

Báo cáo Chiến lược đầu tư

Chiến lược đầu tư 2025: Phát huy nội lực

TVS Research dự báo lợi nhuận các doanh nghiệp sẽ tăng 16.2% YoY trong năm 2025, tương đương tăng trưởng ước tính năm 2024 của chúng tôi là 16.4% YoY. Các ngành đóng góp chính cho tăng trưởng lợi nhuận gồm có Ngân hàng, Bất động sản, Dầu khí, Tài nguyên cơ bản và Công nghệ thông tin.

TVS Research cho rằng tâm điểm của thị trường năm 2025 sẽ là chính sách kinh tế và thuế quan của Mỹ, và các đối sách chiến lược của Việt Nam để đối phó và củng cố sức mạnh nội tại của nền kinh tế. Chủ đề đầu tư của chúng tôi cho năm 2025 sẽ xoay quanh các yếu tố trên.

Chủ đề 1: Việt Nam thích nghi với cơ hội và thách thức trong năm đầu nhiệm kỳ Trump 2.0

Chúng tôi nhận định rằng chính sách thuế quan trong năm đầu nhiệm kỳ Trump 2.0 sẽ tạo ra cơ hội cho các ngành xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt là Dệt may. Các doanh nghiệp dệt may sẽ được hưởng lợi nhờ sự cải thiện khả năng cạnh tranh tại thị trường Mỹ, khi hàng hóa Trung Quốc tiếp tục chịu thuế bổ sung.

Chủ đề 2: Sức mạnh nội tại của nền kinh tế được huy động tổng lực

Trong bối cảnh bất định của kinh tế thế giới, TVS Research cho rằng Chính phủ sẽ thúc đẩy tổng lực các cầu phòn kinh tế để đạt mục tiêu tăng trưởng đã đề ra, nổi bật là đẩy mạnh đầu tư công và vực dậy thị trường bất động sản.

Chúng tôi cho rằng đẩy mạnh **đầu tư công**, đặc biệt vào cơ sở hạ tầng, sẽ tác động tích cực đến nhiều ngành như xây dựng hạ tầng và cung ứng vật liệu xây dựng (VLXD).Thêm nữa, TVS Research cho rằng đẩy mạnh đầu tư công không chỉ mang lại tăng trưởng trực tiếp cho các ngành xây dựng và VLXD, mà còn tạo ra hiệu ứng lan tỏa tới nhiều ngành nghề kinh tế như Bất động sản, Ngân hàng.

Chúng tôi kỳ vọng ngành **Bất động sản** sẽ hồi phục mạnh trong năm 2025 nhờ các chính sách tháo gỡ pháp lý, thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư. Các doanh nghiệp như VHM, KDH, NLG, và PDR với quỹ đất lớn và năng lực triển khai tốt sẽ dẫn đầu xu hướng này.

Tăng trưởng kinh tế được thúc đẩy và thị trường bất động sản hồi phục

Nguyễn Thị Kiều Hạnh
hanhntk@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6412

Phạm Nguyên Long
longpvn@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6420

Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6417

sẽ giúp môi trường kinh doanh của ngành **Ngân hàng** năm 2025 bớt thách thức hơn so với năm 2024. Chúng tôi dự báo tín dụng sẽ tăng trưởng nhanh hơn và chất lượng tài sản của ngành sẽ được cải thiện trong năm 2025.

Chủ đề 3: Câu chuyện nâng hạng TTCK sẽ được hiện thực hóa

TVS Research kỳ vọng TTCK Việt Nam sẽ được nâng hạng Thị trường mới nổi thứ cấp vào kỳ đánh giá T9 2025 của FTSE. Điều này sẽ thúc đẩy dòng vốn ngoại quay lại TTCK Việt Nam, đồng thời có những tác động nhất định đến hoạt động của các CTCK trên thị trường, mang lại lợi thế cho các CTCK mạnh về dịch vụ khách hàng tổ chức.

Chủ đề 4: Cổ phiếu có biên độ an toàn cao trong điều kiện bất định

TVS Research đánh giá năm 2025 là một năm biến động mạnh, các nhà đầu tư ngại rủi ro có thể tập trung vào các cổ phiếu có beta thấp so với VN-Index, nhằm đảm bảo biên an toàn cao và khả năng phòng thủ tốt trước các biến động ngắn hạn.

Chủ đề 5: Triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam tích cực trong chu kỳ mới

Nhìn xa hơn, chúng tôi nhận thấy xu hướng phát triển kinh tế toàn cầu với trọng tâm là công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI) là không thể đảo ngược. Ngành **Công nghệ thông tin** của Việt Nam, nhờ sự tham gia vào các chuỗi giá trị toàn cầu và tiềm năng phát triển trong các lĩnh vực mới, sẽ duy trì triển vọng khả quan trong dài hạn. Tương tự, ngành **BĐS Khu công nghiệp** cũng sẽ được hưởng lợi khi Việt Nam khẳng định vị thế là trung tâm sản xuất trong khu vực.

Bên cạnh những chủ đề đầu tư dài hạn xuyên suốt cả năm 2024, chúng tôi cũng đưa ra một số chủ điểm đầu tư ngắn hạn. TVS Research cho rằng ngoài các yếu tố cơ bản, các sự kiện doanh nghiệp như chuyển sàn, thoái vốn, niêm yết mới và nâng hạng TTCK sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ giá CP của một số DN trong năm 2025.

Mục lục

Mục lục	3
Nhìn lại năm 2024 – Dòng tiền tìm cơ hội ở nhóm ngành kinh tế mới và các nhóm hồi phục mạnh	4
Nhìn lại năm 2024 – Lợi nhuận toàn thị trường hồi phục qua từng quý	6
Nhìn lại năm 2024 – Định giá	8
Nhìn lại năm 2024 – Hiệu suất Chiến lược đầu tư của TVS Research	10
Triển vọng Ngành 2025	13
Chiến lược đầu tư năm 2025	16
Chủ đề đầu tư 1: Việt Nam thích nghi với cơ hội và thách thức trong năm đầu nhiệm kỳ Trump 2.0	19
Chủ đề đầu tư 2: Sức mạnh nội tại của nền kinh tế được huy động tổng lực.....	24
Đầu tư công – 2025 sẽ là năm giải ngân kỷ lục.....	24
Bất động sản dân cư – Động lực hồi phục từ chính sách mới.....	29
Ngân hàng – Cân bằng giữa tăng trưởng và kiểm soát nợ xấu	38
Chủ đề đầu tư 3: Câu chuyện nâng hạng TTCK sẽ được hiện thực hóa	47
Chủ đề đầu tư 4: Cổ phiếu có biên độ an toàn cao trong điều kiện bất định	52
Chủ đề đầu tư 5: Triển vọng kinh tế Việt Nam tích cực trong chu kỳ mới	54
Công nghệ thông tin – AI lan tỏa sức ảnh hưởng.....	54
BĐS KCN – Mở rộng từ dòng vốn FDI và quỹ đất mới.....	59
Các chiến thuật đầu tư ngắn hạn theo dòng tiền	67

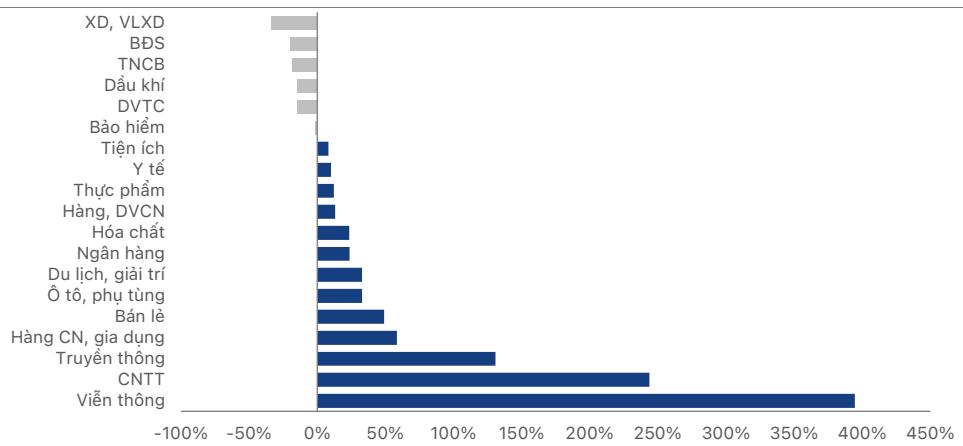
Nhìn lại năm 2024 – Dòng tiền tìm cơ hội ở nhóm ngành kinh tế mới và các nhóm hồi phục mạnh

Nhóm ngành kinh tế mới và các ngành phục hồi mạnh về hoạt động kinh doanh thu hút dòng tiền trên thị trường.

Năm 2024, dòng tiền trên thị trường có sự dịch chuyển từ các nhóm ngành kinh tế truyền thống (Bất động sản, Xây dựng và VLXD, Tài nguyên cơ bản) sang các nhóm ngành kinh tế mới (Công nghệ, Viễn thông) và những ngành hồi phục mạnh (Dệt may, Bán lẻ, Du lịch và giải trí) từ nền thấp trong năm 2023.

Biểu đồ 1: Dòng tiền thị trường dịch chuyển sang các nhóm ngành kinh tế mới và các ngành hồi phục mạnh

Thay đổi tỷ trọng GTGDKL của các nhóm ngành cấp 2 trong tổng GTGDKL toàn thị trường



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Ghi chú: CNTT – Công nghệ thông tin, DVTC – Dịch vụ tài chính, TNCB – Tài nguyên cơ bản, BĐS – Bất động sản, XD, VLXD – Xây dựng và vật liệu xây dựng, DVCN – Dịch vụ công nghiệp

Với sự hỗ trợ của dòng tiền thị trường, đây là những nhóm ngành có hiệu suất vượt trội trong năm 2024.

Với sự hỗ trợ của dòng tiền thị trường, các nhóm ngành trên đã đạt hiệu suất vượt trội trong năm 2024. Phù hợp với khuyến nghị của chúng tôi trong các [Báo cáo Chiến lược đầu tư](#) đã xuất bản trong năm 2024, các cổ phiếu Công nghệ và Viễn thông trên TTCK Việt Nam đã tăng mạnh theo làn sóng của các cổ phiếu công nghệ toàn cầu, nhờ tiềm năng tăng trưởng lớn trong kỷ nguyên công nghệ mới. Đối với nhóm Bán lẻ, Xuất nhập khẩu (Dệt may, Cảng biển, ...) và Hàng không, sự hồi phục của hoạt động kinh doanh so với nền thấp trong năm 2023 là một trong số các nguyên nhân chính giúp các CP trong ngành đạt được hiệu suất tốt.

Trong khi đó, Bất động sản và Dịch vụ tài chính là hai nhóm ngành duy nhất có hiệu suất thấp hơn VN-Index. Đối với nhóm Bất động sản, chúng tôi cho rằng sự hồi phục của thị trường BĐS chậm hơn kỳ vọng, là nguyên nhân chính khiến các cổ phiếu trong nhóm này có hiệu suất thấp hơn thị trường trong phần lớn cả năm 2024. Mặc dù tăng đáng kể trong những tháng đầu năm, nhóm Dịch vụ tài chính dần đánh mất đà tăng trưởng về cuối năm do giao dịch trên TTCK ảm đạm (VN-Index đi

ngang trong biên độ 1,200-1,300 kể từ T5 2024, khối ngoại bán ròng mạnh và thanh khoản liên tục giảm), đồng thời các kỳ vọng của NĐT về hệ thống KRX hay nâng hạng thị trường chưa được hiện thực hóa.

Bảng 1: Viễn thông, Hàng & dịch vụ công nghiệp và Công nghệ dẫn đầu về hiệu suất, trong khi Bất động sản và Dịch vụ tài chính là hai nhóm duy nhất kéo giảm hiệu suất toàn thị trường

Hiệu suất lũy kế từ đầu năm của các nhóm ngành và chỉ số [% YTD]

Ngành/ Chỉ số Tỷ trọng vốn hóa	Hiệu suất từ đầu năm đến ngày ... [% YTD]											
	31/1/24	29/2/24	29/3/24	26/4/24	31/5/24	28/6/24	31/7/24	30/8/24	30/9/24	31/10/24	29/11/24	31/12/24
VNINDEX	72.8%	3.0%	10.9%	13.6%	7.0%	11.7%	10.2%	10.8%	13.6%	14.0%	11.9%	10.7%
HNXIndex	4.8%	-0.8%	1.9%	5.0%	-1.8%	5.2%	2.8%	1.9%	2.8%	1.7%	-2.0%	-2.8%
UpcomIndex	22.5%	0.7%	4.1%	5.2%	2.0%	10.2%	12.1%	9.2%	8.2%	7.5%	6.1%	6.5%
VN30	50.0%	3.1%	11.9%	14.6%	9.6%	12.8%	13.0%	14.8%	17.7%	19.5%	18.3%	15.9%
VN100	64.6%	2.6%	10.2%	13.9%	8.1%	13.2%	12.4%	12.9%	15.8%	17.4%	15.6%	13.5%
VNMID	14.5%	1.4%	6.5%	12.3%	4.7%	14.2%	11.1%	8.7%	11.1%	12.4%	9.2%	7.5%
VNSML	3.7%	0.6%	5.8%	11.2%	1.6%	11.9%	9.4%	6.4%	4.5%	3.9%	2.5%	2.3%
Viễn thông	4.5%	7.6%	23.3%	56.6%	126.8%	200.0%	265.9%	170.1%	161.4%	149.6%	177.2%	238.3%
Hàng, DVCN	9.1%	8.3%	15.4%	20.7%	17.8%	38.4%	66.4%	59.1%	59.8%	55.0%	61.8%	75.4%
CNTT	3.4%	-0.9%	11.5%	18.7%	25.3%	39.3%	54.9%	52.0%	58.1%	57.7%	59.4%	69.3%
Bán lẻ	2.1%	5.4%	11.9%	23.7%	28.2%	46.5%	48.3%	50.9%	61.7%	58.4%	54.9%	49.2%
Hóa chất	3.6%	2.9%	22.7%	38.4%	27.0%	45.5%	43.8%	40.6%	46.4%	48.6%	41.4%	38.8%
Truyền thông	0.7%	10.9%	14.0%	33.0%	31.0%	40.1%	39.9%	39.0%	47.5%	35.8%	33.0%	16.2%
Du lịch	1.9%	-1.8%	-2.2%	0.1%	9.0%	35.0%	45.5%	24.4%	26.9%	24.7%	30.1%	40.8%
TP, đồ uống	10.2%	-0.7%	7.3%	9.8%	5.7%	19.1%	22.5%	22.2%	26.7%	26.9%	26.7%	27.8%
Ngân hàng	30.0%	8.9%	19.0%	19.8%	14.4%	14.6%	12.8%	18.4%	21.9%	25.6%	24.8%	22.3%
Hàng cá nhân	1.3%	5.0%	7.0%	15.4%	12.1%	21.4%	23.2%	25.2%	27.7%	26.3%	24.1%	26.1%
Y tế	0.9%	1.2%	4.0%	7.5%	7.7%	12.7%	14.6%	22.6%	22.8%	24.4%	22.9%	24.4%
Dầu khí	2.3%	-0.2%	4.6%	6.2%	1.8%	20.7%	19.0%	26.7%	33.4%	29.1%	17.7%	12.6%
Tiện ích	5.5%	1.6%	5.2%	8.7%	3.1%	14.2%	15.8%	16.7%	17.6%	17.1%	14.1%	13.3%
Ô tô, phụ tùng	0.3%	5.0%	8.7%	13.2%	8.1%	20.1%	29.3%	24.7%	20.9%	17.0%	13.3%	11.5%
Bảo hiểm	1.1%	2.7%	6.8%	7.8%	2.3%	16.1%	17.9%	13.9%	14.6%	9.2%	10.7%	19.8%
XD, VLXD	3.6%	0.7%	3.8%	8.6%	-0.2%	8.7%	10.4%	8.2%	9.5%	11.0%	10.6%	12.0%
TNCB	4.0%	0.0%	8.3%	8.3%	0.5%	13.0%	13.2%	10.6%	8.2%	9.7%	9.5%	8.7%
DVTC	3.8%	3.3%	10.7%	19.1%	7.0%	14.0%	7.5%	2.8%	8.3%	11.7%	6.1%	1.2%
Bất động sản	11.3%	-1.3%	3.5%	7.6%	-1.0%	1.7%	-1.1%	-1.8%	2.9%	2.3%	-0.1%	0.0%

Nguồn: FinPro-X, TVS Research

Nhìn lại năm 2024 – Lợi nhuận toàn thị trường hồi phục qua từng quý

Lợi nhuận toàn thị trường duy trì đà tăng kể từ Q4 2023 và đạt tăng trưởng 13.5% YoY trong 9T 2024. Ngân hàng và các nhóm ngành hồi phục từ đáy đóng góp chính cho mức tăng trưởng này.

Trong khi đó, chặng đường hồi phục của nhóm Bất động sản còn nhiều khó khăn.

Động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường đến từ nhóm Ngân hàng, Du lịch và giải trí, và Tài nguyên cơ bản.

- Tăng trưởng lợi nhuận của nhóm Ngân hàng trong năm được thúc đẩy bởi thu nhập lãi do danh mục tín dụng mở rộng (9T 2024, tín dụng +9% YTD) trong khi các nguồn thu ngoài lãi như thu từ dịch vụ, thu từ kinh doanh ngoại hối, thu hồi nợ xấu đã xử lý đều giảm. Trong khi đó, nợ xấu duy trì ở mức cao tiếp tục gia tăng sức ép trích lập dự phòng đối với các ngân hàng, kéo giảm tăng trưởng LN
- Nhóm Du lịch và giải trí ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ trong 9T 2024 với LNST gần 7,950 tỷ VND, so với mức lỗ gần 2,400 tỷ VND trong cùng kỳ 2023. Điều này được hỗ trợ bởi tăng trưởng 43% YoY của sản lượng khách du lịch về tiệm cận mức trước đại dịch Covid-19. Bên cạnh đó, lợi nhuận ngành trong 9T2024 còn có đóng góp từ khoản lợi nhuận bất thường tại HVN do đối tác chấp nhận xóa nợ cho công ty con Pacific Airlines
- LNST các DN Tài nguyên cơ bản trong 9T 2024 tăng 145.8% YoY nhờ sản lượng tiêu thụ toàn ngành +11.1% YoY (trong đó, xuất khẩu +32.4% YoY) và biên lợi nhuận của ngành cải thiện trong bối cảnh giá nguyên vật liệu giảm

Ngược lại, Bất động sản, Dầu khí và Tiện ích là những nhóm ngành kéo giảm LNST toàn thị trường.

- Giá trị các dự án bất động sản bàn giao của các DN niêm yết giảm là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận của nhóm này trong 9T 2024 giảm 26.4% so với cùng kỳ
- Với nhóm Dầu khí, lợi nhuận giảm tại các doanh nghiệp có quy mô lớn trong ngành như BSR (do sản lượng và crack spread giảm), PLX (do tăng chi phí trích lập hàng tồn kho và không còn LN bất thường như trong 9T 2023) là những nguyên nhân chính khiến lợi nhuận ngành giảm 50.5% YoY
- LNST của nhóm DN Điện, nước, xăng dầu, khí đốt giảm gần 20% so với cùng kỳ. Biến động này chủ yếu do nhóm DN điện: nhóm DN thủy điện chịu ảnh hưởng của diễn biến thủy văn không thuận lợi trong 6T 2024 trong khi nhóm DN nhiệt điện bị tác động tiêu cực từ diễn biến giá nguyên vật liệu làm suy giảm lợi thế trên thị trường phát điện cạnh tranh. Bên cạnh đó, biến động tỷ giá trong năm cũng làm phát sinh thu nhập hoặc chi phí tài chính lớn tại một số DN có dư nợ vay USD như POW, NT2 và PGV

Bảng 2: Lợi nhuận toàn thị trường năm 2024 hồi phục qua từng quý

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (LNST) hàng quý và lũy kế 9T 2024 của các nhóm ngành và toàn thị trường [% YoY]

	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	9T 2024
Ngân hàng	-4.4%	-1.6%	-1.4%	25.7%	9.6%	21.7%	16.9%	15.9%
Bất động sản	48.5%	62.8%	-29.6%	1.4%	-61.6%	-31.8%	16.8%	-26.4%
Thực phẩm và đồ uống	-34.6%	-12.4%	-10.3%	57.2%	14.7%	10.0%	16.1%	13.4%
Hàng & Dịch vụ CN	-17.1%	9.1%	-7.6%	-12.8%	32.2%	8.0%	6.9%	13.7%
Điện nước, xăng dầu, khí	-8.7%	-26.6%	-39.7%	-25.9%	-49.2%	-21.8%	35.7%	-19.6%
Tài nguyên Cơ bản	-88.1%	-84.4%	N/A	N/A	172.7%	410.7%	28.7%	145.8%
Xây dựng và Vật liệu	-72.1%	-44.1%	-10.4%	126.3%	114.3%	39.3%	39.0%	54.4%
Dịch vụ tài chính	-61.0%	N/A	138.9%	N/A	103.2%	17.3%	6.3%	33.3%
Hoá chất	-71.0%	-69.7%	-70.6%	-1.7%	6.5%	56.3%	90.7%	44.6%
Dầu khí	-11.5%	-72.9%	827.9%	-8.5%	5.4%	-7.9%	N/A	-50.5%
Du lịch và Giải trí	N/A	-53.5%	-17.3%	-60.9%	1110.9%	N/A	N/A	-434.4%
Công nghệ Thông tin	0.8%	7.9%	16.8%	28.9%	19.0%	23.7%	16.0%	19.4%
Bán lẻ	-86.7%	-95.3%	-67.8%	-67.0%	367.1%	2330.1%	209.5%	434.8%
Viễn thông	-40.2%	N/A	-13.1%	N/A	95.2%	N/A	-33.2%	114.3%
Hàng CN & Gia dụng	-36.2%	-51.9%	-39.2%	18.3%	2.1%	36.1%	19.3%	17.9%
Bảo hiểm	8.1%	114.0%	42.7%	18.9%	14.4%	12.3%	-36.2%	-2.0%
Y tế	30.5%	32.0%	-7.1%	0.8%	-13.5%	-11.7%	-6.4%	-10.8%
Truyền thông	-18.1%	N/A	196.7%	N/A	34.7%	N/A	295.8%	-95.8%
HOSE	-17.9%	-2.9%	-8.6%	26.7%	4.5%	14.2%	22.7%	70.6%
HNX	-32.3%	-0.9%	-8.7%	10.6%	41.2%	31.9%	10.1%	13.6%
Upcom	-27.2%	-54.0%	24.1%	183.5%	12.8%	45.7%	-21.5%	28.5%
Toàn thị trường	-19.7%	-13.8%	-4.5%	36.7%	6.8%	18.5%	15.2%	13.5%

Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Nhìn lại năm 2024 – Định giá

Định giá của VN-Index thấp hơn trung bình 5 năm với hai ngành có tỷ trọng vốn hóa lớn là Ngân hàng và Bất động sản có định giá dưới mức trung bình trong quá khứ.

VN-Index kết thúc năm với P/E 13.3x và P/B 1.7x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 14.8x và 2.1x. Chúng tôi cho rằng điều này phản ánh tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trong bối cảnh kinh tế không chắc chắn, chênh lệch lãi suất điều hành giữa Việt Nam và Mỹ cao khiến USD mạnh lên so với VND và làm dòng tiền ngoại rút ra lớn nhất từ khi thành lập TTCK Việt Nam tới nay (3.5 tỷ USD).

Định giá thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2024 phân hóa giữa các ngành. Hầu hết các nhóm ngành ICB cấp 2 đang được định giá ở mức tương đương hoặc cao hơn so với bình quân 5 năm gần nhất, ngoại trừ Bất động sản, Ngân hàng và Bảo hiểm.

Đối với ngành Bất động sản, hệ số P/B thường được sử dụng để phản ánh định giá thay vì P/E do P/E biến động mạnh và có thể âm do biến động về lợi nhuận của DN. P/B cuối năm 2024 của ngành BDS đạt 1.2x, thấp hơn so với trung bình 5 năm (2.4x). Mức định giá này phản ánh những khó khăn mà ngành đang đối mặt, bao gồm tiến độ giải ngân chậm và khung pháp lý chưa đồng bộ.

Đối với ngành Ngân hàng, P/B không thay đổi nhiều trong năm và đang thấp hơn mức TB 5 năm, phản ánh những thách thức của ngành như nhu cầu tín dụng yếu, NIM thu hẹp và tình hình nợ xấu dai dẳng.

Trong khi đối với nhóm Bảo hiểm, những thách thức của môi trường kinh doanh gồm doanh thu bảo hiểm nhân thọ kém khả quan, nhóm DN bảo hiểm phi nhân thọ chịu sức ép lớn từ các khoản bồi thường liên quan đến bão Yagi đã khiến định giá của ngành thấp hơn so với giai đoạn trước.

Ngược lại, Công nghệ và Bán lẻ là những nhóm ngành lớn có mức P/E thuộc nhóm cao trên thị trường.

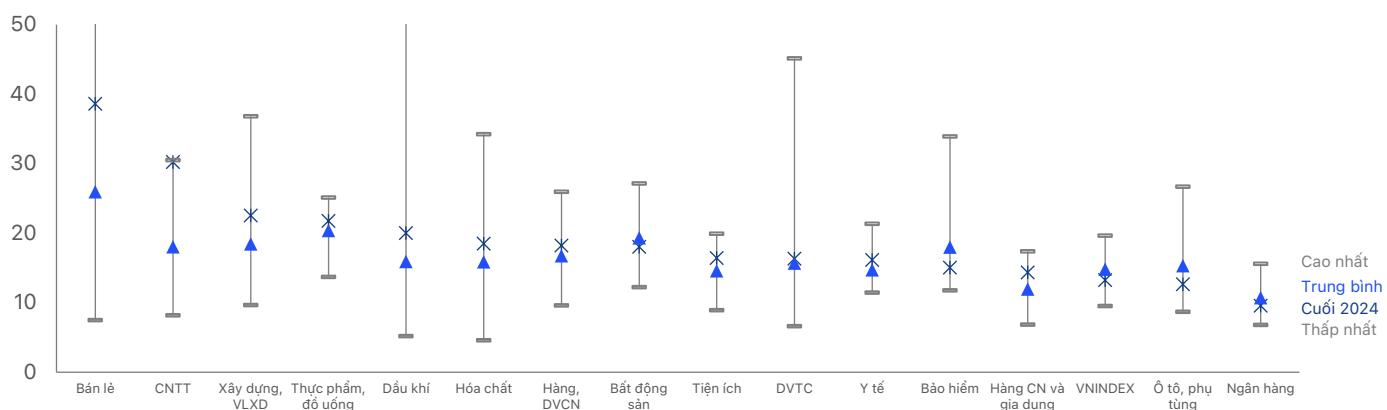
Ngành Bán lẻ ghi nhận P/E cuối năm ở mức 38.6x, vượt xa trung bình 5 năm (25.9x). Bên cạnh sự phục hồi về lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ dẫn đầu (như MWG và FRT) trong năm 2024, định giá này được thúc đẩy bởi kỳ vọng (1) chuỗi Bách Hóa Xanh hòa vốn và có lợi nhuận và (2) FRT sẽ sớm tiến hành IPO chuỗi bán lẻ dược phẩm Long Châu trong tương lai. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng về hoạt động kinh doanh của 02 doanh nghiệp dẫn đầu kèm theo cùng với kỳ vọng IPO của các chuỗi bán lẻ như Long Châu và Bách Hóa Xanh sẽ là động lực thu hút dòng tiền vào ngành bán lẻ trong thời gian tới.

Định giá P/E của ngành Công nghệ thông tin tăng lên mức cao nhất trong vòng 5 năm tại 30.2x. Chúng tôi cho rằng định hướng phát triển trong dài hạn bằng AI đã thu hút dòng vốn đầu tư vào các cổ phiếu ngành này ở hầu hết các thị trường trên thế giới với cổ phiếu dẫn dắt là

NVIDIA. Tại thị trường Việt Nam, FPT được kỳ vọng sẽ đi theo định hướng này với dự án nhà máy AI Factory tại Nhật Bản và Việt Nam. Ngoài ra, FPT vẫn duy trì được vị thế dẫn đầu ngành nhờ chiến lược mở rộng ở thị trường quốc tế và duy trì tăng trưởng tại thị trường trong nước, đặc biệt trong lĩnh vực chuyển đổi số và gia công phần mềm.

Biểu đồ 2: Bán lẻ và CNTT có mức định giá P/E vượt xa mức trung bình 5 năm

P/E các ngành trong 5 năm trở lại đây [lần]



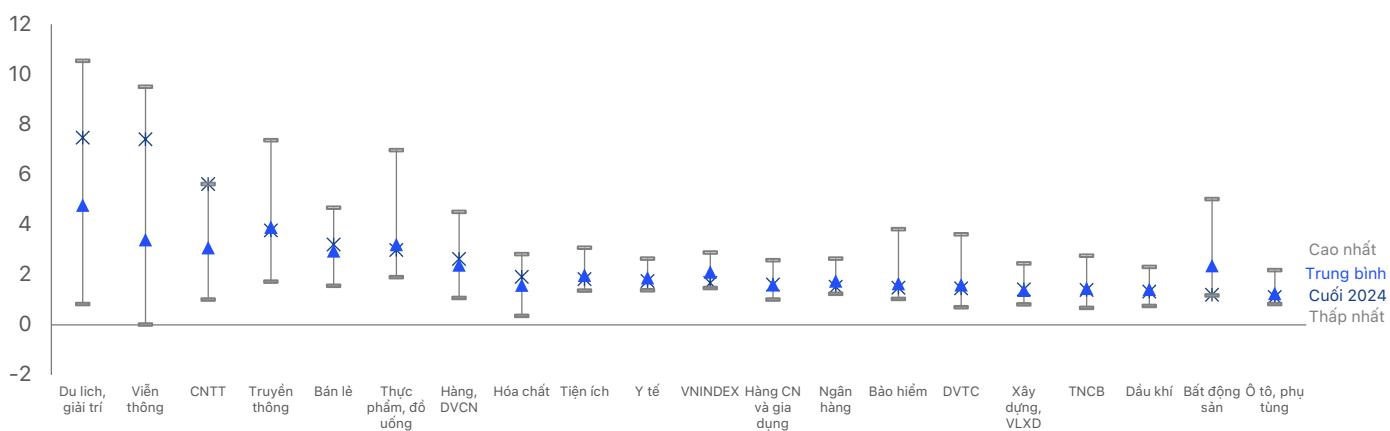
Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Ghi chú: Chúng tôi loại bỏ các ngành Du lịch, giải trí, TNCB, Truyền thông, Viễn thông do biến động P/E 5 năm lớn và sắp xếp các nhóm ngành trên trực hoành theo thứ tự P/E cuối năm 2024 giảm dần

CNTT: Công nghệ thông tin, VLXD: Vật liệu xây dựng, DVCN: Dịch vụ công nghiệp, TNCB: Tài nguyên cơ bản, DVTC: Dịch vụ tài chính

Biểu đồ 3: Các ngành lớn như BDS và Ngân hàng đang có mức định giá rẻ nếu xét theo P/B

P/B các ngành trong 5 năm trở lại đây [lần]



Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Ghi chú: Chúng tôi sắp xếp các nhóm ngành trên trực hoành theo thứ tự P/B cuối năm 2024 giảm dần. CNTT: Công nghệ thông tin, VLXD: Vật liệu xây dựng, DVCN: Dịch vụ công nghiệp, TNCB: Tài nguyên cơ bản, DVTC: Dịch vụ tài chính

Nhìn lại năm 2024 – Hiệu suất Chiến lược đầu tư của TVS Research

Trong các chủ đề đầu tư mà TVS đã khuyến nghị trong năm 2024, Công nghệ, Bán lẻ và Ngân hàng có hiệu suất vượt trội so với VN-Index. Ngược lại, nhóm Bất động sản có hiệu suất âm trong phần lớn cả năm.

Chúng tôi nhắc lại các chủ điểm đầu tư đã được khuyến nghị trong Báo cáo Chiến lược đầu tư năm 2024 bao gồm:

- Chủ điểm đầu tư dài hạn – Công nghệ, Khu công nghiệp, Cảng biển
- Chủ điểm đầu tư trong năm 2024 – Ngân hàng, Bán lẻ, Xuất nhập khẩu, Dầu khí, Bất động sản

Nhóm Công nghệ duy trì dẫn đầu thị trường về hiệu suất. Chúng tôi cho rằng kỳ vọng của NĐT vào sự phát triển của trí tuệ nhân tạo (AI) và các xu hướng công nghệ mới, cùng với tăng trưởng lợi nhuận cao của các công ty công nghệ là các nguyên nhân chính khiến giá CP tăng.

Nhóm cổ phiếu Bán lẻ cũng duy trì được đà tăng giá kể từ đầu năm nhờ sự hồi phục mạnh về KQKD. TVS Research ước tính lợi nhuận năm 2024 của các DN bán lẻ niêm yết trên HOSE tăng 750% YoY.

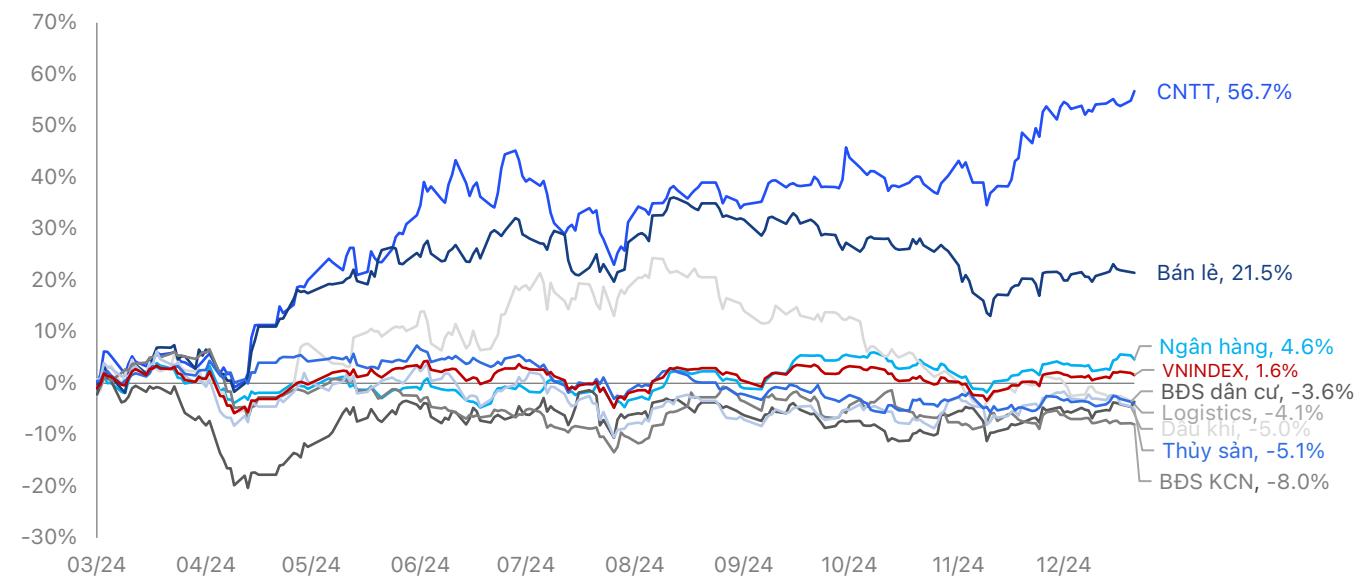
Nhóm Ngân hàng vượt lên hiệu suất của VN-Index trong những tháng cuối năm sau một giai đoạn có hiệu suất thấp hơn thị trường. TVS Research cho rằng nhu cầu tín dụng chưa hồi phục như kỳ vọng, nợ xấu dai dẳng kiến lợi nhuận của ngành tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng hồi đầu năm của thị trường là nguyên nhân chính khiến cho hiệu suất của các CP Ngân hàng chưa vượt trội trong năm 2024.

Trong khi đó, nhóm Bất động sản dân cư vẫn duy trì hiệu suất âm kể từ đầu năm mặc dù dòng tiền đã quay lại nhóm CP Vingroup trong Q3 2024. Điều này phù hợp với nhận định của chúng tôi trong [Báo cáo Cập nhật Chiến lược đầu tư H2 2024](#) rằng thời điểm hồi phục của thị trường BĐS sẽ rơi vào năm 2025 do các luật mới cần thời gian để phát huy hiệu lực khiến vấn đề mất cân đối cung-cầu hiện tại còn tiếp diễn. Do đó, dòng tiền thị trường chưa thực sự chảy vào nhóm Bất động sản, ngoại trừ một số CP có câu chuyện riêng.

Nhóm cổ phiếu Bất động sản KCN ghi nhận hiệu suất giảm dần trong những tháng cuối năm 2024, mặc dù triển vọng dài hạn của ngành vẫn tích cực. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chính là áp lực chốt lời sau khi nhóm này đã có giai đoạn tăng mạnh trong nửa đầu năm, nhờ kỳ vọng tích cực vào dòng vốn FDI và các chính sách mở rộng quỹ đất. Tuy nhiên, các yếu tố ngăn chặn như việc giảm tốc trong đăng ký vốn FDI mới, cùng những khó khăn trong triển khai một số dự án lớn chậm hơn dự kiến tiêu biểu như KCN Nam Sơn Hap Linh & Tràng Duệ 3 của KBC đã ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý thị trường.

Biểu đồ 4: Trong các chủ đề đầu tư mà TVS đã khuyến nghị, Công nghệ, Bán lẻ và Ngân hàng có hiệu suất vượt trội so với VN-Index. Ngược lại, nhóm BDS duy trì hiệu suất âm từ đầu năm 2024

Hiệu suất chỉ số các nhóm ngành trong Chiến lược đầu tư 2024 của TVS và VN-Index [%YTD]



Nguồn: Bloomberg, TVS Research

Ghi chú: Hiệu suất ngành được tính toán dựa trên % thay đổi của tổng vốn hóa các DN NYSE hoạt động trong ngành; Hiệu suất của VN-Index được tính dựa trên % thay đổi của chỉ số trong khoảng thời gian tính toán (từ 01/01/2024 đến 31/12/2024)

**Danh mục các CP thuộc
các chủ đề đầu tư của TVS
Research khuyến nghị
trong năm 2024 có hiệu
suất cao hơn VN-Index.**

Tính đến 31/12/2024, danh mục (được phân bổ tỷ trọng đều) gồm các cổ phiếu khuyến nghị cho các chiến lược đầu tư trong năm 2024 của TVS Research từ đầu năm đạt hiệu suất 18.7% YTD và 8.3% so với ngày khuyến nghị (06/02/2024). Hiệu suất này cao hơn lần lượt mức tăng 12.1% YTD và 6.6% của VN-Index trong cùng thời kỳ.

Bảng 3: Các CP trong danh sách khuyến nghị gần nhất của TVS Research đạt hiệu suất bình quân 18.7% YTD và 8.3% kể từ ngày khuyến nghị

Hiệu suất của các CP trong danh sách khuyến nghị của TVS Research trong Báo cáo Cập nhật Chiến lược đầu tư H2 2024

Mã	Ngành ICB cấp 2	Vốn hóa 31/12/24	Giá đóng cửa 31/12/24	% YTD	% Tăng giá từ ngày KN	Giá mục tiêu *	% upside tại ngày KN	Beta 6T	P/E TTM	P/B TTM	LNST 2024E	% YoY
		Tỷ VND	VND	%	%	VND	%	x	x	Tỷ VND		%
KBC	BĐS	20,879	27,200	-14.3%	-12.7%	39,800	27.8%	1.6	49.5	1.1	397	-81%
VHM	BĐS	164,296	40,000	-7.4%	-2.4%	54,400	32.7%	0.1	8.5	0.8	20,600	-36%
PVD	Dầu khí	13,008	23,400	-17.3%	-18.6%	36,900	28.3%	1.1	19.3	0.9	461	34%
PVS	Dầu khí	16,203	33,900	-9.1%	-8.1%	50,300	36.3%	1.3	17.7	1.2	707	17%
NLG	BĐS	14,064	36,550	0.9%	-7.2%	48,800	23.9%	1.0	46.1	1.5	54	-83%
MWG	Bán lẻ	89,151	61,000	43.7%	30.8%	81,400	74.6%	1.3	30.1	3.3	2,881	3617%
HDG	Thủy điện	9,585	28,500	15.3%	-1.0%	33,100	14.9%	1.4	13.5	1.6	545	2%
REE	Thủy điện	31,982	67,900	39.7%	-2.9%	83,400	19.3%	1.3	17.6	1.8	1,514	-29%
VCB	Ngân hàng	509,725	91,200	13.6%	1.9%	106,000	18.4%	0.8	14.7	2.7	25,283	7%
TNG	Dệt may	3,090	24,774	40.8%	-10.1%	33,200	20.5%	1.5	10.8	1.7	241	41%
TCB	Ngân hàng	174,149	24,650	59.9%	42.6%	25,400	46.9%	1.5	7.7	1.2	18,340	34%
VHC	Thủy sản	15,824	70,500	17.2%	10.8%	79,000	24.2%	1.2	18.5	1.8	870	-1%
MBB	Ngân hàng	133,189	21,827	19.6%	-3.2%	26,400	17.1%	1.4	6.2	1.3	16,570	4%
GMD	Cảng biển	26,992	65,200	11.5%	13.9%	81,000	41.5%	1.1	15.3	3.0	1,549	-33%
FPT	CNTT	224,338	152,500	83.8%	69.6%	127,800	42.2%	1.2	29.8	7.6	6,927	21%
Trung bình				18.7%**	8.3%**							

Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Ghi chú:

Ngày KN (Ngày khuyến nghị của các CP) cụ thể như sau:

- Các CP thuộc các chủ đề đầu tư trong năm 2024 trong Báo cáo Chiến lược đầu tư 2024 (xuất bản ngày 06/02/2024): KBC, VHM, PVD, PVS, NLG, MWG, VCB, TCB, VHC, MBB, GMD, FPT

- Các CP được thêm mới từ Báo cáo Cập nhật Chiến lược đầu tư H2 2024 (xuất bản ngày 22/11/2024): TNG, HDG, REE

*: Giá mục tiêu theo cập nhật gần nhất trong Báo cáo Cập nhật Chiến lược đầu tư H2 2024

**: Tính trung bình với tỷ trọng đều cho các cổ phiếu thuộc các chủ đề đầu tư trong năm 2024, không bao gồm các cổ phiếu thuộc các chiến thuật đầu tư ngắn hạn (HDG, REE)

Triển vọng Ngành 2025

**TVS Research dự báo
LNST các DNNY trên
HOSE tăng trưởng 16.2%
trong năm 2025, đến từ
tăng trưởng của các
ngành Ngân hàng, Bất
động sản, Tài nguyên cơ
bản và Công nghệ thông
tin.**

TVS Research dự báo LNST các DNNY trên HoSE tăng trưởng 16.2% trong năm 2025, đến từ tăng trưởng của các ngành Ngân hàng, Bất động sản, Dầu khí, Tài nguyên cơ bản và Công nghệ thông tin. Trong khi đó, Du lịch và giải trí là ngành kéo giảm chính lợi nhuận của thị trường.

Ngành Ngân hàng

Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận của ngành Ngân hàng năm 2025 là 18.9% so với ước thực hiện năm 2024. Chúng tôi dự báo tăng trưởng thu nhập lãi thuần sẽ là động lực chính cho tăng trưởng lợi nhuận năm sau của các ngân hàng. Tín dụng sẽ tăng trưởng nhanh hơn 2024, đặc biệt sự hồi phục của mảng tín dụng bán lẻ sẽ rõ nét hơn trong H2 2025. NIM sẽ đổi mới với áp lực giảm nhẹ trong nửa đầu năm, trước khi tăng lại trong H2 2025. TVS Research cho rằng chất lượng tài sản của các ngân hàng sẽ dần cải thiện về cuối năm 2025, giúp giảm bớt áp lực trích lập dự phòng trong năm.

Ngành Bất động sản

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngành bất động sản sẽ tăng trưởng 17.5% YoY trong năm 2025, phục hồi mạnh từ mức giảm 14.5% YoY của năm 2024. Sự tăng trưởng này diễn ra ở cả mảng BDS dân cư và KCN, nhờ vào các yếu tố pháp lý thuận lợi, nguồn cung hồi phục và dòng vốn đầu tư duy trì ổn định.

Trong mảng BDS dân cư, các chính sách pháp lý như Luật Đất đai sửa đổi và Nghị quyết 171/2024/QH15 đã tạo điều kiện thuận lợi để các dự án tại Hà Nội và TP.HCM đẩy nhanh tiến độ pháp lý, giúp tăng nguồn cung căn hộ. Chúng tôi dự báo nguồn cung căn hộ năm 2025 đạt 40.2 nghìn căn (+12% YoY). Mặc dù có thể tăng nhẹ trong năm 2025, lãi suất vay mua nhà vẫn ở mức thấp cũng giúp tâm lý người mua nhà khả quan.

Đối với mảng BDS KCN, Việt Nam khẳng định vị thế là điểm đến hấp dẫn cho FDI nhờ chi phí sản xuất cạnh tranh, hạ tầng được đẩy mạnh đầu tư và hợp tác quốc tế sâu rộng với các hiệp định thương mại tự do như CPTPP và EVFTA. Chúng tôi dự báo nguồn cung đất KCN sẽ được gia tăng trong năm 2025 nhờ Quyết định 227/QĐ-TTg về nới lỏng hạn mức đất tại các tỉnh như Bắc Ninh, Bình Phước và Tiền Giang.

Ngành Tài nguyên cơ bản

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngành Tài nguyên cơ bản sẽ tăng trưởng 20.8% YoY trong năm 2025, đóng góp chính bởi lợi nhuận từ nhóm ngành thép. Đối với ngành thép, TVS Research cho rằng sản lượng tiêu thụ thép trong năm 2025 sẽ hồi phục nhờ việc Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Ngoài ra, kỳ vọng

về sự phục hồi của ngành BĐS sẽ giúp cho nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng tăng trưởng trở lại.

Ngành Dầu khí

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ngành dầu khí sẽ tăng 72% YoY trong năm 2025, sau khi giảm mạnh 70% YoY vào năm 2024. Tăng trưởng này chủ yếu đến từ sự cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp lọc hóa dầu, đặc biệt là BSR và PLX nhờ giá dầu ổn định hơn làm giảm áp lực giảm giá bán và trích lập dự phòng hàng tồn kho như năm 2024. Chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa tăng trở lại sẽ tác động tích cực đến KQKD của 2 DN này. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận lợi nhuận lớn từ dự án Lô B - Ô Môn bắt đầu từ năm 2025, giúp lợi nhuận năm 2025 ước tăng 38% YoY, đóng góp đáng kể vào mức tăng trưởng chung của ngành.

Ngành Công nghệ thông tin

Chúng tôi kỳ vọng ngành công nghệ thông tin sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận khoảng 25% YoY trong năm 2025, nhờ nhu cầu chuyển đổi số tăng cao từ cả khu vực doanh nghiệp lẫn Chính phủ. Các doanh nghiệp lớn như FPT được dự báo sẽ mở rộng thị phần tại các thị trường quốc tế, đồng thời duy trì mức tăng trưởng ổn định tại thị trường trong nước thông qua mảng dịch vụ chuyển đổi số và gia công phần mềm. Chính phủ cũng đang tăng cường đầu tư công và triển khai các dự án chuyển đổi số quốc gia, điều này mang lại động lực tăng trưởng bền vững cho ngành, đồng thời củng cố vị thế của Việt Nam trong lĩnh vực CNTT trên trường quốc tế.

Ngành Bán lẻ

Chúng tôi dự báo ngành bán lẻ sẽ đạt tăng trưởng lợi nhuận khoảng 35% YoY trong năm 2025, nhờ tăng trưởng của các chuỗi bán lẻ hiện đại như Long Châu và Bách Hóa Xanh, qua đó đóng góp với tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành Bán lẻ là MWG và FRT. Đối với Bách Hóa Xanh, chúng tôi kỳ vọng chuỗi bán lẻ này sẽ mở rộng quy mô về số lượng cửa hàng trong năm 2025 sau khi đã đạt điểm hòa vốn trong năm 2024 vừa qua.

Ngành Du lịch và Giải trí

Mặc dù kỳ vọng hoạt động cốt lõi của các DN trong ngành tiếp tục hồi phục, chúng tôi dự báo LNST toàn ngành sẽ giảm khoảng 30% so với số ước thực hiện 2024 do không còn khoản lợi nhuận bất thường tại HVN.

Bảng 4: TVS Research dự báo tăng trưởng LNST của các DNNY trên HOSE năm 2025 là 16.2% so với ước thực hiện năm 2024

Tăng trưởng LNST của các DNNY trên HSX chia theo nhóm ngành [% YoY]

Ngành ICB cấp 2	% vốn hóa HOSE	% LNST HOSE 2024	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025F
Ngân hàng	40.1%	55.7%	16.4%	32.3%	34.7%	4.0%	20.2%	18.9%
Bất động sản	13.3%	10.7%	-4.3%	2.0%	-9.5%	6.0%	-14.5%	17.5%
Thực phẩm và đồ uống	7.8%	5.9%	-19.1%	45.4%	-10.3%	-23.4%	14.7%	7.0%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	6.1%	4.4%	-19.0%	15.2%	45.8%	-28.1%	-16.8%	12.1%
Tài nguyên Cơ bản	4.0%	3.5%	92.6%	168.6%	-83.9%	-0.1%	103.4%	20.8%
Hóa chất	4.2%	2.9%	36.1%	56.4%	48.1%	-55.0%	17.2%	7.0%
Dịch vụ tài chính	4.2%	2.7%	43.6%	149.1%	-53.0%	53.2%	21.8%	9.9%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	2.8%	2.7%	-12.5%	41.6%	11.9%	-9.8%	20.4%	7.0%
Công nghệ Thông tin	4.6%	2.3%	12.1%	22.3%	20.3%	14.3%	20.1%	25.9%
Du lịch và Giải trí	2.4%	2.3%	-248.9%	19.3%	-3.6%	-63.4%	N/A	-30.0%
Xây dựng và Vật liệu	2.4%	2.2%	4.5%	-18.6%	36.2%	-20.9%	38.5%	10.0%
Bán lẻ	2.4%	1.2%	-6.4%	42.3%	-13.6%	-89.2%	749.8%	35.2%
Hàng cá nhân & Gia dụng	1.2%	1.1%	-5.2%	14.4%	26.2%	-20.6%	16.6%	11.5%
Dầu khí	2.4%	0.9%	-118.4%	-792.4%	66.8%	-25.6%	-69.7%	72.1%
Bảo hiểm	1.0%	0.8%	27.8%	29.0%	-19.8%	21.4%	5.6%	7.0%
Y tế	0.8%	0.4%	4.5%	17.6%	14.8%	-2.2%	-24.7%	7.0%
Ô tô và phụ tùng	0.3%	0.2%	21.5%	1.6%	51.5%	-48.8%	16.0%	7.0%
Truyền thông	0.1%	0.1%	-58.9%	-139.7%	69.5%	-27.8%	696.0%	7.0%
VN-Index	100.0%	100.0%	-4.2%	41.4%	7.0%	-4.8%	16.4%	16.2%

Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Ghi chú: A: số thực tế; E: số ước tính; F: số dự báo

Chiến lược đầu tư năm 2025

Bên cạnh các chủ đề đầu tư dài hạn ngành Công nghệ thông tin và Bất động sản Khu công nghiệp, TVS Research cho rằng các chủ đề đầu tư liên quan đến (1) Tác động của Trump 2.0, (2) Nền kinh tế Việt Nam củng cố sức mạnh nội tại và (3) Nâng hạng TTCK là những câu chuyện đáng chú ý trong năm 2025.

Chúng tôi cho rằng tâm điểm của thị trường năm 2025 sẽ là chính sách kinh tế và thuế quan của Mỹ, và các đối sách chiến lược của Việt Nam để ứng phó và củng cố sức mạnh nội tại của nền kinh tế. Chủ đề đầu tư của chúng tôi cho năm 2025 sẽ xoay quanh các yếu tố trên.

Chủ đề 1: Việt Nam thích nghi với cơ hội và thách thức của chính sách thuế quan dưới thời Trump 2.0

Chúng tôi cho rằng chính quyền Donald Trump sẽ chưa đánh thuế lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam trong năm 2025. Trong khi đó, khả năng cao Trump sẽ áp thêm thuế lên hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc. Chúng tôi đánh giá kịch bản này sẽ cải thiện khả năng cạnh tranh của một số hàng hóa Việt Nam như hàng may mặc so với Trung Quốc khi xuất sang Mỹ, giúp Việt Nam cải thiện nhẹ thị phần xuất khẩu tại thị trường này.

Chủ đề 2: Sức mạnh nội tại của nền kinh tế sẽ được huy động để ứng phó với những biến động từ kinh tế thế giới

Trong bối cảnh bất định của kinh tế thế giới, TVS Research cho rằng Chính phủ sẽ thúc đẩy tổng lực các cầu phần kinh tế để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế đã đề ra, nổi bật là đẩy mạnh đầu tư công và vực dậy thị trường bất động sản.

Đối với **Đầu tư công**, TVS Research cho rằng năm 2025 sẽ là một năm kỷ lục đối với giải ngân đầu tư công với kế hoạch 790 nghìn tỷ VND (+16.7% YoY). Những cải cách luật pháp đã được Chính phủ thông qua sẽ tạo nền tảng để đẩy nhanh tiến độ giải ngân đầu tư công trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt vào cơ sở hạ tầng, sẽ tác động tích cực đến nhiều ngành như xây dựng hạ tầng và cung ứng vật liệu xây dựng (VLXD). Thêm nữa, TVS Research cho rằng đẩy mạnh đầu tư công không chỉ mang lại tăng trưởng trực tiếp cho các ngành xây dựng và VLXD, mà còn tạo ra hiệu ứng lan tỏa tới nhiều ngành nghề kinh tế như Bất động sản, Ngân hàng.

Chúng tôi đánh giá Khả quan đối với ngành **Bất động sản dân cư** trong năm 2025 dựa trên các quan điểm sau (1) Chính phủ đã quyết liệt tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS, góp phần khơi thông nguồn cung và hỗ trợ thị trường BĐS dân cư hồi phục trong năm 2025, (2) Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức thấp hơn trước dịch COVID-19, hỗ trợ cho khách hàng có nhu cầu vay mua nhà và (3) Tâm lý người mua nhà được cải thiện, nhu cầu mua nhà để ở là lực cầu chính. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng câu chuyện huy động vốn cổ phần của các DN BĐS 2025 sẽ là một điểm đáng chú ý, tác động tích cực đến tâm lý

các NĐT trên thị trường đối với cổ phiếu BĐS.

Tăng trưởng kinh tế được thúc đẩy và thị trường bất động sản dần phục hồi rõ nét trong H2 2025 sẽ giúp môi trường kinh doanh của ngành

Ngân hàng năm 2025 bớt thách thức hơn so với năm 2024. TVS Research dự báo tín dụng sẽ tăng mạnh hơn trong năm 2025, đặc biệt ở phân khúc bán lẻ. Biên lãi thuần của các ngân hàng có thể tiếp tục chịu áp lực giảm trong nửa đầu năm khi lãi suất có thể tăng nhẹ, nhưng sẽ dần hồi phục về cuối năm. Chất lượng tài sản dần cải thiện sẽ giúp giảm bớt gánh nặng trích lập đối với các ngân hàng.

Chủ đề 3: Câu chuyện nâng hạng TTCK sẽ được hiện thực hóa

Nâng hạng thị trường là minh chứng cho những bước tiến của TTCK Việt Nam, đồng thời cũng sẽ tạo ra những thay đổi đối hoạt động của ngành **Chứng khoán** và luân chuyển dòng vốn trên thị trường. TVS Research kỳ vọng TTCK Việt Nam sẽ được nâng hạng Thị trường mới nổi thứ cấp vào kỳ đánh giá T9 2025 của FTSE. Điều này sẽ thúc đẩy dòng vốn ngoại quay lại TTCK Việt Nam, đồng thời có những tác động nhất định đến hoạt động của các CTCK trên thị trường, mang lại lợi thế cho các CTCK mạnh về dịch vụ khách hàng tổ chức.

Chủ đề 4: Biên an toàn cao trong điều kiện bất định

TVS Research đánh giá năm 2025 là một năm với nhiều bất định, bao gồm rủi ro liên quan tới chính sách thuế quan của chính quyền tổng thống Donald Trump có thể áp dụng lên Việt Nam, lãi suất tăng lại và dòng vốn FDI giảm tốc. Trong bối cảnh này, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư ngại rủi ro có thể tập trung vào các cổ phiếu có beta thấp so với VN-Index, nhằm đảm bảo biên an toàn cao và khả năng phòng thủ tốt trước các biến động ngắn hạn.

Chủ đề 5: Triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam tích cực trong chu kỳ mới

Nhìn dài hạn hơn 2025, chúng tôi cho rằng xu hướng phát triển kinh tế thế giới với trọng tâm là công nghệ trí tuệ nhân tạo (AI) là không thể đảo ngược. Do đó, chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan với triển vọng ngành **Công nghệ thông tin**.

Mặc dù triển vọng FDI vào Việt Nam năm 2025 kém khả quan do những lo ngại về chính sách kinh tế và thương mại trong nhiệm kỳ mới của Trump, chúng tôi vẫn lạc quan vào triển vọng thu hút vốn đầu tư toàn cầu vào các ngành SX tại Việt Nam và vị thế của Việt Nam trong chuỗi giá trị toàn cầu. Do đó, chúng tôi cho rằng triển vọng nhóm ngành **Khu công nghiệp** khả quan trong dài hạn.

Bên cạnh những chủ đề đầu tư dài hạn xuyên suốt cả năm 2024, chúng

tôi cũng đưa ra một số chủ điểm đầu tư ngắn hạn. TVS Research cho rằng ngoài các yếu tố cơ bản, các **sự kiện doanh nghiệp** như **chuyển sàn, thoái vốn, niêm yết mới** và **nâng hạng TTCK** sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ giá CP của một số DN trong năm 2025.

Bảng 5: Tổng hợp các cổ phiếu khuyến nghị của TVS Research năm 2025

Mã CP	Giá tại ngày	Giá mục	Upside	Doanh thu	% YoY	LNST	% YoY	ROE	ROE	P/E hiện	P/E fw
	21/01/25	tiêu		2025F		2025F		2024E	2025F	tại	2025
	VND	VND	%	Tỷ VND	%	Tỷ VND	%	%	%	Lần	Lần
NLG	32,850	50,400	53.4%	7,586	55.0%	1,192	63.3%	5.3%	8.0%	1.4*	1.2*
KBC	29,350	41,700	42.1%	8,210	213.1%	2,906	350.5%	3.1%	12.9%	1.2*	0.9*
VCB	91,400	125,000	36.8%	78,439	9.1%	39,767	17.4%	18.6%	18.5%	2.7*	2.2*
TNG	23,300	31,100	33.5%	8,500	9.9%	385	21.9%	15.5%	16.5%	9.1*	9.0
TCB	24,200	32,100	32.6%	52,992	12.5%	32,944	20.7%	15.6%	16.3%	1.2*	1.0*
HPG	26,300	34,500	31.2%	170,075	26.1%	15,350	23.4%	6.9%	10.8%	13.8	12.9
CTG	37,300	48,000	28.7%	84,885	4.5%	30,043	35.3%	16.4%	18.9%	1.4*	1.2*
PDR	18,400	23,600	28.3%	2,465	94.9%	675	34.5%	5.0%	5.5%	1.5*	1.3*
HCM	28,700	35,600	24.0%	5,345	25.0%	1,308	25.8%	11.1%	10.4%	2.0*	1.8*
KDH	34,400	42,300	23.0%	4,515	42.6%	1,468	71.5%	5.0%	7.2%	2.1*	1.8*
VGC	48,800	59,600	22.1%	13,715	15.0%	1,673	28.7%	13.1%	15.7%	2.6*	2.0*
FPT	149,900	180,000	20.1%	75,450	18.6%	11,683	26.3%	14.1%	15.7%	29.3	15.5

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research dự báo

Đối với các CP Ngân hàng (VCB, CTG, TCB), Doanh thu 2025F tương đương Tổng thu nhập hoạt động

* Chỉ tiêu định giá P/E thay bằng P/B

Chủ đề đầu tư 1: Việt Nam thích nghi với cơ hội và thách thức trong năm đầu nhiệm kỳ Trump 2.0

TVS Research cho rằng các chính sách bảo hộ thương mại của chính quyền Donald Trump trong năm đầu nhiệm kỳ mới sẽ không ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ.

Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam sẽ chưa bị đánh thuế thêm khi xuất khẩu sang Mỹ trong năm 2025. Trong khi đó, chính quyền Trump sẽ nâng mức thuế suất đối với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc lên tối thiểu 25% (Chi tiết tham khảo [Báo cáo Chiến lược Vĩ mô 2025](#)).

Chúng tôi đánh giá kịch bản này sẽ cải thiện khả năng cạnh tranh của một số hàng hóa Việt Nam như hàng may mặc so với Trung Quốc khi xuất sang Mỹ, giúp Việt Nam cải thiện nhẹ thị phần xuất khẩu tại thị trường này.

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** với triển vọng xuất khẩu hàng may mặc trong năm 2025. Với kỳ vọng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang Mỹ có thể tiếp tục giành thêm thị phần từ Trung Quốc dưới thời Trump 2.0, TVS Research ưu tiên tập trung vào các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc niêm yết có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ lớn. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **TNG** (GMT 31,100 VND, upside +33.5%) và **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **MSH** (GMT 50,600 VND, upside +0.6%).

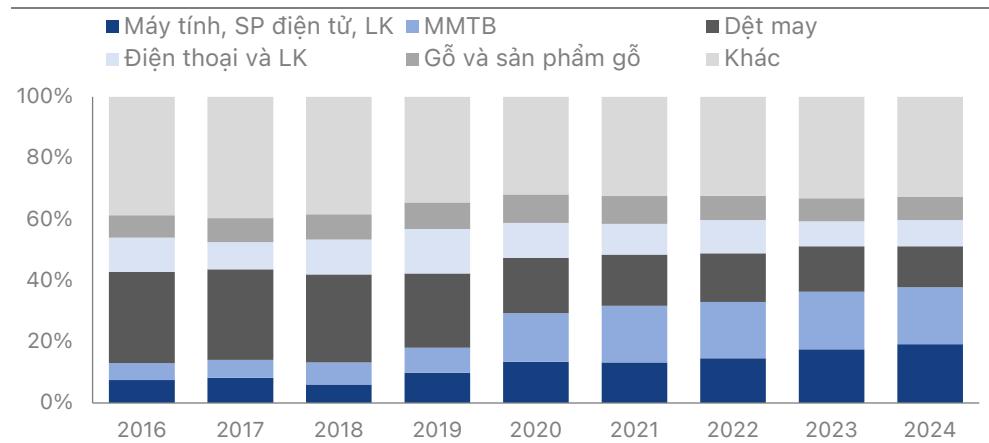
Chúng tôi cho rằng khả năng Trump đánh thuế lên các mặt hàng xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025 là thấp.

Trên 45% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ là các mặt hàng công nghệ (máy tính, sản phẩm điện tử, máy móc thiết bị, điện thoại và linh kiện) phục vụ cho ngành sản xuất. Trên 90% kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng này thuộc các DN có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI); trong đó các tập đoàn đa quốc gia, các công ty có vốn đầu tư Hàn Quốc, Nhật Bản, Mỹ chiếm tỷ trọng lớn. Việc đánh thuế lên các sản phẩm này có thể làm tăng chi phí sản xuất của các DN tại Mỹ và ảnh hưởng đến lợi ích của các chủ DN Mỹ hoặc các quốc gia có quan hệ chiến lược với Mỹ.

Khả năng đánh thuế lên các mặt hàng có giá trị xuất khẩu sang Mỹ lớn tiếp theo như dệt may và sản phẩm gỗ là thấp. Thứ nhất, việc đánh thuế cao lên các mặt hàng tiêu dùng có thể gây sức ép lên lạm phát của Mỹ. Thứ hai, xuất khẩu dệt may và các sản phẩm gỗ của Việt Nam không cạnh tranh trực tiếp với sản xuất tại Mỹ nên việc đánh thuế lên các mặt hàng này không mang lại nhiều ý nghĩa trong việc mang bảo hộ ngành sản xuất trong nước của Trump. Thêm nữa, Mỹ hiện cũng đã áp dụng thuế với hàng dệt may Việt Nam từ 10-20% tùy mặt hàng, đồng thời áp thuế chống bán phá giá lên một số sản phẩm gỗ nội thất của Việt Nam có dấu hiệu gian lận nguồn gốc xuất xứ Trung Quốc.

Biểu đồ 5: TOP 5 mặt hàng có giá trị xuất khẩu sang Mỹ lớn nhất của Việt Nam chiếm khoảng 67% tổng kim ngạch

Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ theo mặt hàng [%]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

TVS Research đánh giá các doanh nghiệp xuất khẩu hàng may mặc có thể hưởng lợi từ các chính sách thương mại của Trump trong năm 2025.

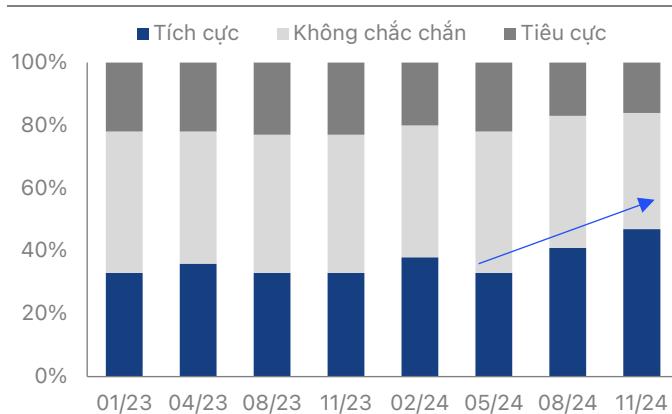
Với kịch bản cơ sở là Trump sẽ đánh thuế lên các hàng hóa Trung Quốc trong khi chưa đánh thuế lên hàng hóa Việt Nam trong năm 2025, TVS Research cho rằng các doanh nghiệp may mặc và sản xuất gỗ nội thất có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ lớn có thể được hưởng lợi. Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích các cơ hội đối với các doanh nghiệp dệt may niêm yết trong năm 2025.

Chúng tôi dự báo xuất khẩu dệt may Việt Nam sẽ tăng trưởng 8-9% trong năm 2025 nhờ tiêu dùng tại các thị trường chính như Mỹ, EU và Nhật Bản (trên 70% thị phần) cải thiện.Thêm nữa, chúng tôi kỳ vọng hàng may mặc của Việt Nam tiếp tục giành thêm được thị phần dệt may từ Trung Quốc, Bangladesh tại thị trường Mỹ.

Tại thị trường Mỹ, tiêu dùng cho hàng dệt may được dự báo tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhờ (1) tiêu dùng tăng và (2) tồn kho hàng may mặc đang ở mức thấp.

Biểu đồ 6: Mức độ sẵn sàng chi tiêu của người dân Mỹ dần tăng lên

Mức độ tự tin tiêu dùng của người Mỹ [%]



Nguồn: McKinsey, TVS Research

Biểu đồ 7: Tồn kho của các cửa hàng bán lẻ quần áo tại Mỹ thấp hơn so với 2023

Tỷ lệ tồn kho hàng/ doanh số của các cửa hàng bán lẻ quần áo tại Mỹ [lần]



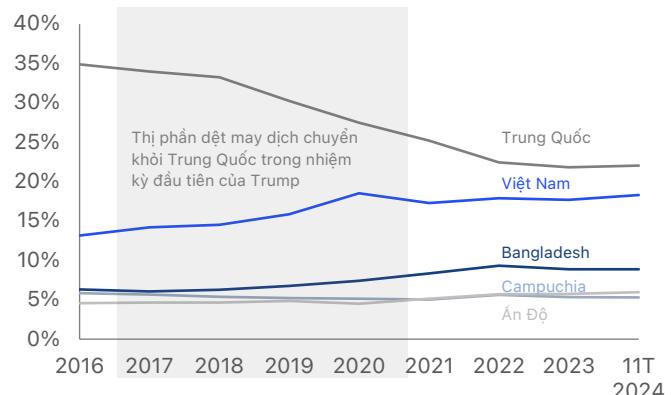
Nguồn: FRED, TVS Research

Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam sẽ có thể giành thêm thị phần từ hai đối thủ là Trung Quốc và Bangladesh, để cải thiện thị phần. Lo ngại về việc Trump có thể áp thêm thuế đối với các sản phẩm dệt may từ Trung Quốc sẽ thúc đẩy sự dịch chuyển đơn hàng sang các nhà cung cấp thay thế như Việt Nam và Bangladesh. Điều này đã diễn ra trong nhiệm kỳ trước của Trump và giúp thị phần của Việt Nam và Bangladesh lần lượt tăng thêm 3.1% và 2.3% trong giai đoạn 2017-2021. So với Bangladesh, Việt Nam có lợi thế hơn nhờ chính trị ổn định và cơ sở hạ tầng và vận tải phát triển hơn. Trong năm 2024, khi Bangladesh xảy ra xung đột chính trị gây gián đoạn sản xuất, một lượng đơn hàng dệt may tại đây đã chuyển dịch sang các quốc gia khác, trong đó Việt Nam.

Tương tự, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu dùng hàng dệt may tại EU và Nhật Bản sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 nhờ chi tiêu của người dân cải thiện. Tại EU, lạm phát giảm và lãi suất thấp giúp cải thiện thu nhập và chi tiêu của người dân. Trong khi đó, tiêu dùng nội địa tại Nhật Bản được kỳ vọng sẽ tích cực hơn trong năm 2025 nhờ (1) gói hỗ trợ lên tới 39 nghìn tỷ Yên Nhật (249 tỷ USD) cho năm tài khóa 2024 (kết thúc vào T3/2025) của Chính phủ và (2) các công ty tiếp tục kế hoạch tăng lương trong năm 2025.

Biểu đồ 8: Thị phần nhập khẩu dệt may của Mỹ từ 5 thị trường chính

Thị phần nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ từ 5 thị trường chính [%]

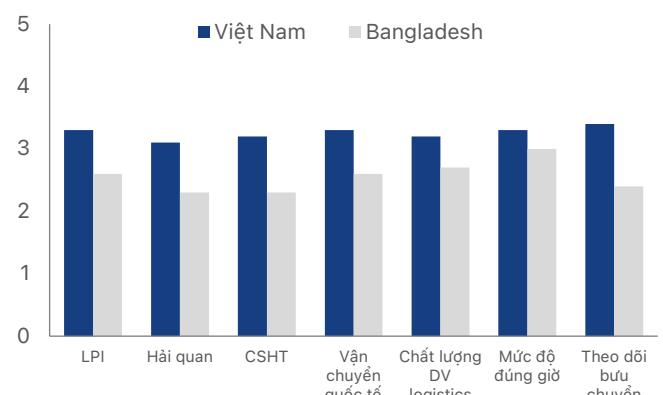


Nguồn: ITC, TVS Research

Ghi chú: Giá trị tính tổng của hàng hóa được phân loại dưới HS Code 61 và 62

Biểu đồ 9: Việt Nam có lợi thế hơn Bangladesh về logistic

Chỉ số Logistics Performance Index (LPI) và các điểm thành phần của Việt Nam và Bangladesh năm 2023

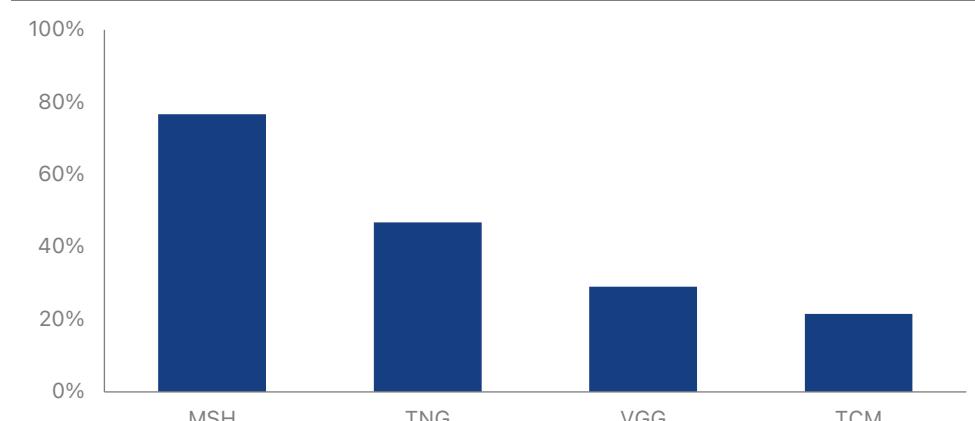


Nguồn: WB, TVS Research

Về phía doanh nghiệp, nhiều công ty sản xuất hàng may mặc xuất khẩu cho biết đã nhận được đơn hàng cho Q1, thậm chí là cho Q2 2025.

Biểu đồ 10: MSH có tỷ trọng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ cao nhất trong các DN dệt may lớn niêm yết

Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu sang Mỹ năm 2024 của một số DN [%]



Nguồn: TVS Research tổng hợp

Cổ phiếu khuyến nghị

Với kỳ vọng xuất khẩu hàng dệt may Việt Nam sang Mỹ có thể tiếp tục giành thêm thị phần từ Trung Quốc dưới thời Trump 2.0, TVS Research ưu tiên tập trung vào các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc niêm yết có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ lớn như MSH, TNG.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **TNG** (GMT: 31,100 VND, upside +33.5%) và **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **MSH** (GMT: 50,600 VND, upside +0.6%).

TNG - Giá mục tiêu: 31,100 VND – Upside: +33.5%

- Thị trường Mỹ đóng góp gần 50% doanh thu xuất khẩu, mang lại cơ hội lớn cho công ty nhờ sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc và Bangladesh
- Tình hình đơn hàng khả quan trong năm 2025: TNG đã nhận đơn hàng đến hết T6 2025, và hiện đang tiếp tục đàm phán để hoàn tất kế hoạch sản xuất cho năm 2025
- Công suất có thể tăng thêm 5% nhờ đưa 16 chuyền may mới tại CN Việt Thái vào hoạt động
- Rủi ro:** (1) Mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính cao hơn so với các DN cùng ngành (2) Rủi ro hàng may mặc Việt Nam nói riêng và hàng hóa Việt Nam bị Trump đánh thuế, làm giảm mức độ hưởng lợi từ dịch chuyển sản xuất hàng may mặc khỏi Trung Quốc

MSH - Giá mục tiêu: 50,600 VND – Upside: +0.6%

- Thị trường Mỹ đóng góp trên 70% doanh thu xuất khẩu, mang lại cơ hội lớn cho công ty nhờ sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc và Bangladesh
- Công suất tăng thêm khoảng 25% nhờ đưa NM Xuân Trường vào hoạt động trong năm 2025
- Tỷ suất cổ tức cao, tương đương 5-9%/năm
- Rủi ro:** Rủi ro hàng may mặc Việt Nam nói riêng và hàng hóa Việt Nam bị Trump đánh thuế, làm giảm mức độ hưởng lợi từ dịch chuyển sản xuất hàng may mặc khỏi Trung Quốc

Mã CP	Giá tại ngày 21/01/25	Giá mục tiêu	Upside	Doanh thu 2025F	% YoY	LNST 2025F	% YoY	ROE 2024E	ROE 2025F	P/E hiện tại	P/E fw 2025
	VND	VND	%	Tỷ VND	%	Tỷ VND	%	%	%	Lần	Lần
TNG	23,300	31,100	33.5%	8,500	9.9%	385	21.9%	15.5%	16.5%	9.1	9.0

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research dự báo

Chủ đề đầu tư 2: Sức mạnh nội tại của nền kinh tế được huy động tổng lực

Trong bối cảnh bất định của kinh tế thế giới, TVS Research cho rằng Chính phủ sẽ thúc đẩy tổng lực các cầu phần kinh tế để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế đã đề ra, nổi bật là đẩy mạnh đầu tư công và vực dậy thị trường bất động sản.

Đầu tư công – 2025 sẽ là năm giải ngân kỷ lục

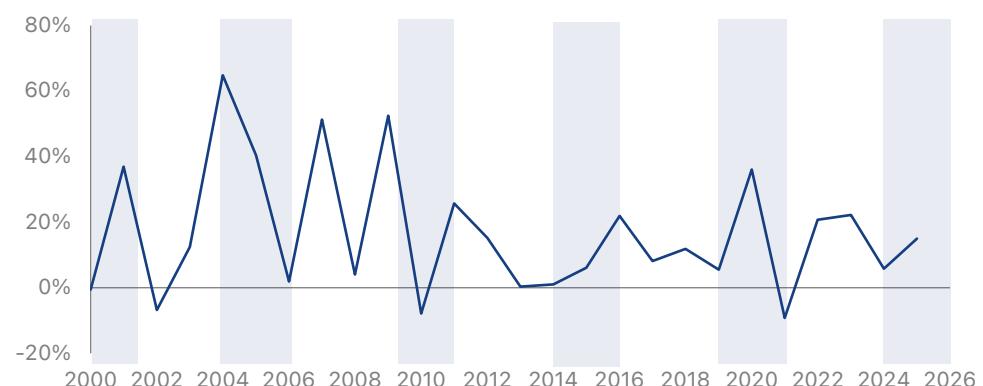
Chúng tôi cho rằng đầu tư công sẽ là động lực tăng trưởng kinh tế năm 2025 trong bối cảnh vĩ mô bất định.

TVS Research cho rằng năm 2025 sẽ là một năm kỷ lục đối với giải ngân đầu tư công với kế hoạch 790 nghìn tỷ VND, tăng 16.7% so với năm 2024.

Chúng tôi cho rằng Chính phủ có động lực và điều kiện để thúc đẩy đầu tư công tăng mạnh trong năm 2025. Thứ nhất, đẩy mạnh đầu tư công là một động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế giữa bối cảnh tình hình quốc tế tiềm ẩn nhiều yếu tố bất định. Các dự án đầu tư công trọng điểm đang được triển khai như cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành và các tuyến đường vành đai tại Hà Nội và TP.HCM sẽ cải thiện hệ thống cơ sở hạ tầng trong nước, thúc đẩy giao thương, kích thích vốn đầu tư tư nhân và đóng góp vào tăng trưởng kinh tế. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, 1% gia tăng giải ngân đầu tư công có thể giúp GDP tăng thêm 0.058%. Thứ hai, 2025 là năm cuối cùng của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021–2025. Chúng tôi cho rằng các bộ, ngành, và địa phương sẽ có động lực tăng tốc giải ngân để đảm bảo hoàn thành các mục tiêu phát triển đã đề ra. Về điều kiện đủ, tỷ lệ nợ công duy trì ở mức 37% GDP, thấp hơn nhiều so với trần nợ công 60% của Quốc hội, giúp Chính phủ có đủ dư địa để triển khai các kế hoạch đầu tư mà không gây áp lực lớn lên ngân sách.

Biểu đồ 11: Giải ngân đầu tư công thường tăng trưởng mạnh vào 2 năm cuối trong kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội 5 năm

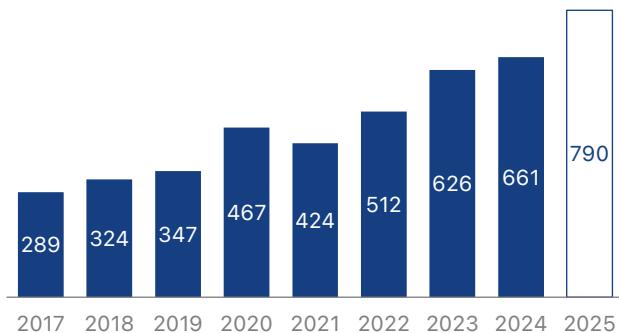
Tăng trưởng giải ngân vốn đầu tư công [%], Số liệu 2025 theo dự báo của TVS Research



Nguồn: GSO, TVS Research dự báo

Biểu đồ 12: TVS Research dự báo giải ngân vốn đầu tư công ở mức cao trong năm 2025

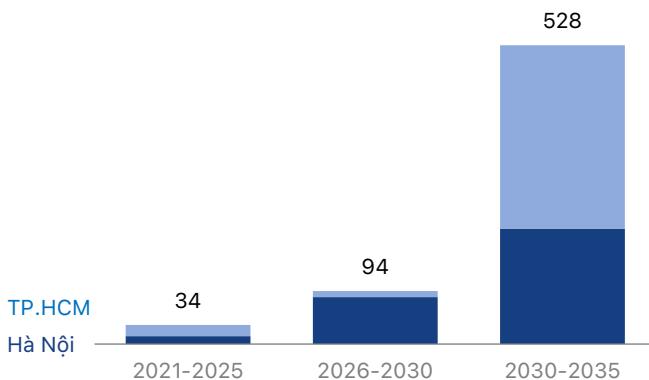
Giải ngân vốn đầu tư công của Việt Nam [nghìn tỷ VND]



Nguồn: GSO, TVS Research dự báo

Biểu đồ 14: Kế hoạch đầu tư lớn vào hệ thống metro góp phần cải thiện cơ sở hạ tầng

Kế hoạch đầu tư đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP.HCM [km]



Nguồn: UBND TP Hà Nội & TP.HCM, TVS Research

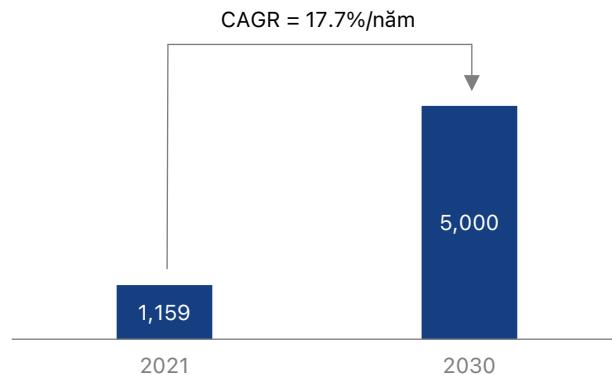
Chúng tôi đánh giá các cải cách luật pháp vừa được thông qua sẽ tạo nền tảng để đẩy nhanh tiến độ giải ngân đầu tư công trong năm 2025.

Tại kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV đã thông qua sửa đổi một loạt các bộ luật bao gồm Luật Đầu tư công, Luật Quy hoạch, Luật Đầu tư, Luật Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) và Luật Đấu thầu. Những thay đổi trong các bộ luật này gồm vào một số điểm chính sau:

- Tăng cường phân quyền: Địa phương được trao quyền phê duyệt quy hoạch, đầu tư và tách riêng các công tác đền bù, giúp rút ngắn thời gian xử lý.
- Loại bỏ thứ tự ưu tiên: Việc xóa bỏ thứ tự ưu tiên trong Luật Quy hoạch giúp đẩy nhanh quá trình triển khai các dự án lớn

Biểu đồ 13: Số km đường cao tốc năm 2030 sẽ tăng hơn 4 lần so với cuối năm 2021

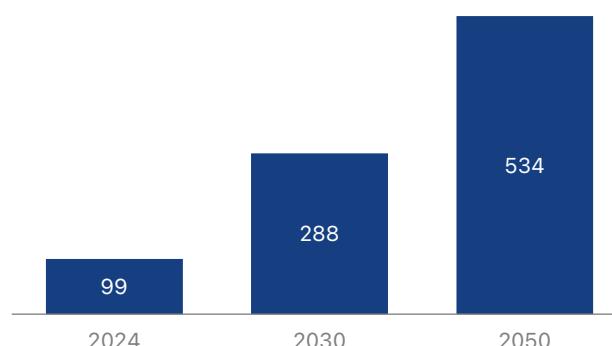
Kế hoạch phát triển đường cao tốc của Việt Nam tới năm 2030 [km]



Nguồn: Bộ Giao thông Vận tải, TVS Research

Biểu đồ 15: Công suất cảng hàng không tới 2030 dự kiến gấp 3 lần so với hiện nay

Công suất thiết kế cảng hàng không cả nước [triệu khách/năm]



Nguồn: Quy hoạch tổng thể phát triển hệ thống cảng hàng không, sân bay toàn quốc thời kỳ 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050, TVS Research

- Tinh gọn quy trình: Áp dụng trình tự rút gọn trong điều chỉnh quy hoạch, giảm thiểu thủ tục hành chính và đẩy nhanh tiến độ
- Linh hoạt trong đầu tư PPP và BT: Nới lỏng yêu cầu về vốn, mở rộng lĩnh vực đầu tư và tháo gỡ khó khăn cho các dự án từ giai đoạn trước
- Đơn giản hóa dự án ODA: Các thủ tục liên quan đến dự án có tài trợ ODA được tối giản, tạo điều kiện thuận lợi huy động vốn quốc tế

Chúng tôi đánh giá các sửa đổi này đều hướng tới việc rút gọn, đơn giản hóa thủ tục, phân quyền rõ ràng hơn và nâng cao tính minh bạch trong quá trình triển khai dự án. Điều này không chỉ giúp cải thiện hiệu quả giải ngân mà còn cung cấp lòng tin của khối tư nhân và các nhà đầu tư nước ngoài vào tiềm năng phát triển kinh tế của Việt Nam thông qua các dự án đầu tư công.

Đầu tư công vào cơ sở hạ tầng tăng mạnh tác động tích cực đến ngành xây dựng hạ tầng và vật liệu xây dựng.

Chúng tôi cho rằng đẩy mạnh đầu tư công, đặc biệt vào cơ sở hạ tầng, sẽ tác động tích cực đến nhiều ngành như xây dựng hạ tầng và cung ứng vật liệu xây dựng (VLXD).

Mặc dù khối lượng công việc của các DN xây dựng hạ tầng (XDHT) có thể tăng lên trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư công, TVS Research không đánh giá cao các DN XDHT niêm yết do các điểm yếu về mặt tài chính. Đặc thù của các DN XDHT là biên lợi nhuận thấp, khoảng 5-6%, và có xu hướng giảm trong giai đoạn gần đây do cạnh tranh tăng cao. Thêm nữa, công nợ phải thu lớn và tỷ lệ nợ cao gây ra gánh nặng tài chính cho các DN XDHT.

Biểu đồ 16: Các DN XDHT thường bị chiếm dụng vốn trong thời gian dài (>100 ngày)

Số ngày phải thu của các DN xây lắp niêm yết [ngày]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 17: Tỷ lệ sử dụng nợ của các DN XDHT vẫn ở mức cao (>2 lần) tính tới Q3 2024...

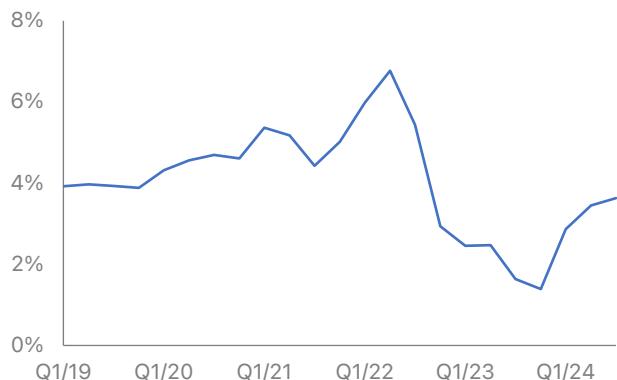
Nợ/VCSH của các DN xây lắp niêm yết [x]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 18: ...gây thêm sức ép giảm biên lợi nhuận vốn mỏng của các DN này

Biên lợi nhuận ròng của các DN xây lắp niêm yết [%]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Chúng tôi đánh giá khả quan đối với cổ phiếu ngành Thép, đặc biệt là cổ phiếu đầu ngành HPG.

Biểu đồ 19: ROE ngành cải thiện không đáng kể trong thời gian giải ngân ĐTC mạnh (2021-2022)

ROE của các DN xây lắp niêm yết [%]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Đối với các DN VLXD, chúng tôi đánh giá khả quan đối với ngành Thép, đặc biệt là cổ phiếu đầu ngành HPG nhờ vị thế vượt trội về quy mô và khả năng tăng công suất kể từ năm 2025. TVS Research đánh giá HPG sẽ có khả năng tiêu thụ hết sản phẩm HRC tăng thêm từ Dung Quất 2 khi đưa nhà máy vào hoạt động trong năm 2025 nhờ khả năng cạnh tranh về giá với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc - khả năng cao sẽ bị đánh thuế CBPG trong thời gian tới. Bên cạnh đó, đầu tư công được đẩy mạnh và thị trường bất động sản dần hồi phục sẽ tác động tích cực đến mảng thép xây dựng của HPG. TVS Research ước tính LNST năm 2025 của HPG tăng 23.4% YoY lên 15,350 tỷ VND.

Cổ phiếu khuyến nghị

HPG – Giá mục tiêu: 34,500 VND – Upside: +31.2%

- Nhu cầu tiêu thụ tại thị trường nội địa sẽ tăng trong năm 2025 khi Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, đồng thời thị trường Bất động sản có sự hồi phục. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ dự phóng trong năm 2025 tăng 23.6% YoY
- Dự án Dung Quất 2 sẽ bắt đầu hoạt động trong năm 2025 với lò cao số 1 được đưa vào hoạt động kể từ Q1 với công suất khoảng 1.5 triệu tấn thép/năm. Nhờ đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ HRC của HPG trong năm 2025 tăng khoảng 26% YoY
- Rủi ro: (1) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn so với dự kiến, (2) Sản lượng tiêu thụ HRC tăng thêm từ Dung Quất 2 thấp hơn kỳ vọng

Đầu tư công còn tạo hiệu ứng lan tỏa đến nhiều ngành kinh tế khác ngoài xây dựng và vật liệu.

Thêm nữa, TVS Research cho rằng đẩy mạnh đầu tư công không chỉ mang lại tăng trưởng trực tiếp cho các ngành xây dựng và VLXD, mà còn tạo ra hiệu ứng lan tỏa tới nhiều ngành nghề kinh tế như Bất động sản, Ngân hàng. Khi hạ tầng được hoàn thiện, kết nối giao thông thuận tiện sẽ tác động tích cực lên nhu cầu nhà ở và bất động sản thương mại. Bên cạnh đó, đầu tư công thúc đẩy đầu tư tư nhân, tạo ra nhu cầu tín dụng đối với các ngân hàng. Chúng tôi sẽ kết hợp phân tích rõ hơn các yếu tố này trong các chủ đề đầu tư ngành Bất động sản và Ngân hàng dưới đây.

Mã CP	Giá tại ngày 21/01/25	Giá mục tiêu	Upside	Doanh thu 2025F	% YoY	LNST 2025F	% YoY	ROE 2024E	ROE 2025F	P/E hiện tại	P/E fw 2025
	VND	VND	%	Tỷ VND	%	Tỷ VND	%	%	%	x	x
HPG	26,300	34,500	31.2%	170,075	26.1%	15,350	23.4%	6.9%	10.8%	13.8	12.9

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Bất động sản dân cư – Động lực hồi phục từ chính sách mới

Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với ngành BĐS dân cư trong năm 2025.

Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với ngành BĐS dân cư trong năm 2025 dựa trên các quan điểm sau:

- Chính phủ đã quyết liệt tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho các dự án BĐS: Chính phủ đã ban hành các nghị định hướng dẫn thi hành Luật Đất đai 2024 và Nghị quyết 171/2024/QH15, tạo cơ sở pháp lý để đẩy nhanh tiến độ nhiều dự án lớn. Tại TP.HCM, 34 dự án đã được tháo gỡ trong cuối năm 2024, góp phần khơi thông nguồn cung và hỗ trợ thị trường BĐS dân cư hồi phục trong năm 2025
- Lãi suất cho vay mua nhà có thể tăng trong năm 2025 nhưng vẫn duy trì ở mức thấp hơn trước dịch COVID-19, hỗ trợ cho khách hàng có nhu cầu vay mua nhà
- Chúng tôi nhận thấy tâm lý người mua nhà đã được cải thiện với nhu cầu chủ yếu vẫn là mua nhà để ở

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng câu chuyện huy động thêm vốn cổ phần của các DN BĐS 2025 sẽ là một điểm đáng chú ý, tác động tích cực đến tâm lý các NĐT trên thị trường đối với cổ phiếu BĐS.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với các cổ phiếu **NLG** (GMT: 50,400 VND, upside +53.4%), **KDH** (GMT: 42,300 VND, upside +23.0%), **PDR** (GMT: 23,600 VND, upside +28.3%) và **THEO DÕI** đối với **DXG** (GMT 18,800 VND, upside 26.2%) trong năm 2025.

**TVS Research kỳ vọng
nguồn cung BĐS sẽ hồi
phục trong năm 2025 nhờ
khung pháp lý được hoàn
thiện.**

Theo CBRE, tổng nguồn cung căn hộ năm 2024 tại Hà Nội và TP.HCM đạt 36,000 căn, tăng 90% so với năm 2023. Nguồn cung mới trong năm chủ yếu đến từ các dự án lớn tại Hà Nội như Lumi Hà Nội, Lumiere Spring Bay, Vinhomes Global Gate. Đây là dự án nằm trong các đại đô thị của Vinhomes, được xây dựng trên các lô đất bán buôn giữa Vinhomes và đối tác nền thủ tục pháp lý được thực hiện nhanh chóng nhờ uy tín và sức khoẻ tài chính của Vinhomes. Trong khi đó, nguồn cung tại TP.HCM giảm do các vướng mắc về pháp lý.

Chúng tôi kỳ vọng tổng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM trong năm 2025 đạt 40,200 căn, tăng 12% so với năm 2024. TP.HCM sẽ dẫn dắt tăng trưởng nguồn cung căn hộ trong năm 2025 với tăng trưởng 78% YoY. Đánh giá trên của chúng tôi dựa trên các luận điểm:

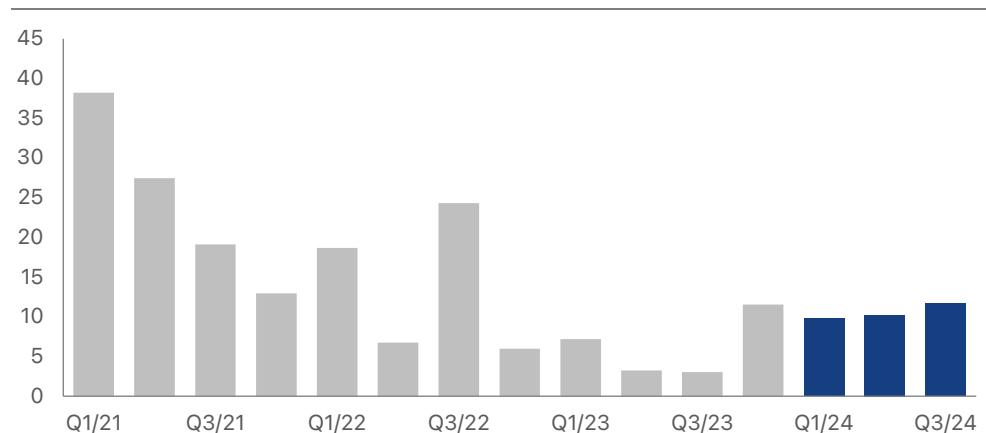
- Các văn bản hướng dẫn thi hành Luật đất đai 2024 được thực hiện từ nửa cuối năm 2024, tạo cơ sở để phê duyệt nguồn cung mới
- TP.HCM đã triển khai các hành động cụ thể nhằm đẩy nhanh tiến độ một số dự án lớn

- Quốc hội thông qua Nghị quyết số 171/2024/QH15, tháo gỡ các vướng mắc pháp lý liên quan đến đất ở. Theo Bộ TN&MT, tính đến tháng 4/2024, có 493 dự án nhà ở thương mại gấp vướng mắc, với 189 dự án tại Hà Nội và 126 tại TP.HCM. Việc áp dụng Nghị quyết này được kỳ vọng sẽ tăng tốc tiến độ các dự án tại TP.HCM

Đối với Hà Nội, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung tiếp tục duy trì ở mức cao như năm 2024, nhờ việc triển khai các dự án mới như Vinhomes Global Gate (bao gồm nhà thấp tầng và căn hộ chung cư), các dự án do các nhà phát triển thứ cấp mở bán tại Smart City và Ocean Park, Charm Villa GĐ3 của HDG, và các dự án sắp triển khai như Vinhomes Wonder Park của VHM hay Noble Crystal của Sunshine Group.

Biểu đồ 20: Số lượng căn hộ được cấp phép mới đã hồi phục từ Q4 2023 tới nay là dấu hiệu cho nguồn cung mới ra thị trường trong 2025

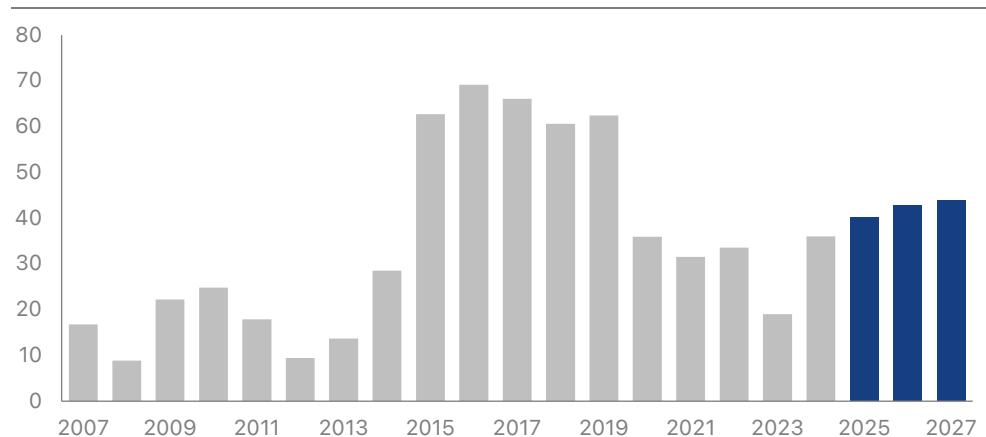
Số lượng căn hộ thương mại được cấp phép mới [nghìn căn]



Nguồn: Bộ Xây dựng, TVS Research

Biểu đồ 21: Chúng tôi dự báo nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM tăng 12% YoY trong năm 2025

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM [nghìn căn]



Nguồn: CBRE, TVS Research

Bảng 6: Chúng tôi nhận thấy đã có nhiều hành động để giải quyết các vướng mắc kéo dài nhiều năm của các dự án BDS tại khu vực lân cận TP.HCM

Các hành động để gỡ vướng cho các dự án BDS tại khu vực TP.HCM và các tỉnh lân cận

Sự kiện	Thời gian
TP HCM cấp GPXD và giải quyết pháp lý cho 34/66 dự án vướng mắc nhiều năm gồm: Gem Riverside (DXG), Celadon City (Gamuda Land), The Metropole Thủ Thiêm (Sơn Kim Land), NBB Garden III, Lotte Eco Smart City Thủ Thiêm (Tập đoàn Lotte), ...	T9-T12 2024
Sở TN&MT TP HCM trình Hội đồng thẩm định giá đất về nghĩa vụ tài chính dự kiến của 22 dự án trên địa bàn TP	T10 2024
TP HCM phê duyệt nhiệm vụ quy hoạch chi tiết 1/500 KĐT Lấn biển Cần Giờ của Vingroup	T10 2024
Phê duyệt điều chỉnh cục bộ quy hoạch chung tỷ lệ 1/10,000 thành phố Biên Hòa đến năm 2030, góp phần gỡ vướng cho các dự án tại phân khu C4 như Izumi City (NLG), Aqua City (NVL), Long Tân (DIG), khu dân cư Long Hưng - Phước Hưng (Donacorp)	T11 2024
Quốc hội thông qua Nghị quyết số 171/2024/QH15 về việc thí điểm cấp quyền sử dụng đất khác làm dự án Nhà ở thương mại	T11 2024

Nguồn: TVS Research tổng hợp

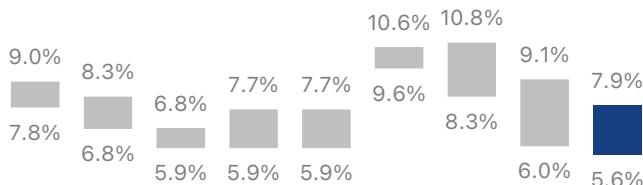
Lãi suất cho vay mua nhà có thể tăng nhẹ trong năm 2025, nhưng vẫn ở mức hấp dẫn cho người mua nhà.

Chúng tôi dự báo lãi suất huy động sẽ tăng khoảng 50 điểm cơ bản (đcb), khiến lãi suất cho vay nhẹ trong năm 2025 (Chi tiết tham khảo phần Ngân hàng). Việc này có thể khiến lãi suất vay mua nhà thả nổi tăng nhẹ, về ngang mức lãi suất trong giai đoạn nới lỏng thời kỳ COVID-19 (2021-2022). Kể cả sau khi tăng, lãi suất thả nổi vẫn ở mức hấp dẫn (khoảng 9-11%), củng cố niềm tin của người mua nhà trong năm 2025.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rủi ro tỷ giá đến từ các chính sách của Tổng thống Donald Trump trong năm đầu nhiệm có thể khiến mặt bằng lãi suất tăng mạnh hơn dự báo. Mặt bằng lãi suất cao có thể làm giảm sức mua của người tiêu dùng, kéo dài thời gian phục hồi của thị trường bất động sản sang sau năm 2025.

Biểu đồ 22: Lãi suất ưu đãi năm đầu hiện tại đang ngang với thời điểm COVID-19

Lãi suất mua nhà ưu đãi năm đầu tại các ngân hàng [%/năm]



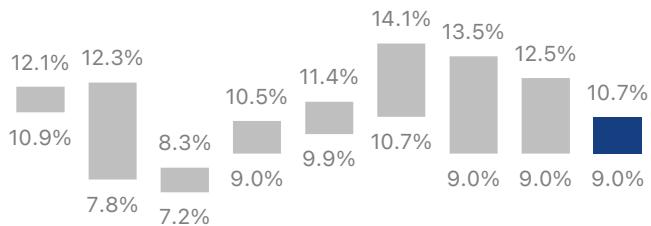
2019 2020 2021 H1/22 H2/22 H1/23 H2/23 H1/24 H2/24

Nguồn: Các ngân hàng, TVS Research tổng hợp

Ghi chú: Các ngân hàng được tổng hợp gồm VCB, CTG, BID, TCB, VPB, MBB, SHB

Biểu đồ 23: Diễn biến tương tự với lãi suất mua nhà thả nổi sau ưu đãi

Lãi suất mua nhà thả nổi sau ưu đãi tại các ngân hàng [%/năm]



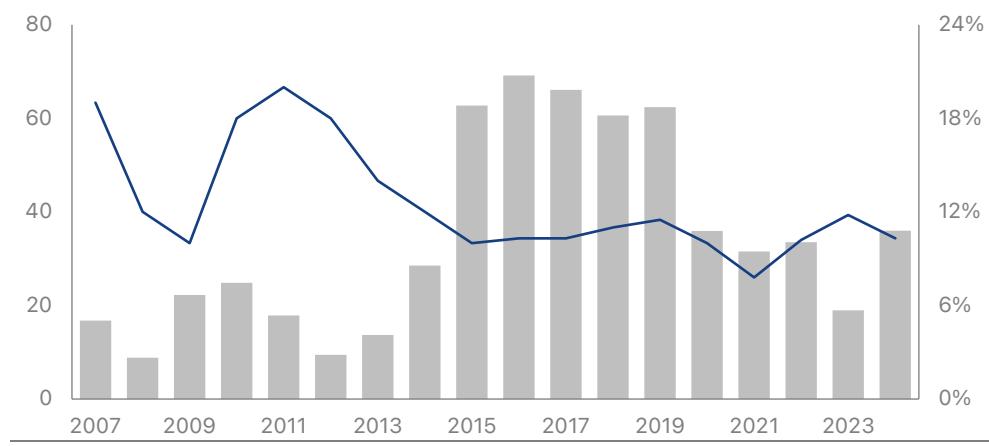
2019 2020 2021 H1/22 H2/22 H1/23 H2/23 H1/24 H2/24

Nguồn: Các ngân hàng, TVS Research tổng hợp

Ghi chú: Các ngân hàng được tổng hợp gồm VCB, CTG, BID, TCB, VPB, MBB, SHB

Biểu đồ 24: Chúng tôi nhận thấy sự tương quan ngược chiều giữa lãi suất vay mua nhà và số căn hộ bán ra

Nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM [cột - nghìn căn – trực trái] & Lãi suất vay mua nhà thà
nỗi trung bình [đường - %/năm – trực phải]



Nguồn: CBRE, TVS Research tổng hợp

Chúng tôi cho rằng nhu cầu của thị trường BĐS chủ yếu tới từ nhu cầu mua để ở và ưu tiên các chủ đầu tư có năng lực giải quyết các vấn đề pháp lý của dự án.

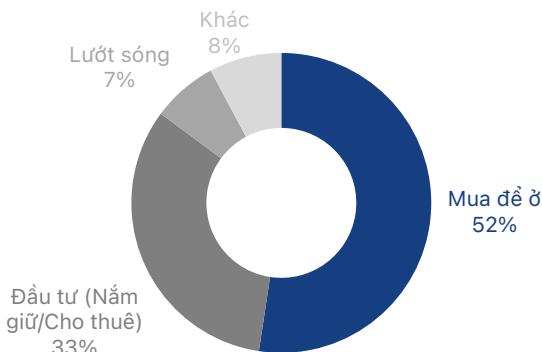
Chúng tôi duy trì quan điểm sự hồi phục của thị trường BĐS, đặc biệt tại khu vực miền Nam, sẽ chủ yếu đến nhu cầu ở thực, với lựa chọn các dự án có phương án hỗ trợ tài chính và tiến độ pháp lý rõ ràng. Nhu cầu nhà ở (bao gồm để ở và cho thuê) trong năm 2025 sẽ tập trung ở phân khúc căn hộ trung cấp. Bên cạnh đó, nhà liền thổ được chọn lọc kỹ có thể được các NĐT dài hạn quan tâm.

Người mua nhà sẽ ưu tiên các dự án có các đặc điểm sau: (1) được thực hiện bởi chủ đầu tư uy tín với hỗ trợ tài chính tốt, lịch sử bàn giao sổ hồng đúng lịch như KDH, NLG, AGG, VHM; (2) pháp lý dự án minh bạch; và (3) vị trí chiến lược, kết nối hạ tầng và tiện ích tốt. Theo Batdongsan.com.vn, nhu cầu mua để ở chiếm 52% tổng giao dịch trong Q4 2024, với mức độ quan tâm cao nhất là căn hộ chung cư, sau đó là nhà thấp tầng, trong khi đất nền vẫn dưới mức 2022.

Do đó, các DN như NLG, KDH, AGG, VHM, với sản phẩm đáp ứng các tiêu chí này, sẽ thu hút người mua và đảm bảo doanh số bán trước tăng trưởng trong giai đoạn 2025-2026.

Biểu đồ 25: Nhu cầu mua để ở vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong các mục đích mua nhà

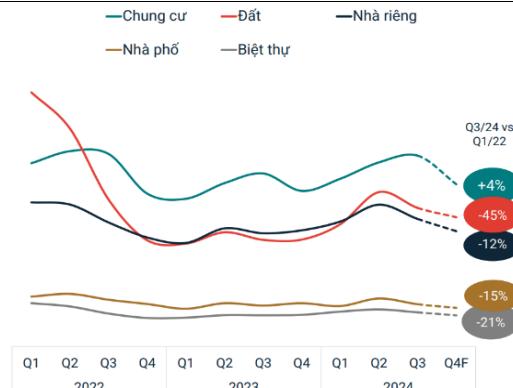
Mục đích mua các sản phẩm BDS theo loại hình trong Q4 2024 [%]



Nguồn: Batdongsan.com.vn, TVS Research

Biểu đồ 26: Chung cư là sản phẩm được quan tâm nhất từ 2022 tới nay

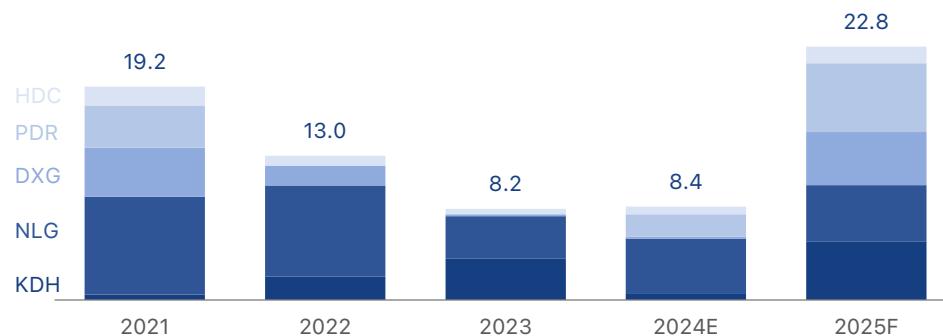
Tăng trưởng mức độ quan tâm của các loại hình BDS so với Q1 2022 [%]



Nguồn: Batdongsan.com.vn, TVS Research

Biểu đồ 27: Chúng tôi dự báo doanh số bán trước của các DN BDS khu vực miền Nam sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025

Tổng doanh số bán hàng của một số DN BDS trong danh sách theo dõi của TVS Research [nghìn tỷ VND]



Nguồn: Các DN niêm yết, TVS Research ước tính

Bên cạnh các câu chuyện về hồi phục HĐKD, chúng tôi cho rằng câu chuyện phát hành cổ phiếu của các DN BDS 2025 sẽ là một điểm đáng chú ý, có thể tác động tích cực đến giá CP.

Chúng tôi nhận định rằng nguồn vốn cho các dự án BDS trong năm 2025 sẽ chủ yếu đến từ phát hành cổ phiếu hoặc các giao dịch M&A. Việc thắt chặt quy định phát hành TPĐN theo Luật Chứng khoán và Nghị định 08/2023 đã làm giảm khả năng huy động vốn qua kênh này, đặc biệt với các DN BDS – ngành chiếm tỷ trọng phát hành TPĐN lớn thứ hai trên thị trường. Các yêu cầu thắt chẽ về tài sản đảm bảo, xếp hạng tín nhiệm và giới hạn đối tượng tham gia khiến nhiều doanh nghiệp phải tìm kiếm giải pháp thay thế.

Theo quan sát của chúng tôi, doanh nghiệp BDS đang chuyển hướng sang vay ngân hàng hoặc phát hành cổ phiếu. Tuy nhiên, với lãi suất vay cao và điều kiện vay ngày càng thắt chẽ, phát hành cổ phiếu trở thành phương án linh hoạt hơn. Các DN như KDH, NLG và PDR đã tận dụng cơ

hội này để tái cấu trúc tài chính và giảm áp lực nợ. Chúng tôi đánh giá đây là tín hiệu tích cực, cho thấy các DN đang chuẩn bị triển khai dự án tiềm năng, tạo dòng tiền và lợi nhuận trong tương lai.

Hơn nữa, khi triển vọng ngành hồi phục, NĐT có xu hướng định giá lại cổ phiếu BĐS, giúp giá cổ phiếu tăng sau các đợt phát hành. Chúng tôi khuyến nghị theo dõi các DN như KDH, NLG, HDC, PDR và DXG, với lợi thế về pháp lý rõ ràng và kế hoạch tăng vốn để chuẩn bị triển khai dự án mới có thể sẽ nhận được đánh giá tích cực từ thị trường.

Bảng 7: Nhiều DN BĐS có kế hoạch tăng vốn mạnh trong 2024-2025

Kế hoạch tăng vốn của một số DN BĐS trong 2024-2025

Mã CK	Nợ vay/VCSH cuối Q3 2024	Phát hành trái phiếu	Phát hành quyền mua	Phát hành riêng lẻ	Mục đích sử dụng vốn
NVL	147%		Thông qua kế hoạch huy động 11.7 nghìn tỷ VND tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)	Thông qua kế hoạch huy động 2 nghìn tỷ VND tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)	Tái cấu trúc nợ, thanh toán các khoản vay đến hạn, và phát triển dự án.
HDC	73%	Thông qua kế hoạch huy động 500 tỷ VND TPDN trong nước tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)	Đã phát hành 299.9 tỷ VND trong năm 2024		Huy động vốn để trả nợ vay; lên kế hoạch tài trợ hoạt động kinh doanh.
NLG	50%	Đã phát hành 2.5 nghìn tỷ VND TPDN trong nước		Đang lấy ý kiến cổ đông, kế hoạch chưa có thông tin chi tiết	Huy động vốn phát triển dự án và tái cấu trúc nợ.
DIG	46%	Đã phát hành 2.1 nghìn tỷ VND TPDN trong nước	Thông qua kế hoạch huy động 3 nghìn tỷ VND tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)	Thông qua kế hoạch huy động 3 nghìn tỷ VND tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)	Phát triển dự án Long Tân, Chí Linh, Cap Saint Jacques Phase 2 & 3, Vị Thanh, Hà Nam Centre Point, và Nam Vĩnh Yên.
KDH	41%			Đã phát hành 3 nghìn tỷ VND trong năm 2024	Sử dụng vốn từ phát hành riêng lẻ để tăng vốn phát triển dự án và tái cấu trúc nợ, tăng tốc độ khai thác quỹ đất tại TP.HCM.
PDR	40%		Đã phát hành 1.3 nghìn tỷ VND trong 2024		Huy động vốn cho các dự án như Bắc Hà Thành, Cadia Quy Nhơn, Thủ Đức và Nhơn Hội.
DXG	35%	Đã phát hành 235 tỷ VND TPDN trong nước (lãi suất 10.2%/năm)	Đang thực hiện phát hành 1.8 nghìn tỷ VND trong T1-T2 2025	Thông qua kế hoạch huy động tối thiểu 1.7 nghìn tỷ VND tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)	Huy động vốn để thực hiện dự án Gem Sky World & DXH Riverside; thanh toán nợ, tăng vốn lưu động và mở rộng danh mục đầu tư.
VHM	33%	Đã phát hành 18.4 nghìn tỷ VND TPDN trong nước. Dự kiến phát hành TPDN quốc tế tối 500 triệu USD			Không tiết lộ - dự kiến chủ yếu để tái cấu trúc nợ và phát triển dự án.
AGG	33%		Thông qua kế hoạch huy động 406 tỷ VND tại ĐHCĐ 2024 (Chưa thực hiện)		Huy động vốn để trả nợ vay, tăng vốn thực hiện các dự án ở Bình Chánh.

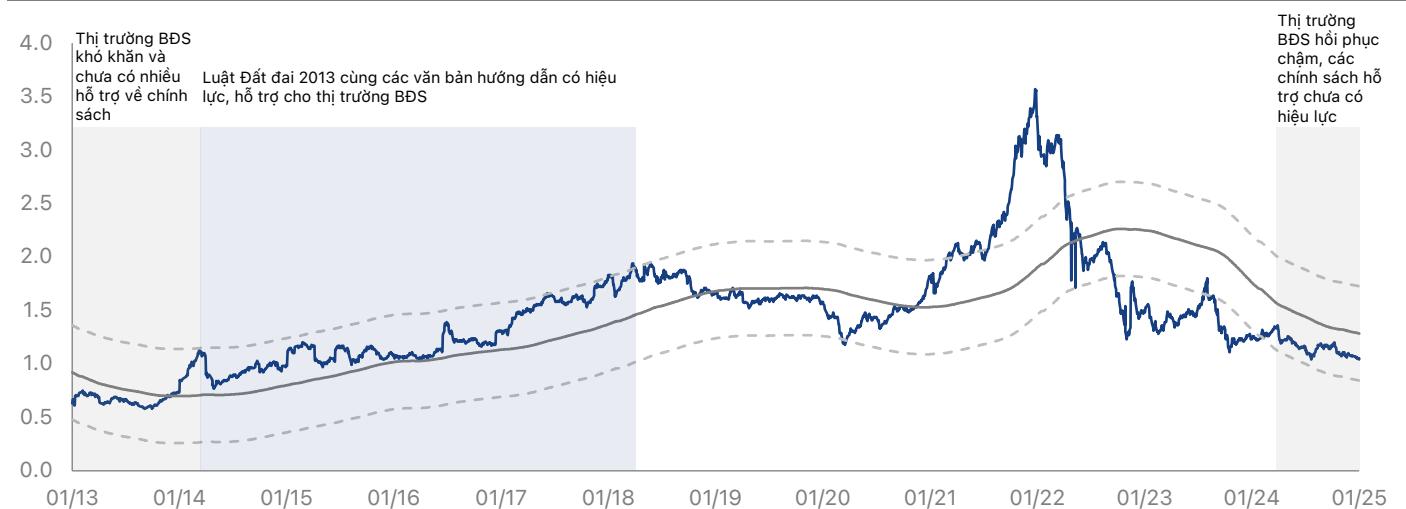
Nguồn: TVS Research tổng hợp

Chúng tôi cho rằng định giá của các DN BĐS dân cư đang ở mức thấp so với triển vọng hồi phục của năm 2025.

Mức định giá hiện tại của các DN BĐS dân cư ($P/B TTM = 1.1x$) đang ở mức thấp nhất trong 5 năm trở lại đây. Chúng tôi kỳ vọng định giá của ngành sẽ cải thiện, tương đồng với giai đoạn đầu chu kỳ hồi phục trước (2013-2014). Tuy nhiên, quá trình xây dựng quỹ đất và triển khai dự án ngày càng phức tạp hơn so với 2014-2018 khiến quá trình hồi phục sẽ có sự phân hóa mạnh giữa các DN. Những DN sở hữu quỹ đất lớn, pháp lý rõ ràng và khả năng thực hiện dự án tốt như VHM, NLG, KDH, cùng với các DN tái cấu trúc thành công như PDR, sẽ thu hút dòng tiền và được định giá lại ở mức cao hơn. Trong khi đó, các DN có quỹ đất hạn chế hoặc gặp khó khăn tài chính có thể tiếp tục bị chiết khấu mạnh, khiến mức định giá trung bình của ngành chưa quay lại mức cao nhất của chu kỳ trước. Sự phân hóa này phản ánh sự tập trung giá trị vào các DN có năng lực và chiến lược rõ ràng trong bối cảnh thị trường hồi phục.

Biểu đồ 28: Chúng tôi kỳ vọng định giá của các DN BĐS dân cư sẽ hồi phục từ mức thấp trong năm 2025

Định giá P/B của các DN BĐS dân cư [lần]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Chúng tôi khuyến nghị MUA cho KDH, NLG và PDR và theo dõi DXG trong năm 2025.

KDH – Giá mục tiêu: 42,400 VND – upside: +23.0%

- Doanh nghiệp có quỹ đất sạch tại TP.HCM và các khu vực lân cận, đảm bảo tiến độ pháp lý, tạo lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ. Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng sẽ tăng trưởng trở lại nhờ dự án sẵn sàng mở bán trong 2025 là Foresta.
- Định giá hấp dẫn với $P/B fw 2025$ đạt $1.8x$, thấp hơn 20% trung bình 5 năm gần đây
- Catalyst: Tiến triển trong tiến độ pháp lý tại các dự án lớn như KĐT Tân Tạo và KCN Lê Minh Xuân là yếu tố hỗ trợ giá ngắn hạn

NLG – Giá mục tiêu: 50,400 VND – Upside: +53.4%

- NLG có chiến lược tập trung vào phân khúc trung cấp, phục vụ nhu cầu mua để ở, phù hợp với xu hướng thị trường trong 2025. Chúng tôi dự báo các dự án như Izumi City và Southgate sẽ đóng góp lớn vào doanh số bán hàng năm nay
- Tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp hơn so với các DN cùng ngành, đảm bảo khả năng huy động vốn linh hoạt qua cả trái phiếu và cổ phiếu
- Catalyst: Hoàn tất pháp lý cho dự án lớn là Izumi City (Đồng Nai) & kế hoạch phát hành riêng lẻ là yếu tố ngắn hạn hỗ trợ cho CP

PDR – Giá mục tiêu: 23,600 VND – Upside: +28.3%

- PDR sở hữu danh mục dự án đa dạng với pháp lý rõ ràng tại các khu vực chiến lược như TP.HCM, Quy Nhơn. Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng năm 2025 sẽ tăng mạnh 3.1x YoY nhờ các dự án Bắc Hà Thanh và Bình Dương Tower, đem lại dòng tiền đáng kể để tiếp tục phát triển các dự án tiếp theo
- Doanh nghiệp đang tập trung tái cấu trúc tài chính thông qua việc giảm áp lực nợ và tăng vốn từ phát hành cổ phiếu, tạo nguồn lực triển khai các dự án lớn trong năm tới
- P/B fw 2025 đạt 1.4x, thấp hơn 22% so với trung bình 2 năm (tính từ lúc DN bắt đầu thực hiện tái cấu trúc tới nay)
- Catalyst: Hoàn thiện pháp lý và mở bán các dự án tiềm năng, kết hợp với việc mở rộng hợp tác chiến lược với đối tác quốc tế có thể là động lực tăng giá CP trong ngắn hạn

DXG – Giá mục tiêu: 18,800 VND – Upside: +26.2%

- Chúng tôi kỳ vọng dự án DXH Riverside có thể hoàn thiện pháp lý và mở bán từ năm 2025, mang lại dòng tiền lớn trong trung hạn. Tuy nhiên dự án trọng điểm trong ngắn hạn là Gem Sky World có thể tiếp tục gặp rủi ro chậm tiến độ, ảnh hưởng tới doanh số bán hàng và ghi nhận KQKD của DXG trong 2025-2026
- Mảng môi giới BĐS hồi phục theo thị trường BĐS với tăng trưởng doanh thu của mảng này 42% YoY trong 2025 theo dự báo của chúng tôi
- P/B fw 2025 ở mức 0.8x, phản ánh áp lực tài chính từ các kế hoạch huy động vốn qua phát hành cổ phiếu và trái phiếu
- Rủi ro: Tiến độ dự án và khả năng huy động vốn chậm hơn dự kiến có thể khiến DXG gặp khó khăn về dòng tiền để tiếp tục đầu tư các dự án mới

Mã CP	Giá tại ngày 21/01/24	Giá mục tiêu	Upside	Doanh thu 2025F	% YoY	LNST 2025F	% YoY	ROE 2024	ROE 2025F	P/B	P/B fw
										x	x
										x	x
KDH	34,400	42,300	23.0%	4,515	42.6%	1,468	71.5%	5.0%	7.2%	2.1	1.8
NLG	32,850	50,400	53.4%	7,586	55.0%	1,192	63.3%	5.3%	8.0%	1.4	1.2
PDR	18,400	23,600	28.3%	2,465	94.9%	675	34.5%	5.0%	5.5%	1.5	1.3
DXG	14,900	18,800	26.2%	4,461	-9.0%	502	28.8%	1.1%	1.5%	1.2	1.0

Nguồn: FiinPro-X, TVS Research dự báo

Ngân hàng – Cân bằng giữa tăng trưởng và kiểm soát nợ xấu

TVS Research đánh giá KHẢ QUAN đối với triển vọng ngành Ngân hàng trong năm 2025.

Môi trường kinh doanh của ngành Ngân hàng trong năm 2024 nhiều thách thức với tăng trưởng tín dụng chậm trong những tháng đầu năm, cạnh tranh gia tăng, NIM đổi mặt với áp lực giảm sau giai đoạn chi phí vốn thấp. Trong khi đó, quá trình cải thiện về chất lượng tài sản diễn ra chậm và chưa bền vững, gây áp lực trích lập dự phòng đối với các ngân hàng. Những khó khăn trên đã khiến cho tăng trưởng lợi nhuận của các ngân hàng chưa đạt được kỳ vọng. Ước tính LNTT năm 2024 của các NH trong DS theo dõi của TVS Research tăng 12.8% YoY, thấp hơn so với dự báo của chúng tôi trong [Báo cáo Chiến lược đầu tư 2024](#) và [Báo cáo CLĐT cập nhật gần nhất](#) lần lượt là 22.0% và 13.7%.

Năm 2025, chúng tôi dự báo tăng trưởng kinh tế tiếp tục được thúc đẩy và thị trường bất động sản dần hồi phục rõ nét hơn kể từ H2 2025. Do đó, mặc dù những thách thức trong môi trường kinh doanh của ngành Ngân hàng sẽ tiếp diễn trong nửa đầu năm, TVS Research đánh giá tình hình sẽ khả quan hơn trong H2 2025 với tín dụng tăng mạnh, đặc biệt ở phân khúc bán lẻ và chất lượng tài sản cải thiện. Chúng tôi dự báo LNTT năm 2025 của 12 NH trong DS theo dõi sẽ tăng 18.2% so với ước thực hiện năm 2024 nhờ (1) tăng trưởng tín dụng cao (2) NIM đi ngang, có cải thiện nhẹ ở một số ngân hàng và (3) chất lượng tài sản cải thiện giúp giảm áp lực dự phòng đối với các ngân hàng.

Danh sách ngân hàng khuyến nghị của chúng tôi trong năm 2025 là **CTG** (GMT: 48,000 VND, upside +28.7%), **TCB** (GMT: 32,100 VND, upside +32.6%) và **VCB** (GMT: 125,000 VND, upside 36.8%)

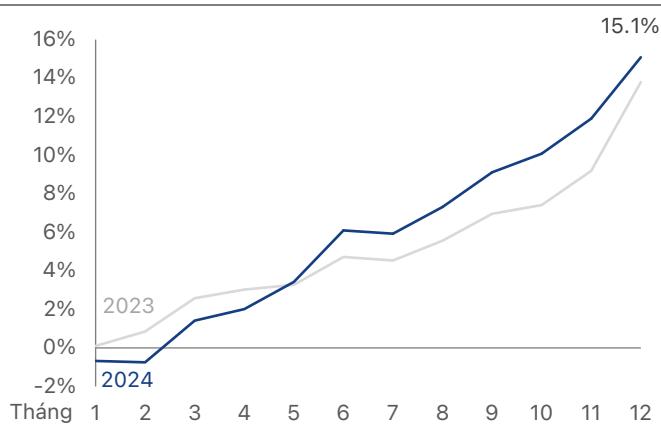
Tăng trưởng tín dụng năm 2024 cải thiện nhẹ so với 2023.

Phù hợp với nhận định của chúng tôi trong các Báo cáo Chiến lược trong năm, giải ngân tín dụng tốt hơn trong năm 2024 nhờ hoạt động sản xuất kinh doanh dần hồi phục, triển vọng thu nhập và niềm tin tiêu cải thiện, cùng với môi trường lãi suất được duy trì ở mức thấp đã kích thích nhu cầu vay.

Tuy nhiên, mức độ hồi phục của nhu cầu vay của cá nhân chậm hơn so với dự báo của chúng tôi hồi đầu năm. Điều này khiến cho các ngân hàng tập trung vào KHCN như VIB và STB gặp khó khăn trong đẩy mạnh tín dụng, đặc biệt trong những tháng đầu năm. Trong khi đó, các NHTMCP tư nhân tập trung vào phân khúc KHDN (TCB, LPB, HDB, MSB) hoặc đã linh hoạt dịch chuyển trọng tâm sang cho vay KHDN (ACB) có tăng trưởng tín dụng cao.

Biểu đồ 29: Tín dụng tăng tốc trong H2 2024, tốc độ tăng cao hơn năm 2023

Tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống hàng tháng [% YTD]

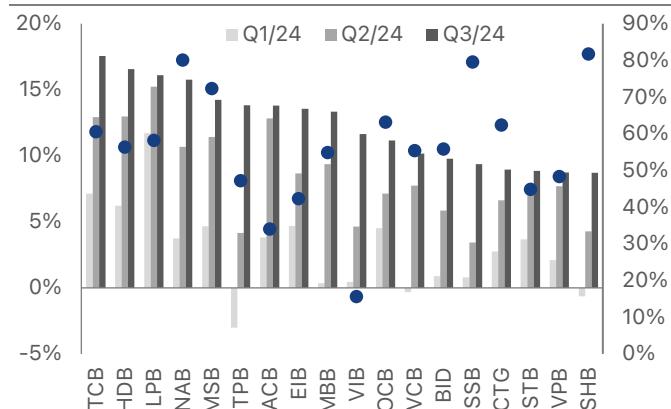


Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

TVS dự báo tăng trưởng tín dụng năm 2025 khoảng 15-16%.

Biểu đồ 30: Tín dụng tăng mạnh tại các NHTMCP quy mô trung bình, có tỷ lệ cho vay KHDN cao

Tăng trưởng tín dụng hàng quý của một số NHNN [% - trực trái] và Tỷ lệ Cho vay KHDN/ Dư nợ cho vay năm 2023 [% - trực phải]



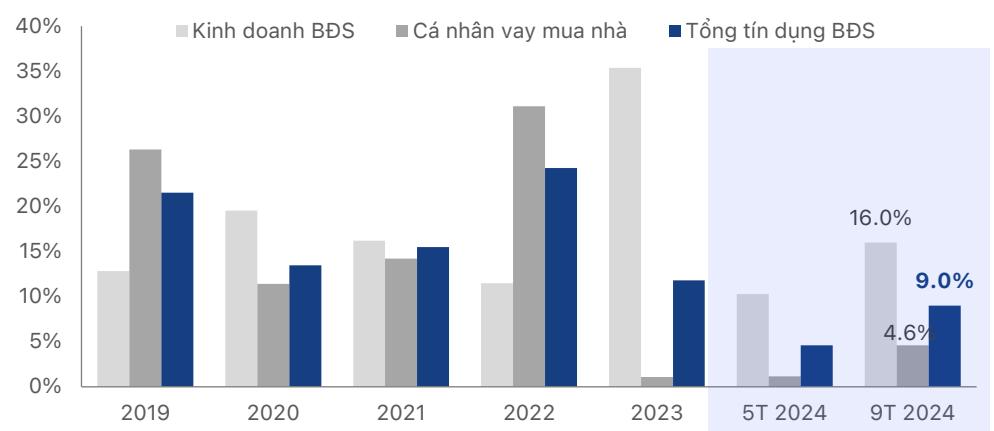
Nguồn: Các NHNN, TVS Research

TVS Research dự báo tín dụng toàn ngành năm 2025 tăng trưởng 15-16%, phù hợp với mục tiêu tăng trưởng của Chính phủ. Chúng tôi cho rằng động lực tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 sẽ cân bằng hơn giữa nhu cầu vay của doanh nghiệp và cá nhân. Cầu tín dụng của doanh nghiệp sẽ được thúc đẩy bởi nguồn vốn đầu tư công mạnh mẽ trong năm 2025 và tác động lan tỏa của đầu tư công sau một giai đoạn giải ngân tích cực kể từ 2023. Trong khi đó, cho vay mua nhà và vay tiêu dùng sẽ là động lực chính cho tín dụng cá nhân, đặc biệt kể từ H2 2025. (Tham khảo thêm [Chủ đề đầu tư Bất động sản](#)).

Chúng tôi cho rằng các ngân hàng có cơ cấu cho vay tương đối cân bằng giữa cho vay doanh nghiệp (tập trung vào các ngành CN CBCT, xây dựng, thương mại) và cá nhân như BID, CTG sẽ tăng trưởng tín dụng đều đặn từ đầu năm. Trong khi, các ngân hàng có tỷ trọng cho vay bất động sản lớn (TCB, VPB, MBB) và cho vay cá nhân (ACB, VIB, VPB, HDB) sẽ ghi nhận tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ hơn kể từ H2 2025.

Biểu đồ 31: Tín dụng giải ngân cho vay mua nhà đã tăng trưởng mạnh hơn trong Q3 2024

Tăng trưởng tín dụng bất động sản [% YTD]



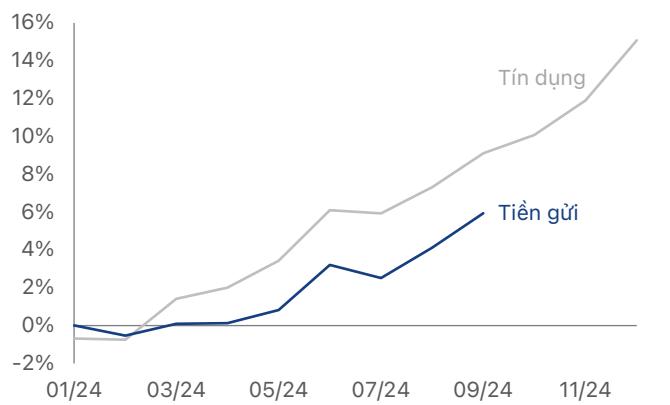
Nguồn: NHNN, TVS Research tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng tiền gửi năm 2024 chậm khi lãi suất tiền gửi ở mức thấp.

Tốc độ tăng tiền gửi thấp hơn tín dụng, tuy nhiên chênh lệch đã dần được thu hẹp kể từ T8 2024 sau khi mặt bằng lãi suất huy động tại các NHTMCP tư nhân đã tăng 30-50 đcb so với mức thấp nhất trong vòng 10 năm, ghi nhận trong T3 2024. Động thái tăng lãi suất của các ngân hàng diễn ra trong bối cảnh chênh lệch giữa tín dụng và tiền gửi của hệ thống ngày càng rộng, đẩy tỷ lệ Cho vay/ Huy động (LDR) lên cao. Bên cạnh đó, lãi suất tiền gửi cũng chịu áp lực từ đà tăng của lãi suất liên ngân hàng từ T4 2024 sau những động thái điều hành của NHNN nhằm kiểm soát tỷ giá.

Biểu đồ 32: Tăng trưởng tiền gửi thấp hơn đáng kể so với tín dụng...

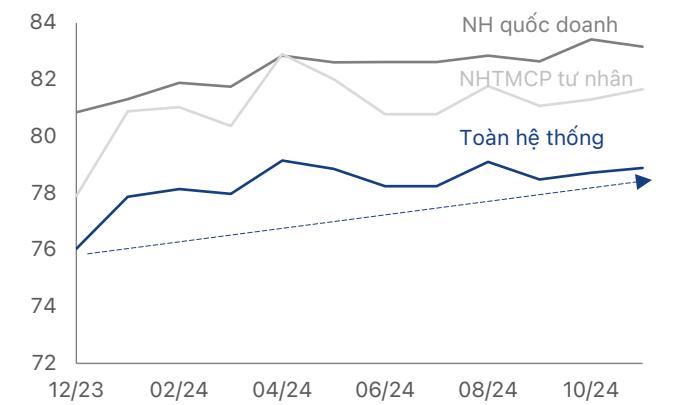
Tăng trưởng tiền gửi và tín dụng toàn hệ thống hàng tháng [% YTD]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 33: ...đẩy tỷ lệ LDR của các ngân hàng tăng cao

Tỷ lệ LDR của hệ thống các NHTM [%]

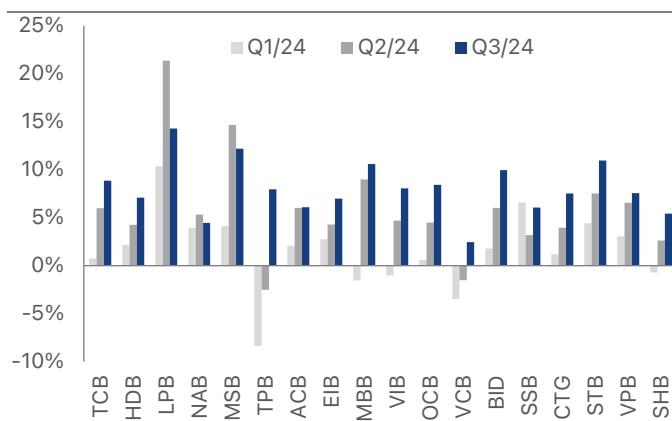


Nguồn: NHNN, TVS Research

Chúng tôi dự báo tăng trưởng tiền gửi năm 2025 đạt 14-15%, tương đương với tốc độ tăng trưởng tín dụng.

Biểu đồ 34: Các NHTMCP tư nhân có tăng trưởng tín dụng cao cần đẩy mạnh huy động tiền gửi

Tăng trưởng tiền gửi hàng quý của một số NHNY [% YTD]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

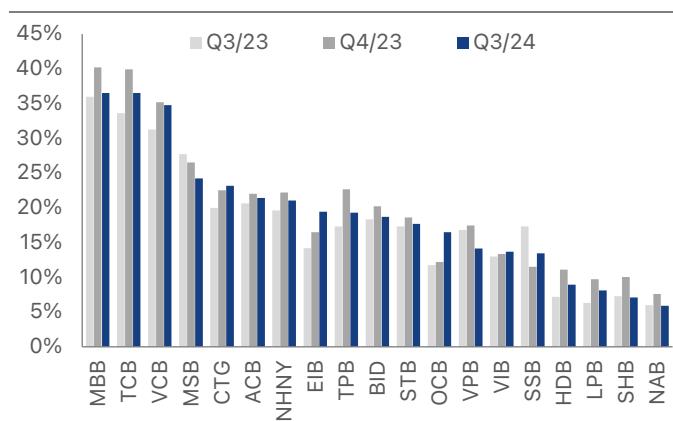
Ghi chú: Các NHNY được sắp xếp trên trục hoành theo thứ tự tăng trưởng tín dụng 9T2024 giảm dần

Chi phí vốn của các ngân hàng đứng trước áp lực tăng trong năm 2025. Cạnh tranh CASA sẽ thêm gay gắt.

TVS Research cho rằng các ngân hàng sẽ đối mặt với áp lực tăng huy động tiền gửi để phục vụ giải ngân tín dụng, đặc biệt trong bối cảnh khi tỷ lệ Cho vay/Tiền gửi (LDR) đang ở mức cao. Cùng với đó, việc hệ số nhân của tiền gửi không kỳ hạn của KBNN trong công thức tính LDR theo TT 26/2022/TT-NHNN giảm từ 40% về 20% cũng làm gia tăng áp lực lên huy động, đặc biệt tại các ngân hàng quốc doanh.Thêm nữa, nguồn tiền gửi của KBNN tại các NHTM có thể giảm trong năm 2025 khi giải ngân đầu tư công được đẩy mạnh.

Biểu đồ 35: "Cuộc chiến" CASA có sự vươn lên mạnh mẽ của CTG, SSB, OCB, và EIB

Tỷ lệ CASA của một số NHNY và tổng cộng của các NHNY [%]



Nguồn: Các NHNY, TVS Research

Chi phí vốn (COF) của các NHNY đã tạo đáy trong Q2-Q3 2024, sau đó tăng trở lại, phản ánh tác động trễ của lãi suất tiền gửi. Với nhu cầu huy động cao hơn và áp lực tỷ giá trong năm 2025, chúng tôi cho rằng lãi suất tiền gửi của các ngân hàng có thể tăng thêm khoảng 50 đcb trong năm 2025 (Chi tiết tham khảo [Báo cáo Chiến lược Vĩ mô 2025](#)), gây áp lực lên chi phí vốn của các ngân hàng.

Trong giai đoạn lãi suất biến động mạnh kể từ cuối năm 2022, các NH có tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn (CASA) cao (VCB, MBB, TCB, MSB) và các NH quốc doanh (BID, CTG) chứng kiến mức biến động COF thấp nhất. Điều này cho thấy tầm quan trọng của CASA trong kiểm soát COF của các ngân hàng. MBB, TCB và VCB vẫn vững vàng trong TOP 3 các ngân hàng có tỷ lệ CASA cao nhất hệ thống. Tuy nhiên, CTG, SSB và một số ngân hàng quy mô nhỏ như OCB, EIB và VAB vươn lên nhanh chóng về tỷ lệ CASA nhờ nhiều giải pháp về thanh toán.

TVS Research dự báo lãi suất cho vay bình quân của các ngân hàng có thể đi ngang trong nửa đầu năm, trước khi tăng nhẹ từ H2 2025 khi nhu cầu tín dụng của các phân khúc có lợi suất cao cải thiện.

TVS Research dự báo NIM của các ngân hàng đi ngang trong năm 2025

Giảm là xu hướng xuyên suốt của lãi suất cho vay trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân có thể đến từ (1) các ngân hàng cần thiết phải duy trì các chính sách hỗ trợ cho khách hàng và (2) cạnh tranh bằng lãi suất để đẩy tăng trưởng tín dụng. Cùng với đó, cơ cấu cho vay của các ngân hàng thay đổi theo hướng tăng tỷ trọng cho vay doanh nghiệp và cho vay kỳ hạn ngắn cũng làm giảm lợi tức tài sản sinh lời (TSSL) của các ngân hàng.

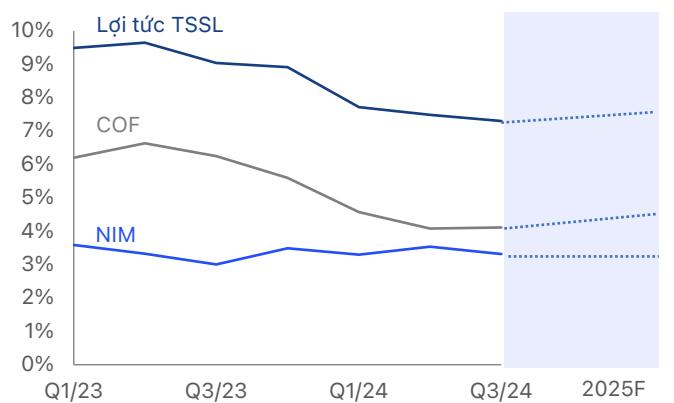
Năm 2025, TVS Research dự báo lợi tức tài sản sinh lời (TSSL) của các ngân hàng có thể cải thiện nhẹ trong nửa cuối năm khi tín dụng tăng mạnh ở cho vay bán lẻ. TVS Research cho rằng các ngân hàng có thể cần duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp, cùng với các chính sách hỗ trợ khách hàng trong ít nhất là nửa đầu năm, để đảm bảo sự hồi phục của khách hàng bền vững.

Giai đoạn NIM cải thiện nhờ chi phí vốn giảm mạnh đã qua đi. Việc lãi suất đầu vào tăng lại từ cuối Q2 2024 trong khi lãi suất cho vay chưa điều chỉnh tương ứng đã gây sức ép lên NIM kể từ Q3 2024. TVS Research cho rằng NIM các ngân hàng giảm nhẹ trong Q4 2024.

Năm 2025, chúng tôi dự báo biên lãi thuần (NIM) của các ngân hàng sẽ đi ngang nhờ tác động cân bằng của chi phí vốn tăng nhẹ và lãi suất cho vay bình quân và chất lượng tài sản dần được cải thiện. Tuy nhiên, một số ngân hàng đã tích cực triển khai các chương trình hỗ trợ khách hàng từ năm 2023 như TCB, VPB và các ngân hàng có lợi thế về nguồn vốn chi phí thấp (CASA) như MBB có thể cải thiện nhẹ về NIM trong 2025.

Biểu đồ 36: Giai đoạn COF thấp đã qua đi, gây sức ép lên NIM của các ngân hàng

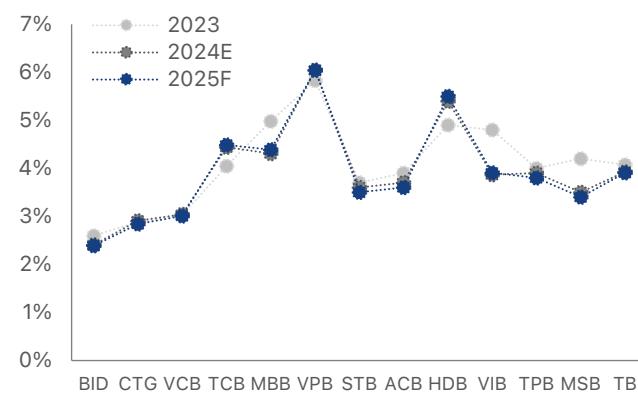
Lợi tức TSSL, Chi phí vốn (COF) và Biên lãi thuần (NIM) bình quân của các NHNY [%]



Nguồn: Các NHNY, TVS Research dự báo

Biểu đồ 37: TVS Research dự báo NIM của các NHNY đi ngang trong năm 2025

Biên lãi thuần (NIM) năm của một số NHNY trong danh sách theo dõi của TVS Research [%]



Nguồn: Các NHNY, TVS Research ước tính và dự báo

Ghi chú: TB – NIM bình quân của 12 NHNY trong DS theo dõi của TVS

Chúng tôi dự báo các khoản thu ngoài lãi của ngân hàng chưa hồi phục mạnh trong năm 2025

Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của các ngân hàng sẽ cải thiện chậm trong năm 2025.

Thu ngoài lãi của phần lớn các ngân hàng giảm trong năm 2024 do sự suy giảm trong hoạt động kinh doanh bão hòa, ngoại hối và thu hồi nợ xấu, bên cạnh việc môi trường kinh doanh sản phẩm giấy tờ có giá kém thuận lợi hơn năm trước.

Năm 2025, chúng tôi đánh giá những khó khăn đối với các nguồn thu ngoài lãi của ngân hàng sẽ vẫn tiếp diễn: hoạt động kinh doanh bão hòa cần thêm thời gian để hồi phục và thu hồi nợ đã xử lý chưa cải thiện rõ nét trong giai đoạn đầu hồi phục của TT BĐS.

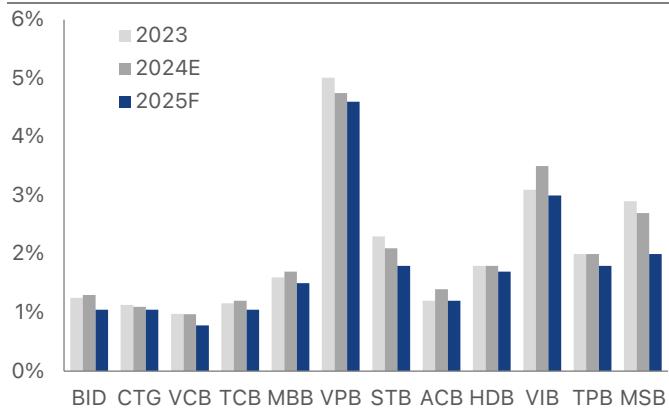
TVS Research dự báo nợ xấu đã đạt đỉnh trong Q3 2024 và sẽ giảm vào Q4 2024. Tốc độ gia tăng nợ xấu đã chậm lại trong Q3 2024 với quy mô nợ xấu của các NHNN tăng 4.3% QoQ và tỷ lệ nợ xấu bình quân ổn ngang so với quý trước ở mức 2.5%. Cùng với đó, nợ nhóm 2 cải thiện trong hai quý gần đây khi giảm cả về quy mô và tỷ lệ trong tổng dư nợ (Chi tiết tham khảo [Báo cáo Chiến lược đầu tư Q4 2024](#)).

Chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu sẽ giảm dần trong năm 2025 nhờ tình hình SXKD của DN và tiêu dùng của người dân cải thiện, đặc biệt khi những khó khăn của thị trường bất động sản được tháo gỡ. Việc tái cơ cấu nợ theo TT 02/2023/TT-NHNN và TT 06/2024/TT-NHNN không được gia hạn có thể gây áp lực nhẹ lên tỷ lệ nợ xấu trong giai đoạn đầu năm tại một số ngân hàng có tỷ lệ dư nợ TT 02 cao như BID, VPB. Tuy nhiên, tình hình này sẽ được cải thiện dần về cuối năm. Thêm nữa, việc cơ cấu nợ không tiếp tục được gian hạn sẽ không gây áp lực lớn đến chi phí trích lập dự phòng của các ngân hàng có tỷ trọng dư nợ tái cơ cấu lớn do các ngân hàng đã trích lập ít nhất 50% và phần lớn đã trích từ 75% - 100% số cần trích lập theo phân loại nợ thực tế.

Chất lượng tài sản dần cải thiện đã và sẽ giúp giảm bớt áp lực trích lập dự phòng và tạo dư địa để các ngân hàng tiếp tục củng cố bộ đệm dự phòng trong Q4 2024 và cả năm 2025. Đồng thời, TVS Research dự báo chi phí tín dụng của các ngân hàng giảm nhẹ trong năm 2025 nhờ áp lực nợ xấu giảm dần.

Biểu đồ 38: Chúng tôi dự báo nợ xấu của các NHNY đã qua đỉnh và sẽ giảm dần trong 2024-2025

Tỷ lệ nợ xấu của các NHNY trong danh sách theo dõi của TVS Research [%]

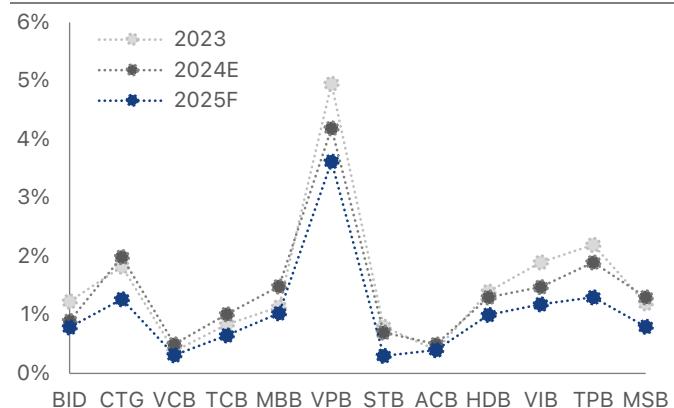


Nguồn: Các NHNY, TVS Research dự báo

TVS Research dự báo lợi nhuận của các ngân hàng trong danh sách theo dõi của chúng tôi tăng 18.2% so với mức ước thực hiện trong năm 2024.

Biểu đồ 39: Chất lượng tài sản cải thiện sẽ giảm bớt áp lực chi phí tín dụng đối với các ngân hàng

Chi phí tín dụng của các NHNY trong danh sách theo dõi của TVS Research [%]

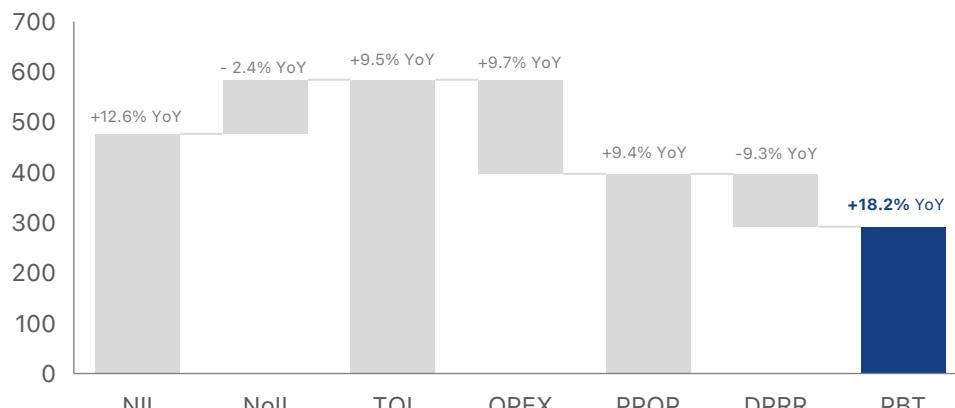


Nguồn: Các NHNY, TVS Research dự báo

TVS Research dự báo LNTT của 12 ngân hàng trong danh sách theo dõi tăng 18.2% YoY, cao hơn ước tính tăng trưởng 12.8% của năm 2024 với động lực chủ yếu đến từ tăng thu nhập lãi và giảm chi phí trích lập dự phòng.

Biểu đồ 40: TVS Research dự báo LNTT năm 2025 của các NHNY trong danh sách theo dõi +18.2% so với ước thực hiện năm 2024

Các cấu phần doanh thu, chi phí trong LNTT [nghìn tỷ VND] và Tăng trưởng % YoY của nhóm ngân hàng trong danh sách theo dõi của TVS Research



Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Định giá các ngân hàng ở mức hấp dẫn, mang lại nhiều cơ hội đầu tư đối với các CP.

Ngành Ngân hàng đang giao dịch tại mức P/B = 1.5x, và gần như đi ngang kể từ H2 2024. TVS Research cho rằng diễn biến này đã phản ánh chặng đường hồi phục khó khăn của ngành với NIM cải thiện chậm và nợ xấu dai dẳng. Chúng tôi cho rằng với triển vọng NIM và chất lượng tài sản dần cải thiện trong thời gian tới, định giá của ngành ngân hàng khó giảm thêm. Đồng thời, một số cổ phiếu có tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ cải thiện mạnh về hoạt động kinh doanh (NIM tăng, chi phí dự phòng giảm) hoặc các catalyst trong ngắn hạn như phát hành CP riêng lẻ (VCB, BID, HDB, VIB và TCB) có khả năng được định giá lại ở mức cao hơn trong năm 2025.

Biểu đồ 41: Định giá nhóm Ngân hàng biến động nhỏ quanh 1.5 lần trong phần lớn năm 2024

Định giá P/B của chỉ số Ngành Ngân hàng từ 2022 đến nay [lần]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

TB, DLC: giá trị trung bình và độ lệch chuẩn của P/B ngành trong 05 năm gần nhất

Cổ phiếu khuyến nghị

Danh mục cổ phiếu ngân hàng khuyến nghị của chúng tôi cho năm 2025 bao gồm VCB, CTG, TCB

VCB – Giá mục tiêu: 125,000 VND – Upside: +36.8%

- Định giá của VCB ở mức hấp dẫn so với vị thế đầu ngành về quy mô và chất lượng tài sản.** P/B của VCB đi ngang ở mức 2.7x kể từ H2 2024, thấp hơn 20% so với mức P/B bình quân 5 năm là 3.2x và cao hơn so với mức P/B thấp nhất trong vòng 5 năm là 2.3x (T10/2022)
- Chúng tôi kỳ vọng định giá của VCB sẽ được đánh giá lại trong năm 2025 nhờ lợi nhuận tăng tốc.** Trong giai đoạn khó khăn của ngành 2023-2024, VCB vẫn giữ cách tiếp cận thận trọng khi không hi sinh chất lượng tài sản để đổi lấy tăng trưởng. Do đó, lợi nhuận tăng chậm (dưới 10% YoY). Chúng tôi cho rằng đây là một trong số các nguyên nhân khiến định giá của VCB giảm về mức thấp trong giai

đoạn vừa qua. Với dự báo LNTT tăng 17.4% YoY trong năm 2025, TVS Research kỳ vọng định giá của VCB sẽ tăng

- Nguồn vốn từ phát hành riêng lẻ 6.5% vốn sẽ giúp VCB có thêm nguồn lực để tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới** (dự kiến hoàn thành trong H1 2025)
- Rủi ro đầu tư:** (1) Nhu cầu tín dụng hồi phục chậm (2) Việc phát hành riêng lẻ hoàn thành chậm hơn dự kiến

TCB – Giá mục tiêu: 32,100 VND – Upside: +32.6%

- TVS Research kỳ vọng TCB sẽ là một trong số các ngân hàng cải thiện về NIM trong năm 2025.** Chúng tôi cho rằng TCB sẽ có thể thu lại một phần lãi suất hỗ trợ cho khách hàng theo chính sách giá linh hoạt "flexible pricing" trong H2 2025, khi tình hình kinh doanh của các khách hàng, đặc biệt là các DN BĐS phía Nam, cải thiện. TVS Research ước tính NIM sẽ tăng nhẹ 5 đpt so với ước tính năm 2024
- Rủi ro đầu tư:** (1) Thị trường bất động sản hồi phục chậm hơn dự báo, làm chậm quá trình cải thiện NIM của TCB

CTG - Giá mục tiêu: 48,000 VND – Upside: +28.7%

- TVS Research dự báo CTG sẽ cải thiện được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận nhờ giảm chi phí DPRR kể từ 2025 trở đi.** Nhờ nỗ lực đẩy mạnh trích lập dự phòng để xử lý nợ xấu trong giai đoạn 2021-20245, CTG đã kiểm soát được tỷ lệ nợ xấu và xây dựng được bộ đệm dự phòng vững chắc. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giảm bớt áp lực CP DPRR của CTG kể từ năm 2025 (-25.7% YoY), giúp CTG đạt tăng trưởng cao về lợi nhuận (+35.3% YoY so với ước thực hiện 2024)
- Hoạt động kinh doanh của CTG cải thiện đáng kể, giúp cải thiện khả năng sinh lời của ngân hàng trong trung – dài hạn.
- Rủi ro đầu tư:** (1) Việc trích lập DPRR kéo dài hơn dự kiến (2) NIM đối mặt với áp lực giảm lớn hơn (3) Khả năng tăng vốn giới hạn, hạn chế khả năng tăng trưởng

Mã CP	Giá tại ngày 21/01/25	Giá mục tiêu	Upside	TOI 2025F	% YoY	LNST 2025F	% YoY	ROE 2024E	ROE 2025F	P/B hiện tại	P/B fw 2025
	VND	VND	%	Tỷ VND	%	Tỷ VND	%	%	%	Lần	Lần
VCB	91,400	125,000	36.8%	78,439	9.1%	39,767	17.4%	18.6%	18.5%	2.7	2.2
TCB	24,200	32,100	32.6%	52,992	12.5%	32,944	20.7%	15.6%	16.3%	1.2	1.0
CTG	37,300	48,000	28.7%	84,885	4.5%	30,043	35.3%	16.4%	18.9%	1.4	1.2

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

TOI: Tổng thu nhập hoạt động

Chủ đề đầu tư 3: Câu chuyện nâng hạng TTCK sẽ được hiện thực hóa

Chúng tôi đánh giá KHẨU QUAN đối với triển vọng ngành Chứng khoán.

Trong năm 2024, lợi nhuận của ngành chứng khoán vẫn tăng trưởng mạnh mẽ gần 30% YoY, chủ yếu được thúc đẩy bởi biến thuận lợi của thị trường trong H1 2024. Trong đó, mảng cho vay ký quỹ tăng trưởng 27% YoY, cho thấy mảng này đang nhận được sự tập trung về nguồn lực của các CTCK. Về quá trình nâng hạng thị trường, mặc dù hệ thống KRX chưa thể đi vào hoạt động nhưng cơ chế Non-prefunding được áp dụng sẽ tạo tiền đề cho việc nâng hạng thị trường trong năm 2025.

Đối với năm 2025, chúng tôi cho rằng động lực thúc đẩy thị trường chứng khoán nói chung và các CTCK nói riêng đó là việc nâng hạng thị trường. Chúng tôi kỳ vọng TTCK Việt Nam sẽ được FTSE nâng hạng vào kỳ đánh giá T9 2025. Điều này sẽ thúc đẩy dòng vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm các quỹ thu hút lần đầu tham gia vào TTCK Việt Nam. Điều này sẽ giúp các CTCK có vị thế tài chính, nguồn lực ổn định và có kinh nghiệm hoạt động với các NĐT tổ chức nước ngoài được hưởng lợi như SSI, HCM và VCI.

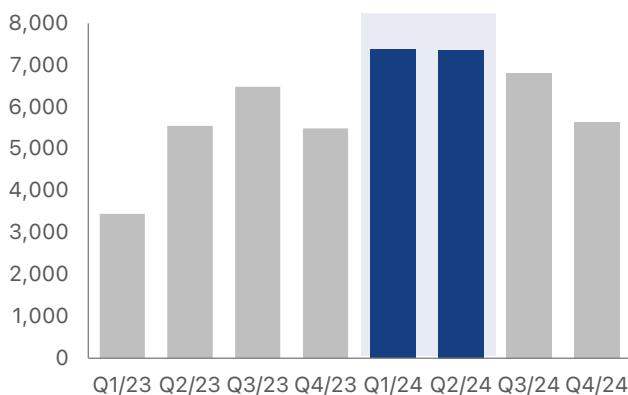
Về danh mục đầu tư, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu ngành Chứng khoán cho năm 2025 là cổ phiếu **HCM** với GMT: 35,600 VND/CP, upside 24.0%.

Lợi nhuận ngành chứng khoán trong năm 2024 tăng trưởng 29.8% YoY.

Trong năm 2024, lợi nhuận trước thuế của ngành chứng khoán (đại diện là 30 công ty chứng khoán có VCSH lớn nhất thị trường) đạt khoảng 27,200 tỷ VND, tương đương tăng trưởng 29.8% YoY. Mặc dù vậy, tăng trưởng về lợi nhuận của các CTCK trong năm nay chủ yếu do tăng trưởng của 2 quý đầu năm (Biểu đồ 42) khi diễn biến thị trường thuận lợi: VN-Index tăng 10% và thanh khoản thị trường trong H1 2024 duy trì ở mức 21,800 tỷ VND/phíên (+84% YoY). Tuy nhiên, lợi nhuận của các CTCK yếu dần đi trong H2 2024 do thanh khoản bình quân giảm về 15,700 tỷ VND (-15% YoY) và diễn biến thị trường biến động không thuận lợi khi chỉ số VN-Index chỉ tăng 0.9% trong H2 2024.

Biểu đồ 42: LN các CTCK tăng trưởng chủ yếu đến từ giai đoạn H1 2024...

LNTT ngành Chứng khoán theo Quý từ 2023-nay [tỷ VND]



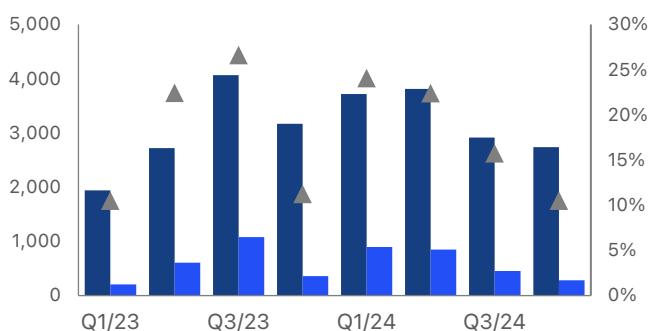
Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Cạnh tranh tại mảng môi giới ngày càng gay gắt, nhất là trong bối cảnh thanh khoản thị trường sụt giảm.

Biểu đồ 44: Biên lợi nhuận mảng môi giới các quý gần đây có xu hướng giảm

Doanh thu, LN gộp [LHS - tỷ VND] và biên LNG của mảng môi giới theo quý [RHS - % doanh thu] từ Q1 2023 – nay

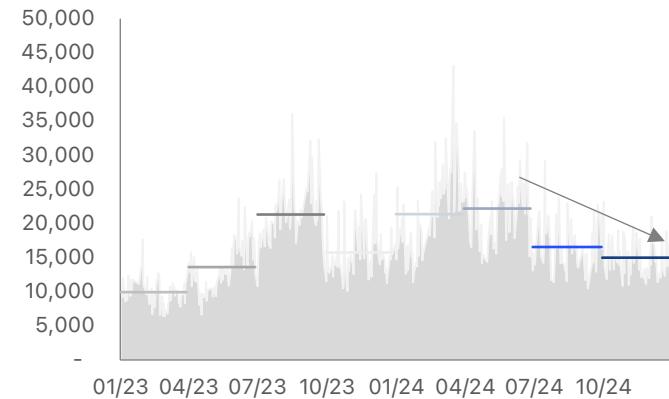
■ Doanh thu ■ Lợi nhuận gộp ▲ Biên LNG



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 43: ... khi thanh khoản tăng mạnh trong giai đoạn này

Giá trị giao dịch trung bình của VN-Index theo phiên và theo Quý [tỷ VND/phiên]



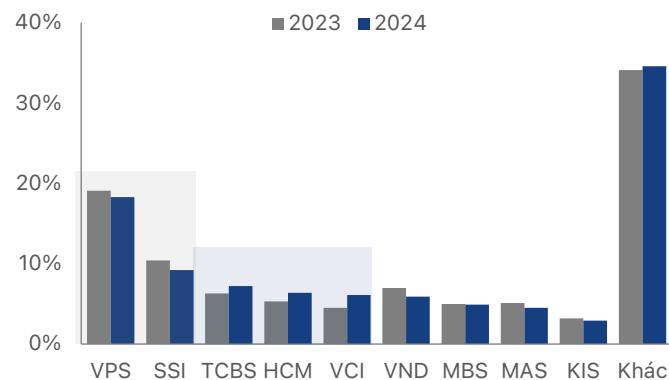
Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Xếp hạng thị phần giữa các CTCK trong năm 2024 có sự thay đổi đáng kể. Nhóm CTCK top đầu như SSI và VPS chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các CTCK là công ty con của ngân hàng (MBS, TCBS, ...); các CTCK mới (KAFI và DSE) và các CTCK chuyển dịch chiến lược sang thu hút NĐT cá nhân (HCM và VCI). Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của mảng môi giới sẽ ngày càng bị bào mòn khi các CTCK sẵn sàng hy sinh lợi nhuận môi giới để tiếp tục giành lấy thị phần.

Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng môi giới của ngành chứng khoán trong năm 2024 lần lượt đạt **13,183 tỷ VND (+10.9% YoY)** và **2,490 tỷ VND (+11.7% YoY)**. Biên lợi nhuận gộp của mảng môi giới trong năm 2024 đạt khoảng 18.9%, đi ngang so với năm 2023.

Biểu đồ 45: TCBS, HCM và VCI giành được thị phần từ các CTCK phía trên trong năm 2024

Thị phần môi giới của các CTCK dẫn đầu trên HOSE [%]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

**Cho vay kĩ quỹ (margin)
vẫn là một nguồn thu quan
trọng của các CTCK.**

Chúng tôi cho rằng việc các CTCK săn sàng hy sinh lợi nhuận của mảng môi giới là do họ tập trung phát triển mảng cho vay margin với khả năng sinh lời cao hơn so với mảng môi giới. Dư nợ cho vay margin của các CTCK trong ngành vào thời điểm cuối năm 2024 tiếp tục tăng lên 230,428 tỷ VND (+33% YoY). Điều này giúp cho lợi nhuận gộp từ các khoản cho vay margin của các CTCK trong năm 2024 đạt 18,536 tỷ VND (+27% YoY). Mặc dù vậy, với việc thanh khoản trên TTCK giảm sút đáng kể trong H2 2024, chúng tôi cho rằng dư nợ margin của các CTCK tăng có thể đến từ các doanh nghiệp/chủ doanh nghiệp cầm cố cổ phiếu để vay vốn do nguồn cho vay margin dễ thực hiện hơn so với nguồn vay ngân hàng và phát hành TPDN.

Tính đến cuối năm 2024, tỷ lệ dư nợ cho vay margin/vốn chủ sở hữu toàn thị trường đạt mức 98%, dưới ngưỡng quy định 200%. Điều này cho thấy các CTCK vẫn còn dư địa để mở rộng hoạt động cho vay margin.

**Biểu đồ 46: Lợi nhuận từ cho vay margin liên tục
tăng trưởng trong các năm gần đây...**

Lợi nhuận gộp mảng cho vay margin 2017-2024 [tỷ VND]

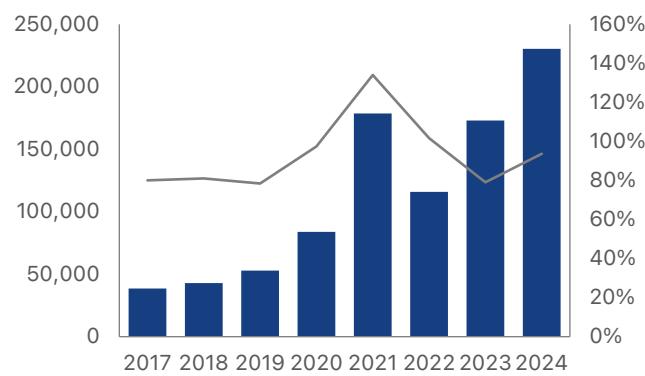


Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

**Lợi nhuận mảng đầu tư tăng
5.7% YoY trong năm 2024.**

**Biểu đồ 47: ...nhờ việc các CTCK tập trung đẩy
mạnh phát triển dư nợ cho vay**

Dư nợ cho vay margin [trục trái - tỷ VND] và tỷ lệ margin/VCSH
[trục phải - %]

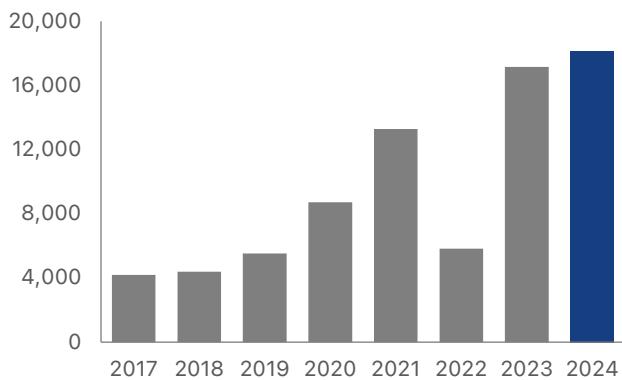


Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Lợi nhuận mảng đầu tư của trong nhóm CTCK theo dõi trong năm 2024 đạt 18,141 tỷ VND (+5.7% YoY). Quy mô đầu tư các mảng FVTPL, HTM và AFS của các CTCK tiếp tục tăng mạnh 23.5% YoY, đạt mức 240,182 tỷ VND. Về cơ cấu danh mục, các CTCK vẫn có xu hướng tập trung tỷ trọng cao ở các loại tài sản an toàn như chứng chỉ tiền gửi, sau đó là trái phiếu và cổ phiếu thường có tỷ trọng thấp nhất trong danh mục.

Biểu đồ 48: Lợi nhuận gộp mảng đầu tư trong năm 2024 tăng nhẹ 5.7% YoY

Lợi nhuận gộp mảng đầu tư 2017-2024 [tỷ VND]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

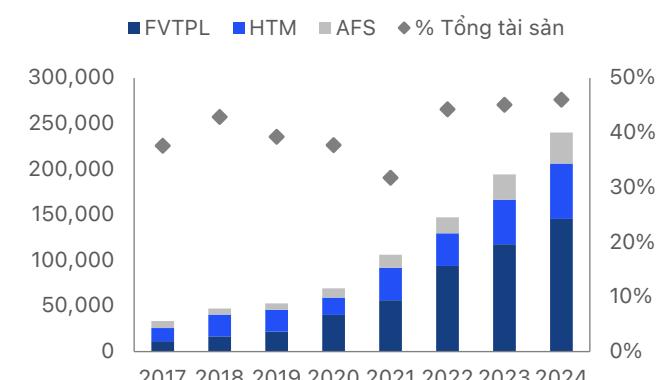
Thông tư về Non-prefunding được ban hành vào T11 2024 đã tạo ra cơ hội nâng hạng TTCK trong năm 2025.

Chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán sẽ được nâng hạng lên Thị trường mới nổi thứ cấp trong năm 2025.

Xu hướng tăng vốn của các CTCK sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2025

Biểu đồ 49: Quy mô đầu tư tiếp tục tăng mạnh trong năm 2024

Quy mô mảng đầu tư [tỷ VND] và tỷ lệ đầu tư/TTS [%]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Như đã đề cập trong [Báo cáo Chiến lược Đầu tư 2024](#), chúng tôi đã đề cập đến việc triển khai hệ thống KRX nhằm giải quyết vấn đề về prefunding cũng như kiểm soát rủi ro về thanh toán khi giao dịch không được thực hiện. Tuy nhiên, trái với kỳ vọng của chúng tôi, hệ thống KRX đã không được đưa vào vận hành trong năm 2024. Mặc dù vậy, Bộ Tài Chính đã có phương án giải quyết vấn đề này bằng việc ban hành Thông tư 68/2024/TT-BTC để hoàn thiện cơ chế non-prefunding và đưa vào áp dụng kể từ đầu T11. Những thay đổi này nhằm đáp ứng được các tiêu chí chưa đạt của FTSE Russell đặt ra, đó là về Non-Prefunding và xử lý các giao dịch thất bại.

Với việc đã bắt đầu áp dụng cơ chế non-prefunding, Chúng tôi kỳ vọng **thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ được nâng hạng** từ Thị trường cận biên lên mức Thị trường mới nổi thứ cấp **vào kỳ đánh giá T9 2025** khi đã đáp ứng đầy đủ 2 tiêu chí nói trên. Việc được nâng hạng thị trường sẽ giúp TTCK Việt Nam đón nhận dòng tiền từ các dòng tiền từ các quỹ ETF mô phỏng của FTSE. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng thị trường chứng khoán Việt Nam sẽ thu hút thêm dòng tiền từ các quỹ chủ động trên thế giới. Việc đón nhận dòng vốn mới từ các NĐT nước ngoài cũng sẽ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của các CTCK trên thị trường, trong đó các CTCK có nguồn lực lớn và có kinh nghiệm hoạt động với các NĐT nước ngoài sẽ là những đơn vị hưởng lợi trước tiên (VD: SSI, HCM và VCI).

Trong năm 2024, các CTCK top đầu đã thực hiện phát hành tăng vốn hơn 36,000 tỷ VND. Trước sự cạnh tranh mạnh mẽ về thị phần và cho vay ký quỹ, chúng tôi cho rằng các CTCK sẽ tiếp tục tăng vốn trong năm 2025 nhằm tạo thêm nguồn bổ sung cho các hoạt động kinh doanh

và thực hiện giải pháp hỗ trợ thanh toán cho các khách hàng tổ chức nước ngoài.

Bảng 8: Các CTCK liên tục tăng vốn trong giai đoạn 2024-2025

Số lượng cổ phiếu tăng vốn [triệu CP] và tổng giá trị các đợt tăng vốn [tỷ VND] của các CTCK trong năm 2024-2025

Cổ phiếu	2024 (triệu CP)				Kế hoạch 2025 (triệu CP)				Tổng giá trị (tỷ VND)
	PHRL	PHQMCP	ESOP	IPO	PHRL	PHCDHH	ESOP	IPO	
SSI		150.9	10.0						2,364
HCM		228.6	16.0			360.0			6,046
VND	286.6	243.5	30.0						6,174
VCI	143.6		4.0						4,070
TCBS	118.8								1,377
MBS	25.7	109.4							1,687
LPBS		363.8							3,638
ACBS		300.0							3,000
ORS		100.0				201.6			3,016
DSE			30.0						900
KAFI		350.0							3,500
VIX		636.0	19.2						6,552

Nguồn: Dữ liệu công ty, TVS Research tổng hợp

Chúng tôi khuyến nghị cổ phiếu HCM cho danh mục đầu tư của năm 2025.

HCM – Giá mục tiêu: 35,600 VND – Upside: + 24.0%

- HCM được hưởng lợi lớn từ triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán trong năm 2025.** Việc nâng hạng thị trường sẽ thu hút dòng tiền lớn từ các quỹ thu động và chủ động. Chúng tôi cho rằng HCM sẽ có lợi thế khi cạnh tranh với các CTCK khác do có kinh nghiệm làm việc lâu năm với các quỹ nước ngoài
- HCM tập trung đầu tư nguồn lực cho mảng cho vay margin.** Công ty dự kiến phát hành thêm khoảng 360 triệu cổ phiếu, đưa vốn điều lệ từ mức 7,200 tỷ VND lên mức 10,800 tỷ VND. Số vốn thu được sẽ được dùng chủ yếu cho hoạt động cho vay margin và tự doanh
- Rủi ro:** (1) Lãi suất có xu hướng tăng trở lại; (2) áp lực cạnh tranh chiếm thị phần từ các CTCK đối thủ

Mã CP	Giá tại ngày	Giá mục tiêu	Upside	Doanh thu	% YoY	LNST	% YoY	ROE	ROE	P/B hiện tại	P/B fw 2025
	21/01/25	VND	VND	2025F	Tỷ VND	2025F	Tỷ VND	2024E	2025F	Lần	Lần
HCM	28,700	35,600	24.0%	5,345	25.0%	1,308	25.8%	11.1%	10.4%	2.0	1.8

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research dự báo

Chủ đề đầu tư 4: Cổ phiếu có biên độ an toàn cao trong điều kiện bất định

Chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư ngại rủi ro có thể xem xét tới chiến lược đầu tư vào các CP mang lại một mức biên an toàn cao trong năm 2025.

TVS Research đánh giá năm 2025 là một năm với nhiều bất định, bao gồm rủi ro liên quan tới chính sách thuế quan của chính quyền tổng thống Donald Trump có thể áp dụng lên Việt Nam, lãi suất tăng lại và dòng vốn FDI giảm tốc. Trong bối cảnh này, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư ngại rủi ro có thể tập trung vào các cổ phiếu có beta thấp so với VN-Index, nhằm đảm bảo biên an toàn cao và khả năng phòng thủ tốt trước các biến động ngắn hạn. Đồng thời, những cổ phiếu đã giảm giá mạnh nhưng có triển vọng hồi phục về mặt hoạt động kinh doanh cũng là cơ hội đáng chú ý.

Cổ phiếu beta thấp: Phòng thủ vững vàng

Chúng tôi quan sát và nhận thấy các cổ phiếu beta thấp thường có hiệu suất tốt hơn thị trường trong các giai đoạn điều chỉnh nhờ đặc điểm:

- Ít nhạy cảm với biến động thị trường: Các cổ phiếu này thường thuộc nhóm ngành tiêu dùng thiết yếu, viễn thông, năng lượng và chăm sóc sức khỏe
- Dòng tiền ổn định: Các công ty với dòng tiền bền vững và sức khoẻ tài chính tốt có khả năng vượt qua các giai đoạn kinh tế suy giảm

Chúng tôi đã lọc ra một số CP có beta thấp tính trong vòng 2 năm so với VN-Index, đáp ứng các tiêu chí về vốn hóa và thanh khoản trong Bảng 9.

Bảng 9: Tổng hợp các DN có beta thấp

Mã CK	Vốn hóa thị trường	KLGD TB 1 tháng	GTGD TB 1 tháng	Beta (2 năm)	% thay đổi giá 52 tuần	P/E cơ bản	P/B	ROE %	Khoảng định giá P/E 5 năm	Khoảng định giá P/B 5 năm
	Tỷ VND	Nghìn CP	Tỷ VND		%	x	x	%	x	x
VCB	512,520	1,608	148	0.43	-0.3%	14.8	2.7	19.4%	11.1 - 21.5	2.3 - 4.3
VNM	129,368	2,158	136	0.47	-4.3%	13.5	4.1	29.7%	14.7 - 24.4	4.0 - 8.1
VJC	53,511	1,942	200	0.35	-6.4%	35.0	3.2	9.4%	13.6 - 1,057.2	3.0 - 5.2
SSB	51,030	3,394	58	0.36	-12.1%	10.7	1.5	14.8%	9.2 - 31.7	1.3 - 4.0
VPI	19,043	1,701	100	0.21	28.0%	66.3	4.8	6.9%	11.9 - 92.8	2.4 - 4.6
PVI	14,523	215	13	0.45	44.2%	15.8	1.9	11.5%	8.4 - 16.9	0.9 - 1.9
BAB	10,482	664	8	0.41	-5.7%	9.9	0.9	9.5%	9.8 - 42.7	0.9 - 2.9
IMP	6,915	143	7	0.39	58.0%	25.4	3.2	12.9%	14.2 - 41.4	1.3 - 3.9
DBD	5,707	638	38	0.20	41.2%	20.9	3.5	17.9%	11.0 - 23.2	2.0 - 3.5
TDM	5,610	165	8	-0.02	22.7%	27.1	2.2	8.2%	7.2 - 31.5	1.0 - 2.4

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Ghi chú: Các CP được sắp xếp theo thứ tự vốn hóa giảm dần

Cổ phiếu chiết khấu sâu: Tiềm năng phục hồi

Chúng tôi đánh giá các cổ phiếu đã giảm giá sâu nhưng đang có hồi phục về các yếu tố cơ bản có thể mang lại các cơ hội đầu tư với kỳ vọng lợi tức cao nhưng với rủi ro giảm giá thấp.

Chúng tôi đã lọc ra danh sách các cổ phiếu đáp ứng được các điều kiện về vốn hóa và thanh khoản, đã giảm giá mạnh trong thời gian qua và có thêm một hoặc một số đặc điểm như:

- Định giá hấp dẫn so với lịch sử giao dịch của chính CP hoặc so với các công ty cùng ngành, tạo biên an toàn cao
- Tình hình tài chính không quá xấu, tỷ lệ nợ ở mức vừa phải so với ngành
- Khả năng cải thiện kết quả kinh doanh
- Các sự kiện riêng của DN như thoái vốn nhà nước, chuyển sàn niêm yết có thể là động lực kích hoạt đợt định giá lại trong tương lai

Danh sách cổ phiếu đã chiết khấu sâu, có thể mang lại các cơ hội đầu tư hấp dẫn trong năm 2025 được chúng tôi trình bày tại Bảng 10.

Bảng 10: Tổng hợp các DN có mức chiết khấu sâu

Mã CK	Vốn hóa thị trường	KLGD TB 1 tháng	GTGD TB 1 tháng	Beta (2 năm)	% thay đổi giá 52 tuần	P/E cơ bản	P/B	ROE %	Khoảng định giá P/E 5 năm	Khoảng định giá P/B 5 năm
	Tỷ VND	Nghìn CP	Tỷ VND		%	x	x	%	x	x
VRE	37,720	5,903	100	0.96	-30.5%	9.3	0.9	10.4%	8.5 - 84.9	0.9 - 2.9
VND	18,191	7,608	93	1.79	-35.9%	7.0	0.9	13.0%	4.8 - 43.3	0.7 - 4.3
PDR	16,415	5,577	110	2.11	-25.7%	33.2	1.5	4.3%	3.7 - 158.4	0.8 - 8.8
HUT	14,102	2,244	36	1.58	-19.8%	210.2	1.6	0.8%	4.8 - 279.0	0.1 - 4.7
DXG	12,976	13,106	206	1.81	-19.1%	72.6	1.2	1.4%	2.9 - 93.4	0.5 - 3.2
MSR	12,164	736	9	1.41	-20.8%	-5.4	1.0	-17.8%	38.8 - 787.2	0.6 - 2.6
HSG	10,898	3,259	59	1.68	-21.9%	21.1	1.0	4.7%	2.0 - 465.8	0.3 - 2.6
SHS	9,758	7,011	85	2.02	-35.5%	10.2	0.9	8.9%	3.7 - 41.4	0.4 - 3.9
NKG	6,132	2,610	37	1.77	-30.2%	9.8	1.1	8.1%	1.6 - 58.5	0.3 - 2.3
NT2	5,743	424	9	1.05	-17.7%	23.1	1.4	6.0%	6.4 - 138.9	1.1 - 2.1

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Ghi chú: Các CP được sắp xếp theo thứ tự vốn hóa giảm dần

Chủ đề đầu tư 5: Triển vọng kinh tế Việt Nam tích cực trong chu kỳ mới

Công nghệ thông tin – AI lan tỏa sức ảnh hưởng

Chúng tôi duy trì quan điểm TÍCH CỰC đối với triển vọng ngành Công nghệ thông tin trong dài hạn.

Xu hướng chi tiêu cho CNTT tiếp tục duy trì tích cực trong các năm tiếp theo.

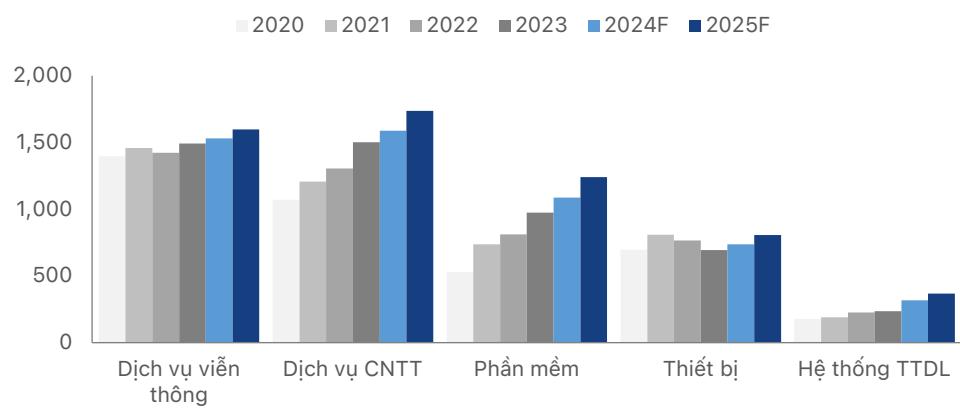
Xu hướng chi tiêu cho công nghệ tiếp tục tăng trong những năm tới với động lực từ chi tiêu ứng dụng công nghệ AI. Song song với đó, nhu cầu nâng cấp và mở rộng trung tâm dữ liệu cũng tăng lên để đáp ứng khả năng hoạt động của AI. Bên cạnh các thị trường truyền thống, các quốc gia mới nổi tại khu vực Châu Á, trong đó có Việt Nam đang trở thành các địa điểm thu hút đầu tư vào hệ thống TTDL nhờ sự cạnh tranh còn thấp và chi phí vận hành (nhân công, mặt bằng, ...) thấp hơn trong khi vẫn duy trì được trình độ nhân sự như các thị trường chính.

Đối với ngành Công nghệ, cổ phiếu yêu thích của chúng tôi cho năm 2025 là cổ phiếu **FPT** (GMT: 180,000 VND, Upside +20.1%).

Chúng tôi nhận thấy nhu cầu chi tiêu cho lĩnh vực CNTT rất lớn trong giai đoạn AI trở thành xu hướng của tương lai. Gartner, đơn vị nghiên cứu và tư vấn về CNTT tại Mỹ, duy trì dự báo tích cực về tăng trưởng chi tiêu cho lĩnh vực CNTT trên toàn cầu trong năm 2024 và 2025, **lần lượt ở mức 7.2% và 9.3% YoY**. Chúng tôi cho rằng mức dự báo tăng trưởng này phản ánh nhu cầu đầu tư vào công nghệ của các doanh nghiệp để nâng cao hiệu quả hoạt động và chuẩn bị cho sự hồi phục & xu hướng ứng dụng CNTT trong thời gian tới.

Biểu đồ 50: Tăng trưởng chi tiêu toàn cầu cho CNTT trong năm 2025 có thể đạt mức 9.3% YoY

Dự báo chi tiêu IT toàn cầu 2020-2025F [tỷ USD]



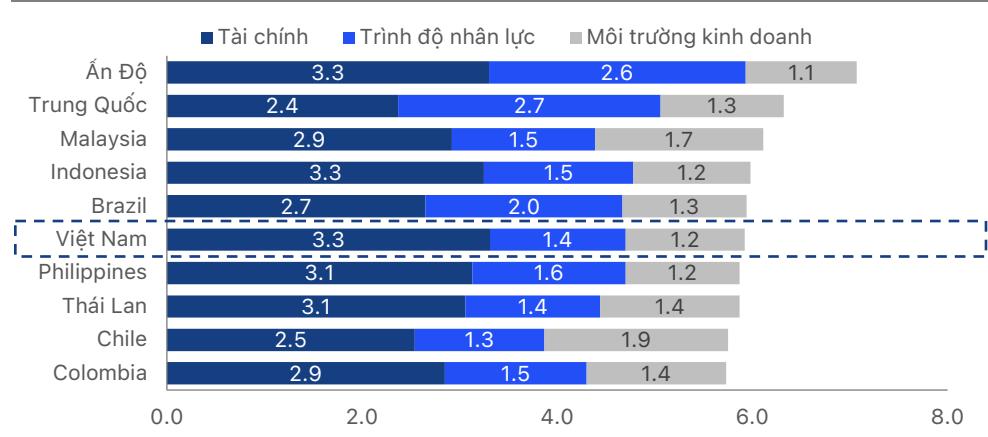
Nguồn: Gartner, TVS Research tổng hợp

Trong đó, chi tiêu cho **phần mềm và dịch vụ CNTT** sẽ là những động lực chính được thúc đẩy từ nhu cầu đầu tư vào hệ thống AI (chiếm hơn 50% tổng chi tiêu cho lĩnh vực CNTT trong năm 2025). Chúng tôi đánh

giá đây là điều kiện thuận lợi cho các DN CNTT Việt Nam (như FPT, CMG, ...) vốn có lợi thế cạnh tranh trong XK phần mềm nhờ nguồn nhân lực có trình độ cao trong CP nhân công thấp hơn so với các nước khác.

Biểu đồ 51: Việt Nam đứng thứ 6 trong bảng xếp hạng chỉ số địa chỉ dịch vụ toàn cầu 2024, tăng 1 bậc so với năm 2023

Xếp hạng chỉ số Global Service Location Index năm 2024



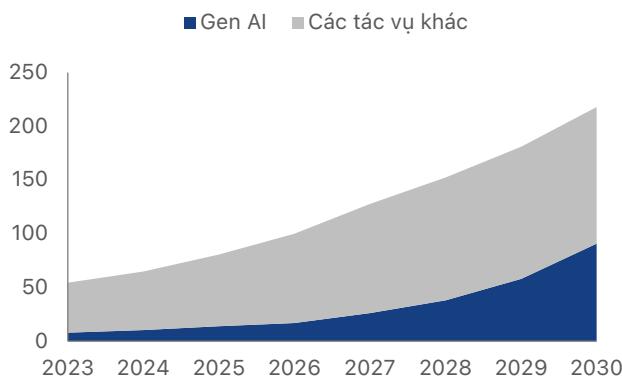
Nguồn: Kearney Analysis, TVS Research

Phát triển hệ thống trung tâm dữ liệu (TTDL) là một trọng tâm khác của ngành công nghệ thế giới nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển AI.

Nhu cầu ứng dụng và phát triển trung tâm dữ liệu gia tăng trong những năm gần đây để đáp ứng các nhánh công việc AI tiêu thụ nhiều điện năng và cho các mô hình hiệu suất cao. Điều này làm tăng chi tiêu cho hệ thống trung tâm dữ liệu trên toàn cầu. Theo dự báo của McKinsey, công suất trung tâm dữ liệu toàn cầu có thể đạt 220 GW vào năm 2025 và tăng với tốc độ CAGR = 22%/năm từ nay đến năm 2030. Để đạt được điều đó, chi tiêu cho trung tâm dữ liệu trên toàn cầu trong năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt tăng 34.7% YoY và 15.4% YoY.

Biểu đồ 52: Công suất trung tâm dữ liệu thế giới có thể đạt khoảng 220 GW vào năm 2030

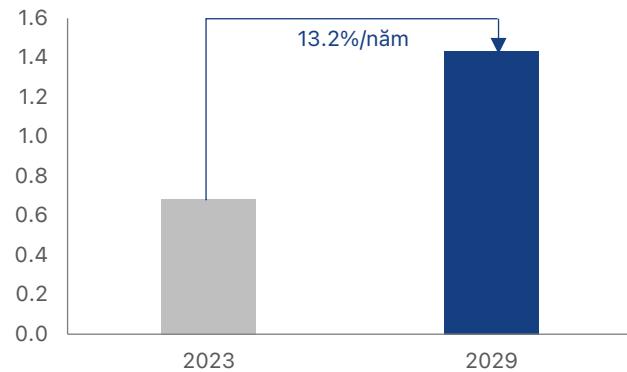
Dự phóng công suất trung tâm dữ liệu thế giới 2023-2030F [GW]



Nguồn: McKinsey, TVS Research

Biểu đồ 53: Giá trị thị trường TTDL Việt Nam có thể đạt mức 1.4 tỷ USD vào năm 2029

Giá trị thị trường TTDL Việt Nam 2023-2029F [tỷ USD]



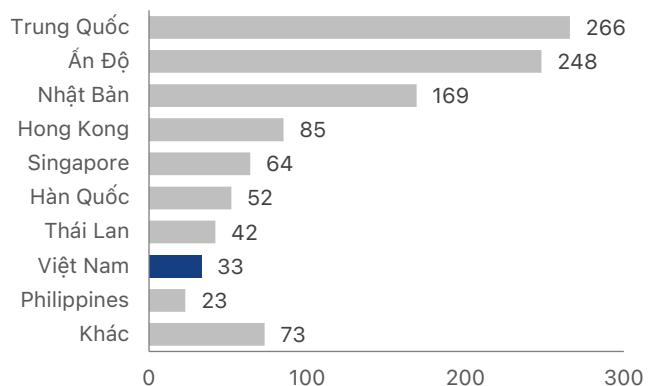
Nguồn: Research & Markets, TVS Research tổng hợp

Đà mở rộng của hệ thống TTDL trên thế giới sẽ thúc đẩy sự phát triển tại Việt Nam.

Bên cạnh các thị trường TTDL truyền thống tại Châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản, các quốc gia mới nổi như Việt Nam, Malaysia, Indonesia và Thái Lan đang trở thành các địa điểm thu hút đầu tư vào hệ thống TTDL nhờ sự cạnh tranh còn thấp và chi phí vận hành (nhân công, mặt bằng, ...) thấp hơn trong khi vẫn duy trì được trình độ nhân sự như các thị trường chính. Điều này tạo ra xu hướng dịch chuyển và phát triển đối với ngành TTDL tại các quốc gia này.

Biểu đồ 54: Số lượng trung tâm dữ liệu tại Việt Nam còn thấp so với khu vực Châu Á

Số lượng trung tâm dữ liệu theo quốc gia tại khu vực Châu Á*
[trung tâm dữ liệu]

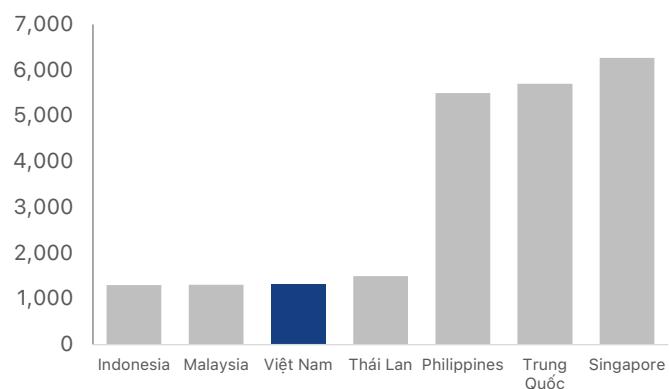


(*) Dữ liệu thu thập ngày 17/01/2025

Nguồn: Datacentermap.com, TVS Research tổng hợp

Biểu đồ 56: Lương kỹ sư phát triển phần mềm của Việt Nam ở mức thấp so với các nước Châu Á

Lương trung bình tháng của 1 kỹ sư phát triển phần mềm tại một số quốc gia Châu Á [USD/tháng]



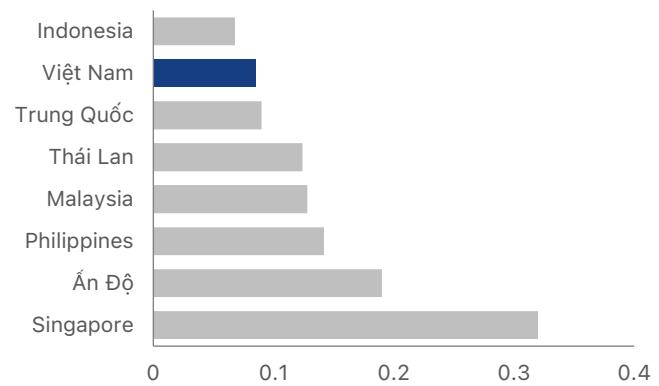
Nguồn: JT1, TeamedUp China, TVS Research tổng hợp

Các doanh nghiệp CNTT sẽ đẩy mạnh đầu tư vào TTDL trong thời gian tới.

Hiện tại thị trường TTDL tại Việt Nam đang được chi phối bởi 4 nhà cung cấp chính là Viettel IDC, FPT Telecom, VNPT IDC, CMG Telecom. Các đơn vị này vẫn đang đẩy mạnh đầu tư nâng công suất. Một số doanh

Biểu đồ 55: Giá điện doanh nghiệp tại Việt Nam tương đối thấp so với các nước trong khu vực

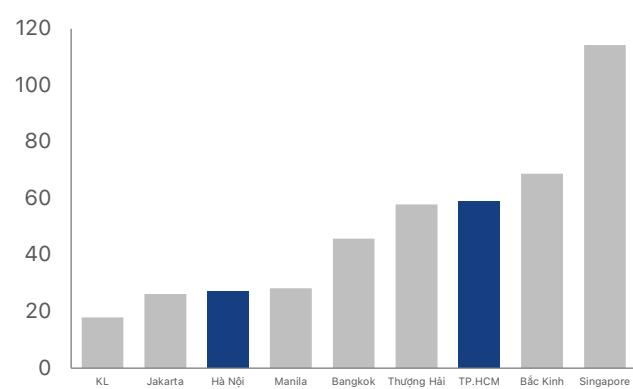
Giá điện bình quân dành cho doanh nghiệp tại một số quốc gia Châu Á [USD/kWh]



Nguồn: Globalpetrolprices.com, EVN, TVS Research tổng hợp

Biểu đồ 57: Chi phí thuê mặt bằng tại Việt Nam ở mức trung bình – thấp so với khu vực Châu Á

Chi phí thuê mặt bằng tại một số thành phố lớn ở Châu Á trong Q4 2024 [USD/m²/tháng]



Nguồn: Knight Frank, CBRE, TVS Research tổng hợp

nghiệp quốc tế như Google, Amazon, Microsoft, Alibaba... cũng đang dự kiến đầu tư vào thị trường Việt Nam để đón đầu cho nhu cầu AI dài hạn (Theo JLL Research).

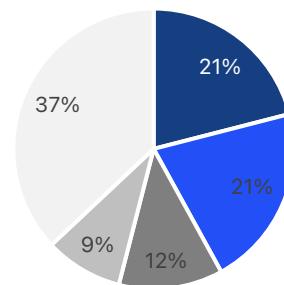
Đối với các DN niêm yết, FPT có sự nổi trội hơn CMG và VNZ về quy mô đầu tư vào các TTDL. Hiện tại, FPT sở hữu 4 TTDL và đã khai trương thêm 2 TTDL mới cuối 2024, nâng tổng công suất lên gần 7,000 racks, chiếm 25% công suất thị trường.

Chúng tôi kỳ vọng, với triển vọng tốt về mảng mới này trong trung và dài hạn, các DN lớn như FPT và CMG có thể sẽ có tăng trưởng lợi nhuận tốt, từ đó được đánh giá cao hơn về triển vọng trong tương lai.

Biểu đồ 58: Thị phần mảng TTDL chủ yếu thuộc về 4 doanh nghiệp là Viettel, VNPT, FPT và CMG

Thị phần trung tâm dữ liệu theo số lượng tại Việt Nam vào cuối năm 2024 [%]

■ Viettel IDC ■ VNPT ■ FPT ■ CMG ■ Khác



Nguồn: Cloudscene, TVS Research tổng hợp

Bảng 11: Năng lực TTDL của các nhà cung cấp lớn

	Viettel IDC	FPT Telecom	VNPT IDC	CMC Telecom
Các chỉ tiêu về công suất				
MW/năm tính đến 2023	87	20	30	20
Tủ điện (Racks)	11,500	6,940	3,725	3,800
Tính Đến 2023	9,100	3,640	3,725	2,600
Thêm mới trong 2024	2,400	3,300		1,200
Ước tính của chúng tôi				
Giá thuê trung bình (triệu VND/rack)	30	30	30	30
Thiết kế rack tiêu chuẩn (kW/rack)	20	20	20	20

Nguồn: TVS Research tổng hợp

Hỗ trợ về mặt chính sách của Chính phủ là bàn đạp

Bên cạnh các khung pháp lý đã được ban hành trong khoảng 2 năm trở lại đây như Nghị định 53/2022/NĐ-CP hướng dẫn thực hiện Luật an ninh

thúc đẩy sự phát triển của ngành Công nghệ.

**FPT là cổ phiếu công
nghệ ưu thích của chúng
tôi trong năm 2025.**

mạng hay Luật Viễn thông 2023, Chính phủ tiếp tục có những bước hỗ trợ cho ngành Công nghệ nhằm đẩy mạnh quá trình chuyển đổi số, hướng tới mục tiêu trở thành quốc gia số vào năm 2030. Nghị Quyết 57-NQ/TW của Bộ Chính trị cho thấy chủ trương của các cấp lãnh đạo về việc cần đẩy mạnh phát triển khoa học công nghệ để phát triển kinh tế-xã hội. Ngoài ra, Chính phủ đã ký kết hợp tác với NVIDIA vào đầu T12/2024 để thành lập Trung tâm Nghiên cứu & Phát triển Việt Nam (VRDC) và trung tâm Dữ liệu AI của Viettel với mục tiêu phát triển phần mềm và lực lượng lao động có tay nghề cao trong lĩnh vực công nghệ. Chúng tôi cho rằng đây đều là những bước đi cần thiết nhằm thu hút đầu tư vào ngành công nghệ tại Việt Nam cũng như thúc đẩy các doanh nghiệp nhà nước và tư nhân tham gia vào quá trình phát triển công nghệ trong những năm tới.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu FPT do đây là doanh nghiệp đầu ngành, tham gia vào nhiều khâu trong chuỗi giá trị ngành: phát triển và cung cấp giải pháp phần mềm, cung cấp dịch vụ CNTT, hạ tầng mạng thông tin và sản xuất chip.

FPT – Giá mục tiêu: 180,000 VND – Upside: +20.1%

Chúng tôi kỳ vọng FPT duy trì tăng trưởng doanh thu khoảng 20%/năm trong 5 năm tới nhờ nhu cầu chuyển đổi số mạnh mẽ trên phạm vi toàn cầu và tại Việt Nam. Lợi thế cạnh tranh của FPT đến từ:

- Vị thế đầu ngành với đa dạng sản phẩm dịch vụ trong chuỗi giá trị ngành (phần mềm, giải pháp, dịch vụ, hệ thống thông tin, sản xuất chip...) và có kinh nghiệm triển khai các dự án chuyển đổi số
- Dự án FPT AI Factory là động lực tăng trưởng mới đối với mảng CNTT của FPT khi nhà máy đầu tiên đặt tại thị trường Nhật Bản với nhu cầu sử dụng AI lớn. Doanh thu dự kiến khoảng 100 triệu USD trong năm 2025
- Chúng tôi dự báo FPT sẽ ghi nhận DTT và LNST năm 2025 là **75,450 tỷ VND (+18.6% YoY)** và **11,705 tỷ VND (+26.6% YoY)** với động lực tăng trưởng chính đến từ mảng xuất khẩu phần mềm. **EPS 2025 = 9,701 VND/CP, P/E 2025 FW = 15.5x**

Mã CP	Giá tại ngày 21/01/25	Giá mục tiêu	Upside	Doanh thu 2025F	% YoY	LNST 2025F	% YoY	ROE 2024E	ROE 2025F	P/E hiện tại	P/E fw 2025
	VND	VND	%	Tỷ VND	%	Tỷ VND	%	%	%	x	x
FPT	149,900	180,000	20.1%	75,450	18.6%	11,683	26.3%	14.1%	15.7%	29.3	15.5

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research dự báo

BĐS Khu công nghiệp – Mở rộng từ dòng vốn FDI và quỹ đất mới

Chúng tôi duy trì đánh giá KHẢ QUAN với ngành BĐS KCN trong dài hạn

Mặc dù dự báo FDI đăng ký giảm 8% YoY trong năm 2025 do NĐT thận trọng chờ đợi định hướng rõ ràng hơn trong chính sách của Trump, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn duy trì vị thế là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn FDI trong dài hạn. Các lợi thế của Việt Nam trong việc thu hút FDI có thể kể đến vị trí địa lý thuận lợi, chi phí sản xuất cạnh tranh và sự kết nối hạ tầng ngày càng phát triển. Các hiệp định thương mại tự do (FTA) như CPTPP và EVFTA tiếp tục cung cấp khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu, tạo ra môi trường kinh doanh ổn định cho các nhà đầu tư nước ngoài.

Chúng tôi kỳ vọng diện tích đất KCN sẽ mở rộng nhờ Quyết định 227/QĐ-TTg, cho phép tăng hạn mức đất tại các tỉnh gáp nút thắt như Bắc Ninh, Bình Phước và Tiền Giang. Tuy nhiên, trong khi các tỉnh cấp 2 như Bình Phước và Tiền Giang có dư địa lớn để phát triển thêm quỹ đất thì nguồn cung tại các tỉnh cấp 1 như Bắc Ninh và Bình Dương vẫn còn hạn chế. Điều này tạo lợi thế cho các doanh nghiệp như **KBC** và **VGC**, vốn đã sở hữu quỹ đất sẵn tại các tỉnh cấp 1, nơi có tỷ lệ lấp đầy cao và nhu cầu thuê đất ổn định từ các nhà đầu tư công nghệ cao.

Ngoài ra, chiến lược phát triển ngành bán dẫn của Việt Nam đang thu hút vốn đầu tư từ các công ty nước ngoài, như Amkor tại Bắc Ninh và Hana Micron tại Bắc Giang, tạo động lực mạnh mẽ cho nhu cầu thuê đất KCN. Chúng tôi tin rằng với cơ sở hạ tầng cải thiện, chính sách hỗ trợ đầu tư hiệu quả và sự ổn định kinh tế, ngành BĐS KCN sẽ tiếp tục thu hút dòng vốn FDI chất lượng, đặc biệt vào các ngành công nghệ cao và sản xuất linh kiện trong giai đoạn trung và dài hạn.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với **KBC** (GMT: 41,700 VND, upside +42.1%) và **VGC** (GMT: 59,600 VND, upside +22.1%) cho danh mục năm 2025.

Mặc dù dự báo FDI đăng ký giảm trong năm 2025, chúng tôi cho rằng Việt Nam vẫn duy trì vị thế là điểm đến hấp dẫn cho dòng vốn FDI trong dài hạn.

Chúng tôi cho rằng FDI đăng ký vào Việt Nam sẽ giảm năm 2025. TVS Research dự báo FDI đăng ký năm 2025 sẽ giảm 8% YoY xuống mức 35.0 tỷ USD (Chi tiết tham khảo [Báo cáo Chiến lược Vĩ mô 2025](#)). Chúng tôi nhận định sự giảm tốc trong đăng ký FDI vào Việt Nam năm 2025 chủ yếu do những bất định liên quan đến xu hướng chính sách kinh tế và thương mại của Mỹ trong năm đầu nhiệm kỳ tổng thống mới của Trump. Điều này khiến cho các nhà đầu tư nước ngoài có thể trì hoãn các quyết định đầu tư để chờ đợi những đường hướng cụ thể hơn về thuế quan và chính sách thương mại quốc tế của Mỹ.

Tuy nhiên, chúng tôi duy trì đánh giá như trong [Báo cáo chiến lược đầu tư 2024](#) về việc Việt Nam trong trung - dài hạn vẫn là một điểm đến đầu

tư hấp dẫn cho FDI nhờ các lợi thế gồm:

- Vị trí địa lý thuận lợi để đón đầu vốn đầu tư dịch chuyển từ chiến lược "Trung Quốc +1".** Vị trí địa lý của Việt Nam nằm gần các trung tâm sản xuất lớn trong khu vực như Trung Quốc và Đài Loan, tạo điều kiện thuận lợi để thu hút dòng vốn từ chiến lược "Trung Quốc +1". Các DN tìm cách đa dạng hóa chuỗi cung ứng đang ngày càng lựa chọn Việt Nam như một điểm đến thay thế và bổ trợ quan trọng
- Việt Nam có độ mở thương mại lớn nhờ đẩy mạnh hợp tác chiến lược với các đối tác và tham gia sâu rộng vào nhiều Hiệp định thương mại tự do (FTA),** bao gồm các FTA quan trọng như CPTPP và EVFTA. Điều này không chỉ tăng cường khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu mà còn tạo ra môi trường kinh doanh ổn định, thuận lợi cho các nhà đầu tư nước ngoài
- Chi phí sản xuất (nhân công, điện năng) cạnh tranh so với các quốc gia trong khu vực.** So với các quốc gia khác trong khu vực, chi phí này tại Việt Nam vẫn ở mức thấp, giúp các doanh nghiệp tối ưu hóa hiệu quả đầu tư
- Kết nối giữa các vùng kinh tế ngày càng thuận tiện nhờ đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng.** Hạ tầng được kết nối hiệu quả giữa các vùng kinh tế trọng điểm sẽ giảm chi phí logistics và giúp các nhà đầu tư dễ dàng mở rộng quy mô sản xuất và phân phối hàng hóa trong nước cũng như xuất khẩu

Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ tiếp tục thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam trong tương lai, bất chấp các biến động ngắn hạn.

Biểu đồ 59: TVS Research dự báo vốn FDI đăng ký năm 2025 giảm 8% YoY

FDI đăng ký theo ngành nghề [tỷ USD]



Nguồn: Bộ Kế hoạch - Đầu tư, TVS Research dự báo

Chúng tôi cho rằng Thuế tối thiểu toàn cầu sẽ không ảnh hưởng nhiều đến dòng vốn FDI vào Việt Nam.

Kể từ năm 2024, mức thuế tối thiểu toàn cầu (TTTTC) với mức thuế 15% áp dụng từ năm 2024 cho các doanh nghiệp đa quốc gia có doanh thu hợp nhất ít nhất 750 triệu EUR, dự kiến sẽ ảnh hưởng nhiều nhất đến các trung tâm tài chính thuế thấp và mang lại lợi ích tương đối cho các quốc gia đang phát triển như Việt Nam.

Theo khảo sát của EuroCham trong Q3 2024, các ưu đãi thuế đã không còn là yếu tố chính để cải thiện khả năng cạnh tranh FDI của Việt Nam. Thay vào đó, các yếu tố khác như sự ổn định chính trị, cơ sở hạ tầng phát triển và nguồn lao động chất lượng được đánh giá cao hơn.

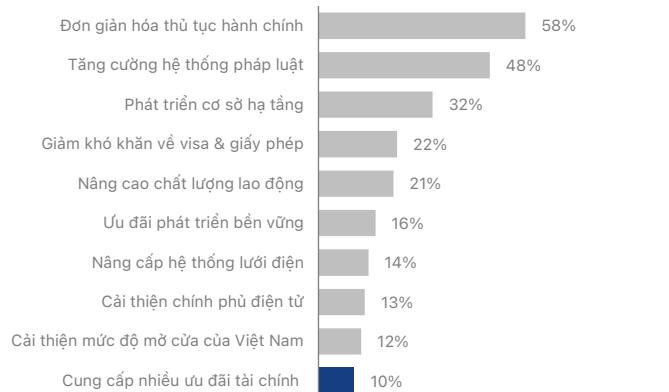
Thêm vào đó, để duy trì và nâng cao khả năng thu hút đầu tư, Việt Nam đã chủ động triển khai các biện pháp hỗ trợ phi thuế như Quỹ Hỗ trợ Đầu tư (QHTĐT) qua Nghị định 182/2024/NĐ-CP. Quỹ này sẽ sử dụng nguồn thu từ TTTTC để giảm bớt gánh nặng thuế cho các doanh nghiệp và khuyến khích đầu tư vào các ngành công nghệ cao. Song song đó, việc Chính phủ đang xây dựng Luật Khu công nghiệp và Khu kinh tế mới nhằm cải thiện khung pháp lý cũng sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt trong các ngành giá trị cao (Chi tiết tham khảo [Báo cáo cập nhật Chiến lược đầu tư H2 2024](#)).

Tựu chung lại, TVS Research cho rằng chính sách linh hoạt, kết hợp với lợi thế về vị trí địa lý, chi phí lao động cạnh tranh và sự ổn định kinh tế, sẽ giúp Việt Nam duy trì vị thế trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài. Những chính sách và biện pháp cài cách này, bao gồm việc triển khai Quỹ Hỗ trợ Đầu tư và xây dựng Luật Khu công nghiệp và Khu kinh tế mới, không chỉ giảm thiểu tác động từ TTTTC mà còn thúc đẩy thêm dòng vốn FDI chất lượng vào các lĩnh vực chiến lược như bán dẫn và công nghệ cao.

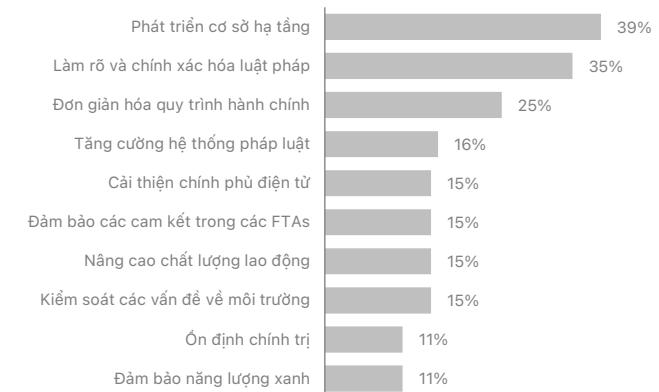
Biểu đồ 60: Tiêu chí ưu đãi thuế đã không còn nằm trong 10 tiêu chí hàng đầu các DN FDI quan tâm

Khảo sát các tiêu chí DN FDI cân nhắc khi đầu tư vào Việt Nam của Eurocham Q3 2023 và Q3 2024 [%]

Khảo sát Q3 2023



Khảo sát Q3 2024



Nguồn: Eurocham, TVS Research

Chúng tôi cho rằng việc Việt Nam có thể trở thành trung tâm mới cho ngành bán dẫn toàn cầu sẽ thúc đẩy nhu cầu thuê KCN cao trong giai đoạn tới.

Nhu cầu thuê đất KCN vẫn ổn định nhờ tỷ lệ lắp đầy cao và hỗ trợ từ các FTA.

Chúng tôi nhận định Việt Nam đang dần khẳng định vị thế trong ngành bán dẫn toàn cầu với chiến lược phát triển và chính sách hỗ trợ rõ ràng. Quyết định 1018/QĐ-TTg (21/9/2024) đã định hướng phát triển ngành đến 2030, tầm nhìn 2050, với công thức C = SET + 1, trong đó C là sản xuất chip, S là chip chuyên dụng, E là ngành công nghiệp điện tử, T là nhân tài, và +1 thể hiện Việt Nam như một điểm đến an toàn, mới mẻ cho các nhà sản xuất bán dẫn toàn cầu.

Bên cạnh đó, việc nâng cấp quan hệ ngoại giao với các quốc gia phát triển về công nghệ như Mỹ, Nhật Bản và Úc cũng tạo điều kiện để Việt Nam tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị ngành nhờ hợp tác với các tập đoàn đa quốc gia, các công ty công nghệ toàn cầu. Một số dự án lớn có thể kể đến là Amkor (1,6 tỷ USD tại Bắc Ninh), Hana Micron (600 triệu USD tại Bắc Giang), và Signetics (100 triệu USD tại Vĩnh Phúc).

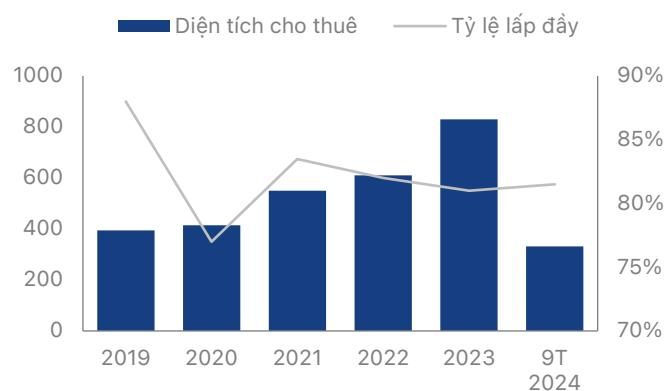
Ở miền Bắc, nhu cầu thuê đất KCN tiếp tục tập trung tại các tỉnh công nghiệp cấp 1 như Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên và Hải Dương. Các tỉnh này có lợi thế về kết nối hạ tầng, gần cảng biển và trung tâm công nghệ cao. Tỷ lệ lắp đầy KCN tại các tỉnh cấp 1 ở miền Bắc duy trì ở mức cao, trên 80%, phản ánh sức hút lớn từ các nhà đầu tư nước ngoài. Các doanh nghiệp như Foxconn, LG và Victory Giant Technology đang mở rộng hoạt động tại khu vực này, tận dụng lợi thế từ hạ tầng và nguồn lao động sẵn có.

Ở miền Nam, các KCN thu hút vốn FDI đa dạng từ các ngành như vật liệu cao cấp, sản xuất đồ chơi và F&B. Tỷ lệ lắp đầy KCN tại đây đạt khoảng 91% trong 9T 2024, duy trì ổn định so với cùng kỳ năm trước. Các hiệp định thương mại tự do như EVFTA và CPTPP đang tạo điều

kiện thuận lợi cho các nhà đầu tư mở rộng sản xuất tại các tỉnh trọng điểm như TP.HCM, Bình Dương và Long An.

Biểu đồ 61: Nhu cầu đất KCN ở miền Bắc vẫn ở mức cao với tỷ lệ lấp đầy trên 80%

Diện tích đất KCN cho thuê trong năm (trái) [ha] & Tỷ lệ lấp đầy (phải) [%] tại các tỉnh cấp 1 miền Bắc

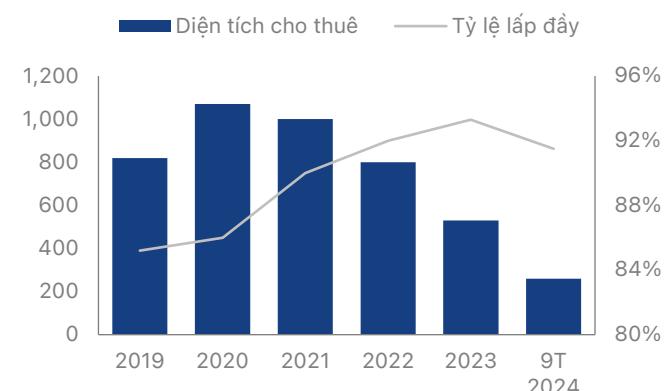


Nguồn: CBRE, TVS Research

Các tỉnh cấp 1 bao gồm: Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hải Dương, Hà Nội

Biểu đồ 62: Tỷ lệ lấp đầy tại miền Nam giảm nhẹ trong 9T 2024

Diện tích đất KCN cho thuê trong năm (trái) [ha] & Tỷ lệ lấp đầy (phải) [%] tại các tỉnh cấp 1 miền Nam



Nguồn: CBRE, TVS Research

Các tỉnh cấp 1 bao gồm: Bình Dương, Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An, TP.HCM

Bảng 12: Mục tiêu phát triển nhanh ngành bán dẫn sẽ là động lực cho việc thu hút các DN FDI lớn từ ngành công nghiệp này trong giai đoạn tới

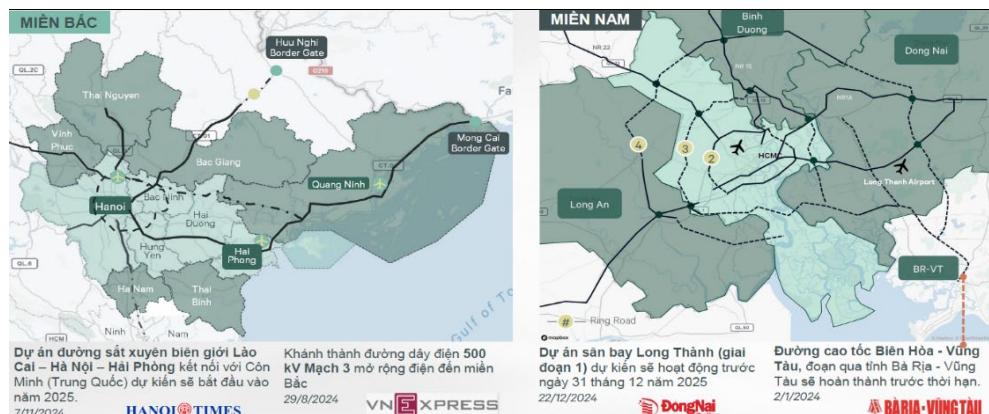
Chiến lược phát triển công nghiệp bán dẫn Việt Nam đến năm 2030 và tầm nhìn 2050

Mục tiêu phát triển	Hiện tại	2024 - 2030	2030 - 2040	2040 - 2050
Các công ty thiết kế		100	200	300
Nhà máy sản xuất chip	0	1	2	3
Nhà máy đóng gói, kiểm thử	Dưới 10	Ít nhất 10	Ít nhất 15	Ít nhất 20
Doanh thu từ công nghiệp bán dẫn		25 tỷ USD/năm	50 tỷ USD/năm	100 tỷ USD/năm
Giá trị gia tăng từ công nghiệp bán dẫn		10-15%/năm	15-20%/năm	20-25%/năm
Doanh thu từ công nghiệp điện tử	152 tỷ USD (2024)	225 tỷ USD/năm	485 tỷ USD/năm	1,040 tỷ USD/năm
Giá trị gia tăng từ công nghiệp điện tử		10-15%/năm	15-20%/năm	20-25%/năm
Kỹ sư	Khoảng 6,000	Trên 50,000	Trên 100,000	Phù hợp nhu cầu

Nguồn: Quyết định 1018/QĐ-TTg 2024, TVS Research tổng hợp

Biểu đồ 63: Các dự án hạ tầng mới sẽ hỗ trợ logistics của các DN FDI

Các dự án hạ tầng đang được đầu tư tại miền Bắc và miền Nam



Nguồn: CBRE, TVS Research

Nguồn cung tại các tỉnh cấp 1 vẫn hạn chế trong khi nguồn cung tại các tỉnh cấp 2 sẽ dồi dào hơn trong 2025-2026.

Quyết định 227/QĐ-TTg (ban hành T3 2024) đã nới lỏng hạn mức sử dụng đất tại các tỉnh gặp khó khăn về vấn đề này như Bắc Ninh (+780 ha), Bình Phước (+650 ha), và Tiền Giang, nhằm tăng cường nguồn cung đất tại các khu vực có nhu cầu cao. Tuy nhiên, tổng hạn mức đất KCN đến năm 2025 không thay đổi, dẫn đến việc các tỉnh cấp 1 như Bắc Ninh và Bình Dương, vốn đã tiệm cận hạn mức sử dụng đất 100% tới năm 2025 sẽ tiếp tục gặp khó khăn về nguồn cung. Trong khi đó, các tỉnh cấp 2 như Thái Nguyên, Hà Nam, Bình Phước, Tiền Giang vẫn còn dư địa lớn để phát triển thêm quỹ đất.

Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn tại các tỉnh cấp 1, như **KBC**, **VGC** tại Bắc Ninh hoặc **BCM** tại Bình Dương, sẽ tiếp tục hưởng lợi từ tình trạng nguồn cung hạn chế. Đây là các khu vực có tỷ lệ lấp đầy cao và nhu cầu ổn định từ các nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt trong các lĩnh vực công nghệ cao. Ngược lại, các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn tại các tỉnh cấp 2 như **VGC**, **DPR**, **IDC** sẽ có cơ hội mở rộng quỹ đất và đẩy mạnh phát triển các dự án mới. Điều này cũng phù hợp với kế hoạch điều chỉnh hạn ngạch đất công nghiệp cho giai đoạn 2025-2030 của Chính phủ, giúp tăng thêm nguồn cung đất trong trung hạn.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá tình trạng thiếu hụt đất tại các tỉnh cấp 1 sẽ tiếp tục hỗ trợ giá thuê đất cao, mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp như KBC và BCM. Đồng thời, sự mở rộng quỹ đất tại các tỉnh cấp 2 sẽ tạo cơ hội cho các nhà phát triển như VGC, DPR và IDC.

Bảng 13: Quyết định mới cung cấp thêm nguồn cung đất KCN cho các tỉnh trọng điểm về thu hút FDI

So sánh quỹ đất KCN tại các tỉnh trọng điểm theo Quyết định 326/QĐ-TTg và Quyết định 225/QĐ-TTg [ha]

Các DN có quỹ đất	Quỹ đất hiện tại	Hạn mức tới 2025 theo Quyết định 326/QĐ-TTg	Hạn mức tới 2025 theo Quyết định 225/QĐ-TTg	Thay đổi	Dư địa phát triển quỹ đất tới 2025	Hạn mức tới 2030	% Hạn mức 2025 mới đã sử dụng	
Miền Bắc	30,827	37,807	39,720	1,913	9,433	51,888	77.6%	
Các tỉnh cấp 1	17,669	21,773	23,183	1,410	5,514	29,628	76.2%	
Hà Nội	1,347	2,787	2,787	0	1,440	3,828	48.3%	
Bắc Ninh	KBC, VGC, IDC	5,899	4,760	5,540	780	-359	6,408	106.5%
Hưng Yên	KBC, VGC, HPG	2,611	3849	4,209	360	1,598	5,021	62.0%
Hải Dương	KBC, VGC, IDV	1,732	3115	3,385	270	1,653	5,661	51.2%
Hải Phòng	KBC	6,080	7262	7,262	0	1,182	8,710	83.7%
Các tỉnh cấp 2	13,158	16,034	16,537	503	3,919	22,260	79.6%	
Hà Nam	VGC, DTD, IDV	2,043	4,027	4,227	200	2,184	4,627	48.3%
Thái Bình	VGC, IDC	1,903	1,662	2,362	700	459	2,565	80.6%
Vĩnh Phúc	IDV	3,110	3,037	3,187	150	77	4,815	97.6%
Thái Nguyên	TNG	1,470	3,650	2,953	-697	1,483	4,349	49.8%
Quảng Ninh	KBC, VGC	4,632	3,658	3,808	150	-284	5,904	121.6%
Miền Nam	50,431	56,348	56,527	179	7,295	74,492	89.2%	
Các tỉnh cấp 1	33,330	39,960	39,960	0	6,630	51,884	83.4%	
Hồ Chí Minh	KBC, SIP, ITA, KDH	2,830	5,021	5,021	0	2,191	5,918	56.4%
Long An	KBC, LHG, IDC	9,200	10,479	10,479	0	1,279	12,433	87.8%
Bình Dương	NTC, BCM, PHR, GVR	11,300	11,990	11,990	0	690	14,990	94.2%
Đồng Nai	IDC, SIP, IDC, D2D	10,000	12,470	12,470	0	2,470	18,543	80.2%
Các tỉnh cấp 2	17,101	16,388	16,567	179	665	22,608	103.2%	
Tây Ninh	SIP	3,415	3,580	3,580	0	165	4,269	95.4%
Bình Phước	DPR, BCM, IDC	4,686	4,258	4,908	650	850	7,584	95.5%
BR - VT	SZC, IDC	9,000	8,550	8,079	-471	-350	10,755	111.4%

Nguồn: Quyết định 326/QĐ-TTg, Quyết định 225/QĐ-TTg, TVS Research tổng hợp

Ghi chú: **Dữ liệu màu xanh:** Hạn mức được tăng thêm & hạn mức sử dụng chưa vượt ngưỡng 100%

Dữ liệu màu đỏ: Hạn mức bị giảm đi & hạn mức sử dụng vượt ngưỡng 100%

Chúng tôi lựa chọn KBC và VGC cho danh mục đầu tư năm 2025.

KBC – Giá mục tiêu: 41,700 VND – Upside: +42.1%

- Doanh nghiệp sở hữu quỹ đất KCN lớn sẵn sàng cho thuê tại các tỉnh đang là điểm nóng về FDI như Hải Phòng, Bắc Ninh, Bắc Giang & Long An. Chúng tôi dự báo diện tích đất KCN cho thuê năm 2025 hồi phục mạnh, đạt 115 ha so với 47 ha trong năm 2024 nhờ KCN Tràng Duệ 3 đã hoàn thành hầu hết các thủ tục để mở bán trong 2025
- Định giá hấp dẫn với P/B fw 2025 đạt 0.9x, thấp hơn 22% so với trung bình 5 năm

- Catalyst: 2 dự án lớn là KĐT Tràng Cát và KCN Tràng Duệ 3 được phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2025 là động lực tăng giá trong ngắn hạn cho CP

VGC – Giá mục tiêu: 59,600 VND – Upside: +22.1%

- Mảng BDS KCN vẫn là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu của VGC trong năm 2025. Chúng tôi dự báo VGC sẽ bàn giao 145 ha đất KCN trong 2025, tập trung ở các KCN Phú Hà, Tiên Hải, Yên Mỹ, Yên Phong IIC, KCN Thuận Thành 1 (mới bắt đầu bàn giao)
- Thị trường VLXD hồi phục trong năm 2025 cùng ngành BDS sẽ tạo động lực tăng cho doanh thu mảng VLXD của VGC. TVS Research dự báo doanh thu mảng VLXD của VGC năm 2025 tăng 20% YoY
- Định giá hấp dẫn với P/B fw 2025 đạt 1.9x, thấp hơn 21% so với trung bình 5 năm

Mã CP	Giá tại ngày 21/01/24	Giá mục tiêu	Upside	Doanh thu 2025F	% YoY	LNST 2025F	% YoY	ROE 2024E	ROE 2025F	P/B hiện tại	P/B fw 2025
	VND	VND		Tỷ VND	Tỷ VND	2024E	2025F				
KBC	29,350	41,700	42.1%	8,210	213.1%	2,906	350.5%	3.1%	12.9%	1.2	0.9
VGC	48,800	59,600	22.1%	13,715	15.0%	1,673	28.7%	13.1%	15.7%	2.6	2.0

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Các chiến thuật đầu tư ngắn hạn theo dòng tiền

Chiến lược đầu tư theo dòng sự kiện: Tận dụng cơ hội từ chuyển sàn, thoái vốn và nâng hạng thị trường.

Chúng tôi cho rằng ngoài các yếu tố cơ bản, các sự kiện doanh nghiệp như chuyển sàn, thoái vốn, niêm yết mới và nâng hạng TTCK sẽ là động lực quan trọng hỗ trợ giá CP của một số DN trong năm 2025.

Sự kiện chuyển sàn niêm yết từ UPCoM sang HOSE thường thể hiện sự cải thiện trong hoạt động kinh doanh của DN bởi DN cần đáp ứng các điều kiện kết quả kinh doanh (có lãi trong 2 năm gần nhất và không có lỗ lũy kế đến thời điểm đăng ký niêm yết) và khả năng sinh lời ($ROE > 5\%$). Thêm nữa, việc chuyển sàn niêm yết sang HOSE cũng giúp tăng khả năng tiếp cận NĐT của CP và thường đi cùng với thanh khoản cải thiện. Thêm nữa, một số CP vốn hóa lớn sau khi được chuyển sàn sang HOSE có thể được thêm vào các rổ chỉ số quan trọng (VD: ACB, VIB, LPB), giúp tăng nhu cầu đầu tư đối với CP.

Trong khi đó, thoái vốn nhà nước thường mang lại kỳ vọng về quản trị minh bạch hơn, và hiệu quả sản xuất kinh doanh của DN được cải thiện khi có sự tham gia của các cổ đông mới. Do đó, giá CP thường tăng xung quanh sự kiện thoái vốn nhà nước, điển hình như trường hợp CP SAB.

Niêm yết mới, nhất là các doanh nghiệp trong lĩnh vực công nghệ và logistics, không chỉ thúc đẩy tăng trưởng mà còn làm sôi động thị trường. Bên cạnh đó, việc nâng hạng TTCK Việt Nam lên nhóm mới nổi sẽ thu hút vốn ngoại lớn, đặc biệt vào nhóm VN30. Các sự kiện này có thể kích hoạt các đợt định giá và tạo ra các cơ hội hấp dẫn cho các NĐT.

TVS Research đã tổng hợp danh sách các doanh nghiệp với sự kiện DN trong năm 2025 trong Bảng 14.

Bảng 14: Tổng hợp các doanh nghiệp ảnh hưởng từ các sự kiện trong năm 2025

Mã CK	Vốn hoá	Số CPLH	Free-float	GTGD/tháng	Sở hữu Nhà nước	Room NN còn lại
	Tỷ VND	Triệu CP	%	Tỷ VND	%	%
Chuyển sàn						
MCH	158,641	725	10%	27	0.0%	47.3%
BSR	65,266	3,100	10%	92	92.1%	48.4%
Thoái vốn						
FPT	220,660	1,471	85%	600	5.7%	4.0%
VGC	21,745	448	12%	74	38.6%	44.3%
PVI	14,523	234	25%	13	35.0%	42.3%
NTP	8,395	143	30%	21	33.7%	33.3%
Nâng hạng thị trường						
VCB	512,520	5,589	11%	148	74.8%	7.1%
HPG	169,181	6,396	55%	364	0.0%	27.5%
VHM	164,296	4,107	35%	176	0.0%	37.7%
VIC	154,476	3,824	30%	216	0.0%	39.3%
VNM	129,368	2,090	40%	136	36.1%	48.7%
MSN	94,212	1,438	45%	340	0.0%	22.7%
SAB	69,387	1,283	11%	33	36.0%	39.2%
STB	67,774	1,885	100%	432	0.0%	6.9%
VJC	53,511	542	55%	200	0.0%	16.9%
DGC	41,738	380	60%	166	0.0%	31.2%
VCI	23,159	718	50%	124	0.0%	75.0%

Nguồn: Fiin-ProX, TVS Research

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhắm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhắm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NẮM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt – www.tvs.vn

Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec
4A Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội
Phone: +84 (24) 7300 6588
Fax: +84 (24) 3248 4821

Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long
63A Võ Văn Tần, Quận 3, Hồ Chí Minh
Phone: +84 (28) 7300 6588
Fax: +84 (28) 299 2088

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Trọng Đinh Tâm
P. Giám đốc CLĐT
tamntd@tvs.vn

Nguyễn Thị Kiều Hạnh

Chuyên viên cao cấp
hanhntk@tvs.vn

Phạm Nguyên Long

Chuyên viên cao cấp
longpn@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên
anhnd@tvs.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên
quangtpt@tvs.vn

Nguyễn Văn Quang