1) **Khả năng cung ứng nguyên liệu bền vững và đạt tiêu chuẩn:**

- Để phục vụ cho thị trường châu Âu khi EUDR được áp dụng vào cuối năm 2025, Việt Nam hiện cũng đang có gần 124 nghìn ha diện tích rừng cao su (Chiếm gần 14% tổng diện tích cao su cả nước năm 2023 là 910 nghìn ha) được cấp chứng chỉ rừng bền vững, chủ yếu tại các địa phương vùng Đông Nam Bộ, Tây Nguyên và trực thuộc các doanh nghiệp của Tập đoàn cao su Việt Nam - Theo dữ liệu công bố từ Văn phòng chứng chỉ Quản lý rừng bền vững Việt Nam (Vietnam Forest Certification Office – VFCO)

(2) **Hoạt động thương mại, xuất khẩu các sản phẩm cao su tại Việt Nam có lợi thế lớn trong giai đoạn căng thẳng thương mại. Đặc biệt là hiệp định EVFTA với 27 thành viên Liên Minh châu Âu.**

- Việt Nam được dự báo có thể cung ứng cao su thô duy trì từ 1.2-1.5 triệu tấn/năm giai đoạn 2024F-2030F. Trong khi các nông trường lớn khác như Malaysia và Indonesia bị suy giảm sản lượng khai thác mạnh do dịch bệnh, chuyển đổi hình thức kinh tế.
- Bên cạnh đó, nguồn nguyên liệu trong nước còn được nhập khẩu bổ sung từ Lào và Cambodia. Với một số nông trường lớn tại 02 quốc gia này được khai thác và vận hành bởi các thành viên của Tập đoàn cao su Việt Nam.

(1) **Khả năng cung ứng nguyên liệu bền vững và đạt tiêu chuẩn**



(2) **Hoạt động thương mại, xuất khẩu các sản phẩm cao su tại Việt Nam có lợi thế lớn trong giai đoạn căng thẳng thương mại**



Doanh nghiệp đạt các quy chuẩn bền vững sẽ có lợi thế kinh doanh khi các thị trường xuất khẩu ban hành quy định nghiêm ngặt hơn – Danh sách các doanh nghiệp được cấp chứng nhận PEFC/VFCS lĩnh vực rừng cao su tại Việt Nam

STT	Tên tổ chức được cấp chứng nhận	Tỉnh	Diện tích (ha)
1	Công ty CP Cao su Bà Rịa (UpCOM: BRR)	Bà Rịa - Vũng Tàu	4,468.7
2	Công ty CP Cao su Phước Hoà (HSX: PHR)	Bình Dương	2,791.6
3	Công ty TNHH MTV Cao su Đầu Tiếng	Bình Dương	8,000.0
4	Công ty CP Lâm nghiệp Hòa Phát Bình Phước	Bình Phước	2,853.5
5	Công ty TNHH MTV Cao su Lộc Ninh	Bình Phước	7,099.4
6	Công ty CP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)	Bình Phước	10,297.2
7	Công ty TNHH MTV Cao su Bình Long	Bình Phước	14,856.2
8	Công ty TNHH MTV Cao su Phú Riềng	Bình Phước	17,338.5
9	Công ty TNHH MTV Cao su Bình Thuận	Bình Thuận	5,120.0
10	Tổng Công ty Cao su Đồng Nai	Đồng Nai	11,035.4
11	Công ty TNHH MTV Cao su Chư Sê	Gia Lai	5,357.5
12	Công ty TNHH Cao su ChuProng	Gia Lai	5,759.6
13	Công ty TNHH MTV Cao su ChuPah	Gia Lai	6,130.7
14	Công ty TNHH MTV Cao su Mang Yang	Gia Lai	7,437.1
15	Công ty CP Cao su Sa Thầy	Kon Tum	1,736.1
16	Công ty TNHH MTV Cao su Kon Tum	Kon Tum	2,105.2
17	Công ty CP Cao su Tân Biên (UpCOM: RTB)	Tây Ninh	4,426.1
18	Công ty CP Cao su Tây Ninh (HSX: TRC)	Tây Ninh	7,114.8
			123,927.6

Bảng tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị ngành Bất động sản Khu công nghiệp

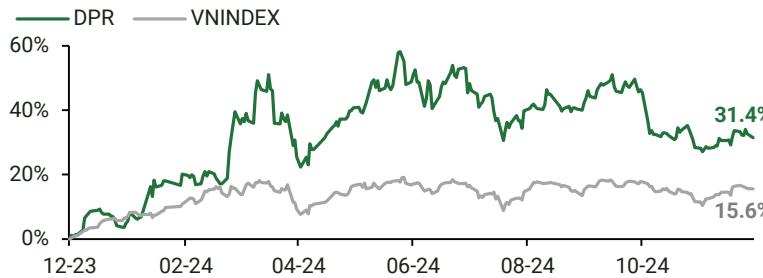
Mã	Sàn	Giá hiện tại (VND/cp)	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng/ giảm (%) (**)	% Tăng trưởng doanh thu			% Tăng trưởng LNST - CĐTS			P/E			P/B			% ROE		
						2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
DRI	UpCOM	13,200	TĂNG TỶ TRỌNG	15,100	14.3%	12.7%	5.6%	2.5%	62.9%	5.3%	-0.3%	8.41x	7.60x	7.63x	1.65x	1.49x	1.37x	21.3%	20.5%	18.6%
DPR	HSX	38,300	TĂNG TỶ TRỌNG	43,500	13.5%	31.3%	5.3%	-1.2%	40.8%	1.3%	-6.1%	11.19x	11.13x	11.95x	1.01x	0.96x	0.92x	11.3%	10.7%	9.6%

Doanh nghiệp niêm yết ngành cao su thiên nhiên đang đứng trước triển vọng tăng trưởng mạnh giai đoạn 4Q24 – 2026, đến từ 03 yếu tố chính:

- Tiềm năng gia tăng nhu cầu tiêu thụ nguyên liệu cao su trong nước thông qua sự phát triển của ngành công nghiệp ô tô, đặc biệt là sự chuyển dịch đầu tư của các nhà máy sản xuất lốp xe hàng đầu thế giới đến Việt Nam. Đánh giá sơ bộ cho thấy các doanh nghiệp đầu ngành như GVR và các công ty đã hoàn tất chứng nhận rừng bền vững tại khu vực Bình Dương, Tây Ninh, và Bình Phước (DPR, PHR, TRC, RTB) sẽ có tiềm năng gia tăng sản lượng tiêu thụ và mở rộng tệp khách hàng nhờ vào làn sóng đầu tư của các nhà sản xuất lốp xe lớn, phục vụ thị trường xuất khẩu.
- Dự phóng giá SVR10 giữ ở mức cao trên 1.8 USD/kg (> 45 triệu VND/tấn) giúp các doanh nghiệp cao su duy trì nhịp tăng trưởng đến ít nhất 1H25.
- Cơ hội dành cho các doanh nghiệp đã hoàn tất các chứng chỉ bền vững với các doanh nghiệp ngoài tiềm năng mở rộng tệp khách hàng sản xuất phục vụ thị trường xuất khẩu EU, còn có thể hưởng lợi khi cao su đạt chuẩn EUDR có giá bán cao hơn 10% - 30% so với sản phẩm thường.

Với các triển vọng tích cực để cập trên, chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với 02 cổ phiếu là HSX: DPR; UpCOM: DRI; các doanh nghiệp cao su còn lại với mô hình kinh doanh đa lĩnh vực (Bất động sản khu công nghiệp; đầu tư tài chính; v.v) chúng tôi cần phải thu thập thêm các thông tin để có các đánh giá chi tiết.

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	3,323
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	86.9
Free float (%)	43%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	394,729
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	46,050
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	29,100

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	42.4%	0.6%	-6.9%
Tăng trưởng BVPS (%)	7.3%	5.7%	4.7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	32.7%	32.7%	30.3%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	22.6%	22.6%	20.2%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	26.2%	26.2%	26.2%

Luận điểm đầu tư

1. Tiềm năng hưởng lợi từ cả 02 yếu tố đến từ giá bán tăng cao và nhu cầu tiêu thụ nội địa ngày càng phát triển:

- Chúng tôi kỳ vọng trong giai đoạn FY25 – FY27, DPR có thể duy trì và gia tăng sản lượng cao su tiêu thụ nhờ vào ngành công nghiệp ô tô đang phát triển mạnh tại khu vực Bình Dương, Bình Phước. Nổi bật với dự án Nhà máy Sản xuất lốp xe Haohua đã được đầu tư 500 triệu USD tại Bình Phước dự kiến sẽ tiêu thụ gần 97 nghìn tấn cao su thiên nhiên tại đây
- Có thể kỳ vọng DPR gia tăng được sản lượng tiêu thụ và kết nối với các đơn vị sản xuất lốp xe phát triển mạnh tại Bình Dương và Bình Phước nhờ vào (i) Khả năng cung ứng ổn định với nhà máy chế biến các loại mủ khối SVR có công nghệ Malaysia với công suất lên tới 16,000 tấn/năm và (ii) Cung ứng các sản phẩm đạt chứng chỉ phát triển bền vững với diện tích rừng cao su đạt chuẩn 10,300 ha.

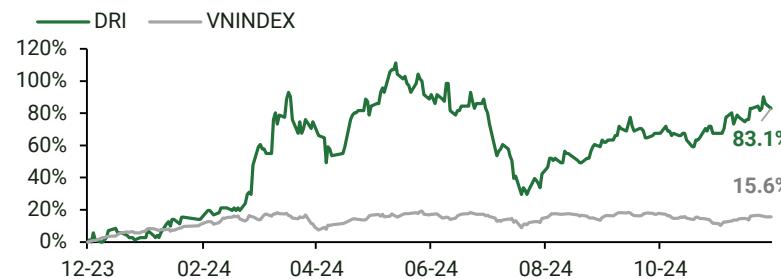
▪ Kỳ vọng về việc tăng giá bán nhờ vào thị trường xuất khẩu với các sản phẩm đạt chuẩn EUDR

2. Cổ tức tiền mặt ổn định với dự phóng tỷ suất cổ tức giai đoạn FY24 – FY27 là 5.35%/năm: Chúng tôi dự phóng DPR có thể chi trả cổ tức 2,000 VND/cổ phiếu giai đoạn FY24 – FY27 với cơ sở sau:

- Lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn trong 10 năm qua.
- Triển vọng kinh doanh khả quan và sức khỏe tài chính tốt: Tại cuối quý 3/2024, DPR không còn dư nợ vay và đang sở hữu gần 1,825 tỷ VND tiền và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn (chiếm 41% tổng tài sản DPR).

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,217	1,211	1,041	1,367	1,440	1,423
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	431	252	209	297	299	279
EPS (VND/cổ phiếu)	10,335	5,083	2,404	3,422	3,442	3,206
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	63,780	69,565	35,153	37,736	39,873	41,759
ROE (%)	18.7%	10.3%	8.4%	11.3%	10.7%	9.6%
ROA (%)	12.1%	7.2%	6.0%	8.1%	7.7%	6.9%
P/E (x)	7.00	9.50	13.30	11.19	11.13	11.95
P/B (x)	1.40	1.00	1.20	1.01	0.96	0.92
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	3,500	3,000	1,500	2,000	2,000	2,000

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	952
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	73.2
Free float (%)	39%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	499,810
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	15,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	7,100

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	n/a	n/a	n/a
Tăng trưởng EPS (%)	62.9%	5.3%	-0.3%
Tăng trưởng BVPS (%)	10.1%	10.3%	9.3%
Biên lợi nhuận gộp (%)	39.4%	42.4%	41.0%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	28.0%	30.4%	29.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	24.1%	24.1%	23.4%

Luận điểm đầu tư

1. Duy trì tăng trưởng ổn định từ hưởng lợi trực tiếp giá cao su tăng cao: Dự phóng LNST-CĐTS giai đoạn 24F – 27F sẽ tăng trưởng lần lượt là +62.9% /+5.3% / (-0.3%) /+6.6% YoY đến từ các giả định sau:

- Sản lượng tiêu thụ: giảm còn 11.02 nghìn tấn (-24.6% YoY) trong FY24. Tuy nhiên kỳ vọng hoạt động khai thác ổn định hơn khi công ty đang thắt chặt quản lý, bảo vệ sản phẩm mủ và giải quyết vấn đề trộm cắp cùng chính quyền sẽ tạo nên tăng trưởng giai đoạn FY25-FY27 với sản lượng tiêu thụ dự phóng 12.67/ 13.31/ 13.70 nghìn tấn (+15%/5%/3% YoY).
- Giá bán bình quân duy trì 1.8 USD/kg - Tăng trưởng giai đoạn FY24F – FY27F ghi nhận +24.2%/2.3%/0%/0% YoY.

2. Cổ tức tiền mặt với tỷ suất cổ tức dự phóng đạt 5.83%/năm: Kỳ vọng giai đoạn FY24 – FY27 DRI có thể chi trả cổ tức tiền mặt 700VND/cổ phiếu khi (i) Không chịu áp lực chi phí tài chính; (ii) Dòng tiền khả quan nhờ hoạt động kinh doanh tích cực..

3. Dư địa tăng trưởng mạnh hơn sẽ mở ra đối với DRI trong các trường hợp:

- Sản lượng tiêu thụ và khai thác có tiềm năng trở về mức bình quân từ 14,000 – 15,000 tấn /năm như trong giai đoạn 20A – 23A: khi công ty xử lý hoàn thiện các vấn đề tồn đọng về lao động, trộm cắp.
- Tăng giá bán nhờ vào thị trường xuất khẩu với các sản phẩm đạt chuẩn EUDR, có giá cao hơn sản phẩm thường từ 10% - 30%; tháng 12/2024 DRI công bố đã được cấp chứng chỉ quản lý rừng bền vững FSC-FM/CoC.
- Gia tăng thu nhập khác từ thanh lý vườn cây cao su: Theo kế hoạch DRI dự kiến thanh lý hơn 700ha diện tích cao su để tái canh cho niên độ mới giai đoạn FY25 – FY27, đây là hoạt động mang lại biên lợi nhuận gộp cao, góp phần tăng lợi nhuận.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	586	497	444	500	528	541
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	84	81	74	121	127	127
EPS (VND/cổ phiếu)	1,149	1,098	1,012	1,649	1,736	1,731
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	9,717	7,803	7,345	8,089	8,841	9,667
ROE (%)	11.3%	12.5%	13.4%	21.3%	20.5%	18.6%
ROA (%)	7.5%	9.0%	10.5%	18.1%	18.0%	16.8%
P/E (x)	6.25	6.80	10.70	8.41	7.60	7.63
P/B (x)	1.70	0.80	1.00	1.65	1.49	1.37
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	700	300	600	700	700	700

NGÀNH BÁN LẺ

- TỔNG QUAN NGÀNH
- TRIỂN VỌNG 2025
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ



STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu (%YoY)							% Tăng trưởng NPATMI (%YoY)						
				1Q3	2Q3	3Q3	4Q3	1Q4	2Q4	3Q4	1Q3	2Q3	3Q3	4Q3	1Q4	2Q4	3Q4
1	MWG	HOSE	88,153	-25.7%	-14.2%	-5.4%	2.7%	16.2%	15.9%	12.7%	-98.5%	-98.5%	-95.7%	-85.4%	4143.4%	6635.0%	1965.5%
2	PNJ	HOSE	33,047	-3.4%	-17.4%	-6.1%	17.6%	28.6%	42.9%	3.1%	3.8%	-8.0%	0.4%	35.5%	-1.4%	26.9%	-14.8%
3	DGW	HOSE	9,139	-43.5%	-6.4%	-10.8%	19.0%	25.9%	9.0%	15.0%	-62.3%	-39.4%	-43.2%	-42.5%	16.5%	7.3%	18.9%
4	FRT	HOSE	25,287	-0.4%	15.4%	6.8%	2.8%	16.6%	28.9%	26.0%	-103.1%	-568.2%	-124.9%	-206.7%	663.9%	-87.8%	568.3%
Trung bình				-18.3%	-5.6%	-3.8%	10.5%	21.8%	24.1%	14.2%	-65.0%	-178.5%	-65.9%	-74.8%	1205.6%	1645.4%	634.5%
Trung vị				-14.5%	-10.3%	-5.7%	10.2%	21.3%	22.4%	13.9%	-80.4%	-68.9%	-69.5%	-64.0%	340.2%	17.1%	293.6%

Nguồn: PHS tổng hợp

Hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ tiếp tục cho thấy xu hướng phục hồi trong Q3/2024, mặc dù ngành nói chung vẫn tương đối ám đạm do sức mua phục hồi chậm hơn so với dự kiến. Cụ thể:

- (1) MWG, DGW và FRT ghi nhận kết quả kinh doanh tương đối tích cực trong Q3/2024, được thúc đẩy bởi: (i) Phục hồi từ mức nền thấp so với cùng kỳ năm ngoái, (ii) Biên lợi nhuận được cải thiện do áp lực cạnh tranh dần giảm bớt và (iii) Tiết giảm chi phí thông qua việc triển khai hiệu quả các chiến lược tái cấu trúc
- (2) Ngược lại, PNJ có hiệu suất kinh doanh tương đối kém trong quý 3/2024, chủ yếu là do các hoạt động tái cấu trúc và tác động tiêu cực từ cơn bão Yagi.

Cầu tiêu dùng trong 2024 duy trì đà hồi phục chậm

Tốc độ tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa vẫn duy trì mức tăng trưởng chậm so với đầu năm, chủ yếu do nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm....

Tăng trưởng doanh số bán lẻ Việt Nam (%YTD YoY)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy thu nhập trung bình hàng tháng trong quý 3/24 có dấu hiệu cải thiện so với quý trước, tăng 8.6% QoQ & 7.0% YoY.

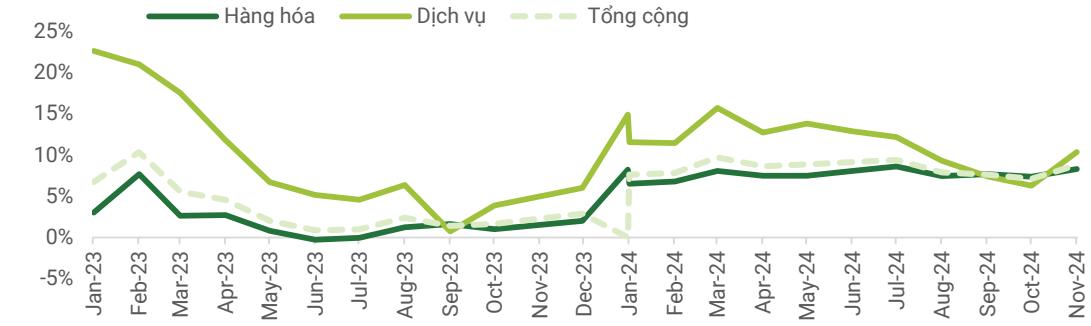
Thu nhập bình quân của người lao động giai đoạn 2022 – Q3/2024



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

...trong đó sự hồi phục chủ yếu đến từ tăng trưởng nhóm dịch vụ trong khi tiêu thụ hàng hóa vẫn rất chậm

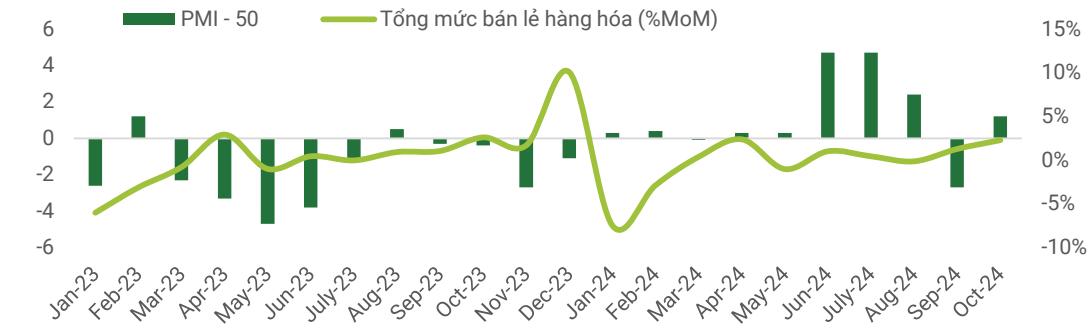
Doanh số bán lẻ Việt Nam theo loại hình cung cấp từ 2022 – 11/2024



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Cùng với đó, bức tranh ngành sản xuất vẫn đang là điểm sáng của kinh tế và hỗ trợ cho thị trường lao động trong nước. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tác động tích cực đến thu nhập và từ đó cải thiện sức mua.

Tương quan giữa PMI và tổng mức bán lẻ hàng hóa

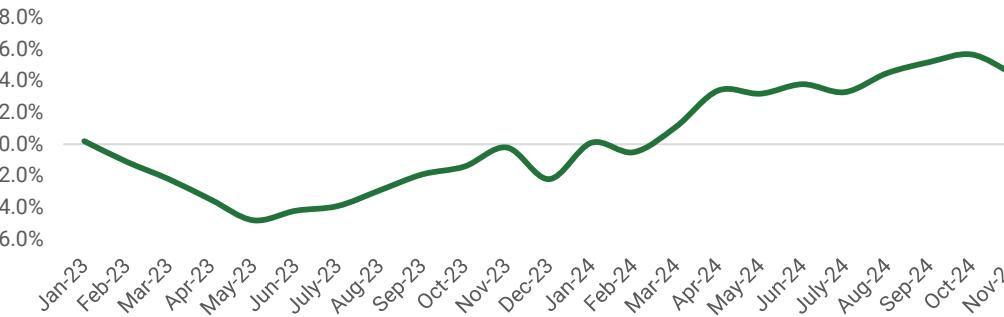


Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Cầu tiêu dùng trong 2024 duy trì đà hồi phục chậm

Thực tế số lượng lao động cũng đã có sự gia tăng liên tục trong các tháng năm 2024

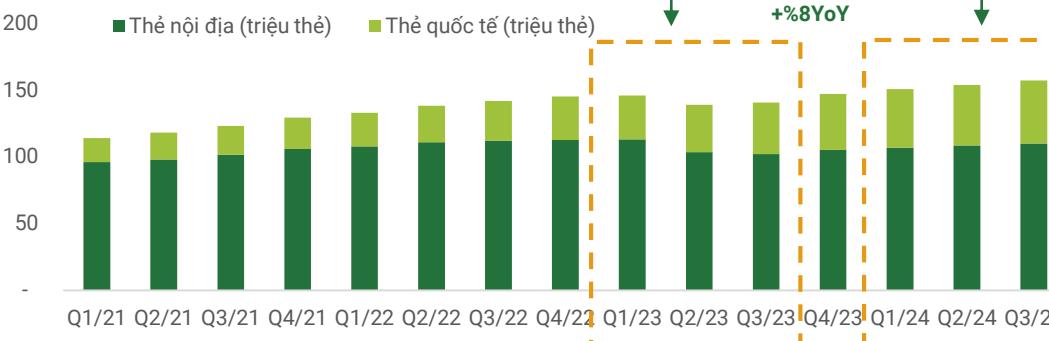
% Tăng trưởng số lượng lao động từ 2022 – 11/2024(%YoY)



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Ở góc độ khác, tổng số thẻ ngân hàng trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng nhẹ +8% so với cùng kỳ năm trước, đặc biệt là lượng thẻ quốc tế, phần nào cho thấy nhu cầu chi tiêu gia tăng và....

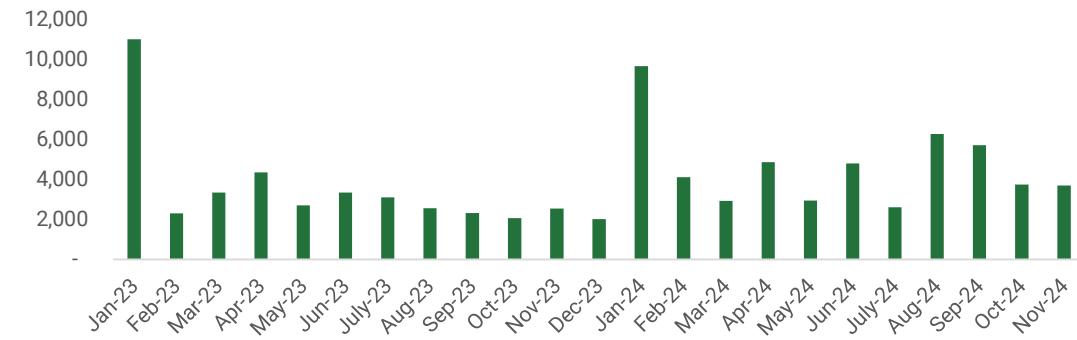
Số lượng thẻ ngân hàng nội địa và quốc tế trong 2021 – Q3/2024



Nguồn: sbv.gov.vn, PHS tổng hợp

Đồng thời, chúng tôi tin rằng các điều kiện và niềm tin kinh doanh đã cải thiện hơn khi số lượng doanh nghiệp cung cấp dịch vụ đã liên tục mở mới trong 2024

Số lượng doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ mới



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

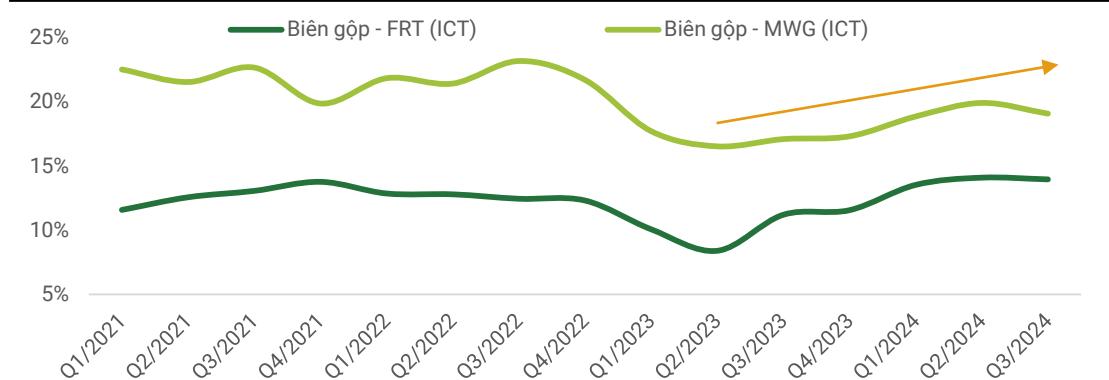
....cùng với sự gia tăng về số lượng thẻ ATM, POS, EFTPOS và EDC vào năm 2024 có thể thúc đẩy quá trình thanh toán, chúng tôi tin đây là tín hiệu khả quan cho thị trường bán lẻ, tiêu dùng trong thời gian tới.

Số lượng thẻ ATM/POS/EFTPOS/EDC



Nguồn: sbv.gov.vn, PHS tổng hợp

Ở khía cạnh doanh nghiệp, các công ty bán lẻ hàng đầu đã có sự hồi phục trong biên lợi nhuận gộp đối với mảng ICT, phần nào cho thấy tâm lý nhạy cảm về giá của người tiêu dùng đã giảm bớt



Nguồn: MWG, FRT, PHS tổng hợp

Thu nhập tăng dần cho phép chi tiêu chuyển hướng khỏi các nhu cầu cơ bản trong 2025

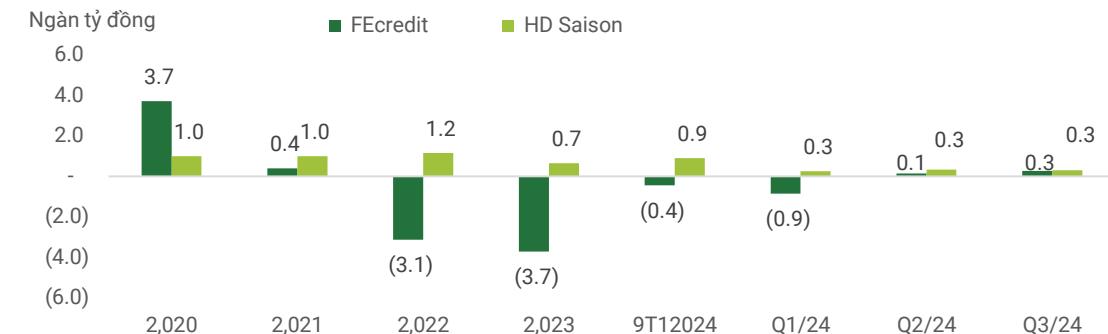


Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

TRIỂN VỌNG 2025

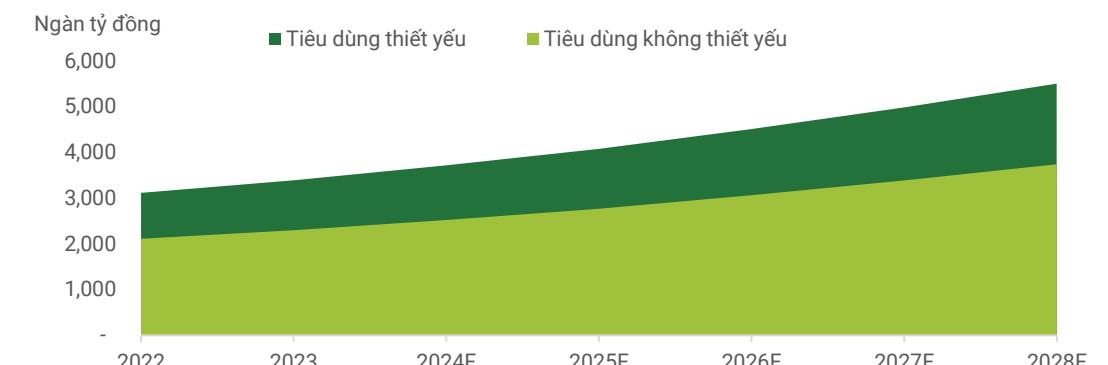
Cầu tiêu dùng tiếp tục duy trì đà hồi phục

Các công ty tài chính như FE Credit, HD Saison cũng ghi nhận lợi nhuận trở lại kể từ Quý 2/2024 sau 2 năm suy yếu



Nguồn: PHS tổng hợp

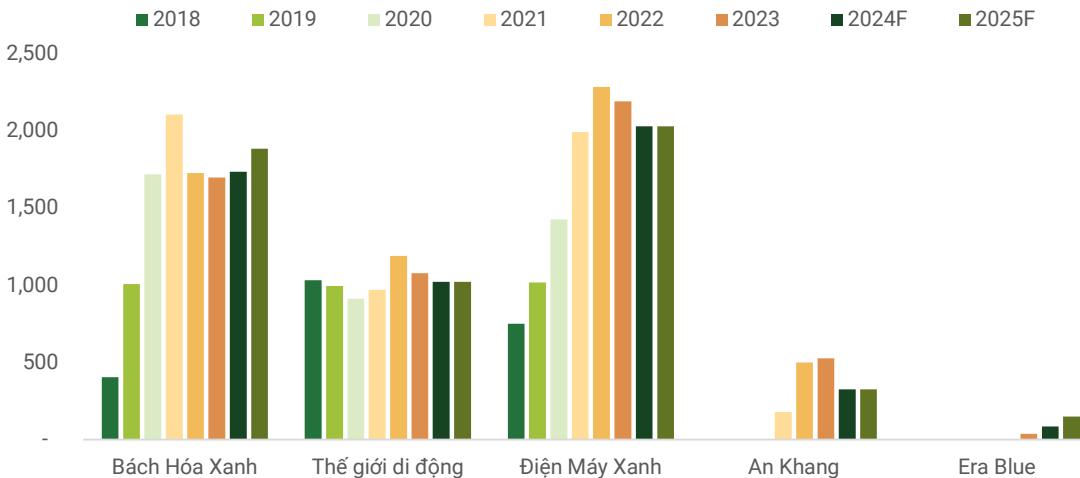
Chúng tôi kỳ vọng chi tiêu cho cả hàng thiết yếu và không thiết yếu sẽ tăng trưởng ổn định, nhờ thu nhập liên tục tăng của tầng lớp trung lưu.



Nguồn: BMI, PHS tổng hợp

Tiềm năng tăng trưởng đến từ mở rộng số lượng cửa hàng

MWG dự kiến tiếp tục nhân rộng mô hình kinh doanh của Bách Hóa Xanh trong khi dự kiến số lượng cửa hàng ICT không có kế hoạch mở mới trong 2025

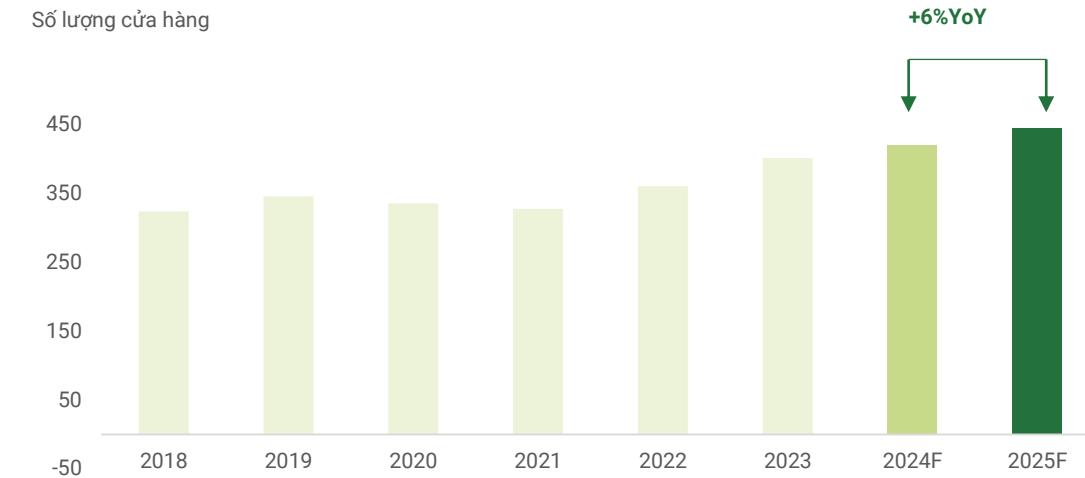


Nguồn: MWG, PHS dự phóng và tổng hợp

Nhìn chung, động lực tăng trưởng trong 2025 đối với nhóm bán lẻ nói chung phụ thuộc vào mức độ hồi phục của cầu tiêu dùng trong thời gian tới. Với triển vọng chung cầu tiêu dùng tiếp tục hồi phục trong 2025 như đã đề cập trước đó, chúng tôi kỳ vọng câu chuyện tăng trưởng của các doanh nghiệp bán lẻ trong 2025 sẽ dựa trên triển vọng về tận dụng lợi thế cạnh tranh từ đó nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần thông qua gia tăng số lượng cửa hàng:

- Động lực tăng trưởng chính của MWG trong năm 2025 chủ yếu đến từ mở rộng chuỗi cửa hàng Bách Hóa Xanh trong bối cảnh ngành ICT đang dần bão hòa.
- PNJ dự kiến sẽ được hưởng lợi từ việc mở rộng thị phần, nhờ vào sự tăng trưởng của lượng khách hàng mới và mở rộng số lượng cửa hàng trong trung hạn

PNJ tiếp tục duy trì kế hoạch nhân rộng số lượng cửa hàng trong 2025 nhằm nâng cao thị phần.



Nguồn: PNJ, PHS dự phóng và tổng hợp

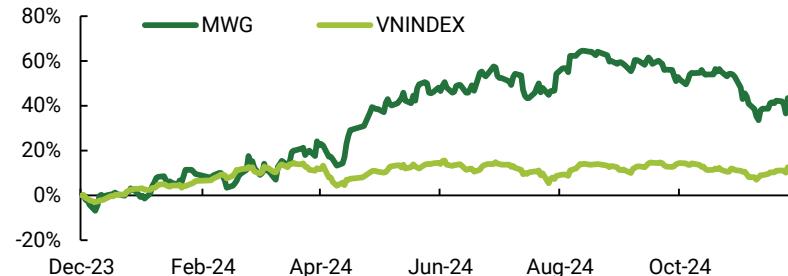
Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Giá mục tiêu (VND/Cổ phiếu)	Giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 (VND/Cổ phiếu)	P/E	P/B	+/-	Khuyến nghị
		tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)						
Bán lẻ	MWG	145,592	8%	5,529	44%	152,790	5%	5,867	6%	73,600	60,600	20.0	2.3	21%	BUY
Bán lẻ	PNJ	39,993	3%	2,399	16%	43,373	8%	2,579	7%	118,800	97,000	17.0	3.0	22%	BUY

Chúng tôi đưa ra quan điểm **TÍCH CỰC** về triển vọng kinh doanh đối với nhóm ngành bán lẻ, dựa trên các yếu tố sau:

- (1) Nhu cầu của người tiêu dùng dự kiến sẽ tiếp tục phục hồi vào năm 2025, nhờ mức thu nhập được cải thiện và niềm tin kinh doanh được củng cố. Theo PHS ước tính, tốc độ tăng trưởng bán lẻ trong 2025F ước đạt khoảng +9.5%.
- (2) Các doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu chứng minh được khả năng mở rộng thị phần và thu hút các phân khúc khách hàng mới.
- (3) Quy mô thị trường bán lẻ Việt Nam trong trung – dài hạn vẫn duy trì tương đối tích cực với CAGR 2024 – 2029 đạt khoảng 12.1%/năm



Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	88,007.3
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	1,461.9
Free float (tr.cp)	80.5%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	7,469,221
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	70,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	39,600

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	3,938	5,573	6,429
Tăng trưởng EPS (%)	2175.7%	34.6%	8.3%
Tăng trưởng BVPS (%)	13.3%	18.5%	17.5%
Biên lợi nhuận gộp (%)	20.7%	20.4%	20.7%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	3.1%	3.6%	3.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	2.8%	3.6%	3.8%

Luận điểm đầu tư

LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2025 dự kiến tăng trưởng đáng kể **+38%YoY**, chủ yếu nhờ hiệu quả hoạt động của Bách Hóa Xanh, trong bối cảnh ngành CNTT dần bão hòa và đóng góp của các mảng khác trong ngắn hạn vẫn còn hạn chế:

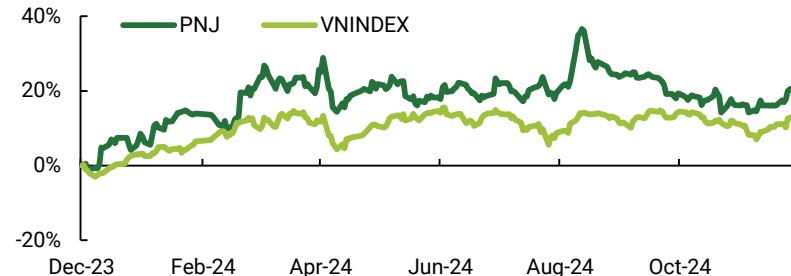
- Chuỗi cửa hàng bách hóa (Bách Hóa Xanh):** Lợi nhuận sau thuế ước đạt khoảng 582 tỷ đồng (+79%YoY), được hỗ trợ bởi: (i) Việc mở các cửa hàng mới vào năm 2025 sau giai đoạn tái cấu trúc cửa hàng được đẩy nhanh vào năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm khoảng 150 cửa hàng mới vào năm 2025 (+9%YoY) và (ii) Biên lợi nhuận hoạt động dự kiến sẽ cải thiện +0,5 bsp YoY do các biện pháp kiểm soát chi phí hiệu quả.
- ICT:** Tăng trưởng doanh thu dự kiến ở mức khiêm tốn khoảng +5%YoY, nhờ nhu cầu của người tiêu dùng phục hồi dần vào năm 2025 và việc mở các cửa hàng thay thế. Các yếu tố này dự kiến sẽ góp phần cải thiện nhẹ biên lợi nhuận hoạt động khoảng +0,2 bps YoY.

MWG là doanh nghiệp bán lẻ hàng đầu sở hữu lợi thế cạnh tranh kỳ vọng sẽ được hưởng lợi khi cầu tiêu dùng tiếp tục dần cải thiện trong 2025. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu tương ứng là 73,600 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá +21% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 dựa trên phương pháp định giá từng phần.

Rủi ro: (i) Hiệu quả kinh doanh thấp hơn kỳ vọng và (ii) Phát sinh chi phí một lần.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	122,958	133,405	118,280	135,067	145,592	152,790
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	4,899	4,100	168	3,830	5,285	5,867
EPS (VND/cổ phiếu)	3,400	2,810	115	2,617	3,523	3,816
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	20,366	23,918	23,346	26,452	31,357	36,836
ROE (%)	24.0%	17.1%	0.7%	14.5%	16.8%	15.9%
ROA (%)	7.8%	7.3%	0.3%	6.2%	7.9%	8.1%
P/E (x)	16.0	22.6	381.1	28.1	20.9	19.3
P/B (x)	2.7	2.7	1.9	2.8	2.3	2.0
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	1%	1%	0%	0%	0%

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	32,574.1
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	337.9
Free float (tr.cp)	90.7%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	817,324
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	109,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	79,200

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	2,081	2,558	2,880
Tăng trưởng EPS (%)	11%	16%	8%
Tăng trưởng BVPS (%)	-14%	16%	15%
Biên lợi nhuận gộp (%)	18%	17%	19%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	8%	7%	8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	6%	5%	6%

Luận điểm đầu tư

NPATMI năm 2025 dự kiến sẽ tăng trưởng +16%YoY, được dẫn dắt bởi các yếu tố:

- Mở rộng thị phần:** PNJ dự kiến sẽ tiếp tục giành được thị phần bằng cách mở rộng tệp khách hàng thông qua chiến lược bán hàng linh hoạt. Công ty có kế hoạch nhắm mục tiêu vào nhiều phân khúc giá hơn, cho phép tiếp cận nhiều nhóm khách hàng đa dạng hơn. Cách tiếp cận này dự kiến sẽ thu hút khách hàng từ các đối thủ cạnh tranh và củng cố thêm vị thế thị trường của PNJ.
- Nhân rộng số lượng cửa hàng:** Chúng tôi ước tính công ty sẽ mở 35 cửa hàng mới vào năm 2025, tập trung vào các khu vực đô thị cấp 2 và cấp 3. Việc mở rộng này sẽ tăng cường phạm vi phủ sóng mạng lưới cửa hàng, hỗ trợ mục tiêu duy trì và tăng thị phần của PNJ.
- Biên lợi nhuận kinh doanh cốt lõi ước tính sẽ cải thiện + 0.9 bsp YoY** chủ yếu đến từ đóng góp của mảng bán lẻ trang sức, vốn có lợi nhuận cao hơn. Tận dụng kinh nghiệm của mình với tư cách là một doanh nghiệp hàng đầu, PNJ có vị thế tốt để đảm bảo các nguồn mua đáng tin cậy và có uy tín, đảm bảo hoạt động kinh doanh ổn định.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu tương ứng là 118,800 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá +22% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 dựa trên phương pháp so sánh.

Rủi ro: (1) Cạnh tranh trong ngành gia tăng. (2) Nhu cầu tiêu dùng thấp hơn dự kiến.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	19,547	33,876	33,137	38,953	39,993	43,373
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	1,029	1,811	1,971	2,066	2,399	2,579
EPS (VND/cổ phiếu)	4,197	5,223	5,436	6,019	6,986	7,525
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	26,416	37,099	39,836	34,405	39,891	45,916
ROE (%)	17%	21%	20%	18%	18%	17%
ROA (%)	10%	14%	14%	11%	11%	11%
P/E (x)	16.7	15.7	14.5	19.7	17.0	15.8
P/B (x)	2.7	2.2	2.0	3.5	3.0	2.6
Tỷ suất cổ tức (%)	1.4%	2.2%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%

NGÀNH CẢNG BIỂN

- TỔNG QUAN NGÀNH
- TRIỂN VỌNG 2025
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

[Trở về mục lục](#)



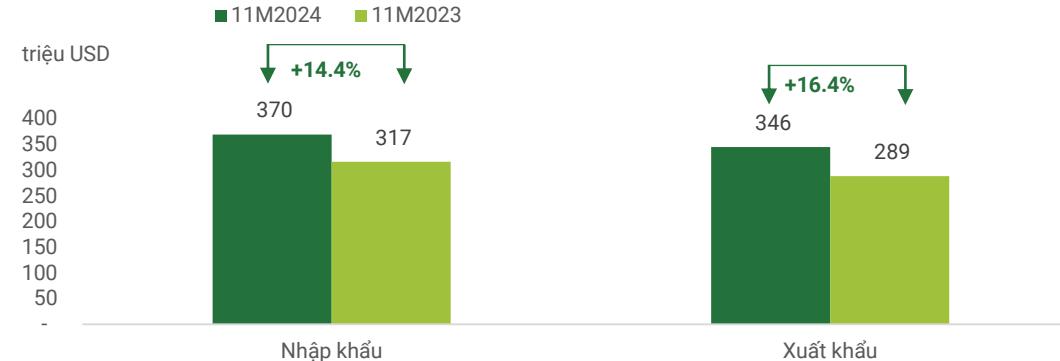
STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu (%YoY)							% Tăng trưởng LNST-CĐTS (%YoY)						
				1Q3	2Q3	3Q3	4Q3	1Q4	2Q4	3Q4	1Q3	2Q3	3Q3	4Q3	1Q4	2Q4	3Q4
1	GMD	HOSE	27,116	2.5%	-6.7%	0.6%	-3.0%	11.5%	26.2%	26.7%	-26.1%	471.7%	4.2%	-39.2%	176.7%	-80.0%	31.8%
2	VSC	HOSE	4,517	-1.3%	4.5%	9.8%	20.4%	26.6%	34.2%	27.3%	-68.0%	-78.7%	-59.6%	-16.2%	55.1%	240.9%	65.6%
3	SGP	UPCoM	5,589	-24.8%	-31.7%	-10.7%	14.5%	19.7%	38.7%	5.0%	-50.7%	-1.9%	220.6%	529.9%	111.0%	-33.7%	-88.2%
4	PHP	UPCoM	12,402	-8.2%	-14.2%	-4.4%	-5.8%	12.5%	26.8%	18.4%	11.0%	4.3%	-11.6%	-2.2%	-6.7%	-4.5%	162.2%
Trung bình				-8.0%	-12.0%	-1.2%	6.5%	17.6%	31.5%	19.3%	-33.5%	98.9%	38.4%	118.1%	84.0%	30.7%	42.9%
Trung vị				-4.8%	-10.5%	-1.9%	5.8%	16.1%	30.5%	22.6%	-38.4%	1.2%	-3.7%	-9.2%	83.0%	-19.1%	48.7%

Nguồn: PHS tổng hợp

Trong 9 tháng đầu năm 2024, LNST-CĐTS của nhóm cảng biển giảm -24%YoY, bao gồm khoản lợi nhuận bất thường từ việc GMD bán cảng Nam Hải Đình Vũ cho VSC vào năm 2023 và việc GMD bán cảng Nam Hải vào năm 2024. Không tính những khoản lợi nhuận bất thường này, chúng tôi ước tính LNST của nhóm cảng biển sẽ cải thiện +34% so với cùng kỳ năm trước: chủ yếu đến từ

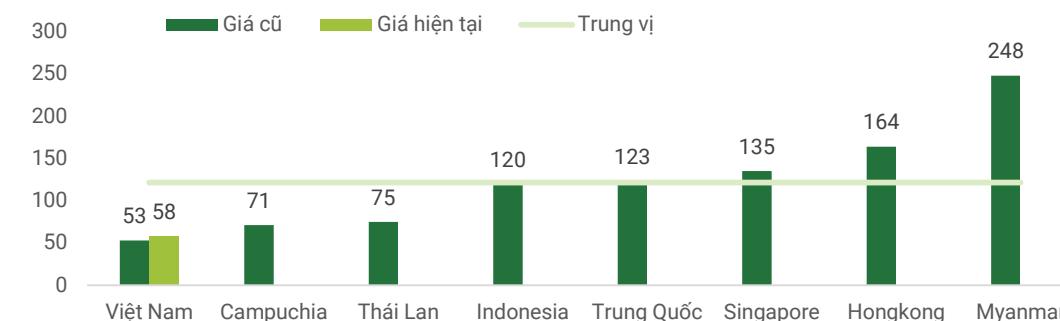
- (1) Phục hồi sản lượng container thông qua: Sản lượng thông qua cảng biển trong 9 tháng đầu năm 2024 tăng 19%YoY, chủ yếu là do phục hồi từ mức nền thấp. Theo đó, một số doanh nghiệp niêm yết trong ngành cảng biển, bao gồm GMD và VSC, đã ghi nhận mức tăng trưởng tích cực, với mức tăng ước tính lần lượt là 66%YoY và 6% YoY (bao gồm cả các công ty con và công ty liên kết).
- (2) Cải thiện phí xếp dỡ: Sau khi Bộ Giao thông vận tải ban hành Thông tư 39/2023/TT-BGTVT tăng giá dịch vụ xếp dỡ có hiệu lực từ tháng 02/2024, chúng tôi ước tính giá dịch vụ bình quân tăng 3-10% tùy theo khu vực.

Hoạt động xuất nhập khẩu trong 11 tháng đầu năm 2024 vẫn duy trì tăng trưởng, chủ yếu nhờ phục hồi từ mức nền thấp so với cùng kỳ.



Nguồn: GSO, PHS tổng hợp

Phí dịch vụ bốc dỡ trong 2024 cải thiện nhờ ban hành thông tư 39/2023/TT-BGTVT có hiệu lực từ tháng 2/2024.

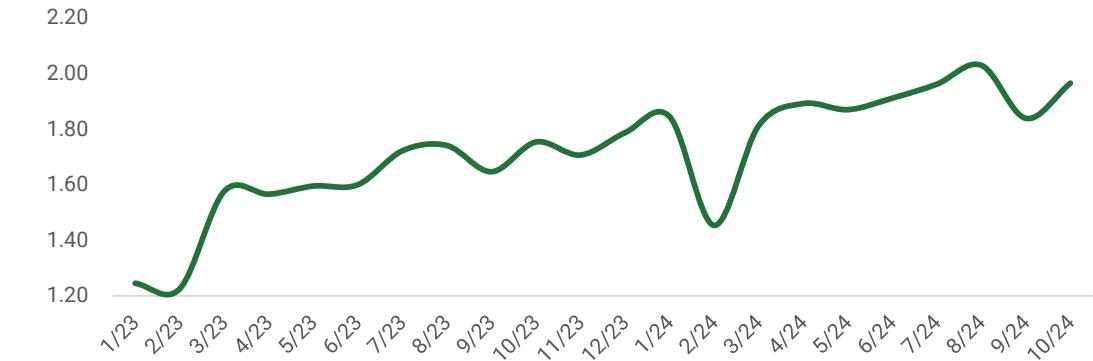


Nguồn: PHS tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH

Hồi phục cả về sản lượng lẫn giá dịch vụ

Sản lượng khai thác cảng trong 10T2024 cải thiện tích cực so với cùng kỳ chủ yếu đến từ hồi phục trên mức nền thấp năm 2023.



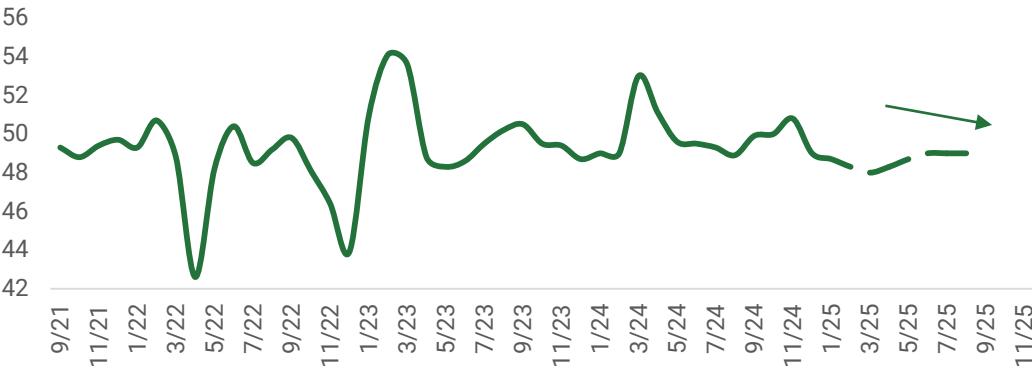
Nguồn: VPA, PHS tổng hợp

Theo đó, trong 9 tháng năm 2024, doanh thu tại các cảng ghi nhận sự phục hồi tích cực so với cùng kỳ.



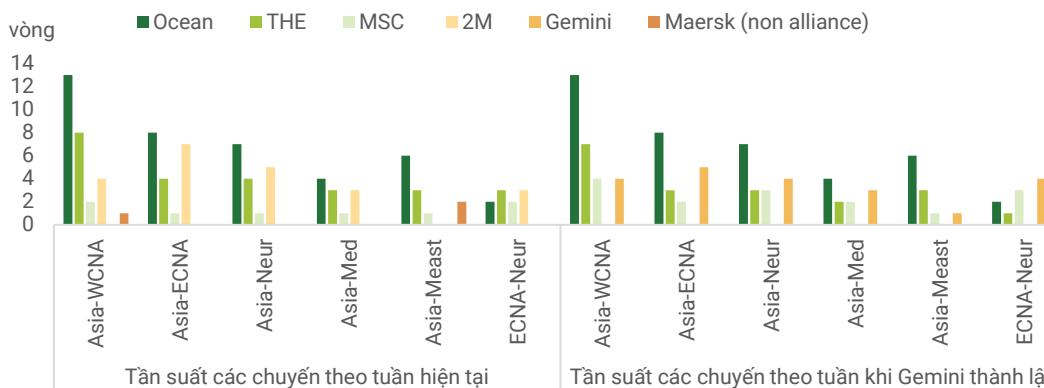
Nguồn: PHS tổng hợp

Đơn đặt hàng mới của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm nhẹ vào năm 2025, do nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm do độ trễ trong các gói kích thích. Vì vậy, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lưu lượng hàng hóa ở miền Bắc Việt Nam dự kiến chỉ cải thiện ở mức khiêm tốn trong 2025



Nguồn: Tradingeconomics, PHS tổng hợp

Việc phân chia lại liên minh hàng tàu dự kiến có thể ảnh hưởng ở một số cảng biển do mức độ ưu tiên của hàng tàu sẽ phụ thuộc vào cảng có liên kết với hàng tàu đó

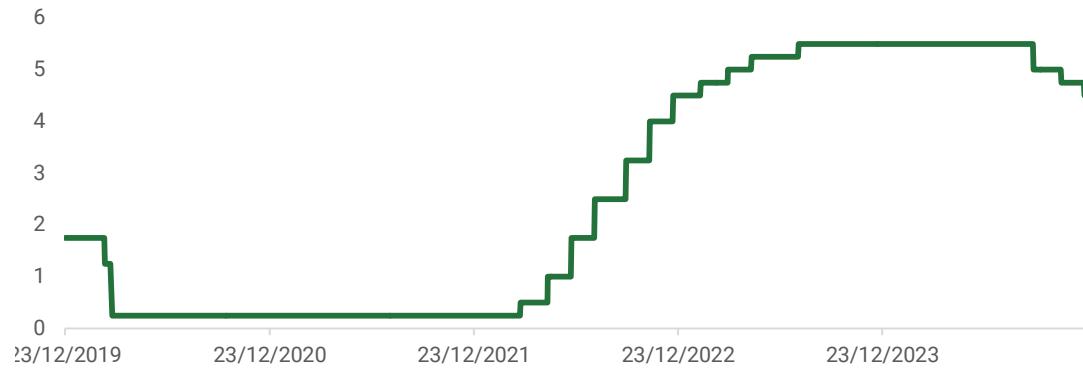


Nguồn: PHS tổng hợp

TRIỀN VỌNG 2025

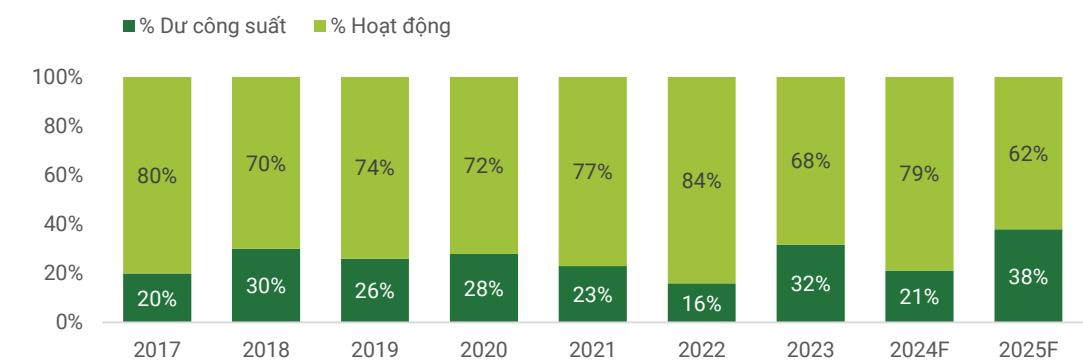
Còn nhiều yếu tố đan xen bất định

Cục Dự trữ Liên bang Mỹ đã tiếp tục cắt giảm lãi suất 0,25% vào tháng 12 năm 2024. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng cầu tiêu dùng tiêu dùng của người dân Mỹ dự kiến cải thiện chậm trong 2H2025 do cần thời gian để thẩm thấu.



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Áp lực cạnh tranh trong 2025 chủ yếu đến từ việc tăng công suất thiết kế tại các cảng ở miền Bắc (Việt Nam), trong khi khu vực phía Nam (Việt Nam) dự kiến vẫn duy trì công suất thiết kế vào năm 2025. Do đó, áp lực cạnh tranh phía Bắc dự kiến sẽ gay gắt hơn trong 2025



Nguồn: VPA, PHS dự phóng và tổng hợp

Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Giá mục tiêu (VND/Cổ phiếu)	Giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 (VND/Cổ phiếu)	P/E	P/B	+/-	Khuyến nghị
		tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)						
Cảng biển	GMD	4,333	3%	1,331	-4%	4,844	12%	1,488	12%	71,000	65,000	20.5	2.8	9%	NĂM GIỮ
Cảng biển	VSC	2,714	6.1%	202	6.0%	2,811	3.6%	221	9.3%	18,200	15,800	27.2	0.9	14%	TĂNG TỶ TRỌNG

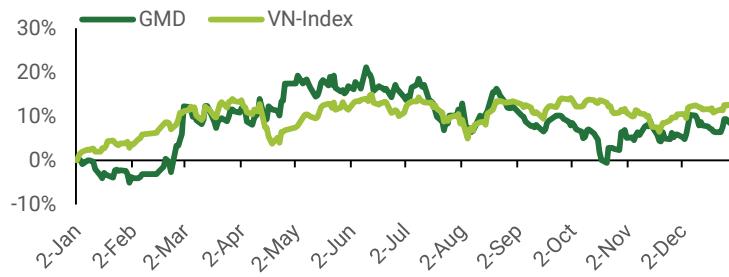
Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành khai thác cảng – chịu ảnh hưởng bởi yếu tố vĩ mô quốc tế và vĩ mô trong nước. Cụ thể

- (1) **Trung Quốc:** Chúng tôi cho rằng các biện pháp kích thích của Trung Quốc sẽ dần thúc đẩy nhu cầu của người tiêu dùng, tuy nhiên cần thời gian thẩm thấu. Ngoài ra, các đơn đặt hàng mới tại Trung Quốc dự kiến vẫn tiếp tục ảm đạm trong năm 2025. Cho thấy, kỳ vọng cầu tiêu dùng trong 2025 vẫn chưa có nhiều yếu tố tích cực hỗ trợ trong thời gian tới.
- (2) **Hoa Kỳ:** Chúng tôi cho rằng triển vọng về sản lượng khai thác cảng sẽ chịu ảnh hưởng nhiều hơn bởi nhu cầu từ người tiêu dùng Hoa Kỳ, được thúc đẩy bởi việc cắt giảm lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang, hơn là bởi kế hoạch áp thuế của Tổng thống Trump bởi có sự chậm trễ trong việc thực hiện chính sách.
- (3) **Sự phân tách liên minh hàng tàu** có thể tác động đến sản lượng khai thác bởi các hãng tàu sẽ ưu tiên đổi mới quan hệ thân thiết với các hãng tàu.
- (4) **Áp lực gia tăng công suất từ 4 bến mới tại cảng Lạch Huyện** (phía Bắc Việt Nam) sẽ tiếp tục thúc đẩy sự cạnh tranh gay gắt hơn tại Hải Phòng trong thời gian tới.

Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với **GMD** bởi triển vọng kinh doanh chưa có nhiều khả quan và định giá cổ phiếu đang ở mức cao. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với **VSC**, dựa trên kỳ vọng rằng kết quả kinh doanh vào năm 2025 của VSC mặc dù chưa cải thiện tích cực nhưng giá cổ phiếu đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn.

Giá hiện tại: 65,000 VND/cổ phiếu – Giá mục tiêu: 71,000VND/cổ phiếu – upside: +9% - NĂM GIỮ

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	26,910
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	414
Free float (tr.cp)	93.6%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,028,590
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	74,011
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	58,000

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	1,554.5	1,461.5	1,747.0
Tăng trưởng EPS (%)	-54%	-4%	12%
Tăng trưởng BVPS (%)	-21%	6%	7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	47.3%	46.7%	46.7%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	30%	29%	29%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	37%	35%	35%

Luận điểm đầu tư

- Sản lượng container dự kiến sẽ tăng trưởng khiêm tốn vào năm 2025 do thiếu các động lực tăng trưởng trong ngắn hạn:** Chúng tôi dự kiến áp lực cạnh tranh gia tăng đến từ 4 bến cảng mới đi vào hoạt động trong 2025 tại Lạch Huyện (Hải Phòng), với công suất thiết kế dự kiến tăng hơn 2,8 triệu TEU (+17% YoY). Trong khi đó, nhu cầu của người tiêu dùng tại Trung Quốc khó có thể cải thiện đáng kể do sự chậm trễ của các biện pháp kích thích. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua cảng ước tính đạt khoảng +4,2% YoY, chủ yếu đến từ Cảng Nam Đình Vũ, dự kiến tăng khoảng 5% YoY, tương đương với CAGR 2019 - 2023.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ giảm nhẹ -0.8bsp YoY:** Chủ yếu do áp lực giảm đối với mảng logistics do giá cho thuê tàu thấp. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng giá dịch vụ duy trì ổn định do áp lực dư thừa công suất từ 4 bến mới dự kiến hoạt động trong Q2/2025 trong khi tác động của Thông tư 39/2023, làm tăng giá dịch vụ, đã được phản ánh vào năm 2024.
- NPATMI ước tính giảm nhẹ - 4.7%YoY,** chủ yếu đến từ (i) không ghi nhận lợi nhuận bất thường và (ii) đóng góp ổn định từ lợi nhuận của các công ty liên kết.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ với giá mục tiêu tương ứng là 71,000 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá +9% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 dựa trên phương pháp định giá từng phần.

Rủi ro: (i) Nhu cầu của người tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến và (ii) chi phí đầu tư và khấu hao cao hơn so với dự kiến.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	3,206	3,898	3,846	4,188	4,333	4,844
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	612	994	2,222	1,388	1,331	1,488
EPS (VND/cổ phiếu)	2,031	3,298	7,284	3,353	3,216	3,594
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	20,967	22,981	28,058	22,136	23,541	25,111
ROE (%)	9%	13%	8%	11%	12%	12%
ROA (%)	6%	8%	6%	7%	8%	8%
P/E (x)	19	14	23	24	20	18
P/B (x)	2	2	2	3	3	3
Tỷ suất cổ tức (%)	2.20%	2.20%	2.20%	1.60%	1.60%	1.60%



Giá hiện tại: 15,850 VND/share – Giá mục tiêu: 18,200VND/shares – Upside: +14% - TĂNG TỶ TRỌNG

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	4,574
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	286.8
Free float (tr.cp)	77.6%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	2,900,070
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	22,047
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	15,500

Financial ratio	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	N/A	N/A	N/A
Tăng trưởng EPS (%)	-27.0%	6.4%	11.6%
Tăng trưởng BVPS (%)	-33.4%	23.5%	4.7%
Biên lợi nhuận gộp (%)	32.0%	31.8%	31.8%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	21.6%	21.4%	21.4%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	12.2%	12.2%	12.9%

Luận điểm đầu tư

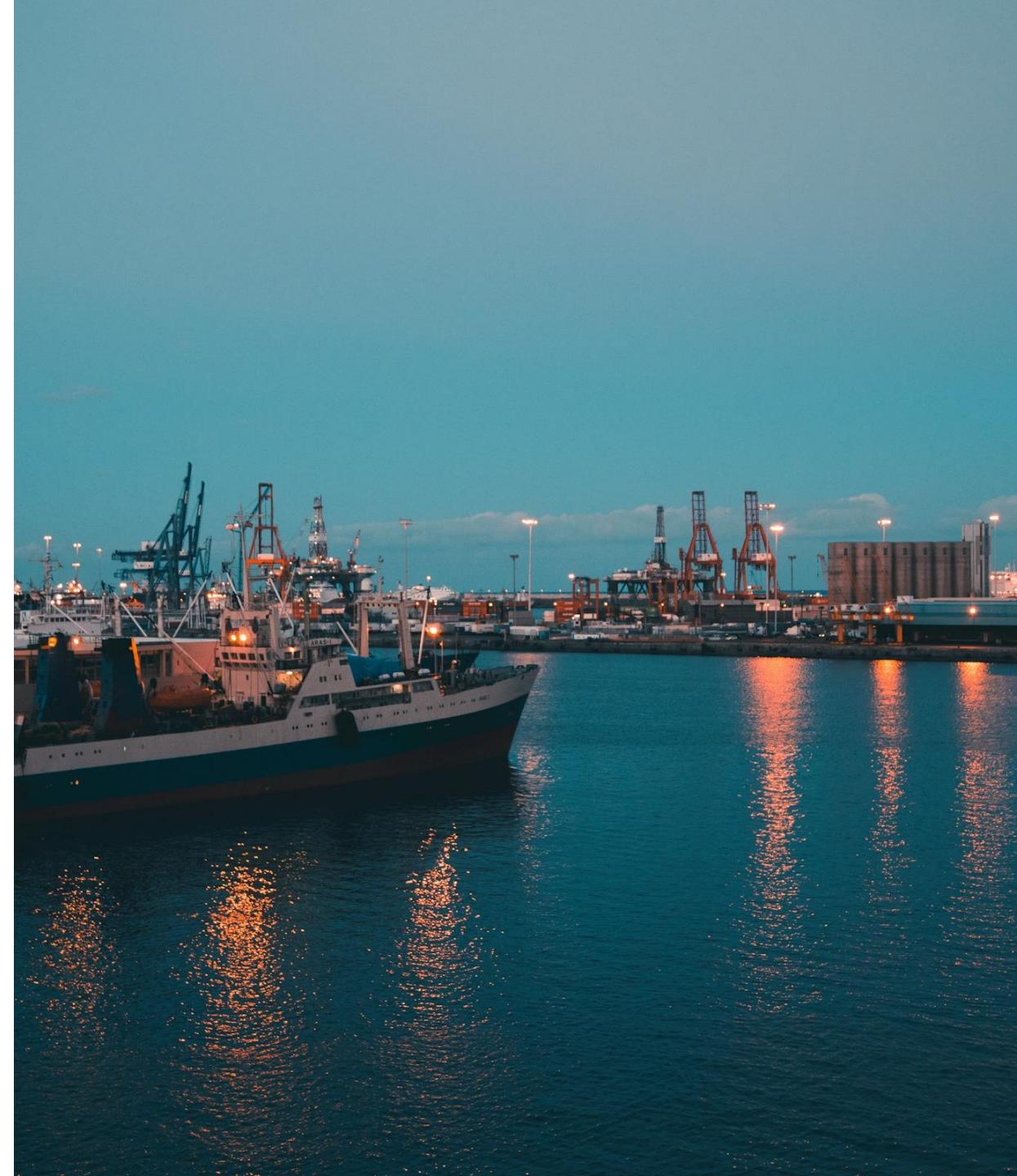
- Doanh thu thuần ước tính tăng nhẹ +6%YoY:** Chủ yếu nhờ vào đóng góp từ hoạt động khai thác cảng duy trì sản lượng tăng trưởng nhẹ +4%YoY (ước tính bao gồm sản lượng thuê ngoài) trong khi giá bán dự kiến duy trì đi ngang do áp lực cạnh tranh ngành.
- Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ thu hẹp -0,2 bps YoY do cảng Nam Hải Đình Vũ tiếp tục hoạt động dưới điểm hòa vốn:** Với sự cạnh tranh gay gắt tại Hải Phòng sau khi bổ sung thêm bến bến mới vào quý 2/2025. Chúng tôi cho rằng cảng Nam Hải Đình Vũ của VSC sẽ phải tiếp tục đổi mới với năng lực cạnh tranh gay gắt nhằm thu hút hàng hóa vào năm 2025. Theo đó, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ giảm nhẹ -0,2 bps YoY do cảng Nam Hải Đình Vũ vẫn tiếp tục hoạt động dưới điểm hòa vốn trong 2025.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với VSC dựa trên kỳ vọng rằng kết quả kinh doanh vào năm 2025 của VSC mặc dù chưa cải thiện tích cực nhưng giá cổ phiếu đang ở vùng định giá tương đối hấp dẫn. Theo đó, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 18,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với tiềm năng tăng giá +14% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024.

Rủi ro: (1) Cạnh tranh giá tăng tại Hải Phòng do công suất mở rộng. (2) Nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm hơn dự kiến (3) Rủi ro pha loãng cổ phiếu khi phát hành ESOP.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,892	2,006	2,181	2,674	2,843	2,999
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	350	314	124	202	215	240
EPS (VND/cổ phiếu)	4,349	6,348	2,360	642	684	763
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	39,379	54,354	26,391	15,002	18,525	19,396
ROE (%)	12%	10%	4%	4%	4%	4%
ROA (%)	11%	7%	2%	3%	3%	3%
P/E (x)	2.8	7.4	19.9	24.7	23.2	20.8
P/B (x)	0.3	0.7	0.8	1.1	0.9	0.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2%	5%	0%	0%	0%	0%

NGÀNH LOGISTICS

- Tổng quan ngành
- Triển vọng 2025
- Định giá và khuyến nghị



STT	Mã	Sàn	Vốn hóa (tỷ đồng)	% Tăng trưởng doanh thu (%YoY)							% Tăng trưởng NPATMI (%YoY)						
				1Q3	2Q3	3Q3	4Q3	1Q4	2Q4	3Q4	1Q3	2Q3	3Q3	4Q3	1Q4	2Q4	3Q4
1	HAH	HOSE	6,013	0.4%	-34.2%	-12.5%	-21.4%	7.5%	55.2%	65.6%	-40.5%	-59.4%	-51.5%	-63.3%	-50.2%	15.0%	88.5%
2	PVT	HOSE	9,666	1.1%	-6.3%	9.5%	12.9%	24.1%	41.3%	15.0%	19.2%	49.3%	-8.0%	11.3%	27.0%	-6.7%	46.5%
3	PVP	HOSE	1,789	-0.9%	8.3%	75.4%	-18.7%	22.4%	-0.1%	-36.2%	222.8%	228.5%	-68.3%	91.5%	-2.3%	10.3%	23.2%
4	PDV	UPCoM	1,098	-8.7%	-16.9%	6.6%	52.9%	75.7%	109.1%	4.0%	292.7%	-55.7%	-68.1%	-70.8%	7.1%	246.8%	810.9%
Trung bình				-2.0%	-12.3%	19.7%	6.4%	32.4%	51.4%	12.1%	123.6%	40.7%	-49.0%	-7.8%	-4.6%	66.3%	242.3%
Trung vị				-0.2%	-11.6%	8.0%	-2.9%	23.3%	48.2%	9.5%	121.0%	-3.2%	-59.8%	-26.0%	2.4%	12.7%	67.5%

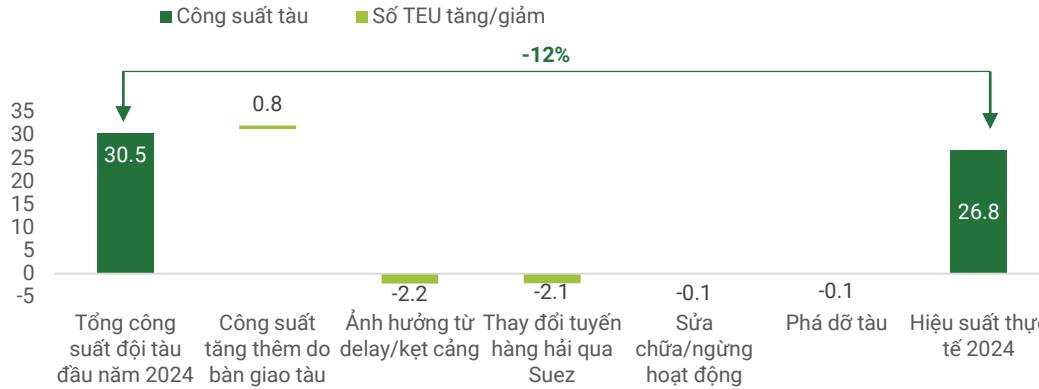
Source: PHS tổng hợp

Nhìn chung, nhóm vận tải biển (container và tàu chở dầu) trong 9 tháng đầu năm 2024 ghi nhận lợi nhuận tương đối tích cực, với mức tăng +30% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó:

- HAH ghi nhận LNST-CĐTS tăng trưởng +15%YoY chủ yếu nhờ vào hoạt động kinh doanh cốt lõi được cải thiện. Cụ thể, mảng tự khai thác, khối lượng vận chuyển tăng +41% so với cùng kỳ năm trước, phần lớn là do phục hồi từ mức nền thấp và hoạt động cho thuê định hạn cải thiện nhờ số ngày cho thuê tăng.
- PVT ghi nhận LNST-CĐTS tương đối tích cực với mức tăng +19%YoY, nhờ vào: (i) Giá cho thuê tàu định hạn đối với nhóm tàu chở dầu được duy trì trên mức nền cao nhờ hưởng lợi từ cảng thẳng địa chính trị tại khu vực Biển Đỏ. (ii) Số ngày thuê tàu tăng, nhờ vào sự đóng góp từ các tàu mới nhận được trong năm 2024.

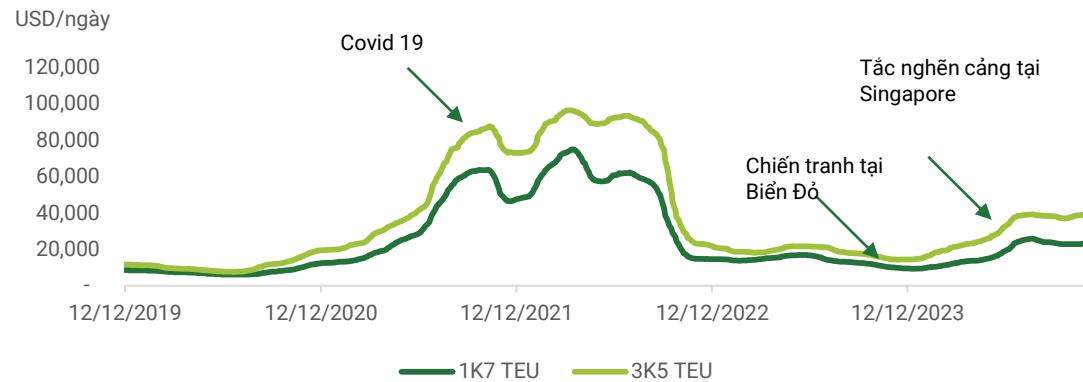
Thị trường vận tải container được hưởng lợi nhờ xung đột địa chính trị

Xung đột ở Biển Đỏ góp phần hấp thụ một phần nguồn cung dư thừa trên thị trường vận tải container trong năm 2024.



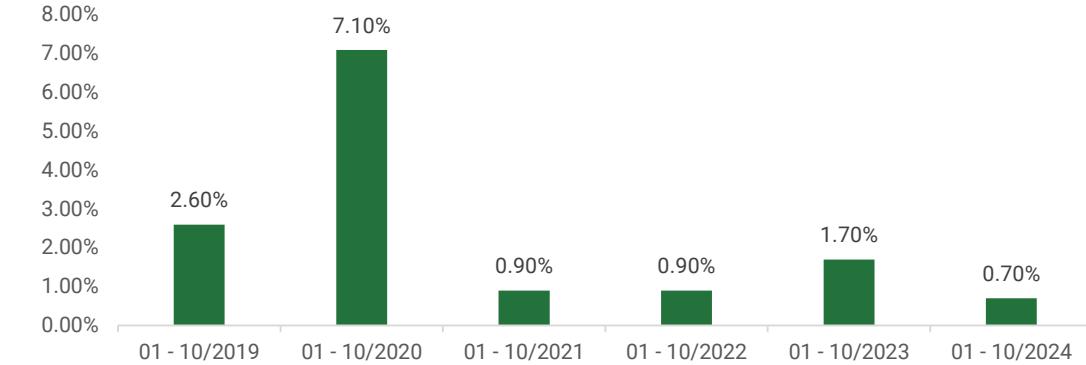
Nguồn: PHS tổng hợp

Trong nửa cuối năm 2024, giá cước TC trung bình cho tàu 1,7 nghìn TEU và 3,5 nghìn TEU vẫn ở mức cao, do xung đột ở Biển Đỏ đã hấp thụ hơn 2 triệu TEU công suất dư thừa, giúp thu hẹp chênh lệch cân bằng cung – cầu.



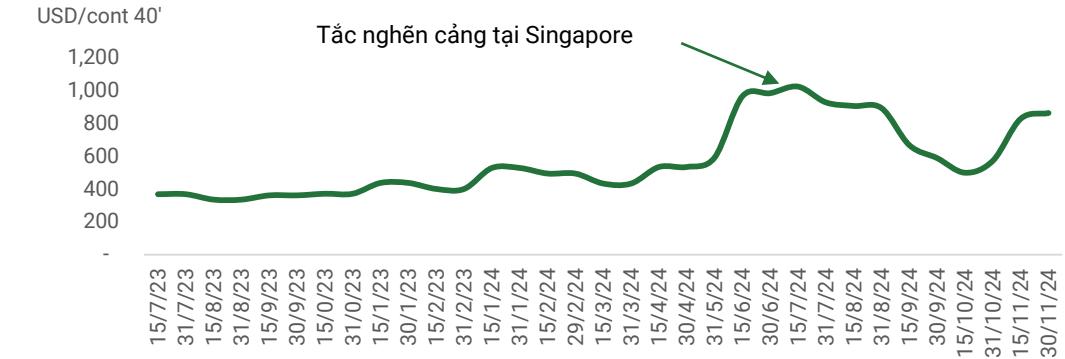
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tỷ lệ đội tàu container/đội tàu nhàn rỗi trong 10 tháng đầu năm 2024 ghi nhận ở mức thấp nhất trong 5 năm qua (chỉ khoảng 0,7%), do xung đột tại Biển Đỏ.



Nguồn: PHS tổng hợp

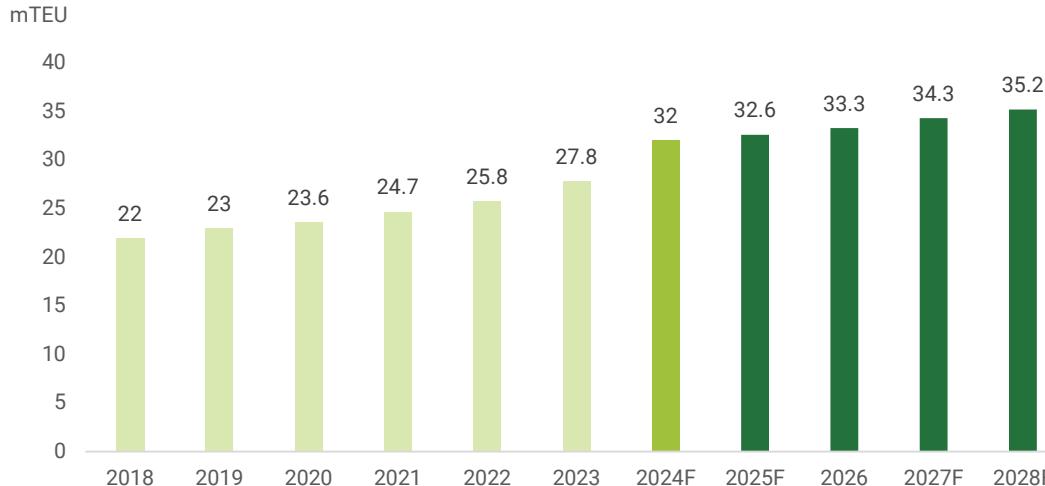
Việc tăng giá cước trong các tháng cuối năm 2024 được thúc đẩy bởi nhu cầu tăng cao trước mùa Giáng sinh. Chúng tôi dự đoán giá cước sẽ ổn định trong những tuần tới khi mùa vận chuyển cao điểm kết thúc.



Source: Drewry, PHS tổng hợp

Triển vọng vận chuyển container toàn cầu năm 2025

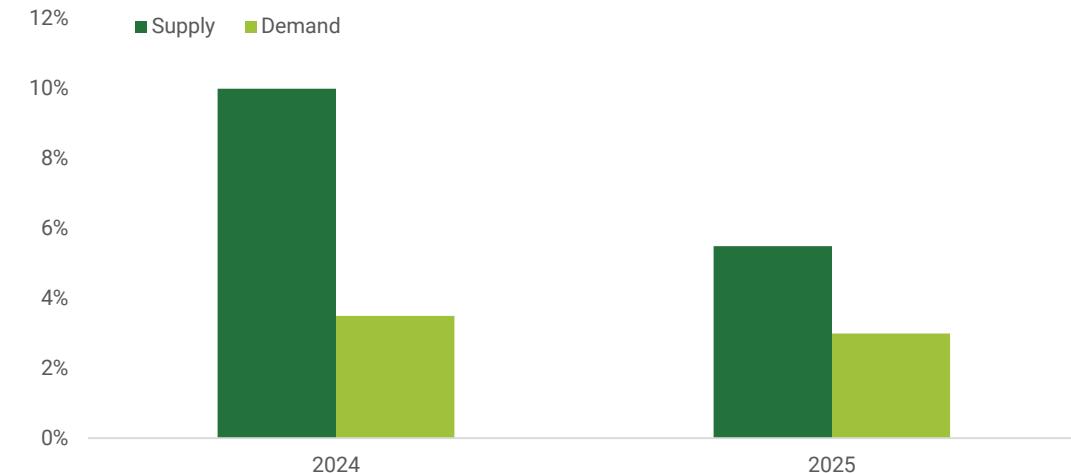
Tăng trưởng trong đội tàu container toàn cầu dự kiến sẽ chậm lại vào năm 2025, với mức tăng khoảng 2% so với cùng kỳ năm trước về số lượng tàu tham gia thị trường....



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

- Về triển vọng ngành vận tải container trong năm 2025, trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chúng tôi cho rằng giá cước giao ngay và giá cước cho thuê định hạn theo thời gian sẽ giảm dần do khoảng cách mất cân bằng về cung-cầu vẫn đang tiếp diễn trên thị trường. Theo ước tính, số lượng tàu mới dự kiến được đóng vào năm 2025 dự kiến sẽ tăng nhẹ khoảng +2% YoY. Sự tăng trưởng này dự kiến tiếp tục góp phần vào tình trạng cung vượt cầu vào năm 2025, vì cầu không theo kịp cung trong ngắn hạn.
- Ngoài ra, những thay đổi trong chính sách thương mại giữa Hoa Kỳ và các quốc gia khác trong ngắn hạn dự kiến sẽ hỗ trợ cho việc tăng giá cước vận tải container, do nhu cầu vận chuyển hàng trước cao hơn để giảm chi phí mua hàng cho các nhà nhập khẩu khi thuế quan mới có hiệu lực. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng, việc tàu hoạt động trở lại các tuyến đường thông thường sau khi giải quyết xung đột Biển Đỏ dự kiến sẽ góp phần làm giảm giá cước vận tải trong trung hạn.

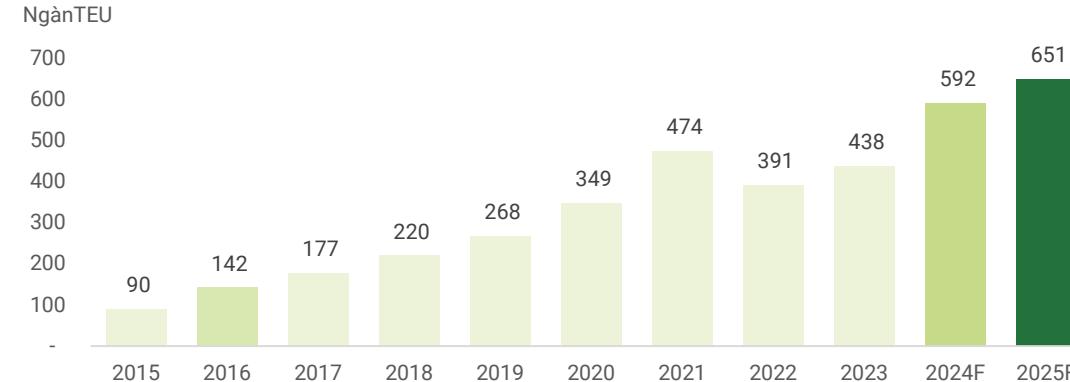
Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy khoảng cách chênh lệch cung-cầu dự vẫn duy trì trong 2025, từ đó sẽ gây áp lực lên giá cước vận tải vào năm.



Nguồn: Alphaliner, PHS tổng hợp

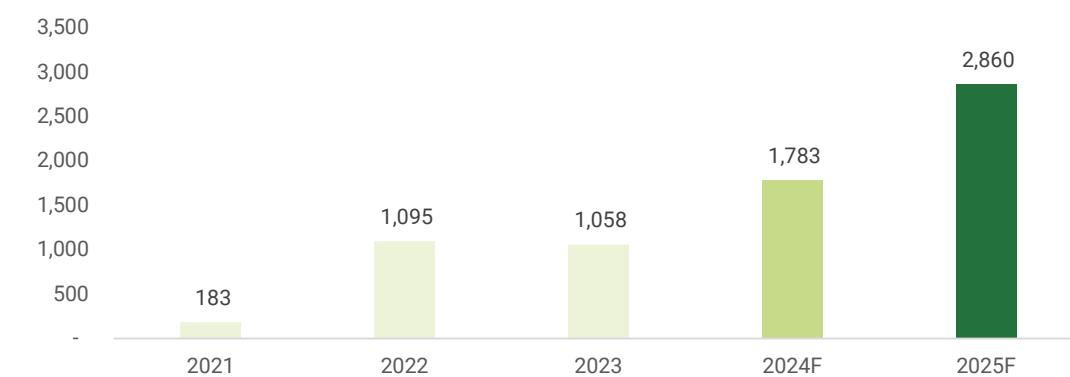
Triển vọng vận chuyển container nội địa năm 2025

Chúng tôi dự đoán sản lượng container HAH sẽ tăng khiêm tốn khoảng 10% so với cùng kỳ năm trước vào năm 2025, nhờ nhu cầu của người tiêu dùng phục hồi dần dần.



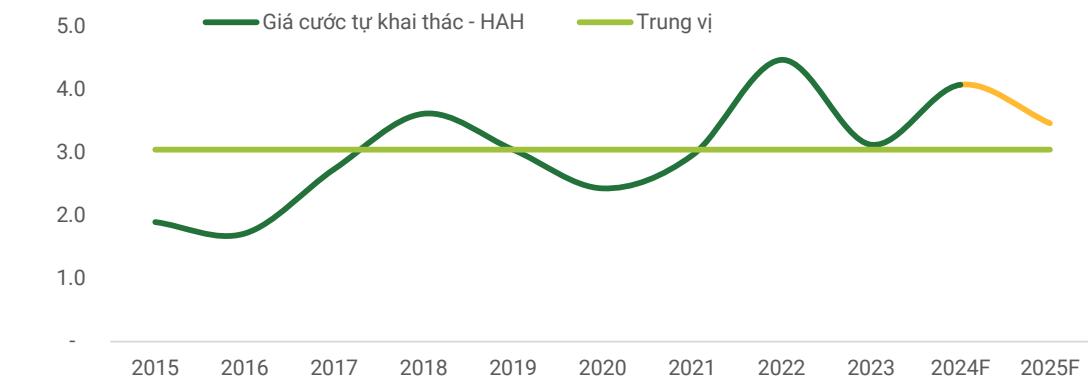
Nguồn : HAH, PHS dự phóng và tổng hợp

Số ngày thuê tàu theo thời gian của HAH trong năm 2025 dự kiến sẽ tăng +60% so với cùng kỳ năm trước, phản ánh việc đầy đủ hơn về số lượng tàu và số ngày thuê tàu so với cùng kỳ.



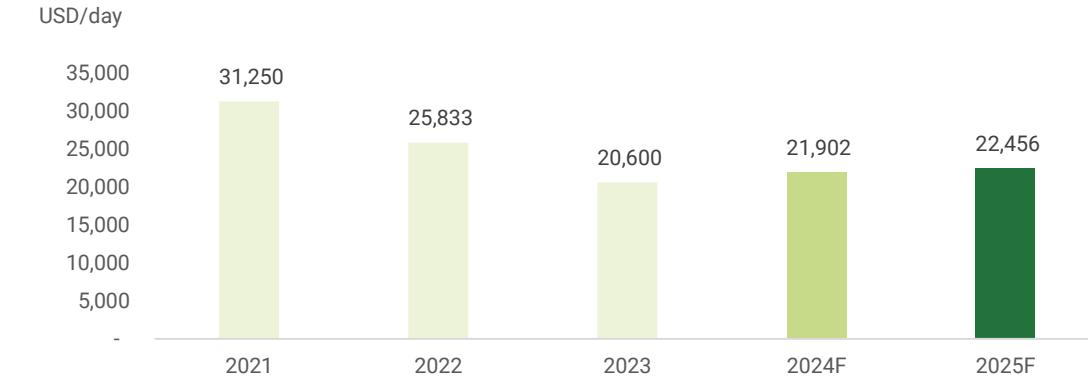
Nguồn : HAH, PHS dự phóng và tổng hợp

Giá cước giao ngay trong nước của HAH dự kiến sẽ giảm do áp lực từ các đội tàu quốc tế quay trở lại hoạt động trong nước, làm gia tăng cạnh tranh vào năm 2025



Nguồn : HAH, PHS ước tính, dự phóng và tổng hợp

Giá thuê tàu theo thời hạn của HAH ước tính tăng nhẹ +3% so với cùng kỳ năm trước, do việc gia hạn hợp đồng thuê tàu với mức giá cao hơn so với cùng kỳ.



Nguồn : HAH, PHS dự phóng và tổng hợp

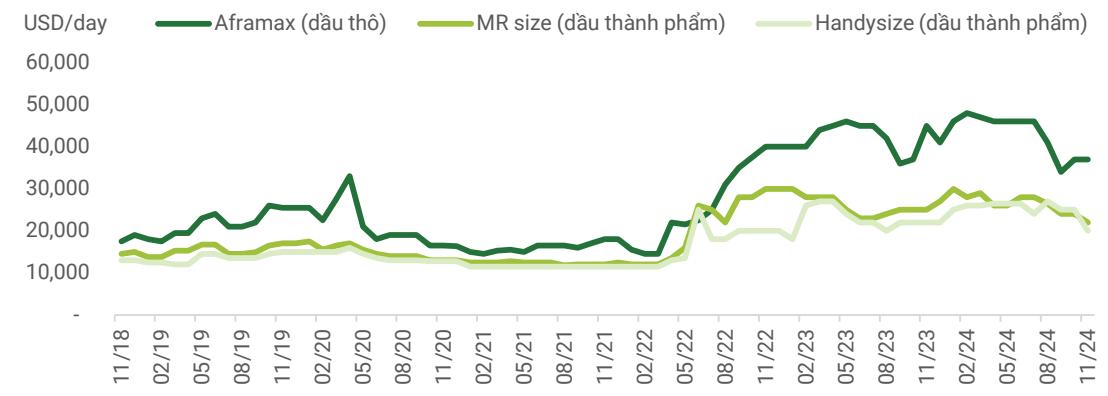
Các xung đột địa chính trị, như chiến tranh Nga-Ukraine và căng thẳng ở khu vực Biển Đỏ, đang làm thay đổi các tuyến đường vận chuyển dầu...

1 - Very low-stable 2 - Very low-increasing/ Low-decreasing 3 - Low-stable 4 - Low-increasing
 increasing 5 - Medium, decreasing 6 - Medium-stable 7 - Medium, increasing/ High,
 decreasing 8 - High-stable 9 - High, increasing/ Very high, decreasing 10 - Very high-stable



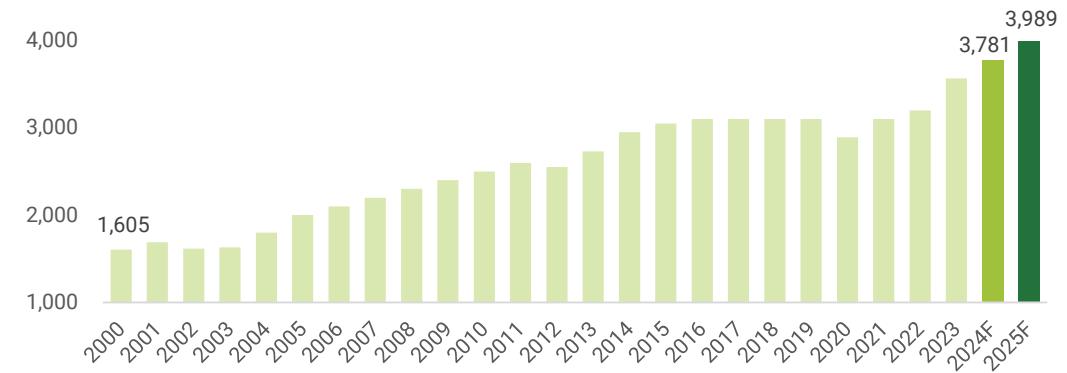
Nguồn: Control risk, PHS tổng hợp

Theo đó, giá cước vận chuyển dầu thô và dầu thành phẩm đang được neo ở mức nền cao nhờ xung đột địa chính trị



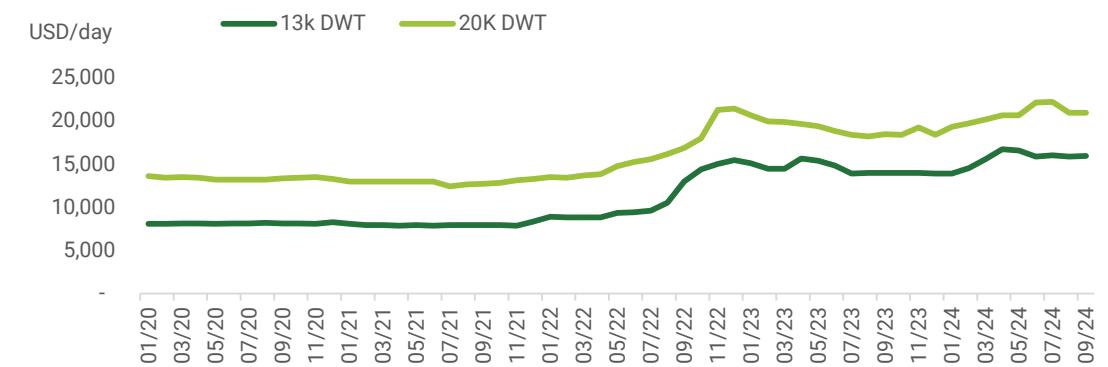
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

... dẫn đến nhu cầu về hàng tấn dặm tăng do tuyến đường vận chuyển dài hơn



Nguồn: PHS tổng hợp

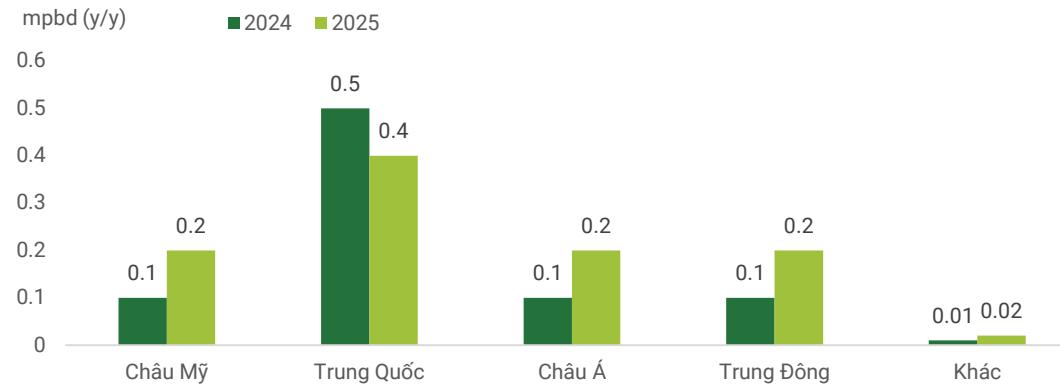
Giá cước TC đối với tàu chở hóa chất tiếp tục đi ngang so với giai đoạn 2023 chủ yếu nhờ vào nhu cầu tương đối ổn định



Nguồn: Clarkson, PHS tổng hợp

Giá cước tàu dầu thô và dầu thành phẩm diễn biến trái chiều

Nhu cầu vận chuyển dầu vào năm 2025 dự kiến vẫn ở mức cao, chủ yếu là do sự tăng trưởng từ các quốc gia bên ngoài Trung Quốc.



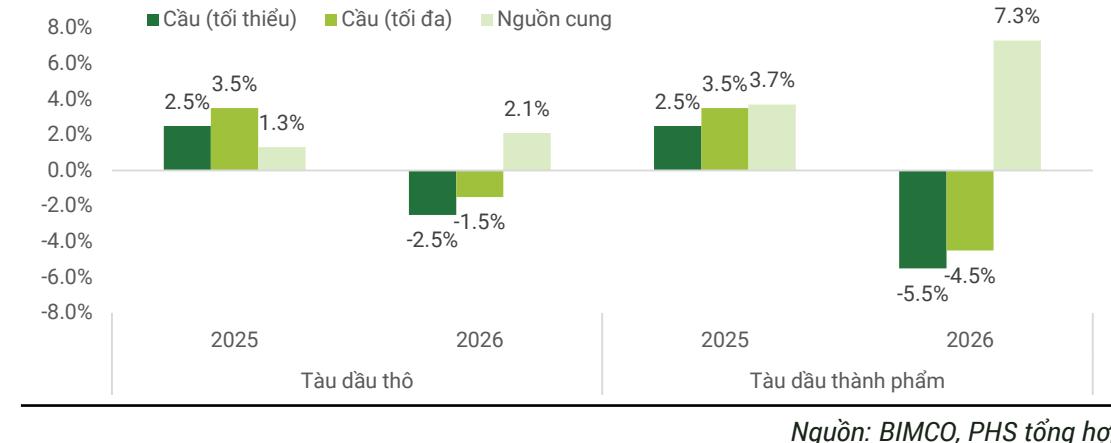
Nguồn: IEA, PHS tổng hợp

Cầu vận chuyển (bao gồm khối lượng vận chuyển và nhu cầu tấn dặm) đối với tàu dầu thô và tàu dầu thành phẩm kỳ vọng vẫn tiếp tục tăng trưởng nhẹ trong 2025.



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

Giá cước tàu chở dầu thô dự kiến sẽ tăng nhẹ do nguồn cung vẫn thắt chặt trong khi giá cước tàu chở sản phẩm dự kiến sẽ giảm nhẹ nhờ nguồn cung cải thiện so với cùng kỳ.



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

Áp lực cung vượt cầu của nhóm tàu chở sản phẩm dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn 2025 - 2026 khi tỷ lệ phá dỡ của nhóm tàu này tương đối thấp và tỷ lệ giao hàng tăng mạnh.



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

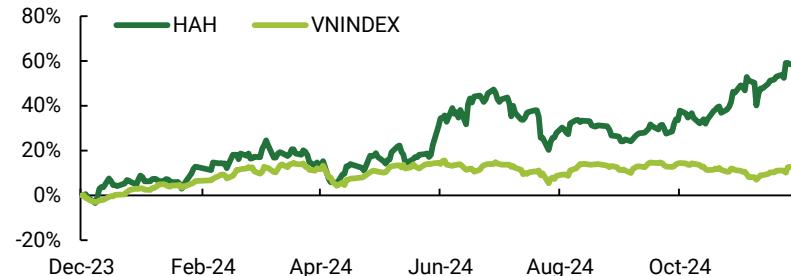
Ngành	Mã	Dự phóng 2025F				Dự phóng 2026F				Định giá					
		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Doanh thu thuần		LNST-CĐTS		Giá mục tiêu (VND/Cổ phiếu)	Giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 (VND/Cổ phiếu)	P/E	P/B	+/-	Khuyến nghị
		tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)	tỷ đồng	YoY (%)						
Logistics	HAH	4,646	21%	732	31%	4,834	4%	783	7%	55,200	49,300	8.8	1.0	12%	TĂNG TỶ TRỌNG
Logistics	PVT	14,129	20%	1,375	3%	14,552	6%	1,398	2%	31,500	27,800	7.9	0.8	13%	TĂNG TỶ TRỌNG

Chúng tôi duy trì triển vọng **TRUNG LẬP** thị trường vận tải dầu vào năm 2025. Chúng tôi nhận thấy xu hướng trái chiều về giá cước vận chuyển dầu trong năm 2025. Trong khi giá cước tàu chở dầu thành phẩm dự kiến sẽ giảm nhẹ giá do nguồn cung được cải thiện, thì giá vận tải đối với tàu dầu thô vẫn duy trì trên mức cao, được hỗ trợ bởi những hạn chế cung-cầu đang diễn ra.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu HAH, PVT. Chủ yếu dựa trên quan điểm mặc dù triển vọng kinh doanh năm 2025 vẫn tương đối tích cực nhưng tiềm năng tăng giá đã phản ánh một phần vào giá cổ phiếu.

Giá hiện tại : 49,300 VND/cổ phiếu – Giá mục tiêu: 55,800VND/cổ phiếu – Upside: +12% - TĂNG TỶ TRỌNG

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	6,152.1
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	121.3
Free float (tr.cp)	35.3%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	2,508,076
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	50,700
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	30,348

Luận điểm đầu tư

- Năm 2025, doanh thu ghi nhận mức tăng trưởng khả quan +18%YoY, chủ yếu nhờ vào đóng góp doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu giúp bù đắp một phần sự sụt giảm nhẹ của mảng tự khai thác.
 - (i) Doanh thu cho thuê tàu theo thời gian ước tính tăng +104%YoY, nhờ:(i) số ngày thuê tàu tăng đáng kể (+60,4%YoY)(ii) giá thuê tàu trung bình ước tính tăng +2,5%YoY
 - (ii) Doanh thu tự khai thác ước tính giảm nhẹ -6%YoY chủ yếu do giá cước giảm -15%YoY bởi áp lực dư cung đã quay trở lại khi đội tàu nội địa khai thác tuyến quốc tế đã trở về hoạt động trong nước
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện tích cực +2,1 bsp YoY, chủ yếu đến từ biên lợi nhuận gộp của mảng cho thuê tàu tăng +3,9 bsp YoY.

- Mặc dù triển vọng kinh doanh năm 2025 vẫn tương đối tích cực, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu HAH được giao dịch ở mức định giá tương đối cao với EV/EBITDA TTM là 7.0x lần, cao hơn EV/EBITDA trung bình trong giai đoạn 2021-2022 (5.1x lần). Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng kinh doanh năm 2025 đã phản ánh tương đối vào giá cổ phiếu.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu tương ứng là 55,800 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá +9% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 dựa trên phương pháp so sánh.

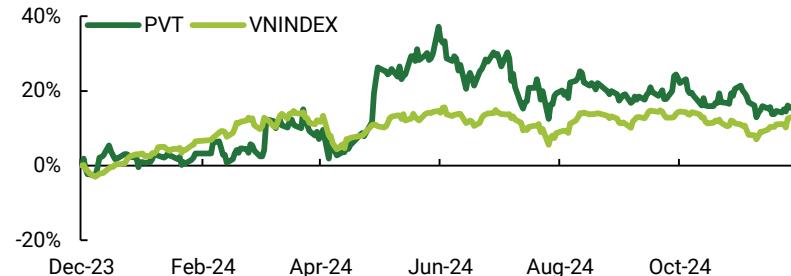
Rủi ro: (i) Giá cước vận chuyển thấp hơn dự kiến, (ii) sản lượng container thông qua thấp hơn dự kiến

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	554	722	667
Tăng trưởng EPS (%)	42%	18%	8%
Tăng trưởng BVPS (%)	6%	17%	16%
Biên lợi nhuận gộp (%)	29%	31%	31%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	24%	26%	26%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	18%	19%	20%

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	1,955	3,206	2,613	3,842	4,670	4,878
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	446	822	385	557	744	804
EPS (VND/cổ phiếu)	8,415	10,561	3,022	4,287	5,079	5,494
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	33,240	35,488	23,761	25,101	29,411	34,072
ROE (%)	13.8%	16.3%	7.2%	7.7%	9.5%	9.6%
ROA (%)	23.4%	28.5%	12.1%	14.6%	16.7%	15.6%
P/E (x)	5.2	4.2	14.6	10.3	8.7	8.0
P/B (x)	2.4	1.6	1.5	1.2	1.0	0.9
Tỷ suất cổ tức (%)	3.0%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Giá hiện tại: 27,800 VND/cổ phiếu – Giá mục tiêu: 31,500VND/cổ phiếu – Upside: +14% - TĂNG TỶ TRỌNG

Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	9,736.9
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	356.0
Free float (tr.cp)	49.1%
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	1,648,058
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	32,300
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	22,909

Chỉ số tài chính	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	1,212	1,523	2,031
Tăng trưởng EPS (%)	22%	6%	2%
Tăng trưởng BVPS (%)	12%	12%	11%
Biên lợi nhuận gộp (%)	22%	22%	22%
Biên lợi nhuận EBIT (%)	18%	18%	18%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	15%	13%	13%

Luận điểm đầu tư

- Doanh thu thuần năm 2025 ước tính tăng +18% so với cùng kỳ năm trước**, chủ yếu do:
 - Đóng góp từ 8 tàu đầu tư vào năm 2024, sẽ được phản ánh đầy đủ hơn vào năm 2025.
 - Giá thuê tàu dự kiến sẽ vẫn duy trì trên mức nền cao nhờ, được hỗ trợ bởi:(i) Mất cân bằng cung-cầu ngắn hạn.(ii) Xung đột địa chính trị đang diễn ra, tiếp tục thúc đẩy nhu cầu cao về tấn-dặm.
- LNST-CĐTS 2025 dự kiến tăng khoảng +6%YoY**. Nếu không tính khoản lợi nhuận one-off, LNST-CĐTS năm 2025 ước tính tăng +17%YoY.
- Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong 2025 vẫn ở mức khiêm tốn với NPATMI dự kiến chỉ tăng 6%YoY (bao gồm khoản lợi nhuận bất thường đến từ thanh lý tàu trong năm 2024). Trong khi đó, PVT hiện đang giao dịch ở mức EV/EBITDA TTM là 3,6 lần, gần bằng mức trung bình EV/EBITDA 2022–2024 = 4.0. Do đó, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh tương đối tiềm năng tăng trưởng trong 2025.

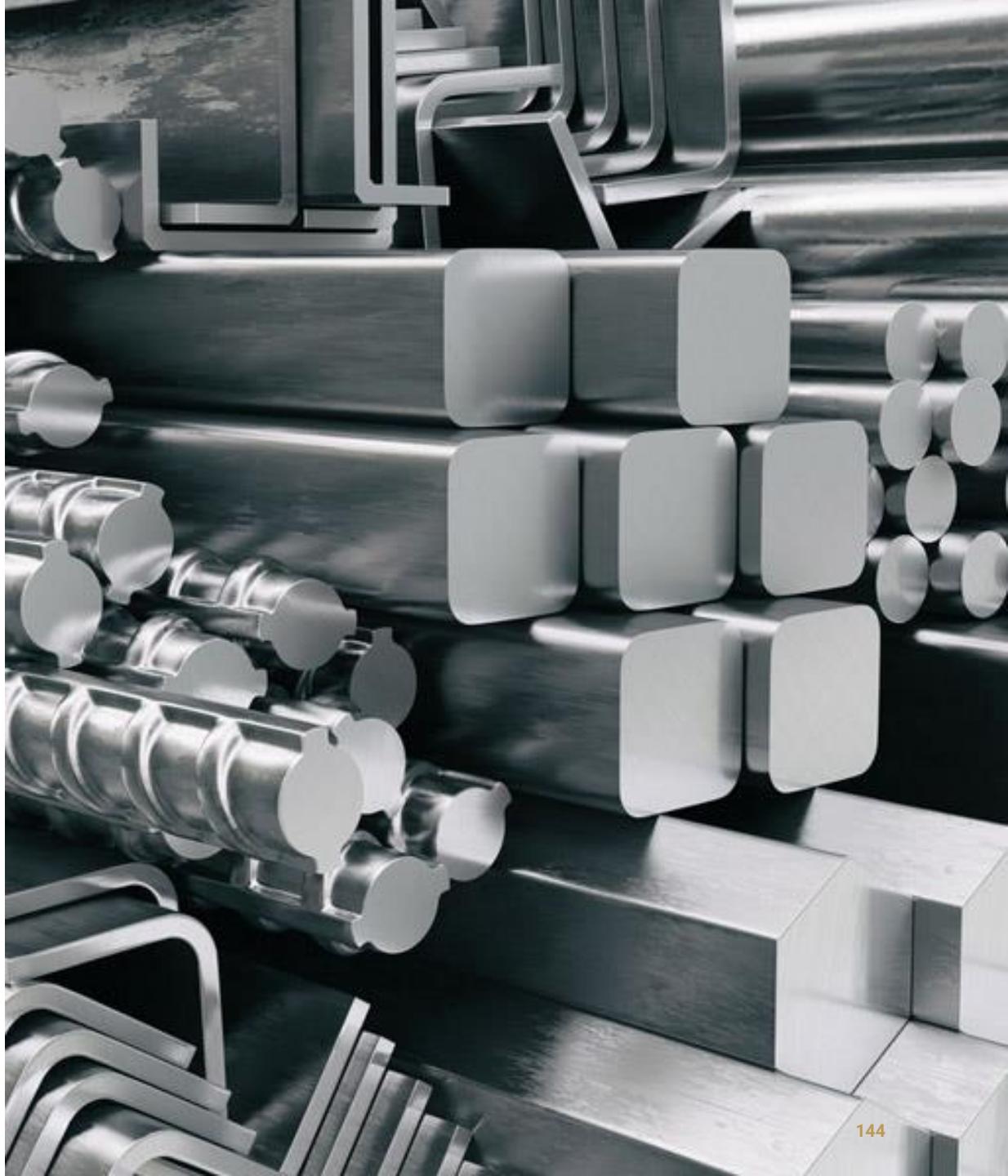
Theo đó, Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu tương ứng là 31,500 VND/cổ phiếu với tiềm năng tăng giá +14% so với giá đóng cửa tại ngày 20/12/2024 dựa trên phương pháp so sánh.

Rủi ro: (i) Giá cước vận chuyển thấp hơn dự kiến, (ii) Chi phí đầu tư cao hơn dự kiến.

Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	7,460	9,047	9,556	11,785	14,129	14,552
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	660	857	972	1,301	1,375	1,398
EPS (VND/cổ phiếu)	1,931	2,490	2,825	3,435	3,631	3,691
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	16,034	18,525	21,019	23,531	26,317	29,160
ROE (%)	12.0%	14.4%	13.5%	15.8%	14.7%	13.4%
ROA (%)	6.7%	8.1%	7.0%	8.5%	8.0%	7.5%
P/E (x)	11.8	8.8	10.4	8.3	7.9	7.8
P/B (x)	1.1	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

NGÀNH THÉP

- TỔNG QUAN NGÀNH
- TRIỂN VỌNG 2025
- ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

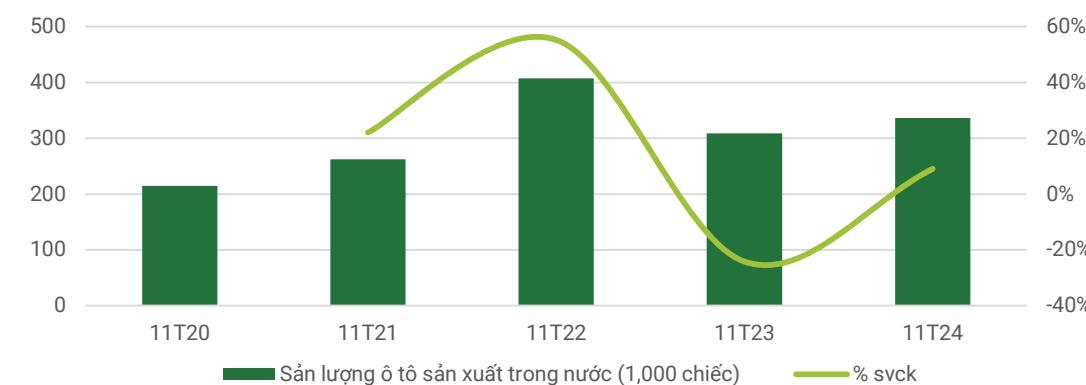


Tiêu thụ thép trong nước tăng 11.3% svck trong 10T24, tăng trưởng ở hầu hết các sản phẩm thép



Nguồn: VSA

Sản xuất ô tô tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024, sản lượng ô tô sản xuất tại Việt Nam đã tăng 9% svck lên 336.5 nghìn chiếc trong 11T24



Nguồn: GSO

TỔNG QUAN NGÀNH

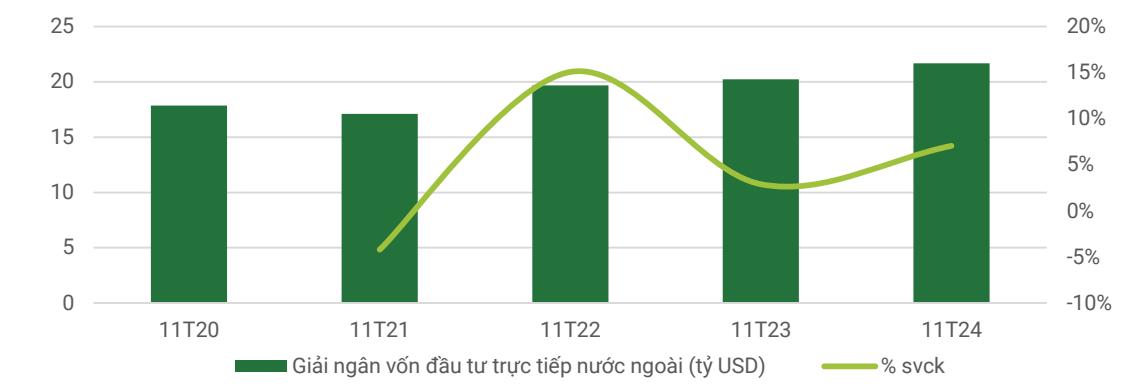
Nhu cầu trong nước cải thiện từ cuối năm

Nguồn cung căn hộ đang xây dựng tại Việt Nam tăng trưởng nhẹ



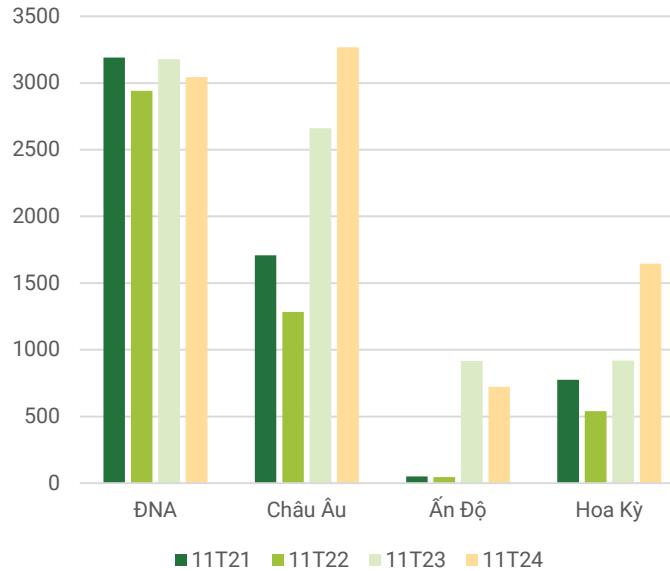
Nguồn: Bộ Xây dựng

Giải ngân vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI mạnh mẽ trong 2024



Nguồn: GSO

Sản lượng xuất khẩu sắt thép của Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ tại Hoa Kỳ và châu Âu (triệu tấn), Ấn Độ cũng là một trong những thị trường tiềm năng

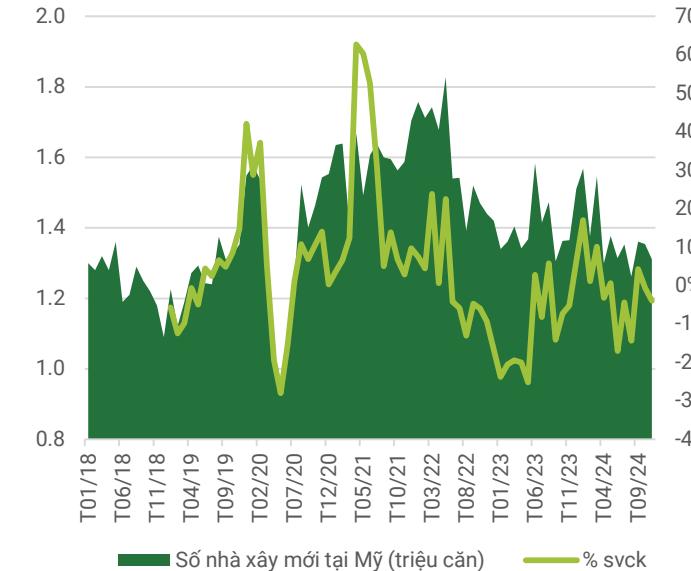


Nguồn: TCHQ

TỔNG QUAN NGÀNH

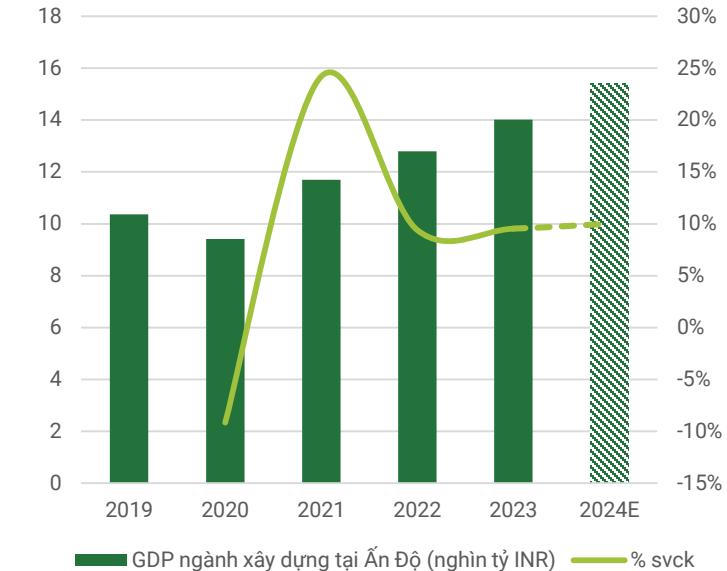
Xuất khẩu thép của Việt Nam tích cực tại Hoa Kỳ, Châu Âu và Ấn Độ

Số nhà xây mới tại Mỹ giảm nhẹ 1.3% svck trong 11T24



Nguồn: FRED

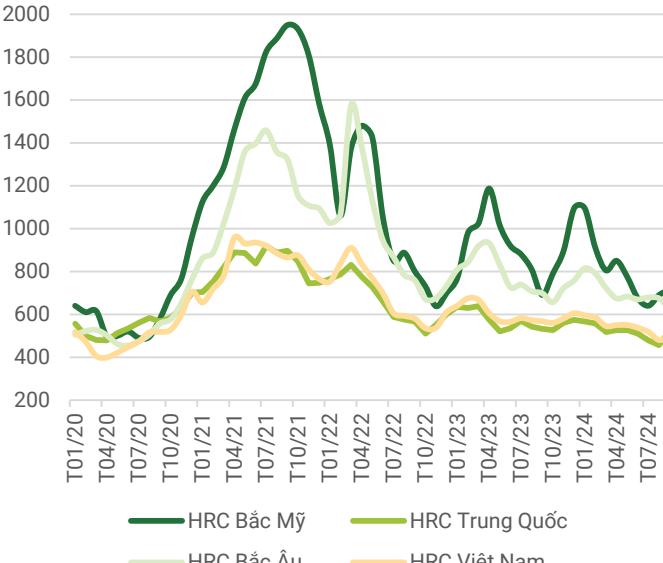
GDP ngành xây dựng của Ấn Độ tăng trưởng mạnh mẽ trong 2024



Nguồn: TCTK Ấn Độ

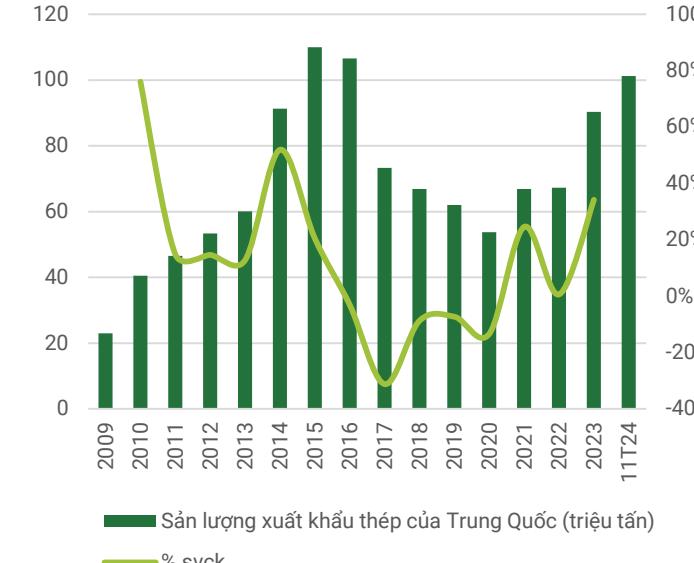
- Đông Nam Á, châu Âu, Hoa Kỳ và Ấn Độ là các thị trường xuất khẩu thép chính của Việt Nam, chiếm hơn 69% sản lượng xuất khẩu trong 11T24.
- Hoa Kỳ tăng cường nhập khẩu thép tại châu Á khi giá thép tại thị trường này đang ở mức thấp. Nhu cầu thép tại Hoa Kỳ kỳ vọng chỉ tăng trưởng nhẹ 2.5% svck trong 2024, khi nhu cầu xây dựng nhà ở tại nước này chưa phục hồi mạnh mẽ kể từ khi Feb nâng lãi suất năm 2022.
- Tương tự tại thị trường châu Âu, các doanh nghiệp tranh thủ nhập khẩu thép giá thấp tại châu Á. Tiêu thụ thép tại Châu Âu chỉ tăng nhẹ khi người dân phải đổi mới với lạm phát cao và chính sách tiền tệ thắt chặt. Hiệp hội Thép thế giới dự đoán nhu cầu thép tại châu Âu tăng 5% svck trong 2024.
- Tại Ấn Độ, tiêu thụ thép tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm gần đây nhờ nhu cầu lớn từ ngành xây dựng, ngoài ra chính sách thúc đẩy chi tiêu công cũng thúc đẩy tiêu thụ thép. Theo Hiệp hội Thép thế giới, nhu cầu thép tại Ấn Độ dự kiến tăng 8% svck trong 2024/25, ngành xây dựng của Ấn Độ dự kiến tăng trưởng 11.2% svck đạt 25.3 nghìn tỷ INR trong 2024 động lực chính đến từ xây dựng nhà ở và cơ sở hạ tầng bùng nổ.

Giá HRC tại Việt Nam giảm 10.7% svck, giá HRC tại Trung Quốc giảm 9.9% svck trong 9T24



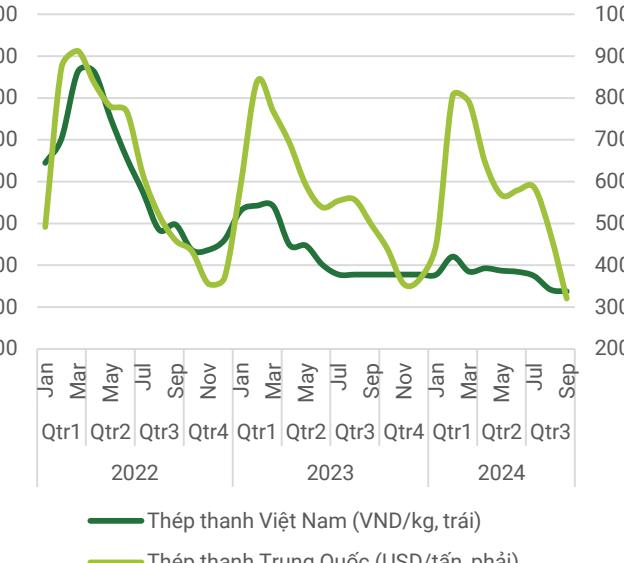
Nguồn: VSA

Sản lượng xuất khẩu thép của Trung Quốc cao nhất trong vòng 9 năm qua



Nguồn: TCHQ

Giá thép thanh Việt Nam giảm 5% svck trong 9T24



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

- Giá HRC tại Việt Nam chịu tác động từ sự giảm giá HRC Trung Quốc: Giá HRC tại Việt Nam giảm 10.7% svck trong 9M24, trong khi giá HRC tại Trung Quốc giảm 9.9% svck trong 9T24. Thép trong nước phải cạnh tranh gay gắt với thép nhập khẩu:

Theo Hiệp hội Sắt thép TQ (CISA), lượng tiêu thụ thép của TQ trong 9T24 đã giảm 6.2% svck xuống 688 triệu tấn. Nhu cầu thép tại Trung Quốc giảm khiến các nhà sản xuất thép tăng cường xuất khẩu, các thị trường xuất khẩu thép chính của Trung Quốc bao gồm Hàn Quốc, Việt Nam, Ấn Độ, Indonesia và UAE đều cho thấy sản lượng nhập khẩu thép Trung Quốc tăng. Trong 11T24, Trung Quốc xuất khẩu 101.2 triệu tấn thép, (+22.6% svk), mức cao nhất trong vòng chín năm qua, trong đó nhập khẩu vào Việt Nam đạt 10.16 triệu tấn (~ 6.37 tỷ USD) tăng 58.9% svck.

Trước tình trạng dư cung trong nước, Bộ Công nghiệp và Công nghệ thông tin đã đình chỉ phê duyệt các nhà máy thép mới vào T8/24

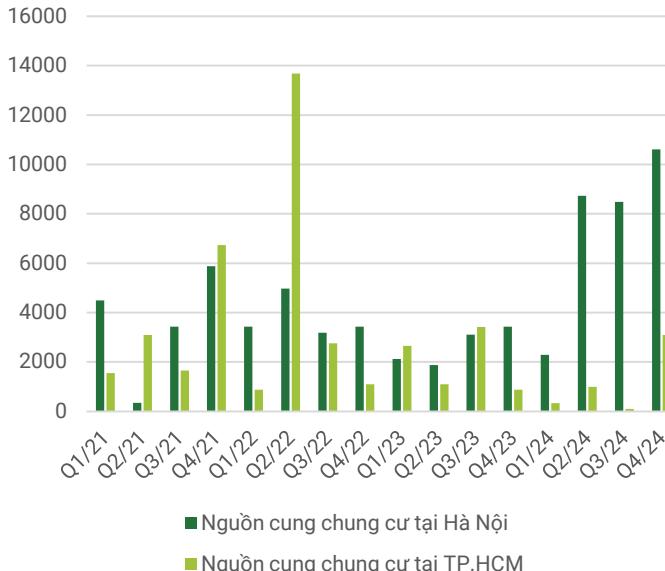
- Chúng tôi dự phỏng giá HRC trung bình tại VN giảm 8% svck trong 2024, giá thép thanh Việt Nam giảm 5% svck trong 2024.

No.	Mã	TTS tại 3Q24		Dt thuần 9T24		LNG 9T24		% LNG svck	LNST 9T24		% LNST svck	Biên LN gộp	% BLNG svck	Biên LNST (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt	EV/EBITDA
		(tỷ đồng)	% svck	(tỷ đồng)	% DT svck	(tỷ đồng)	svck	(tỷ đồng)	svck	gộp	svck	LNST (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt	EV/EBITDA		
1	HPG	221,386	10.2%	104,364	23.4%	14,133	66.9%	9210.5	140.4%	13.5%	3.5%	8.8%	10.9%	5.5%	14.3	9.8		
2	HSG	19,562	12.6%	30,199	27.2%	3,304	13.9%	406.7	-42.8%	10.9%	-1.3%	1.3%	4.7%	2.6%	22.2	9.7		
3	NKG	13,782	-9.1%	16,140	14.2%	1,531	82.5%	434.5	335.4%	9.5%	3.6%	2.7%	7.7%	3.3%	10.9	8.8		
4	TVN	24,291	0.5%	26,314	14.3%	757	16.9%	115.4	-205.3%	2.9%	0.1%	0.4%	3.0%	1.1%	52.9	11.3		
5	GDA	12,097	12.0%	15,248	19.0%	1,266	54.2%	320.4	21.5%	8.3%	1.9%	2.1%	8.7%	2.8%	9.5	5.9		

Biên LNG của các doanh nghiệp ngành thép đã cải thiện đáng kể so với 2023, tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với lịch sử, chúng tôi cho rằng nguyên nhân do chính giá bán giảm ở hầu hết các sản phẩm thép.

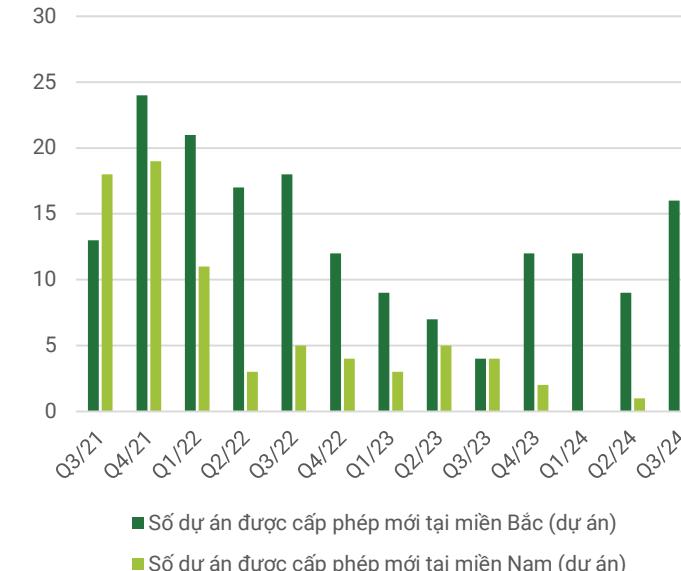
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
HPG	26.7%	34.0%	31.5%	22.0%	23.9%	18.0%	3.5%	-4.1%	5.7%	10.5%	12.0%	12.4%	11.8%	12.7%	12.0%
HSG	18.0%	22.7%	15.7%	12.5%	11.3%	13.1%	-2.6%	2.0%	12.9%	10.3%	13.3%	10.5%	12.1%	12.3%	8.4%
NKG	12.6%	18.6%	17.2%	12.0%	13.4%	12.4%	-3.6%	-3.5%	3.1%	9.0%	4.8%	6.1%	10.7%	9.0%	8.7%
TVN	6.7%	8.1%	3.9%	1.7%	3.5%	1.7%	-3.2%	3.8%	4.6%	1.4%	2.2%	4.1%	4.0%	3.2%	1.6%
GDA	8.5%	13.4%	11.5%	10.4%	8.6%	14.3%	-1.5%	-1.8%	7.5%	6.6%	5.2%	6.7%	8.5%	9.1%	7.2%

Nguồn cung BĐS miền Bắc và miền Nam tăng trưởng



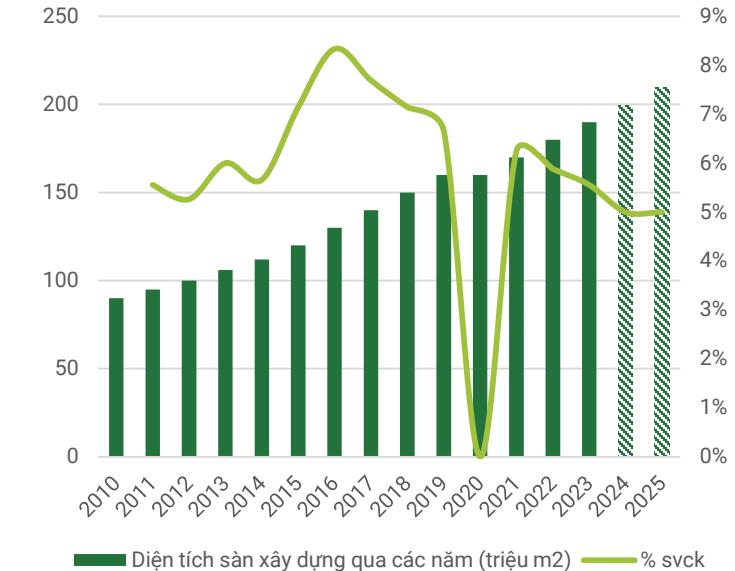
Nguồn: CBRE

Số dự án nhà ở được cấp phép mới tại miền Bắc và Nam đã cải thiện từ Q3/24



Nguồn: CBRE, Bộ Xây dựng

Tăng trưởng diện tích xây dựng tại VN dự phóng tăng 5% svck trong 2024-25



Nguồn: CBRE, Bộ Xây dựng

- Xây dựng nội địa hồi phục

Thị trường BĐS nhà ở tại Việt Nam phục hồi tốt với số dự án đang triển khai tại cả miền Nam và miền Bắc cuối 2024/25, theo TCTK, số lượng các doanh nghiệp trong ngành xây dựng quay lại hoạt động đạt 9,182 doanh nghiệp trong 11T24 tăng 27.2% svck. Xây dựng nhà ở dân dụng chiếm 2/3 sản lượng ngành thép, kỳ vọng phục hồi 3% năm 2025.

- Các bộ luật mới ban hành bắt đầu thể hiện tác động rõ rệt lên thị trường BĐS, bao gồm: Luật Đất đai 2024, Luật Kinh doanh BĐS 2023 và Luật Nhà ở 2023, kỳ vọng cải thiện nguồn cung cho thị trường BĐS. Chúng tôi nhận thấy nguồn cung BĐS nhà bắt đầu tăng trở lại tại Hà Nội, dự phóng diện tích xây dựng tại VN tăng 5% svck trong 2024-25.

Các dự án trọng điểm quốc gia kỳ vọng thúc đẩy tiêu thụ thép trong nước

Các dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ USD)	Thời gian triển khai	Ghi chú
Đường sắt cao tốc Bắc - Nam	67	2027-2037	Dự án có chiều dài 1.541km với 60% là kết cấu cầu, 30% kết cấu nền đất, và 10% kết cấu hầm. Dự án ước tính cần 6 triệu tấn thép các loại
Sân bay quốc tế Long Thành Giai đoạn 1	16	T12/2022-2026	Dự án được chia làm 3 giai đoạn, giai đoạn 1 dự kiến khai thác vào năm 2026 với tổng vốn đầu tư 5.45 tỷ USD, đạt công suất 25 triệu lượt khách/năm. HPG đã cung cấp thép ống vuông và ống hộp lớn

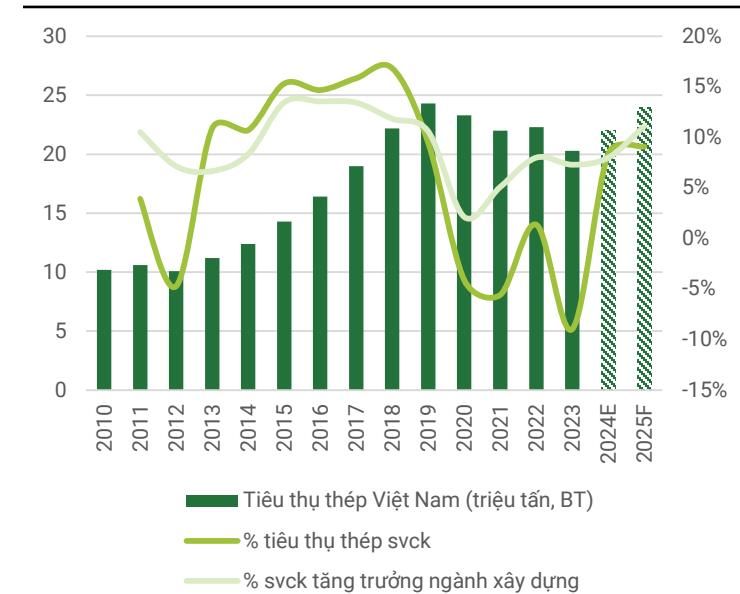
Nguồn: PHS tổng hợp

Các biện pháp thúc đẩy tăng trưởng quyết liệt của Chính phủ thông qua các dự án trọng điểm quốc gia trong lĩnh vực hạ tầng giao thông và khu công nghiệp kỳ vọng tác động tích cực lên nhu cầu thép trong nước. Các dự án lớn được thúc đẩy để đảm bảo chất lượng và đạt tiến độ, bao gồm: sân bay quốc tế Long Thành, đường sắt tốc độ cao Bắc Nam. Mục tiêu của Chính phủ đề ra là hoàn thành 3,000km đường sắt cao tốc năm 2025 và 5,000 km đường sắt cao tốc đến năm 2030.

Chúng tôi tin rằng quyết tâm của Chính phủ trong việc thúc đẩy đầu tư công sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp ngành thép. Đặc biệt chúng tôi đánh giá cao các doanh nghiệp có khả năng mở rộng sản xuất, công nghệ tiên tiến và đủ nguồn lực để đáp ứng các tiêu chí lựa chọn nhà thầu cho các dự án lớn trong nước như HPG.

Dự phỏng tiêu thụ thép trong nước tăng trưởng 10%/8% svck trong 2024/25

Chúng tôi dự phỏng tiêu thụ thép Việt Nam tăng trưởng 8% svck đạt 24 triệu tấn trong 2025



Nguồn: VSA, PHS tổng hợp

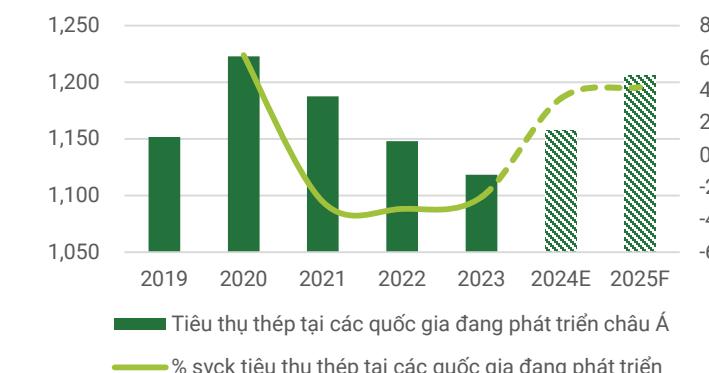
Xuất khẩu kỳ vọng tăng trưởng tuy nhiên vẫn còn nhiều thách thức

Cơ hội cho xuất khẩu thép Việt Nam

- 1 Giá HRC tại Bắc Mỹ và châu Âu cao hơn so với HRC Việt Nam
- 2 Tăng trưởng hoạt động xây dựng tại thị trường ASEAN và Ấn Độ
- 3 Nhu cầu xây dựng nhà ở tại Mỹ hồi phục khi Fed đẩy mạnh hạ lãi suất trong 2025

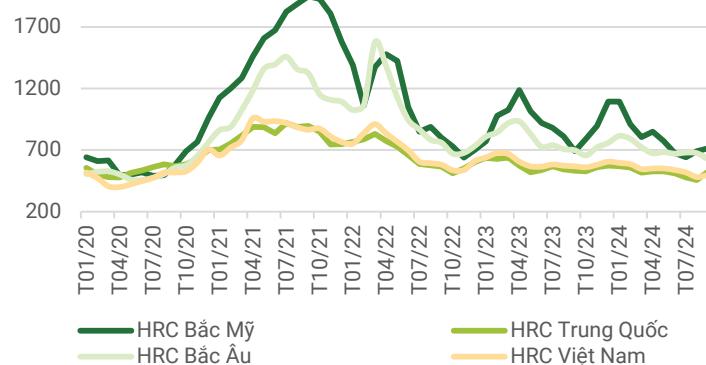
Nguồn: PHS tổng hợp

World Steel dự phỏng tiêu thụ thép tại các nước đang phát triển châu Á svck trong 2024/25



Nguồn: TCKT các nước, World Steels

Giá HRC tại Việt Nam thấp hơn tại Bắc Âu và Bắc Mỹ nhờ chi phí sản xuất thấp hơn



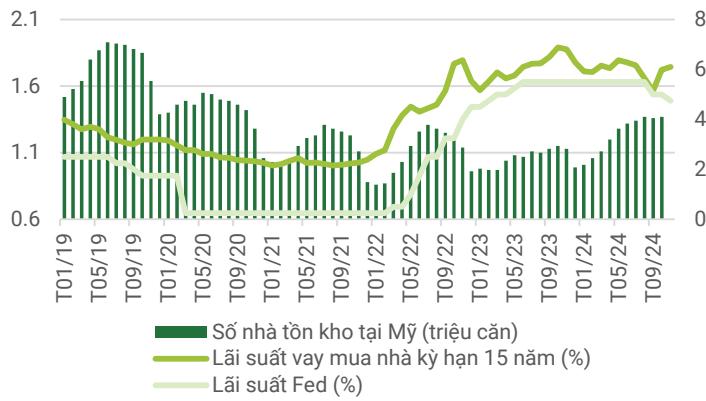
Nguồn: VSA

World Steel dự phỏng tiêu thụ thép tại Ấn Độ tăng 8% svck trong 2024/25



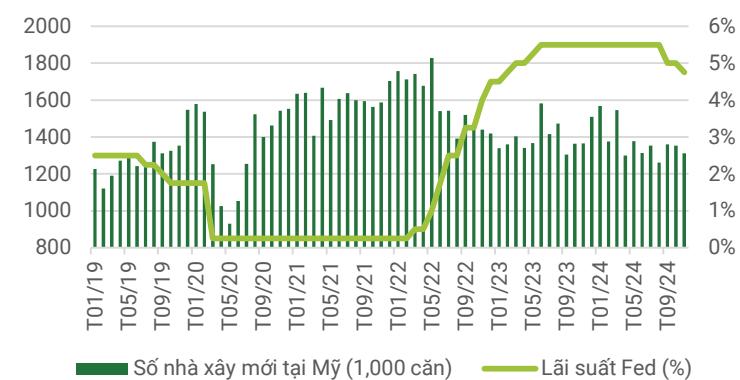
Nguồn: TCKT Ấn Độ, World Steels

Tồn kho nhà tại Mỹ tăng trở lại từ mức thấp trong lịch sử khi Fed hạ lãi suất



Nguồn: FRED

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xây dựng tại Mỹ tăng trưởng mạnh khi Feb hạ lãi suất mạnh mẽ trong 2025



Nguồn: FRED

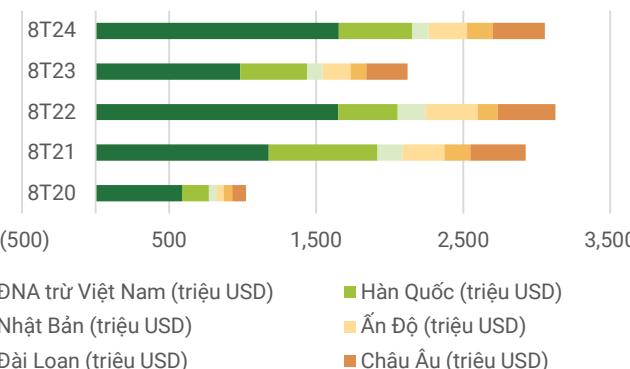
Xuất khẩu kỳ vọng tăng trưởng tuy nhiên vẫn còn nhiều thách thức

Thách thức thép Việt Nam xuất khẩu phải đổi mới

1	Đổi mới với các biện pháp phòng vệ thương mại từ Hoa Kỳ, EU và Canada
2	Cạnh tranh gay gắt với thép Trung Quốc tại thị trường châu Á

Nguồn: PHS

KNXK thép Trung Quốc sang châu Á tăng trưởng mạnh mẽ, đặt biệt tại thị trường Đông Nam Á, thị trường xuất khẩu chủ lực của thép Việt Nam



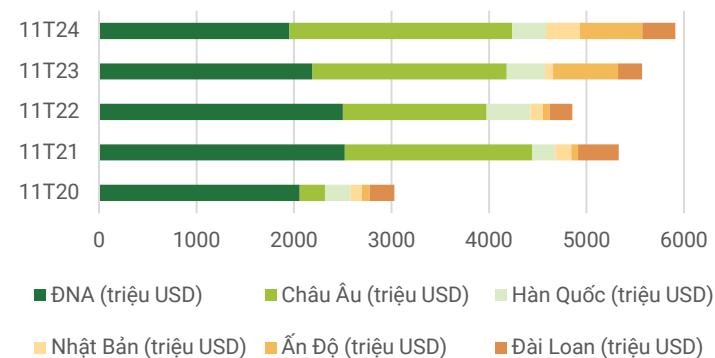
Nguồn: TCHQ Trung Quốc

Thép Việt Nam đổi mới với điều tra CBPG

Loại thép	Thời gian điều tra	Quốc gia điều tra	Nguồn nhập khẩu bị điều tra
HRC	08/08/2024-08/08/2025	EU	Ai Cập, Ấn Độ, Nhật Bản, Việt Nam
Tôn mạ	25/09/2024-28/04/2025	Mỹ	Canada, Mexico, Brazil, Hà Lan, Đài Loan, Thổ Nhĩ Kỳ, Ả Rập, Việt Nam, Úc, Nam Phi

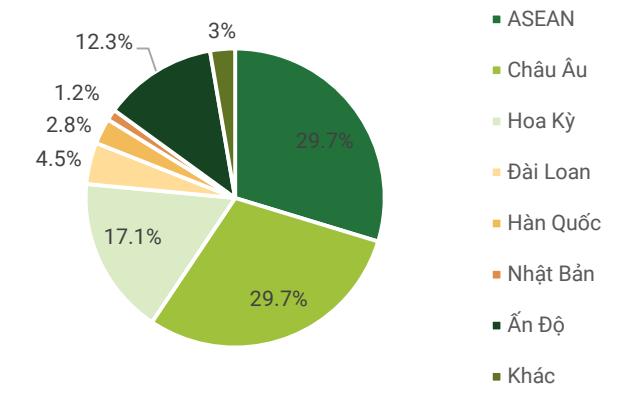
Nguồn: VSA

Trong khi, xuất khẩu thép của Việt Nam vào thị trường Đông Nam Á giảm 10.8% so với cùng kỳ



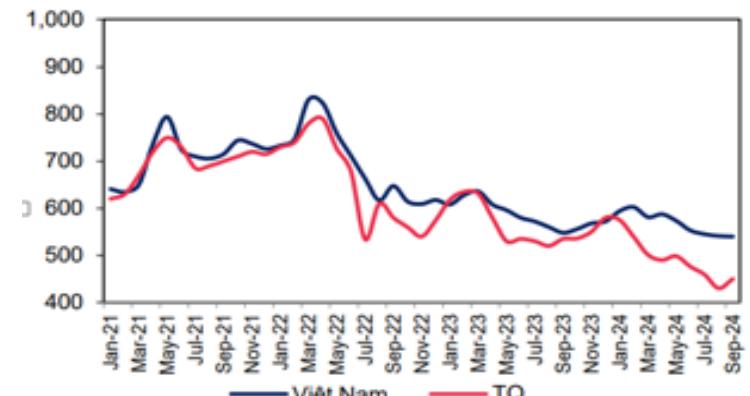
Nguồn: TCHQ

Mỹ và châu Âu là các thị trường xuất khẩu thép chính của Việt Nam



Nguồn: TCHQ

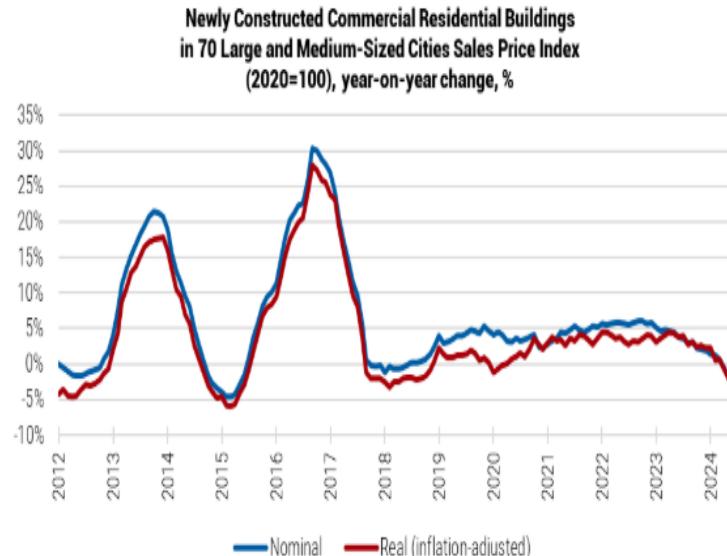
Giá thép xây dựng Trung Quốc thấp hơn Việt Nam tạo áp lực cạnh tranh trên thị trường trong nước và xuất khẩu



Nguồn: Bloomberg

Giá thép kỳ vọng tăng nhẹ khi thị trường BĐS Trung Quốc chưa thể hồi phục mạnh mẽ

Số nhà xây mới tại Trung Quốc giảm đáng kể trong 2024



Nguồn: TCKT Trung Quốc

Tâm lý không mấy lạc quan của người tiêu dùng Trung Quốc đối với nền kinh tế



Nguồn: TCKT Trung Quốc

Tỷ lệ thất nghiệp tại người trẻ của Trung Quốc đang ở mức cao

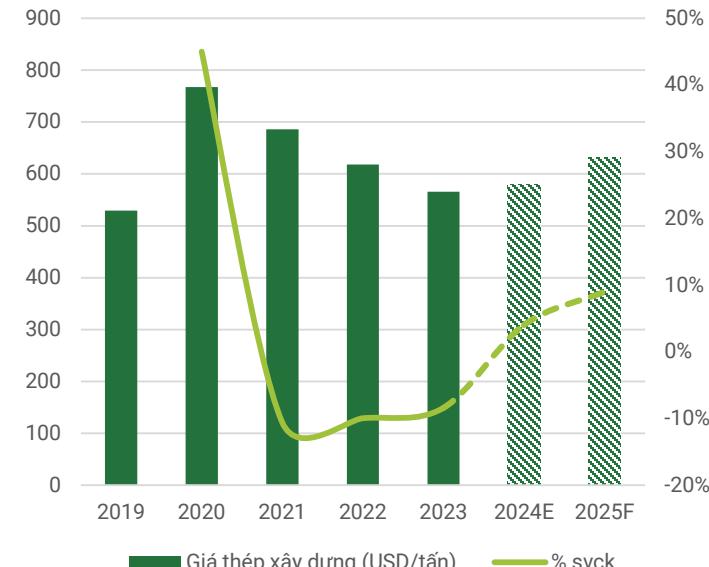


Nguồn: TCKT Trung Quốc

- Doanh thu bán nhà mới của 100 công ty BĐS lớn nhất Trung Quốc đã tăng 7.1% svck đạt 61.2 tỷ USD, là tháng tăng đầu tiên trong 2024, khi gói kích thích mới nhất của Chính phủ thu hút người mua trở lại thị trường bao gồm cát giảm chi phí vay nợ lỏng hạn chế mua nhà ở các thành phố lớn và giảm yêu cầu tiền cọc. Diện tích khởi công xây dựng mới tại Trung Quốc giảm 23% svck xuống 673 triệu m².
- Chúng tôi đánh giá năm 2025 vẫn là một năm khó khăn của thị trường BĐS Trung Quốc khi lượng nhà tồn kho ở mức cao và áp lực thanh khoản với các nhà phát triển sẽ là giảm nhu cầu xây mới. Ngoài ra, tâm lý thận trọng của người dân và tỷ lệ thất nghiệp đang ở mức cao sẽ làm giảm nhu cầu mua nhà. Mysteel ước tính tổng diện tích các dự án bất động sản mới khởi công tại Trung Quốc có thể giảm 7-10% svck và tiêu thụ thép có thể đi ngang trong 2025.
- Chúng tôi đánh giá nhu cầu thu hẹp tại Trung Quốc trong 2025 sẽ gây áp lực lên giá thép thế giới.

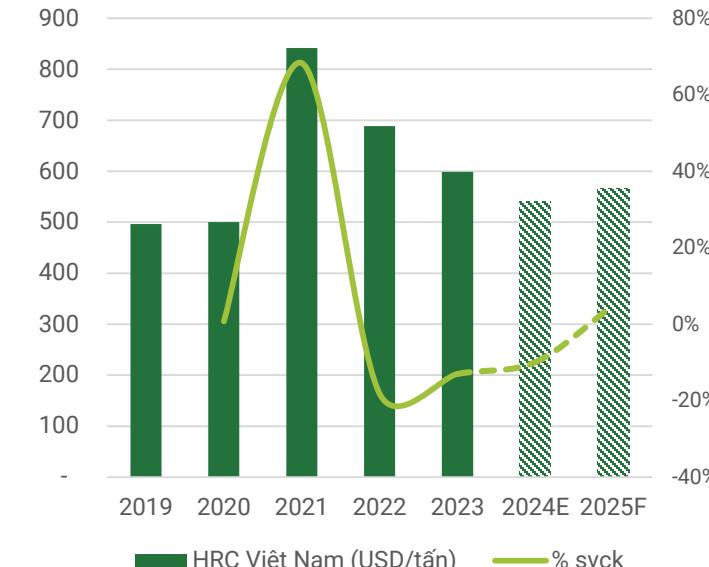
Giá thép kỳ vọng tăng nhẹ khi thị trường BĐS Trung Quốc chưa thể hồi phục mạnh mẽ

Dự phóng giá thép xây dựng dự phóng tăng 7% svck trong 2025



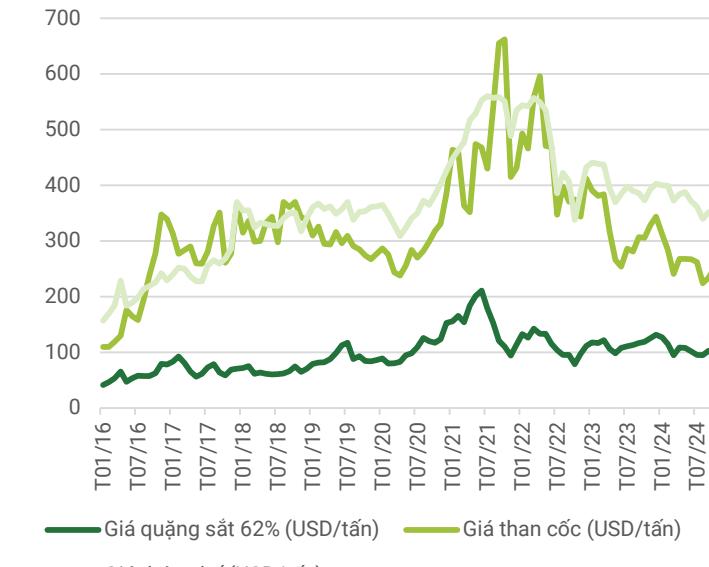
Nguồn: VSA

Dự phóng giá HRC tăng trưởng 4% svck trong 2025



Nguồn: VSA

Giá các loại NVL giảm xuống mức thấp khi nhu cầu thép tại Trung Quốc giảm

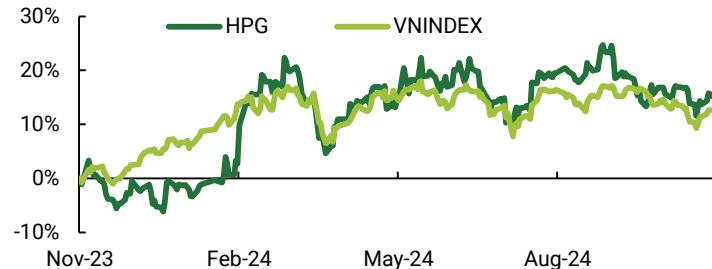


Nguồn: VSA

- Giá thép xây dựng tại Việt Nam kỳ vọng cải thiện 7% svck trong 2025 nhờ động lực từ ngành xây dựng, và đầu tư công**
- Chúng tôi kỳ vọng giá HRC Việt Nam hồi phục chậm 4% svck khi nhu cầu trong nước tăng trong 2025, và kỳ vọng Trung Quốc sẽ cắt giảm nguồn cung khi nhu cầu nội địa về thép tại Trung Quốc kỳ vọng chưa thể phục hồi mạnh mẽ trong 2025. Mysteel ước tính xuất khẩu thép thành phẩm của Trung Quốc sẽ giảm 9% svck, xuống 96.65 triệu tấn trong năm 2025. Do đó, chúng tôi dự phóng giá thép tiếp tục chịu áp lực và tăng trưởng chậm.**
- Giá NVL đầu vào kỳ vọng sẽ tăng chậm hoặc giảm khi nhu cầu sản xuất thép tại Trung Quốc hồi phục chậm và sự gia tăng nguồn cung. JP Morgan dự báo giá quặng sắt và than cốc 2025 gần như đi ngang hoặc sẽ giảm nhẹ do tăng trưởng nguồn cung và nhu cầu chưa hồi phục tại Trung Quốc. Giá thép phế được dự phóng sẽ tăng quanh biên độ hẹp khi nhu cầu sản xuất thép xanh bằng lò EAF, phương pháp tiêu thụ nhiều thép phế. Tuy nhiên, tiêu thụ sẽ gấp cản trở bởi các chính sách và cơ sở hạ tầng chưa thể đáp ứng được nhu cầu ngay.**



Điển biến giá cổ phiếu



Thông tin cổ phiếu

Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	6,396.3
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr.cp)	56%
Free float (tr.cp)	178,455
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	19,845,985
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	29,600
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	24,182

Chỉ số tài chính

	2024F	2025F	2026F
Dự phóng trung bình LNST-CĐTS của thị trường (Tỷ VND)	12,718	18,059	22,213
Tăng trưởng EPS (%)	78%	42%	23%
Tăng trưởng BVPS (%)	2%	42%	23%
Biên lợi nhuận gộp (%)	13.7%	14.2%	14.4%
Biên lợi nhuận trước thuế (%)	10.6%	11.1%	11.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần(%)	9.0%	9.5%	9.5%

Luận điểm đầu tư

- Sản lượng bán thép tăng nhờ sự phục hồi của ngành Bất động sản nội địa và giành thêm thị phần HRC trong nước**

Nhu cầu thép trong nước kỳ vọng tăng trưởng 8% đạt 24 triệu tấn năm 2025. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng của HPG kỳ vọng tăng 22%/9% svck đạt 4.6/5.0 triệu tấn trong 2024/25; trong đó thép xây dựng xuất khẩu kỳ vọng tăng 44%/7.6% svck đạt 1.3/1.4 triệu tấn trong 2024/25. Sản lượng tiêu thụ HRC kỳ vọng tăng 14.8%/87% đạt 3.1/5.5 triệu tấn năm 2024/25, khi DQ2 đi vào hoạt động. DQ2 kỳ vọng sẽ hoạt động 80% CSTK và đóng góp 22% sản lượng HRC trong 2025

- Sẵn sàng đón nhận cơ hội từ các dự án hạ tầng trong nước đang được triển khai mạnh mẽ**

Chúng tôi đánh giá cao khả năng cạnh tranh của HPG đối với các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng trong nước nhờ sở hữu công nghệ tiên tiến và năng lực sản xuất lớn. Các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng tại Việt Nam được triển khai trong thời gian tới bao gồm đường sắt cao tốc Bắc – Nam, sân bay Long Thành và các dự án nhà ở xã hội sẽ là một trong những động lực thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm thép của HPG trong 2025/26. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ ống thép của HPG tăng 9% svck trong 2025.

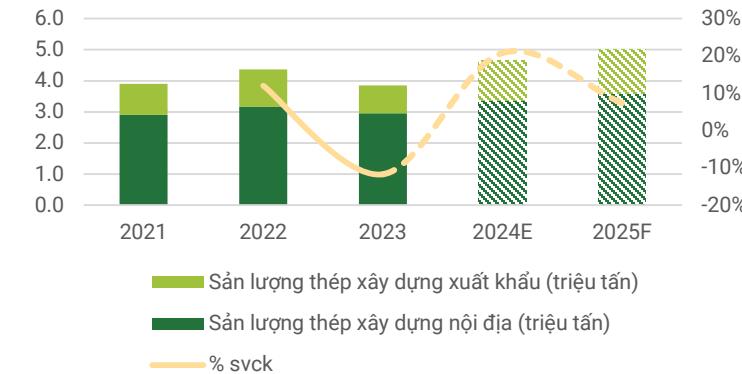
- Giá thép kỳ vọng tạo đáy nhờ nhu cầu trong nước và giá nguyên vật liệu kỳ vọng tăng chậm hơn**

Giá thép xây dựng trong nước dự phóng tăng 9% svck trong 2025, khi nhu cầu xây dựng trong nước khởi sắc đặc biệt trong lĩnh vực BĐS nhà ở và đầu tư công tại Việt Nam. Về HRC, chúng tôi dự phóng giá trung bình HRC giảm 7% svck trong 2024 đạt 556USD/tấn và tăng nhẹ 5% svck trong 2025.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu HPG với giá mục tiêu là 33,500 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 23%

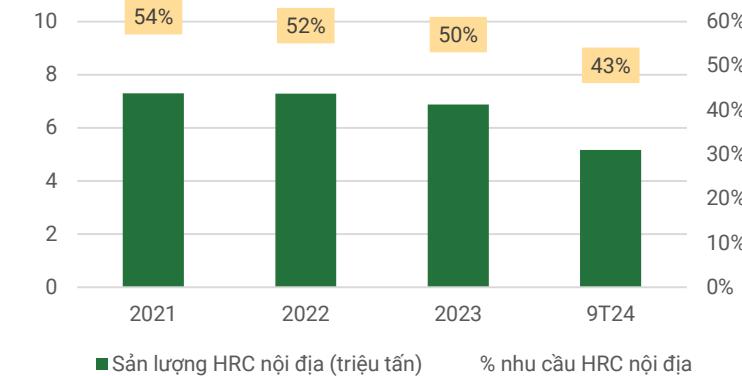
Dự phóng KQKD	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	149,680	141,409	118,953	141,554	191,098	235,051
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ VND)	34,521	8,444	6,800	12,718	18,059	22,213
EPS (VND/cổ phiếu)	7,166	1,452	1,117	1,988	2,823	3,473
Giá trị sổ sách (VND/cổ phiếu)	37,044	29,153	30,687	31,318	44,472	54,700
ROE (%)	38.0%	8.8%	6.6%	11.4%	13.0%	14.5%
ROA (%)	19.3%	5.0%	3.6%	6.0%	6.9%	7.7%
P/E (x)	6.0	12.3	23.7	14.5	9.8	7.9
P/B (x)	2.4	1.0	1.5	1.5	0.6	0.5
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	2.5%	0.0%	0.0%	5%	5%	5%

Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng kỳ vọng tăng 22%/9% svck đạt 4.6/5.0 triệu tấn trong 2024/25



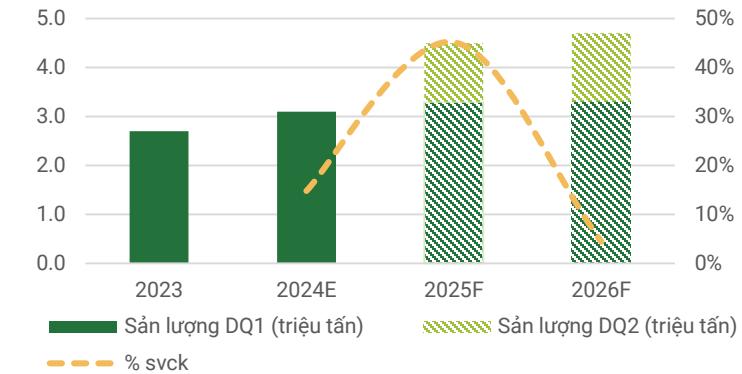
Nguồn: PHS

Sản lượng HRC trong nước chỉ đáp ứng 43% nhu cầu



Nguồn: VSA

Sản lượng tiêu thụ HRC kỳ vọng tăng 14.8%/87% đạt 3.1/5.5 triệu tấn năm 2024/25



Nguồn: PHS

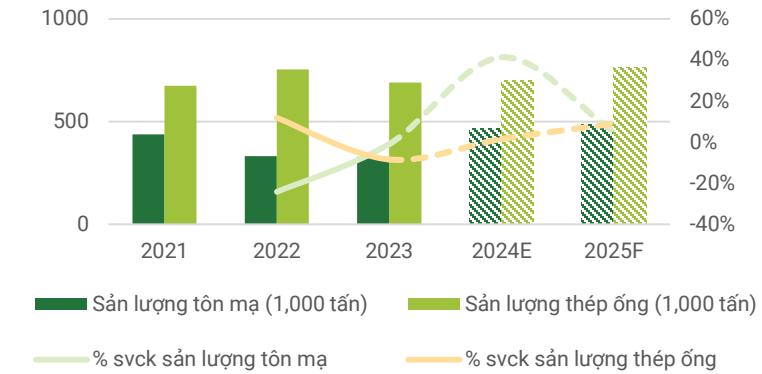
Bộ Công thương đang điều tra việc bán phá giá thép nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc

Loại thép	Mã vụ việc	Thời gian điều tra	Quốc gia khởi xướng điều tra	Nguồn nhập khẩu bị điều tra
HRC	AD20	26/07/2024-26/07/2025	Việt Nam	Ấn Độ, Trung Quốc
Tôn mạ	AD19	14/06/2024-14/06/2025	Việt Nam	Trung Quốc, Hàn Quốc

Nguồn: VSA

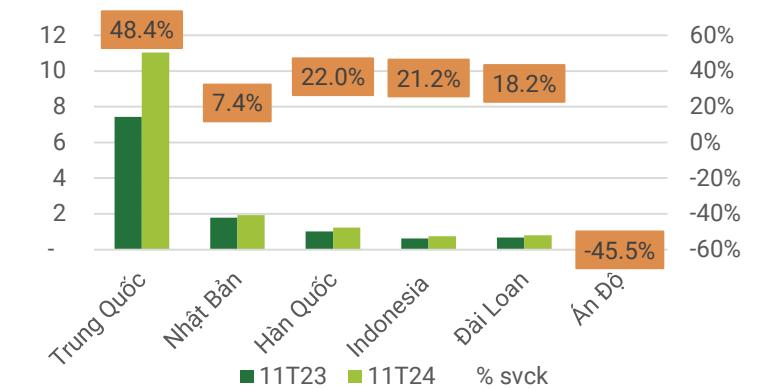
**CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)
Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu nhờ sản lượng bán**

Sản lượng tiêu thụ ống thép và tôn mạ kỳ vọng tăng 5%/9% năm 2025



Nguồn: PHS

Trung Quốc, Hàn Quốc và Ấn Độ đều là các quốc gia xuất khẩu sắt thép lớn vào Việt Nam (tấn)



Nguồn: TCHQ

	Thép xây dựng		Tôn mạ	Tôn mạ trước sơn	
Trường hợp	SG04		AD02	SG05	AD04
Biện pháp phòng hộ	Thuế CBPG		Thuế CBPG	Thuế và hạn ngạch nhập khẩu	Thuế CBPG
Sản phẩm	Phôi thép và thép dài (12 mã)		Tôn mạ (35 mã)	Tôn mạ trước sơn (8 mã)	Tôn mạ trước sơn (13 mã)
Đối tượng áp dụng	Tất cả các nước		Trung Quốc, Hồng Kong, Hàn Quốc	Tất cả các nước	Trung Quốc, Hàn Quốc
Thuế suất		Phôi thép	Thép dài	3.17%-38.34% tùy vào từng nhà sản xuất	Thuế suất 19%, hạn ngạch từ 380 - 460 nghìn tấn tùy từng năm
Thời gian có hiệu lực	22/03/2020-21/03/2021	15.3%	9.4%	14/04/2017-13/04/2022	15/06/2017-14/06/2020
	22/03/2021-21/03/2022	13.3%	7.9%		
	22/03/2022-21/03/2023	11.3%	6.4%		
	22/03/2020-21/03/2023				

Việc áp thuế CBPG lên HRC có thể sẽ ko được thông qua vì:

- (1) Hòa Phát có thể không được xem là nhà sản xuất trong nước, khi các công ty con của HPG đã nhập khẩu HRC của Trung Quốc trong 2019-T3/24 với lượng nhập khẩu ngày càng tăng. Nên HPG không thể đại diện cho các nhà sản xuất trong nước để yêu cầu điều tra áp thuế CBPG.
- (2) Việc áp thuế CBPG có thể dẫn đến nhiều hệ lụy (1) trả đũa thương mại từ TQ gây ảnh hưởng tiêu đến các mặt hàng khác khi KNXNK giữa VN và TQ rất lớn và (2) ảnh hưởng đến phát triển kinh tế và sức cạnh tranh của hàng hóa VN khi các doanh nghiệp trong nước phải đổi mặt với chi phí sản xuất tăng khi giá thép tăng.

Tuy nhiên, Thuế CBPG có được thông qua hay ko thì HPG vẫn có rất nhiều dư địa tăng trưởng, đặc biệt là sản xuất và kinh doanh HRC khi nhu cầu trong nước là rất cao.

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

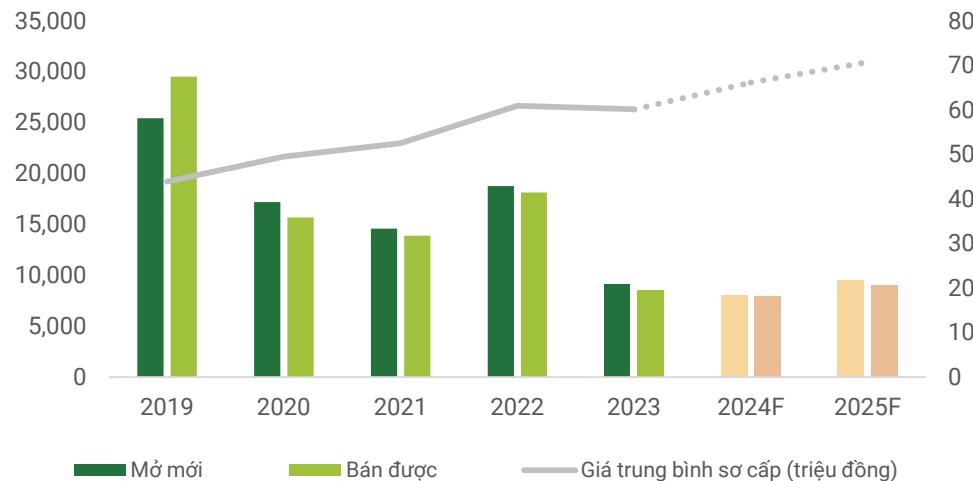
“GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI”



THỊ TRƯỜNG CHUNG CƯ MIỀN BẮC ĐƯỢC KÌ VỌNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH

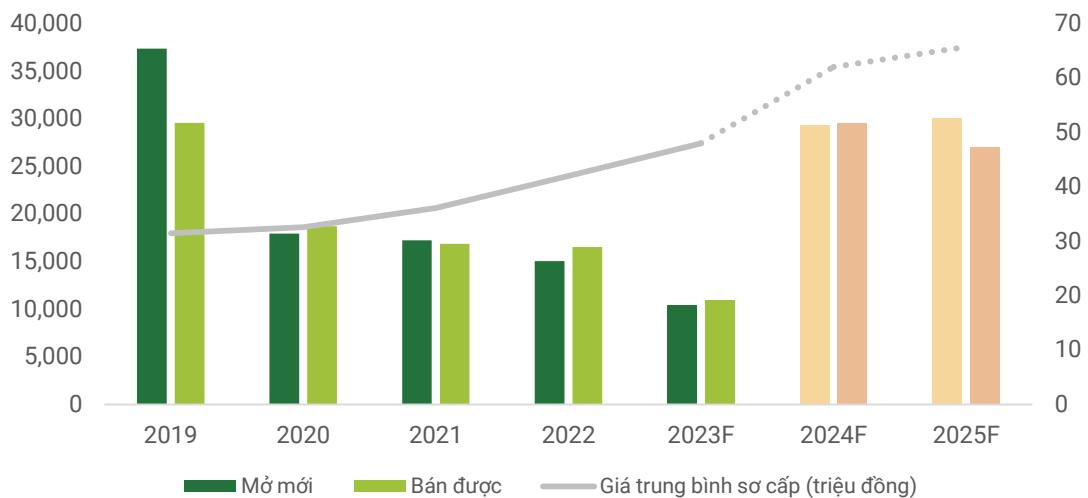
	Thành phố Hồ Chí Minh	Hà Nội
Tổng Cung	2024E: 8,000 căn hộ (-45% YoY)	2024E: 29,300 căn hộ (>300% YoY)
Tổng Cầu	3Q2024: 1,953 căn hộ (-26% YoY)	3Q2024: 8,009 căn hộ (+120% YoY)
Giá bán	Giá Sơ cấp: ~66 triệu đồng/m ² (+4% QoQ, +8% YoY) Giá Thứ cấp: ~48 triệu đồng/m ² (+3% QoQ, +5% YoY)	Giá Sơ cấp: Average~64 triệu đồng/m ² (+9% QoQ, +26% YoY) Giá Thứ cấp: Average~46 triệu đồng/m ² (+5% QoQ, +26% YoY)
Triển vọng	<p>Theo CBRE, thị trường bất động sản tại TP.HCM và Hà Nội tiếp tục phục hồi bắt đầu từ nửa cuối năm 2024. Sự phục hồi này được dựa trên việc thực hiện các luật quan trọng đối với lĩnh vực bất động sản, đặc biệt là Luật Đất đai, dự kiến có hiệu lực từ ngày 01 tháng 07 năm 2024 – giúp tháo gỡ nhiều vướng mắc, cải thiện tâm lý thị trường và giải phóng được nguồn cung hàng.</p> <p>Cả giá sơ cấp và thứ cấp tại cả hai thành phố đều được dự đoán sẽ tăng khi nhiều nguồn cung mới ở phân khúc cao cấp dự kiến sẽ ngày càng tăng và sau đó sẽ gián tiếp đẩy giá thị trường thứ cấp. Điều này dẫn đến khoảng cách cực kỳ hẹp giữa giá bán của thị trường sơ cấp và thứ cấp.</p> <p>Chúng tôi cũng lưu ý tỷ lệ hấp thụ ở mức rất cao tại cả hai thành phố trong quý 3 năm 2024 (tại Hà Nội: 97%, tại TP.HCM > 15 lần do cầu cao hơn nhiều so với cung).</p>	

Tổng quan thị trường thành phố Hồ Chí Minh (theo năm)



Nguồn: CBRE, PHS thu thập

Tổng quan thị trường Hà Nội (theo năm)

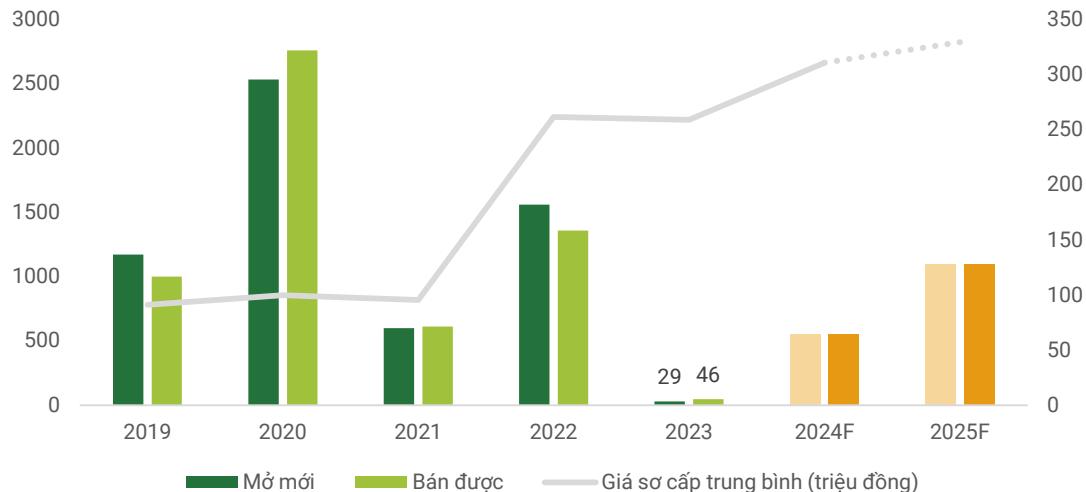


Nguồn: CBRE, PHS thu thập

THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN ĐẤT NỀN/ BIỆT THỰ TIẾP TỤC TĂNG GIÁ

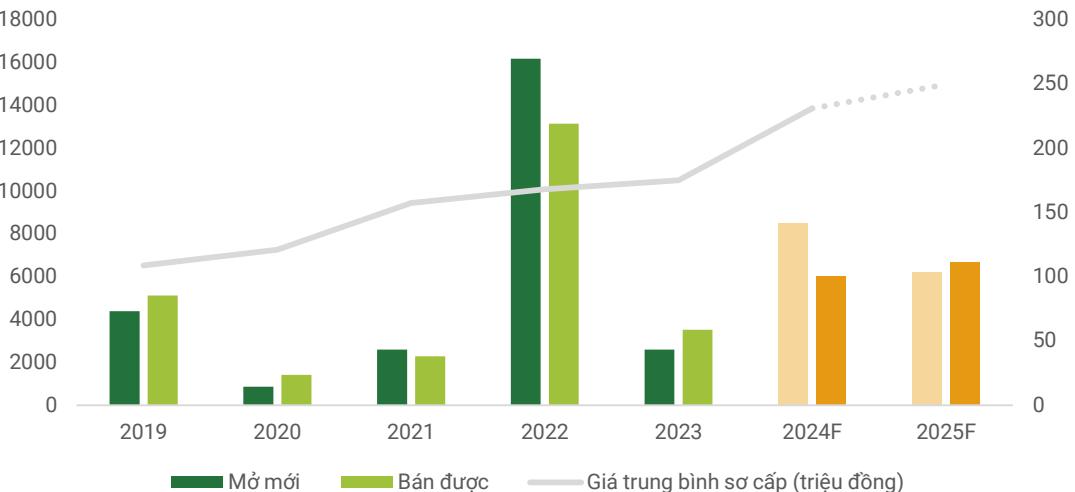
	Thành phố Hồ Chí Minh	Hà Nội
Tổng Cung	3Q24: 132 căn (3Q23: không ghi nhận nguồn cung)	3Q24: 3,217 căn (+353% YoY)
Tổng Cầu	3Q2024: 167 căn (+542% YoY)	3Q2024: 2,510 căn (+124% YoY)
Giá bán	~309 triệu đồng/m ² (-1% QoQ, +14% YoY)	~235 triệu đồng/m ² (+16% QoQ, +27% YoY)
Triển vọng	<p>Thị trường đất nền và biệt thự tại Hà Nội được dự báo sẽ duy trì đà phục hồi trong nửa cuối năm 2024 và 2025 do sự đổ bộ của các dự án đại đô thị mới. Ngược lại, Thành phố Hồ Chí Minh có khả năng sẽ tiếp tục chứng kiến nguồn cung mới hạn chế. Giá sơ cấp tại cả hai thành phố này sẽ tiếp tục xu hướng tăng. Nguyên nhân chủ yếu là do Bảng giá đất mới đã ghi nhận tăng đáng kể, phản ánh đúng theo giá trị thị trường (trong một thời gian dài, bảng giá đất thấp hơn đáng kể so với giá giao dịch thực tế trên thị trường). Sự chênh lệch kéo dài này đã tạo ra một số hậu quả nghiêm trọng bao gồm sự chậm trễ trong việc giải phóng mặt bằng, phát triển dự án và cuối cùng dẫn đến các vụ kiện tụng kéo dài liên quan đến đất đai.</p>	

Tổng quan thị trường thành phố Hồ Chí Minh (theo năm)



Nguồn: CBRE, PHS thu thập

Tổng quan thị trường Hà Nội (theo năm)



Nguồn: CBRE, PHS thu thập

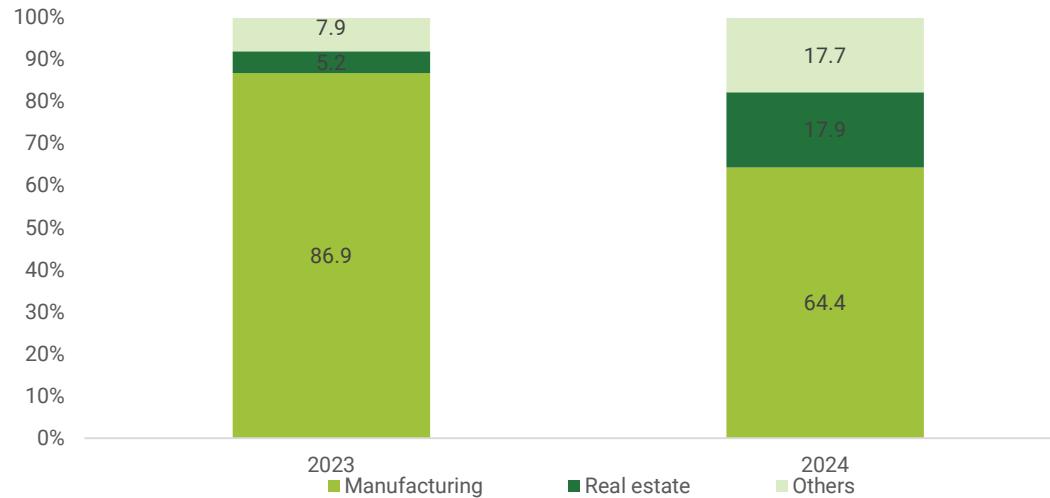
- **Sự trở lại của thị trường trái phiếu cùng với sự điều hành chủ động của các ngân hàng đã giúp giảm bớt áp lực thanh toán trái phiếu doanh nghiệp trong 2024.**
 - Theo Thống kê từ Hiệp hội thị trường trái phiếu Việt Nam (VBMA), trong tháng 11/2024 đã có 29 đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp (tư nhân) trị giá hơn 24 nghìn tỷ đồng.
 - Trong 11 tháng qua, các doanh nghiệp đã phát hành gần 375 nghìn tỷ đồng, trong đó có gần 343 nghìn tỷ đồng trái phiếu của doanh nghiệp tư nhân. Phần lớn thuộc về nhóm ngân hàng với gần 270 nghìn tỷ đồng. Nhóm bất động sản chiếm 17% với gần 64 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, chỉ tính riêng Vinhomes, giá trị phát hành đã là 20,5 nghìn tỷ đồng, (~30% giá trị trái phiếu do ngành bất động sản phát hành trong 11 tháng 24).
 - Trong tháng 12/2024, VBMA ước tính sẽ có khoảng 42 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn, trong đó phần lớn là trái phiếu bất động sản với 14,5 nghìn tỷ đồng, tương đương 34% tổng số lượng đáo hạn.
 - Các ngân hàng dự kiến sẽ bơm gần 670 nghìn tỷ đồng tín dụng chỉ trong 02 tháng cuối năm 2024. Điều này không chỉ giúp giảm áp lực thanh khoản cho các chủ đầu tư BDS mà còn tạo điều kiện thuận lợi để các dự án đang dở được hoàn thành, các dự án mới được khởi động và các dự án bị đình trệ được tái khởi động.
- Tóm lại, chúng tôi tin rằng nút thắt trong việc huy động trái phiếu đã được tháo gỡ, cũng như đỉnh điểm áp lực thanh khoản của các chủ đầu tư BDS đã qua.

Giá trị đáo hạn trái phiếu (VND tỷ)



Nguồn: Fiinpro, HNX, PHS

Dòng vốn FDI 11M23 so với 11M24 theo tỷ lệ (%)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, PHS tổng hợp

- Dòng vốn đầu tư vào bất động sản nhìn chung đã ghi nhận giảm trên toàn cầu, nhưng không phải ở Việt Nam.
- Trong 11M24, FDI vào bất động sản ghi nhận 5,63 tỷ đô la Mỹ (~18% tổng FDI đã đăng ký, so với 5,2% của 11M23).
- Những lý do chính cho dòng vốn đổ vào Việt Nam có thể là: 1) dân số đông, 2) các quy định và luật lệ đã được chuẩn hóa rõ ràng hơn và 3) tỷ lệ đô thị hóa và cơ sở hạ tầng tiếp tục được cải thiện – những điều trên cuối cùng sẽ dẫn đến việc nhu cầu sẽ sớm vượt cung ở hầu hết các phân khúc chính như công nghiệp và hậu cần, dân cư, văn phòng và bán lẻ.
- Các quốc gia dẫn đầu FDI của Việt Nam là Nhật Bản, Trung Quốc và Singapore.
- Dòng vốn từ Trung Quốc có xu hướng tìm đến các khu công nghiệp quy mô lớn để thiết lập chuỗi cung ứng, trong khi các nhà đầu tư Nhật Bản chú ý đến bất động sản nhà ở vừa túi tiền, ưu tiên các doanh nghiệp có quỹ đất sạch và có kinh nghiệm trong việc quản lý, vận hành và phát triển các dự án bất động sản.

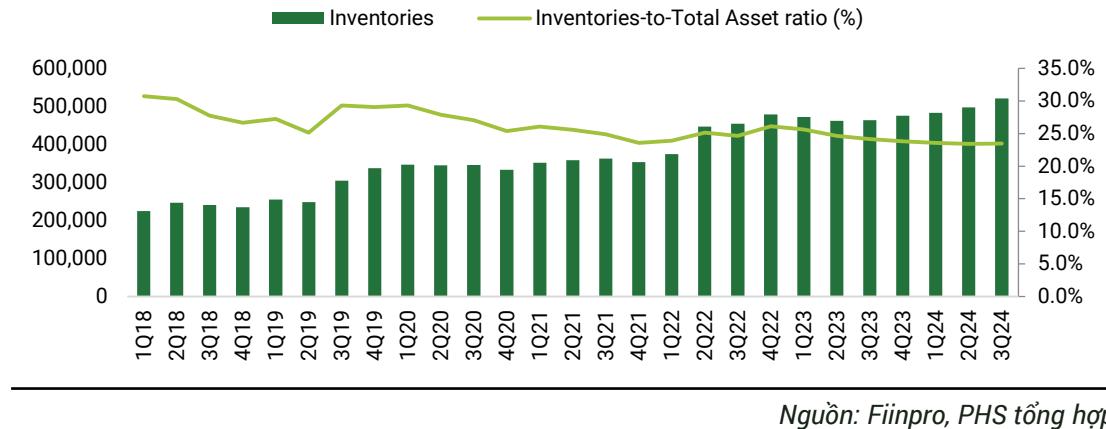
Chúng tôi cũng quan sát thấy hoạt động M&A diễn ra rất tích cực trong 2024



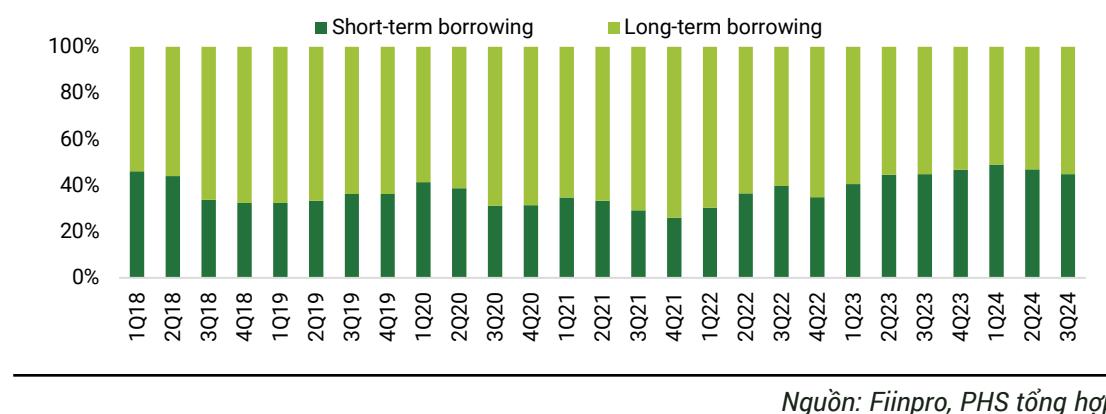
Nguồn: KPMG, PHS tổng hợp

- Theo số liệu 9 tháng đầu năm của công ty kiểm toán KPMG Việt Nam, giá trị các giao dịch M&A đã tăng gần 46% so với cùng kỳ, trái ngược với mức giảm 11,3% của khu vực Đông Nam Á. Trong đó, bất động sản chiếm hơn một nửa (53%) và có 2 trong 5 giao dịch lớn nhất khu vực.
- Cụ thể, thương vụ dẫn đầu là thương vụ 982 triệu đô la Mỹ, khi một nhóm công ty có trụ sở tại Việt Nam mua lại 55% cổ phần của Công ty Đầu tư và Phát triển Thương mại SDI. Tiếp theo là thương vụ Sycamore Limited, công ty con của Tập đoàn CapitaLand (Singapore), mua lại dự án nhà ở của Becamex IDC.

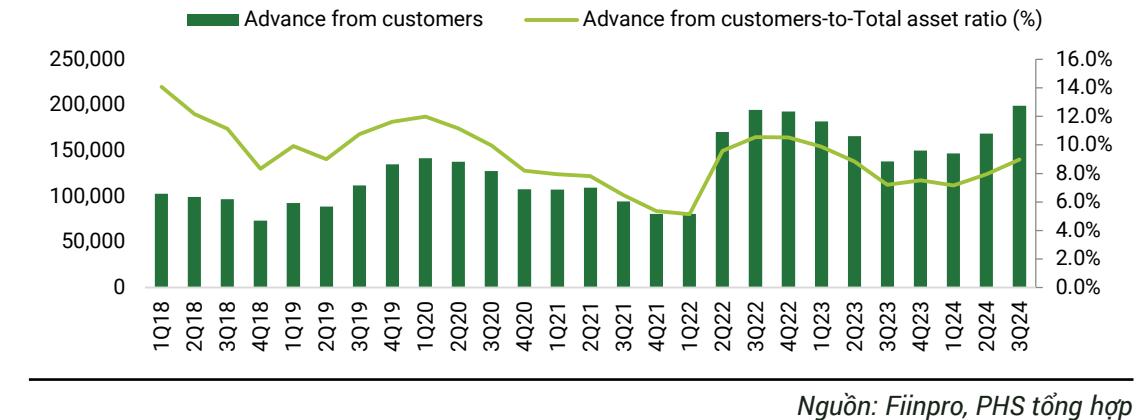
Lượng hàng tồn kho đã phục hồi kể từ 4Q22 và tiếp tục tăng tốc trong 3Q24 khi các nhà phát triển BDS đã nhanh chóng quay trở lại thị trường



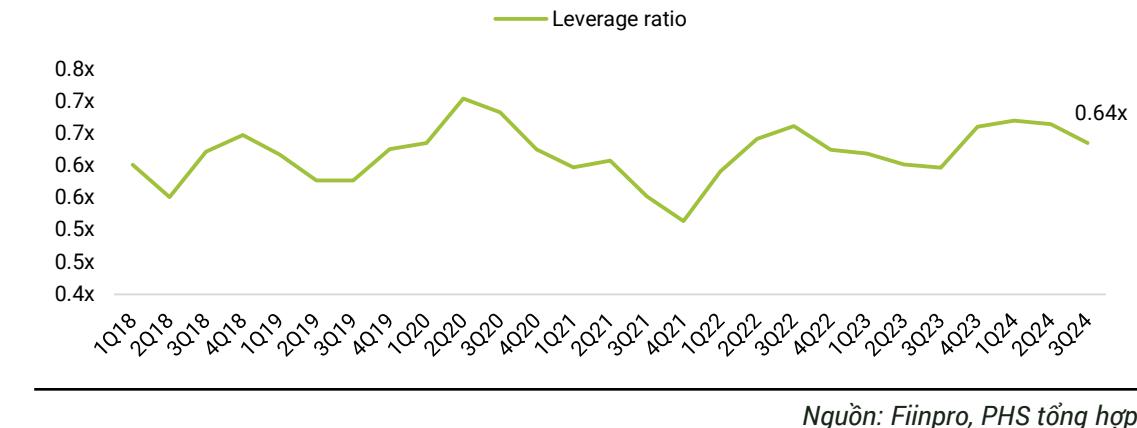
Khi các dự án mới khởi động và thị trường trái phiếu ấm trở lại, chúng tôi nhận thấy tỷ lệ nợ dài hạn đang trở lại ngưỡng an toàn, góp phần làm giảm áp lực thanh khoản ngắn hạn.



Tổng số khách hàng hàng trả trước đã tăng vọt trong 3Q24 cho thấy dấu hiệu nhu cầu BDS đã trở lại và hàm ý triển vọng kết quả kinh doanh sẽ tốt hơn trong giai đoạn 2025 – 2026



Trước khó khăn trong việc huy động vốn thông qua thị trường nợ, nhiều chủ đầu tư cũng đã nhanh chóng huy động vốn chủ - góp phần tích cực trong việc giảm tỉ lệ nợ vay



- Trong 9M24, chúng tôi quan sát thấy có những dấu hiệu phục hồi tương đối rõ ràng: số pre-sales khá lớn, thể hiện qua số tiền ứng trước từ khách hàng tăng đáng kể, trong bối cảnh hàng tồn kho tăng, tỷ lệ đòn bẩy giảm và hầu hết các yếu tố vĩ mô đều ủng hộ cho sự phục hồi của thị trường BDS. Lãi suất thấp, tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng nhanh, đưa vào vận dụng các luật & quy định mới tốt hơn, rõ ràng hơn và thông thoáng hơn (cuối cùng sẽ đem lại sự sôi động cho thị trường khi giải phóng được nguồn cung nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng) là những yếu tố ảnh hưởng tích cực cho cả phía cung lẫn cầu.
- Tuy nhiên, sự phục hồi của thị trường bất động sản chưa được phản ánh đầy đủ vào hiệu quả kinh doanh 9 tháng 2024 do bản chất kinh doanh của ngành.
- Điều này sẽ mở ra cơ hội đầu tư mới cho những chủ đầu tư đang có số lượng pre-sales lớn trong 2024.

Kết quả kinh doanh 9M24 của các doanh nghiệp đầu ngành BDS (dữ liệu đến ngày 20/12/2024)

STT	Mã	Vốn hóa	% YTD	Doanh thu 9M24		Lợi nhuận gộp 9M24	% YoY	NPAT 9M24 (tỷ VND)	% YoY	Biên LNG	Biên NPAT	TTM	TTM	Nợ/ Vốn chủ
		(tỷ VND)		(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)						ROE %	ROA %	
1	VHM	165,734	-11.9%	69,910	-26.1%	20,214	-41.8%	19,642	-39.2%	28.9%	28.1%	10.86%	4.24%	0.33
2	VRE	38,743	-26.8%	6,811	-8.6%	3,554	-12.8%	3,010	-9.9%	52.2%	44.2%	10.36%	8.07%	0.10
3	NVL	19,696	-40.8%	4,295	57.3%	-1,858	-327.0%	-4,104	387.8%	-43.3%	-95.6%	-7.00%	-1.04%	1.47
4	KDH	36,249	44.4%	1,231	-24.2%	832	-35.1%	412	-37.0%	67.6%	33.5%	3.30%	1.67%	0.41
5	PDR	18,336	-10.9%	173	-68.5%	164	-66.1%	154	-61.7%	94.9%	88.7%	4.25%	1.99%	0.40
6	DIG	11,587	-29.0%	869	46.4%	157	11.3%	16	-84.7%	18.1%	1.9%	1.07%	0.46%	0.46
7	NLG	13,987	-0.8%	828	-46.5%	343	-60.5%	15	-92.0%	41.5%	1.9%	3.29%	1.04%	0.50
8	DXG	12,865	-6.6%	3,204	38.9%	1,516	44.4%	95	-26.6%	47.3%	3.0%	1.37%	0.49%	0.35
9	IJC	5,232	48.9%	714	-43.1%	313	-38.2%	199	-37.5%	43.8%	27.9%	5.95%	3.77%	0.11

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

- Chúng tôi kỳ vọng rằng khách hàng trả trước và lượng hàng tồn kho sẵn có sẽ là cơ sở để các công ty bất động sản tiếp tục ra hàng và ghi nhận lợi nhuận vào năm 2025.
- Đặc biệt, các nhà phát triển bất động sản có thương hiệu và năng lực phát triển dự án đang có lợi thế cạnh tranh rất lớn trong bối cảnh hiện nay.

Tóm tắt tỷ lệ tài chính của các công ty niêm yết hàng đầu (cập nhật đến 9 tháng 24).

Mã	Hàng tồn kho	Doanh thu chưa thực hiện	Người mua trả tiền trước	Tổng cộng tài sản	(Hàng tồn kho + Doanh thu chưa thực hiện) / Tổng tài sản	Khách hàng trả tiền trước / Hàng tồn kho
	(VND bn)	(VND bn)	(VND bn)	(VND bn)	%	%
DIG	7,865	157	2,523	18,154	44%	32%
DXG	13,830	0	983	28,851	48%	7%
KDH	22,450	14	2,941	31,605	71%	13%
VHM	57,981	532	49,954	524,684	11%	86%
NLG	20,304	215	4,853	29,829	69%	24%
NVL	145,006	75	20,256	232,029	63%	14%
PDR	12,854	0	4	22,663	57%	0%

Nguồn: BCTC của các doanh nghiệp, PHS tổng hợp

Tổng hợp dự phóng & khuyến nghị

Mã	KQKD 2023A				KQKD dự phóng 2024F				Định giá hiện thời	
	Doanh thu		NPAT		Doanh thu		NPAT		P/E	P/B
	Giá trị (tỷ VND)	YoY (%)								
VHM	103,556	66%	33,371	16%	119,033	15%	35,793	7%	8.54	0.83
NLG	4,370	+1%	526	-5%	5,484	25%	631	29%	45.80	1.52
KDH	2,088	-28%	716	-35%	3,908	87%	835	1%	68.85	2.16
IJC	1,494	-24%	395	-23%	1,931	29%	538	28%	16.44	1.04

Chúng tôi chọn những cổ phiếu này vì:

- Tiềm năng, quỹ đất sạch và lớn
- Cấu trúc tài chính an toàn
- Định giá còn dư địa
- Được hưởng lợi từ sự phát triển của cơ sở hạ tầng giao thông

TRIỂN VỌNG PHÂN KHÚC SẢN PHẨM

- Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM dự kiến sẽ khan hiếm vào năm 2025: theo CBRE cả nước dự kiến có khoảng 40.000 căn hộ mới được chào bán, trong đó TP.HCM chỉ chiếm 20% rổ hàng. Do đó, nguồn cung sẽ tiếp tục hạn chế.
- Phân khúc cao cấp & trung cấp: chúng tôi vẫn cho rằng phân khúc cao cấp & trung cấp vẫn chiếm ưu thế về nguồn cung tại cả TP.HCM và Hà Nội do quỹ đất còn rất ít và chi phí phát triển đã tăng rất cao. Trên thực tế, phân khúc này chiếm phần lớn nguồn cung tại TP.HCM & Hà Nội trong những năm gần đây. Trong 2024, TP. HCM cũng không ghi nhận mở bán bất cứ dự án nào ở phân khúc vừa túi tiền.

TRIỂN VỌNG NGÀNH:

- Theo như quan sát của chúng tôi, năm 2025, nguồn cung tại TP.HCM vẫn chủ yếu đến từ các giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu. Tương tự như TP.HCM, tại khu vực phía Bắc, xu hướng dịch chuyển ra khỏi trung tâm Hà Nội đang trở nên rõ nét hơn, với các điểm đến là phía Đông và phía Tây của thành phố. Cả HN và TP.HCM vẫn duy trì tỷ lệ hấp thụ cao.
- Cơ sở hạ tầng đang được thúc đẩy, đặc biệt là các tuyến đường kết nối và đường vành đai, là chất xúc tác hỗ trợ cho sự dịch chuyển này. Yếu tố này cũng khiến dự án trở nên hấp dẫn hơn. Thực tế là nhiều doanh nghiệp đã đón đầu làn sóng cơ sở hạ tầng này bằng cách mua lại quỹ đất và phát triển các dự án của mình dọc theo các cơ sở hạ tầng tương lai.
- Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bất động sản được kì vọng sẽ khởi sắc trong 2025 khi doanh số bán hàng tăng đáng kể trong 2H24 nhờ các dự án mới được triển khai. Ngoài ra, sự phục hồi của số dư trước khi bán cũng cho thấy nhu cầu tăng và triển vọng kinh doanh tốt hơn trong giai đoạn 2025 – 2026. Điều này ngụ ý rằng thị trường đang ấm lên thông qua tỷ lệ hấp thụ tăng.
- Trước khó khăn trong việc huy động vốn thông qua thị trường trái phiếu, nhiều chủ đầu tư cũng đã có kế hoạch huy động vốn đầu tư thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu, như PDR, DIG, KDH, NVL, HPX. Việc tiếp cận thị trường trái phiếu dự kiến sẽ được khôi phục ngay khi các vấn đề pháp lý được giải quyết, và điều này khuyến khích các ngân hàng cho vay vào các dự án phát triển bất động sản.

CÁC ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH:

- Các khuôn khổ pháp lý mới đang bắt đầu đi vào thực tiễn và được kì vọng sẽ góp phần thúc đẩy nguồn cung mới
- Cơ sở hạ tầng và tốc độ đô thị hóa đang được cải thiện rất nhanh
- Tâm lý cởi mở và lạc quan hơn của cả chủ đầu tư và người mua nhà sau thời gian dài chờ đợi các khung pháp lý mới và diễn biến vĩ mô Việt Nam

Định nghĩa xếp loại

Khuyến nghị Mua: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hơn 20%.

Khuyến nghị Gia tăng tỷ trọng: Cổ phiếu có tiềm năng tăng giá từ 10% đến 20%.

Khuyến nghị Giữ: Cổ phiếu cho thấy tiềm năng tăng trưởng hạn chế dưới 10%.

Khuyến nghị Giảm tỷ trọng: Cổ phiếu có thể giảm nhẹ, từ 0% đến -10%.

Khuyến nghị Bán: Cổ phiếu có khả năng giảm hơn -10%

Không được xếp hạng: Cổ phiếu không được xếp hạng trong phạm vi theo dõi của PHS hoặc chưa được niêm yết.

Hiệu suất được định nghĩa là tổng lợi nhuận trong 12 tháng (bao gồm cả cổ tức).

Đảo bảo phân tích

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh giá hiện tại của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, TP.HCM

Phone : (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn