Shinhan Securities

Triển vọng đầu tư năm 2025

"MỞ KHÓA" TĂNG TRƯỞNG



Trung tâm Phân tích – Chứng khoán Shinhan Việt Nam
☎ (84-28) 6299-8000
✉ support@shinhan.com

Triển vọng đầu tư năm 2025

Lời mở đầu

Tiếp nối đà phục hồi từ cuối năm 2023, nền kinh tế Việt Nam đã khép lại năm 2024 với nhiều thành tựu nổi bật, vượt hầu hết các chỉ tiêu kinh tế - xã hội do Quốc hội đề ra. Đặc biệt, nhiều chính sách và sửa đổi quan trọng đã được thông qua liên quan đến các lĩnh vực kinh tế then chốt như bất động sản, điện lực, đầu tư công,... nhằm tháo gỡ khó khăn và "mở khóa" các động lực tăng trưởng của nền kinh tế.

Bước sang năm 2025, bối cảnh kinh tế toàn cầu vẫn còn nhiều thách thức và bất ổn. Tuy nhiên, Chính phủ xác định năm 2025 là năm tăng tốc và đột phá, phấn đấu đạt mục tiêu tăng trưởng GDP trên 8% (vượt chỉ tiêu Quốc hội giao), với yêu cầu không chỉ làm mới các động lực tăng trưởng truyền thống (đầu tư, tiêu dùng, xuất khẩu) mà còn thúc đẩy, tạo đột phá cho các động lực tăng trưởng mới, bao gồm chuyển đổi số, kinh tế xanh và công nghệ cao.

Với sức mạnh từ nội tại, chúng tôi tin rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng cao trong năm 2025, và tự tin bước vào kỷ nguyên mới - Kỷ nguyên vươn mình giàu mạnh, thịnh vượng của dân tộc khi các tiềm năng được thúc đẩy tối đa.

Nhóm Phân tích
Shinhan Securities Vietnam
27/12/2024

Triển vọng kinh tế vĩ mô

Để đạt được mục tiêu tăng trưởng kinh tế tham vọng trong năm 2025, nền kinh tế sẽ tận dụng sức mạnh nội tại (tiêu dùng nội địa và đầu tư), được hỗ trợ bởi các chính sách tài khóa và pháp lý khai thông. Trong khi đó, lạm phát dự kiến cao hơn, chính sách tiền tệ sẽ bị hạn chế và căng thẳng tỷ giá vẫn sẽ duy trì ít nhất trong nửa đầu năm 2025 trước những rủi ro khó lường dưới thời chính quyền Trump 2.0. Cho cả năm 2025, chúng tôi ước tính GDP có thể đạt mức tăng trưởng 7%, lạm phát được kiểm soát dưới 4% và VND có thể tiếp tục mất giá thêm 2-3%.

Triển vọng thị trường chứng khoán

Chúng tôi cho rằng VNIndex chưa phản ánh đúng tiềm năng tăng trưởng của nền kinh tế trong năm 2024, phần lớn do lo ngại từ động thái rút vốn ròng của khối ngoại. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng áp lực này sẽ giảm bớt khi FED vẫn tiếp tục lộ trình cắt giảm lãi suất trong năm 2025 (dù chậm hơn so với dự báo), cùng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi FTSE vào tháng 9/2025.

Chúng tôi tin rằng thị trường chứng khoán sẽ được thúc đẩy bởi sức mạnh nội tại của nền kinh tế, với ước tính tăng trưởng lợi nhuận của các công ty niêm yết đạt 20% trong năm 2025. Điều này giúp VNIndex đứng vững ở ngưỡng 1,200 – 1,285 điểm trong kịch bản tiêu cực nhất (P/E mục tiêu 10x-11x, -2 độ lệch chuẩn so với trung bình 10 năm) và tiến đến vùng đỉnh cũ 1,500 điểm trong kịch bản cơ sở (P/E mục tiêu 13x, -1 độ lệch chuẩn so với trung bình 10 năm).

Nhóm ngành tiềm năng

Báo cáo chiến lược năm 2025 đề cập tới một số ngành chính như Ngân hàng, Bất động sản, Bất động sản Khu công nghiệp, Thép, Điện, Logistics, Thực phẩm đồ uống, Bán lẻ và Công nghệ. Chúng tôi cho rằng đây là những nhóm ngành sẽ được hưởng lợi từ việc thúc đẩy đầu tư và tiêu dùng nội địa. Cùng với Dịch vụ Tài chính, đây cũng là những nhóm ngành có khả năng hấp thụ dòng vốn lớn từ khối ngoại nếu thị trường được nâng hạng nhờ lợi thế qui mô vốn hóa lớn và hở room ngoại sau một thời gian dài bị bán ròng.

“MỞ KHÓA” TĂNG TRƯỞNG

| Mục lục |

1 Triển vọng Kinh tế Vĩ mô năm 2025: **Nội lực**

2 Triển vọng Thị trường Chứng khoán năm 2025: **Chinh phục thử thách**

3 Ngân hàng: **Cá nhân dẫn dắt tăng trưởng**

4 Bất động sản: **Khơi thông pháp lý**

5 Bất động sản Khu công nghiệp: **Nền tảng vững chắc**

6 Thép: **Sức bật nhu cầu nội địa**

7 Điện: **Đột phá chính sách**

8 Xuất nhập khẩu: **Ứng biến linh hoạt**

9 Thực phẩm và đồ uống: **Tiêu dùng phục hồi**

10 Bán lẻ: **Bứt tốc lợi nhuận**

11 Công nghệ: **Kỷ nguyên vươn mình**

Tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị 2025

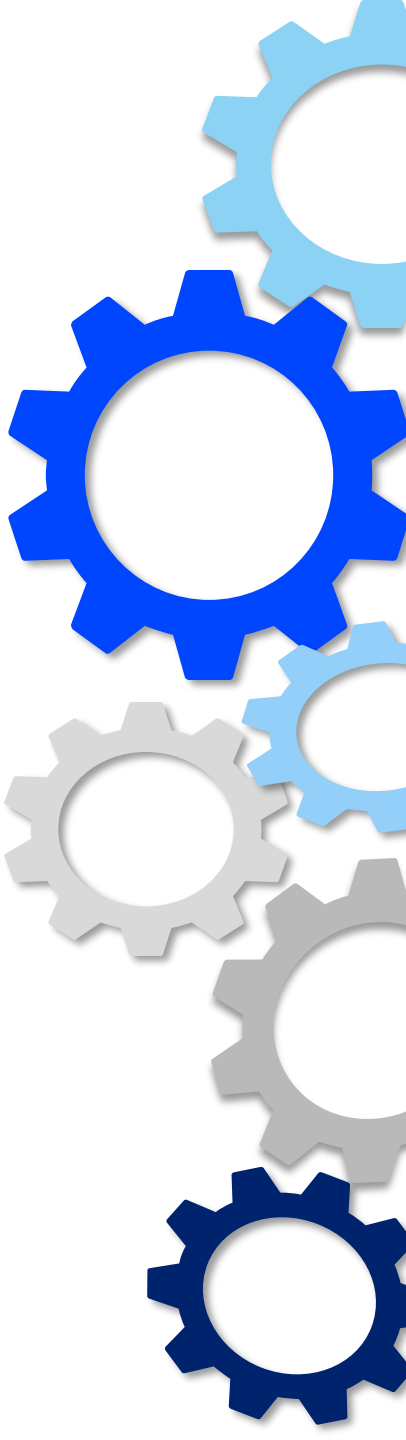
- [ACB/Giá mục tiêu: 34,600, +38.4%] – Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ
- [HDB/Giá mục tiêu: 28,400, +19.6%] – Hướng tới mục tiêu lợi nhuận 20,000 tỷ đồng cho 2025
- [TCB/Giá mục tiêu: 29,500, +22.9%] – Duy trì tăng trưởng nhờ sự ấm lên của thị trường bất động sản
- [VPB/Giá mục tiêu: 25,000, +31.9%] – Lợi nhuận phục hồi cùng với lợi thế về vốn
- [VCB/Giá mục tiêu: 109,400, +18.7%] – Thương hiệu của sự ổn định
- [VHM/Giá mục tiêu: 51,700, +28.1%] – Vị thế dài hạn vững vàng
- [NLG/Giá mục tiêu: 46,400, + 30.0%] – Tăng trưởng ổn định nhờ backlog lớn
- [KDH/Giá mục tiêu: 37,100 + 3.2%] – Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ bàn giao hai dự án thấp tầng năm 2025
- [DXG/Giá mục tiêu: 20,900, + 27.1%] – Datxanhhomes Riverside mở khóa doanh số kí bán 2025
- [BCM/Giá mục tiêu: 80,900, + 19.0%] – KCN Cây Trường đón đầu cơ hội từ nguồn vốn FDI
- [KBC/Giá mục tiêu: 34,600, + 25.0%] – Kỳ vọng đẩy nhanh pháp lý năm 2025
- [IDC/Giá mục tiêu: 64,800, + 16.0%] – Tận dụng lợi thế với KCN Phú Mỹ II và KCN Hựu Thạnh

Shinhan Securities

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, upside được tính so với giá đóng cửa ngày 24/12/2024

Tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị 2025

- [SZC/Giá mục tiêu: 49,800 + 14.0%] – Hưởng lợi từ dòng vốn FDI với KCN Châu Đức
- [HPG/Giá mục tiêu: 37,400, + 30.0%] – Trở lại đường đua
- [HSG/Giá mục tiêu: 23,100 + 23.9%] – Hưởng lợi từ chính sách thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu
- [NKG/Giá mục tiêu: 17,400 + 15.5%] – Động lực từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ
- [POW/Giá mục tiêu: 14,900 + 21.0%] – Nhơn Trạch 3 4 thúc đẩy tăng trưởng dài hạn
- [QTP/Giá mục tiêu: 16,300, + 19.8%] – Nhu cầu điện cao thúc đẩy tăng trưởng trong 2025
- [TNG/Giá mục tiêu: 31,500, + 18.8%] – Cuộc đua trường kỳ
- [MSH/Giá mục tiêu: 58,000, +8.6%] – Thuận sông, ra biển
- [TCM/Giá mục tiêu: 59,400, +24.0%] – Thành Công trở lại
- [STK/Giá mục tiêu: 28,544, +16.0%] – Bước qua khó khăn
- [VHC/Giá mục tiêu: 84,000, +13.5%] – Từng bước phục hồi
- [FMC/Giá mục tiêu: 53,200, +11.4%] – Xây dựng sức bền

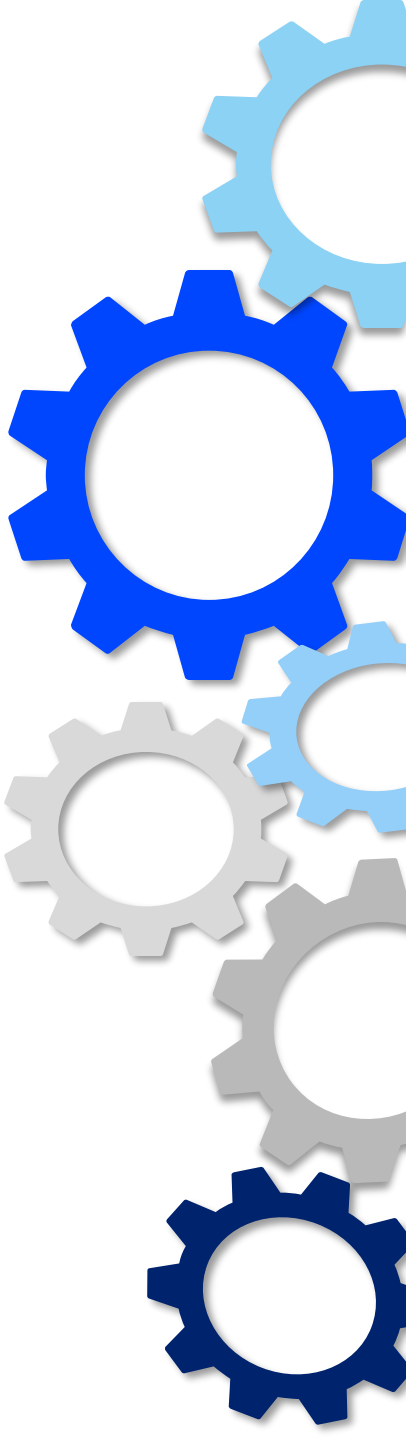


Shinhan Securities

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, upside được tính so với giá đóng cửa ngày 24/12/2024

Tổng hợp cổ phiếu khuyến nghị 2025

- [GMD/Giá mục tiêu: 70,000, +11.6%] – Nền tảng vững chắc
- [HAH/Giá mục tiêu: 54,000, +6.2%] – Tiếp đà thăng hoa
- [MWG/Giá mục tiêu: 71,000, +15.3%] – Gặt hái quả ngọt từ Bách hóa Xanh
- [FRT/Giá mục tiêu: 197,100, +7.9%] – Chiến lược dài hạn cùng chuỗi Long Châu
- [DGW/Giá mục tiêu: 46,450, +12.2%] – Tăng trưởng khả quan trên nền tốt năm 2024
- [QNS/Giá mục tiêu: 68,700, +35.2%] – Mảng mía đường tích cực nhờ giá đường neo cao
- [SAB/Giá mục tiêu: 71,300, +24.7%] – Kỳ vọng từ sự phục hồi tiêu dùng
- [MSN/Giá mục tiêu: 99,100, +41.2%] – Mảng tiêu dùng bán lẻ tăng trưởng vượt kỳ vọng
- [VNM/Giá mục tiêu: 76,100, +18.4%] – Động lực từ thị trường nước ngoài
- [FPT/Giá mục tiêu: 161,500 +7.4%] – Vươn tới Kỷ nguyên số Vô tận



Shinhan Securities

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, upside được tính so với giá đóng cửa ngày 24/12/2024

Shinhan Securities

Triển vọng Kinh tế vĩ mô 2025

Nội lực



Niên Nguyễn
☎ (84-28) 6299 8000 - 7009
✉ nien.nh@shinhan.com

Nội dung

Triển vọng Kinh tế Vĩ mô năm 2025– Nội lực

1. Mục tiêu tham vọng

Quốc Hội Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2025 đạt 6.5% - 7%. Xa hơn, Việt Nam cũng đặt mục tiêu trở thành nền kinh tế hiện đại, thu nhập cao vào năm 2045, tương đương với mức tăng trưởng kép hàng năm CAGR của GDP là 6% trong 2 thập kỷ tiếp theo.

2. Nội lực

Chính sách tài khóa và những cải cách luật mới sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư nội địa.

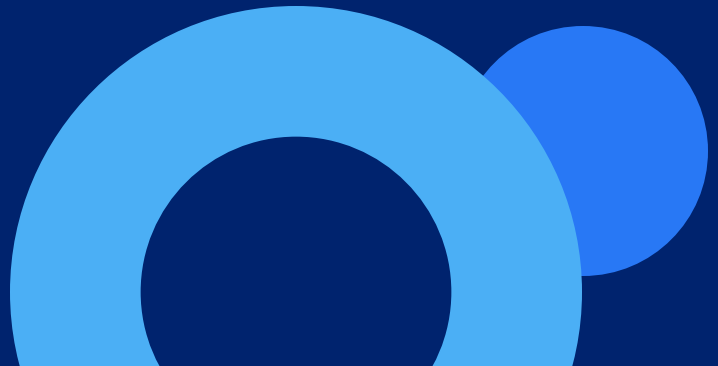
3. Biến động từ kinh tế vĩ mô toàn cầu

Triển vọng kinh tế toàn cầu trở nên u ám hơn do những biến động đến từ nhiệm kỳ sắp tới của ông Trump. Những biến động này sẽ hạn chế chính sách tiền tệ của NHNN.

01

Mục tiêu tham vọng

Với đà tăng GDP của năm 2024, Quốc Hội Việt Nam đặt mục tiêu GDP năm 2025 là 6.5%-7%. Mục tiêu tăng trưởng này rất tham vọng, cao hơn nhiều so với dự phóng của các tổ chức tài chính thế giới.



1. Mục tiêu tham vọng

Mục tiêu GDP năm 2025 vượt các con số dự phóng

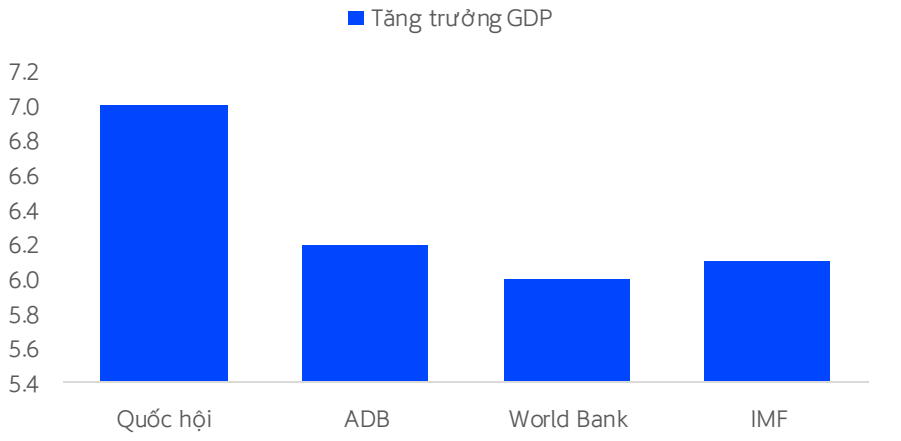
- Việt Nam đặt mục tiêu trở thành nền kinh tế hiện đại, thu nhập cao vào năm 2045, tương đương với mức tăng trưởng kép hàng năm CAGR của GDP là 6% trong 2 thập kỷ tiếp theo. Tham gia sâu hơn vào thị trường toàn cầu và tiến lên trong chuỗi giá trị sản xuất toàn cầu sẽ là động lực chính cho câu chuyện tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Năm 2025 là một năm quan trọng cho kế hoạch phát triển dài hạn đó.
- Vào ngày 21 tháng 11 năm 2024, Quốc Hội Việt Nam đã thông qua kế hoạch kinh tế năm 2025. **Mục tiêu tăng trưởng GDP đạt 6.5% – 7% và CPI mục tiêu là 4.5%.** Mục tiêu tăng trưởng GDP này cao hơn số liệu các tổ chức tài chính dự phóng. Dự phóng từ Quỹ tiền tề Quốc tế (IMF), Ngân hàng Thế giới (World Bank – WB) và Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) đều dưới 6.5%. Mục tiêu của Quốc Hội rất tham vọng trong bối cảnh kinh tế thế giới hiện tại. Về mục tiêu CPI ở khoảng 4.5% cho thấy lạm phát có thể tăng cao vào năm sau. Lạm phát có nguy cơ tăng cao một phần do việc tăng giá điện, tăng 4.8% từ ngày 11 tháng 10 năm 2024. Mức tăng của giá điện sẽ gián tiếp làm tăng giá lương thực thực phẩm, rổ hàng hóa này chiếm tỷ trọng lớn trong tính toán CPI.

Kế hoạch Phát triển kinh tế của Quốc Hội

	2024	2025
Tăng trưởng GDP	6% - 6.5%	6.5% - 7%
GDP trên đầu người	4700 USD	4900 USD
Tỷ trọng công nghiệp chế biến, chế tạo trong GDP	24.1%	24.1%
CPI	4% - 4.5%	4.5%

Nguồn: Quốc hội, Shinhan Securities Vietnam

Kế hoạch Quốc Hội và Dự phóng các Tổ chức Thế Giới



Nguồn: Quốc hội, ADB, WB, IMF, Shinhan Securities Vietnam

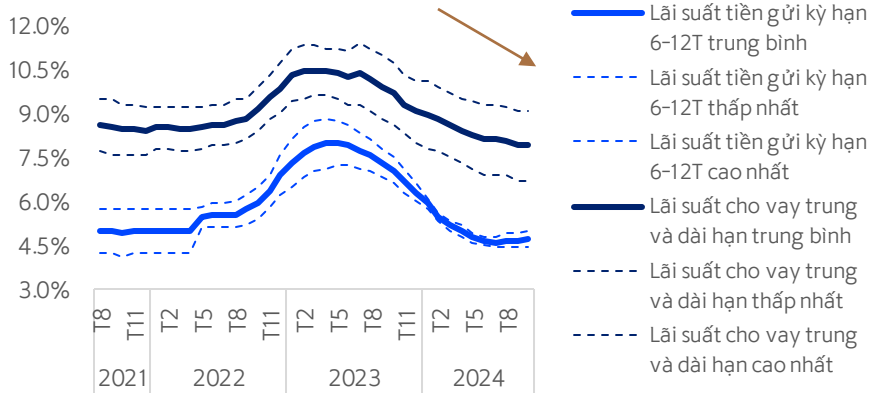
1. Mục tiêu tham vọng

Sự kết hợp hài hòa giữa chính sách tài khóa và tiền tệ tạo động lực cho mục tiêu tăng trưởng

- Tăng trưởng GDP Q3 2024 đạt 7.4% và 9M2024 đạt 6.82% YoY nhờ vào sự kết hợp giữa các chính sách tiền tệ và tài khóa đã hỗ trợ nền kinh tế. Ngân hàng Nhà Nước (NHNN) đã duy trì chính sách tiền tệ linh hoạt để tạo nguồn vốn chi phí thấp giúp hỗ trợ tăng trưởng. Một nỗ lực đáng ghi nhận từ chính sách, đó chính là lạm phát được kiểm soát tốt trong năm 2024. Dù tăng hơn 4% trong Q2 2024, lạm phát dần hạ nhiệt trong Q3 và điều này đã giúp cho NHNN có thể nới lỏng chỉ tiêu tín dụng cho một số ngân hàng để có thể đạt được mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn ngành ngân hàng trong năm 2024. Ngoài ra, NHNN đã kéo dài Thông tư 02, gia hạn thời gian hoãn nợ theo quy định đối với khách hàng gặp khó khăn đến ngày 31 tháng 12 năm 2024. Nhờ thông tư 02 và lãi suất linh hoạt đã giúp cho tỷ lệ nợ nhóm 2 của toàn ngành ngân hàng đã lập đỉnh trong năm 2023.

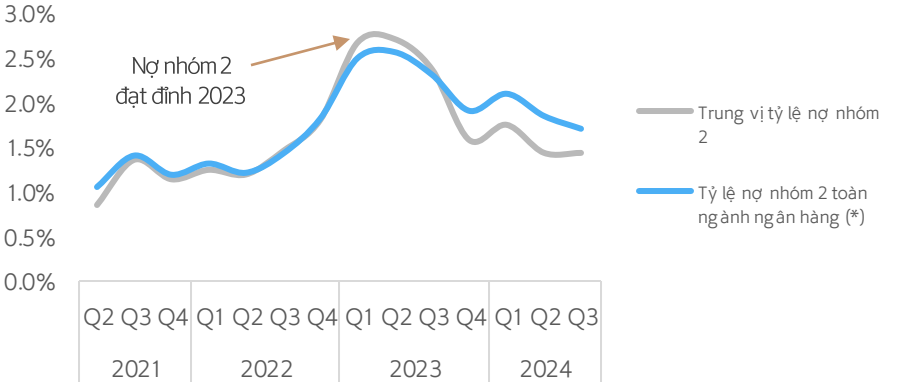
- Nhiều chính sách tài khóa (như tăng lương cơ bản, giảm thuế VAT…), có hiệu lực trong giai đoạn 2023 – 2024, đã hỗ trợ nền kinh tế rất nhiều. Việc thay đổi mức lương cơ bản đã cho thấy những tác động tích cực trong việc duy trì sức mua trong suốt thời gian khó khăn. Mức tăng lương cơ bản 20.8% và 30.0% lần lượt trong năm 2023 và 2024 đã duy trì được đà tăng của tiêu dùng trong nước. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ trong năm 2023 và 11M2024 tăng lần lượt 9.6% YoY và 8.8% YoY. Tiêu dùng toàn nền kinh tế tăng lần lượt trong năm 2023 và 9M2024 là 4.09% YoY và 6.8% YoY.

Lãi suất tiền gửi và cho vay trung bình từ 2021 – 2024



Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam

Nợ nhóm 2 đã đạt đỉnh nhờ chính sách tiền tệ linh hoạt



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
(*) Lấy số tổng của 27 ngân hàng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

02

Nội lực

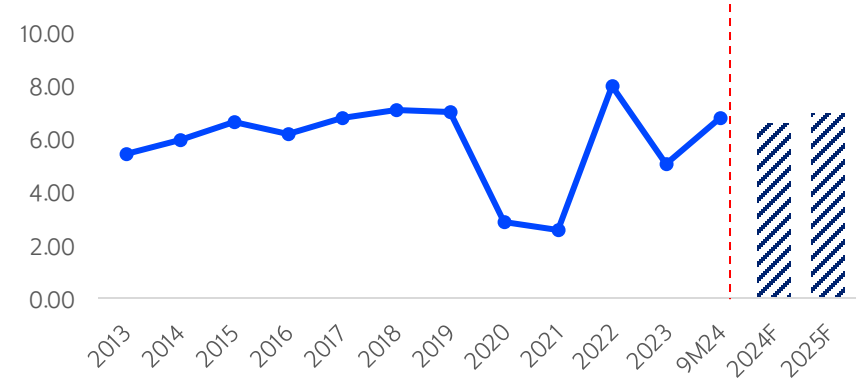
Chính sách tài khóa và những cải cách luật mới sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tiêu dùng và đầu tư nội địa.

2. Nội lực

Cầu trong nước sẽ thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm 2025

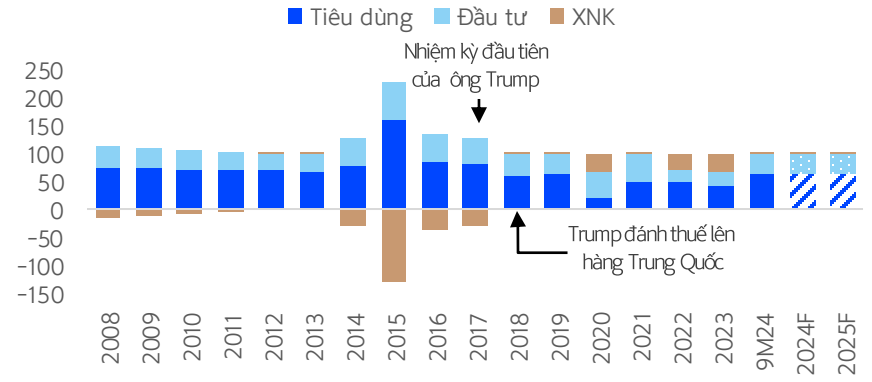
- Việc ông Trump tái đắc cử và Đảng Cộng Hòa chiếm đa số tại Quốc Hội Mỹ có thể mang lại những thay đổi lớn về chính sách. Dù cho những chi tiết và thời điểm áp dụng của các chính sách mới vẫn chưa rõ ràng, nhưng thông báo về việc áp thuế quan nhập khẩu đã phủ bóng lo âu lên nền kinh tế toàn cầu và khiến các nhà đầu tư quốc tế lo lắng. Trong bối cảnh còn đầy sự bất ổn, để đạt được kế hoạch đầy tham vọng trong năm 2025, Việt Nam sẽ sử dụng sức mạnh nội tại của mình – tổng cầu trong nước.
- Tăng trưởng của Việt Nam trong 10 năm gần đây chủ yếu đến từ tổng cầu trong nước (tiêu dùng nội địa và đầu tư). Mức đóng góp từ hoạt động xuất nhập khẩu (XNK) vào tăng trưởng GDP bắt đầu từ năm 2018 – năm mà Trump bắt đầu áp thuế lên hàng Trung Quốc nhập khẩu vào Mỹ. Đóng góp từ XNK vào tăng trưởng kinh tế một cách đáng kể là vào năm 2020, 2022 và 2023. Năm 2021, do giãn cách xã hội vì dịch bệnh Covid, mức đóng góp từ hoạt động XNK giảm. Trong năm 2024, việc nhập khẩu tăng mạnh hơn so với xuất khẩu, vì các nhà sản xuất tích trữ hàng tồn kho chuẩn bị cho chu kỳ hồi phục sắp tới. Việc này đã khiến cho đóng góp của XNK ít lại so với năm 2023. Chúng tôi đánh giá rằng, trong năm 2025, bởi vì thuế suất từ chính sách của ông Trump, đóng góp của XNK vào tăng trưởng GDP sẽ thấp, và đóng góp chính sẽ đến từ tiêu dùng nội địa và đầu tư trong nước.

Tăng trưởng GDP từ 2013 đến 2025F (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp vào tăng trưởng kinh tế chung qua các năm (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Cải cách luật toàn diện sẽ hỗ trợ tổng nhu cầu trong nước

- Năm 2024, nhiều chính sách, sửa đổi quan trọng đã được thông qua. Những thay đổi này giải quyết các nút thắt trong các lĩnh vực như đầu tư công, bất động sản, điện lực... Điều này sẽ tạo môi trường kinh doanh thuận lợi cho doanh nghiệp Việt Nam, cải thiện điều kiện kinh tế vĩ mô trong dài hạn. Tại kỳ họp thứ 8, Quốc hội khóa XV đã thông qua 18 luật, 21 nghị quyết. Nhiều dự án, vấn đề quan trọng đã được thông qua như dự án đường sắt cao tốc Bắc-Nam, khởi động lại dự án điện hạt nhân Ninh Thuận...

Một số thay đổi chính trong các luật

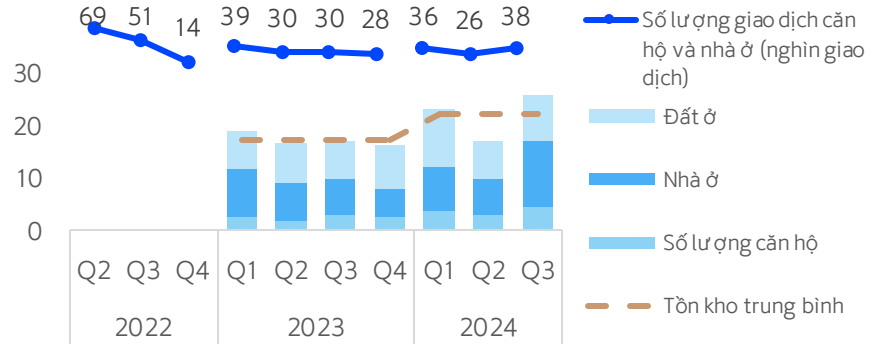
Tên	Thay đổi	Ngành ảnh hưởng
Luật đất đai 2024	• Thay đổi khung giá đất hàng năm • Siết chặt lại quy trình giải phóng mặt bằng và chuyển giao đất	Bất động sản
Luật kinh doanh Bất động sản	• Cho phép Việt kiều mua nhà ở tại Việt Nam • Quy định 5% là mức đặt cọc tối đa của giá bán, giá thuê mua • Thắt chặt quá trình chuyển nhượng dự án • Hạn chế việc phân lô, bán đất nền trống tại các thành phố lớn	Bất động sản
Luật Nhà ở	• Không quy định thời hạn sở hữu, mà chỉ quy định thời hạn sử dụng nhà chung cư. • Chủ đầu tư dự án đầu tư xây dựng nhà ở xã hội được hưởng lợi nhuận định mức tối đa 10%	Bất động sản
Cơ chế Mua bán điện trực tiếp (DPPA)	• Cho phép nhà máy điện bán trực tiếp cho khách hàng lớn trên hệ thống truyền tải của EVN	Điện lực
Luật Đầu tư công	• Thay đổi quy trình phê duyệt dầu tư dựa trên phân loại dự án	Xây dựng, Nguyên vật Liệu, Khu công nghiệp

Nguồn: The National Asembly, LuatVietnam, Shinhan Securities Vietnam

Nhiều thay đổi tích cực ở các ngành sẽ tiếp tục trong năm 2025, thúc đẩy đầu tư trong nước

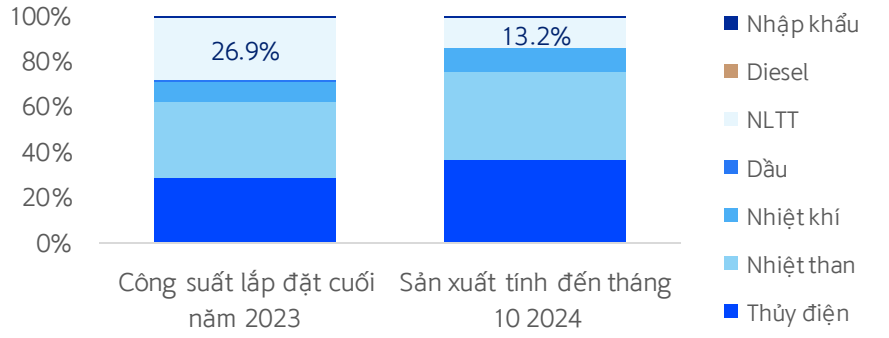
- Sau một năm 2023 đầy khó khăn, thị trường bất động sản dần phục hồi nhờ những thay đổi trong chính sách. Thanh khoản thị trường dần được cải thiện và thị trường trở nên sôi động hơn. Trong năm 2022, số lượng giao dịch liên quan đến căn hộ, nhà ở giảm mạnh từ 51 nghìn giao dịch trong Q3 2022 xuống chỉ còn 14 nghìn giao dịch trong quý Q4 2022. Mặc dù số lượng giao dịch phục hồi nhưng cũng chỉ đi ngang trong năm 2023. Đến năm 2024, các con số trên dần cải thiện hơn. Đến Q3 2024, số lượng giao dịch đạt 38 nghìn giao dịch, tăng 29% YoY. Lượng hàng tồn kho bất động sản cũng tăng tương ứng. Vào cuối Q3 2024, lượng hàng tồn kho căn hộ tăng 47% YoY, tồn kho nhà ở tăng 87% YoY và lượng hàng tồn kho quỹ đất tăng 25% YoY. Thị trường bất động sản sẽ cải thiện hơn vào năm 2025 khi việc triển khai theo pháp lý diễn ra nhiều hơn. Các ngành liên quan vào năm 2025 như xây dựng, vật liệu… sẽ được hỗ trợ và hưởng lợi từ điều này.
- Thị trường điện cũng có bước tiến quan trọng khi cơ chế hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) được phê duyệt. Cơ chế này sẽ hỗ trợ các nhà máy năng lượng tái tạo (NLTT) tiếp cận được với các khách hàng có nhu cầu, đặc biệt là các khách hàng FDI. Hiện tại, công suất lắp đặt của nguồn NLTT cao hơn sản lượng huy động thực tế. Việc cho phép các nhà máy NLTT bán trực tiếp cho khách hàng sẽ giải quyết được vấn đề công suất dư thừa, đồng thời thu hút dòng vốn FDI từ các công ty sản xuất tuân thủ theo các tiêu chí ESG khắt khe.

Hàng tồn kho bất động sản (đvt: nghìn căn/ nhà/ đất nền)



Nguồn: MOC, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu công suất lắp đặt và Huy động thực tế



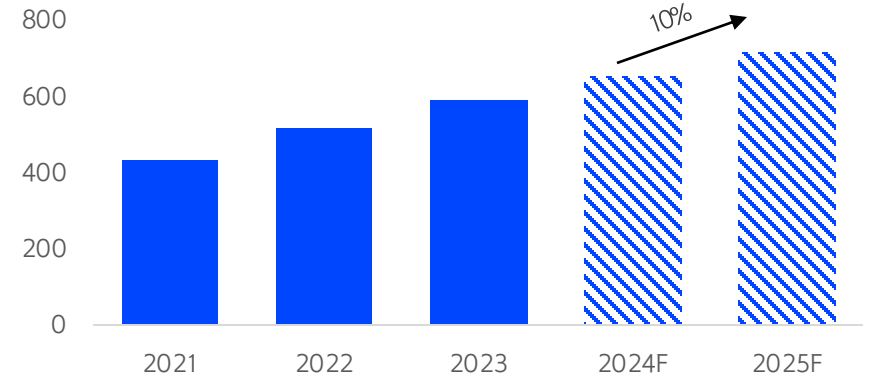
Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

2. Nội lực

Bên cạnh cải cách chính sách, hỗ trợ tài khóa sẽ thúc đẩy nhu cầu nội địa

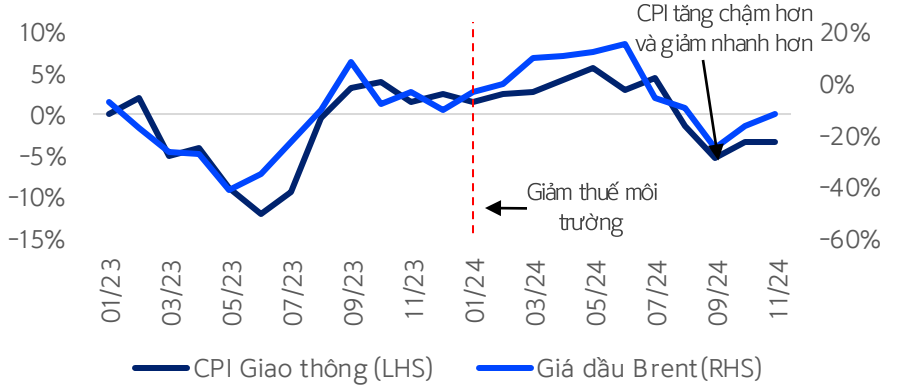
- Chính sách tài khóa sẽ thúc đẩy nhu cầu trong nước. Việc thực hiện mạnh mẽ hơn các biện pháp kích thích tài khóa, như đẩy nhanh giải ngân đầu tư công, sẽ là điều bắt buộc. Đến tháng 11/2024, theo GSO, giải ngân đầu tư công từ ngân sách Nhà nước ước đạt 572 nghìn tỷ VND, tăng 2.4% YoY. Vì năm 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư trung hạn 2021-2025 nên tất cả các bộ, cơ quan trung ương sẽ nỗ lực gấp đôi để thực hiện kế hoạch đầu tư công. Chúng tôi dự phóng rằng với quyết tâm cao độ, giải ngân đầu tư công năm 2025F sẽ tăng 10% YoY.
- Ngoài ra, một số chính sách tài khóa hỗ trợ duy trì sức mua và kiểm soát lạm phát sẽ có hiệu lực vào năm 2025. Ví dụ, Luật Bảo hiểm xã hội năm 2024 sẽ thay thế Luật Bảo hiểm xã hội năm 2014. Luật mới sẽ tăng lương hưu hàng tháng cho những người có lương hưu dưới 3.5 triệu VND. Chính sách này sẽ tăng thu nhập danh nghĩa cố định của người cao tuổi. Ngoài ra, Bộ Tài chính cũng đề xuất kéo dài thời hạn giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu trong năm 2025. Kể từ thời điểm áp dụng từ tháng 1/2024, chính sách góp phần ổn định rổ giao thông trong lạm phát CPI năm 2024.

Giải ngân đầu tư công từ 2021 đến 2025 (nghìn tỷ VND)



Nguồn: GSO, Media, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng YoY của CPI giao thông và diễn biến giá dầu thế giới



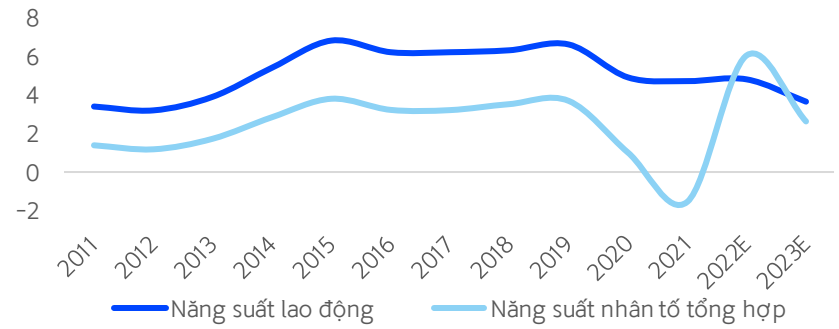
Nguồn: GSO, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

2. Nội lực

Phát triển công nghệ để tăng năng suất lao động là chìa khóa để phát triển về chiều sâu

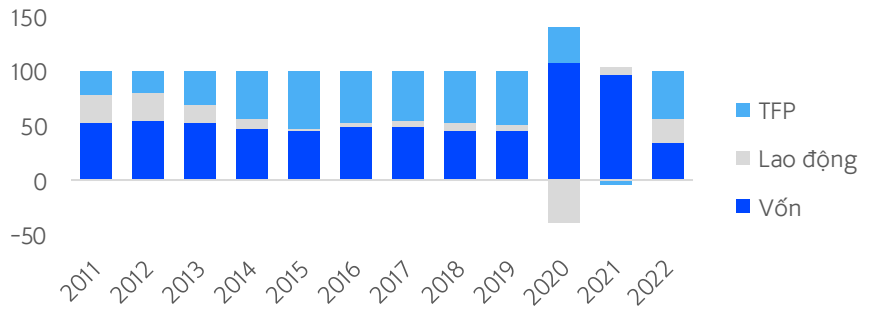
- Năng suất lao động tại Việt Nam giảm dần từ năm 2020. Trong 5 năm trở lại đây, năng suất lao động của Việt Nam có dấu hiệu chậm lại. Đối với kế hoạch phát triển dài hạn, Việt Nam sẽ cần dựa vào tăng trưởng theo chiều sâu thay vì tăng trưởng theo chiều rộng. Tăng trưởng theo chiều rộng là tăng trưởng sản lượng dựa trên việc mở rộng lượng đầu vào như vốn, trong khi tăng trưởng theo chiều sâu là tăng trưởng nhờ sử dụng hiệu quả các yếu tố đầu vào.
- Năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) là thước đo hiệu quả sử dụng tài sản cố định nhờ tác động của các yếu tố vô hình như đổi mới công nghệ, tối ưu hóa sản xuất, nâng cao trình độ lao động… Về phía cung, sự đóng góp khiêm tốn của nhân tố TFP cho thấy tăng trưởng của Việt Nam trong thời gian gần đây vẫn được thực hiện theo mô hình tăng trưởng theo chiều rộng. Tăng trưởng cũng thiên về yếu tố vốn hơn là yếu tố lao động.
- Phát triển công nghệ sẽ là chìa khóa quan trọng để nâng cao năng suất lao động. Trí tuệ nhân tạo (AI) và bán dẫn là trọng tâm chiến lược trong kế hoạch phát triển của Việt Nam. Vào tháng 12 năm 2024, Chính phủ Việt Nam và Nvidia đã ký thỏa thuận hợp tác để thúc đẩy R&D trong lĩnh vực trí tuệ nhân tạo (AI). Đây là dấu mốc quan trọng để Việt Nam trở thành trung tâm nghiên cứu và phát triển AI hàng đầu châu Á, đồng thời là bước đi đưa AI vào việc phát triển kinh tế.

Tăng trưởng YoY của năng suất lao động và TFP (%)



Nguồn: GSO, MOF, SBV, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp của vốn, lao động, TFP trong tăng trưởng GDP (%)

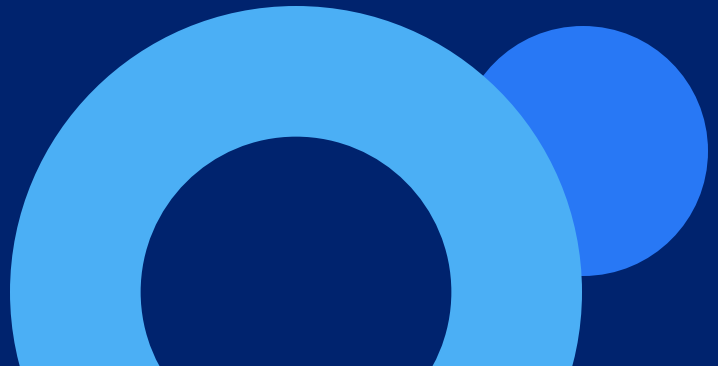


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

03

Biến động từ bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu

Trong bối cảnh triển vọng kinh tế toàn cầu đang u ám do những bất ổn xung quanh các chính sách của chính quyền Trump sắp tới, NHNN sẽ có ít không gian trong chính sách tiền tệ.

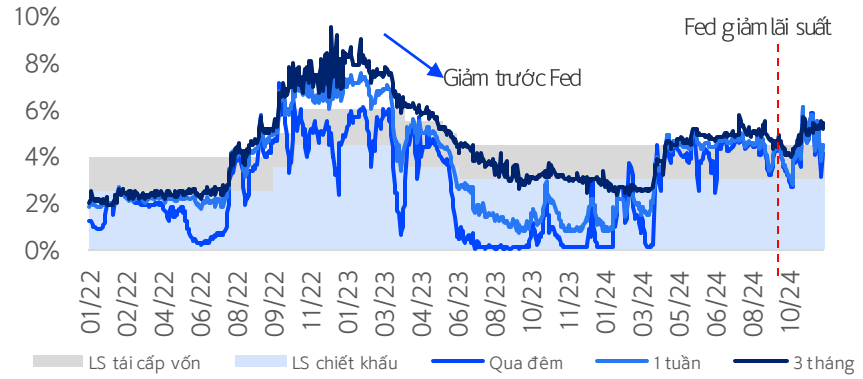


3. Biến động từ bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu

Chính sách tiền tệ bị hạn chế (1)

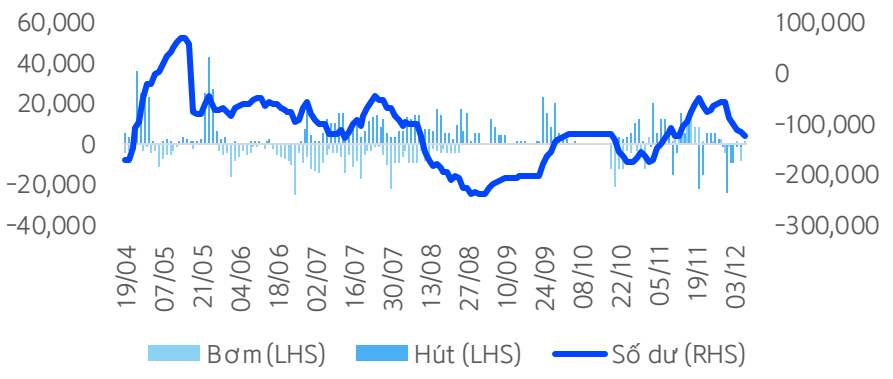
- NHNN đã chủ động giảm lãi suất trước FED để hỗ trợ nền kinh tế trong năm 2023. Lãi suất liên ngân hàng giảm dần từ năm 2023 và duy trì ở mức thấp 0.1% – 3% trong Q4 2023 và đầu năm 2024. Năm 2024, tỷ giá VND/USD tăng mạnh 2 lần trong quý 2 và quý 4. Đáng ghi nhận, NHNN đã kịp thời can thiệp trên thị trường ngoại tệ và bằng nghiệp vụ thị trường mở để ổn định tỷ giá.
- Tháng 4/2024, tỷ giá VND/ USD đã tăng mạnh 3.5% tính từ đầu năm. NHNN đã phải nâng lãi suất liên ngân hàng lên mức mới nhưng tỷ giá không hề hạ nhiệt và liên tục neo ở mức cao trong 3 tháng tiếp theo. NHNN đã liên tục hút ròng thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Sau đó tỷ giá dần hạ nhiệt và lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức 3%-4% trong những tháng tiếp theo cho đến khi Fed công bố hạ lãi suất.
- Việc tương tự cũng xảy ra ở giai đoạn tháng 11, tỷ giá đã tăng mạnh thêm một lần nữa. Lãi suất liên ngân hàng lại tiếp tục tăng và duy trì ở mức cao mới là 4% – 5%. Tình hình tỷ giá vẫn tiếp tục kéo dài đến hết năm 2024 và mang theo những áp lực lớn lên chính sách tiền tệ sang năm 2025.

Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Hoạt động thị trường mở năm 2024 (tỷ VND)



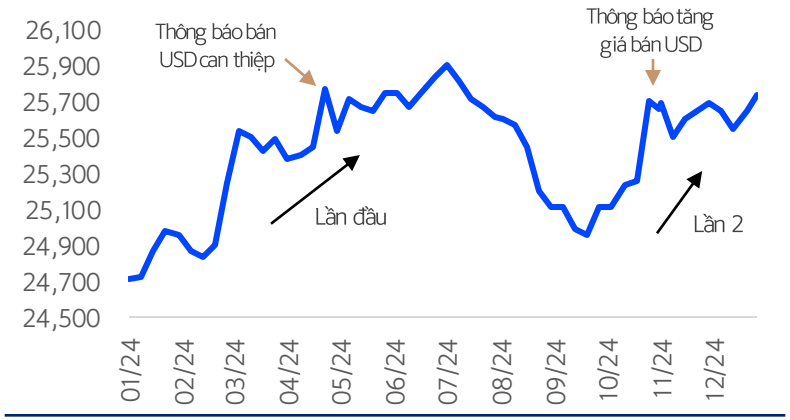
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

3. Biến động từ bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu

Chính sách tiền tệ bị hạn chế (2)

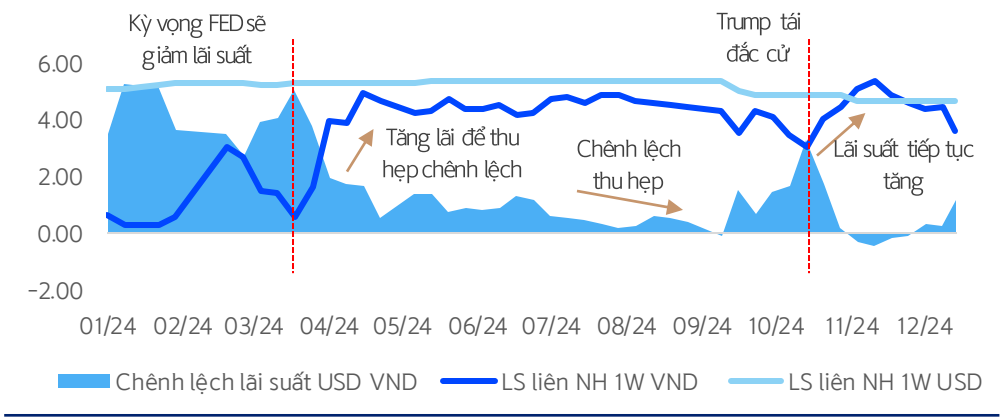
- Cả hai lần tỷ giá tăng trong năm 2024 chủ yếu xuất phát từ cùng một lý do – đồng đô la Mỹ mạnh hơn trên toàn cầu. Chỉ số đô la Mỹ (DXY) đạt đỉnh cao ở mức 106 vào Q2 và 108 vào Q4.
- Tuy nhiên, lý do khiến đồng đô la Mỹ mạnh lên trong mỗi lần lại khác nhau. Trong Q2, khi các nhà đầu tư kỳ vọng vào việc cắt giảm lãi suất vào thời điểm đầu năm 2024 thì Fed đã gửi thông điệp rằng không có thời điểm cụ thể nào để nới lỏng chính sách tiền tệ của mình. Trong khi đó, đợt tăng giá trong Q4 xuất phát từ kỳ vọng rằng đồng đô la Mỹ sẽ mạnh hơn khi ông Trump tái đắc cử. Mặc dù chu kỳ tiền tệ nới lỏng có thể sẽ bắt đầu từ đợt cắt giảm lãi suất của Fed vào tháng 9, nhưng những dự báo về chính sách của Trump về thuế quan và tài khóa sẽ gây áp lực lên lạm phát đã khiến các nhà đầu tư toàn cầu lo ngại.
- NHNN sẽ tiếp tục theo đuổi chính sách tiền tệ linh hoạt, tuy nhiên không gian chính sách sẽ bị hạn chế trong nửa đầu năm 2025 do những áp lực từ tỷ giá tăng. Nếu tỷ giá tiếp tục neo cao sẽ khiến lãi suất khó duy trì ở mức thấp và gây áp lực lên dự trữ ngoại hối. Chênh lệch lãi suất giữa USD và VND phải nằm trong mức kiểm soát của NHNN để thu hút dòng vốn FDI và hỗ trợ hoạt động xuất nhập khẩu.

Tỷ giá VND/USD trên thị trường tự do



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Chênh lệch lãi suất USD và VND



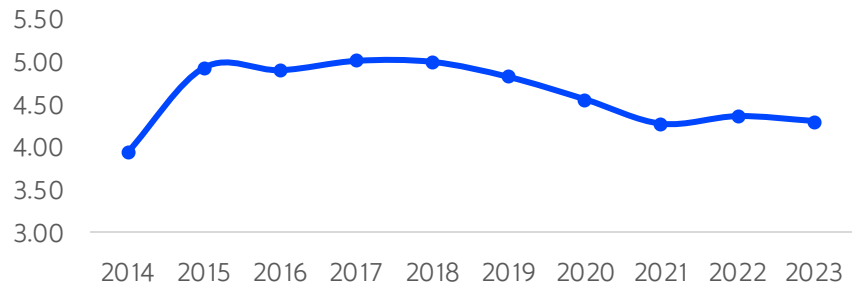
Nguồn: SBV, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

3. Biến động từ bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu

Kịch bản cơ sở là FDI tăng trưởng ổn định, nhưng cần để ý đến những rủi ro xuất hiện

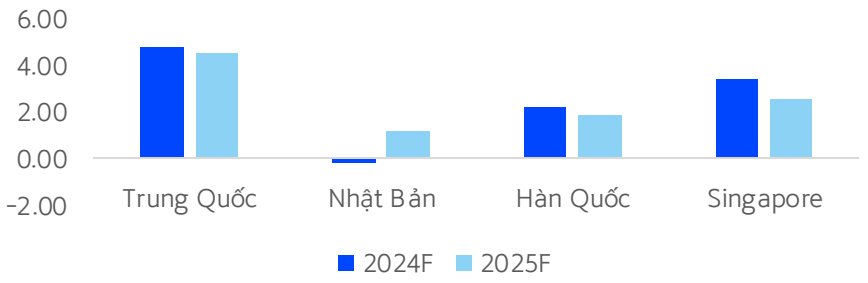
- Mặc dù dòng vốn FDI vào Việt Nam chỉ chiếm khoảng 4% GDP trong 10 năm qua, FDI đóng vai trò quan trọng trong chuyển giao công nghệ, nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia và đóng vai trò rất lớn trong giá trị xuất khẩu. Giải ngân FDI của Việt Nam đã tăng trưởng quanh mức CAGR là 6% trong 10 năm từ 2014 đến 2023. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng sẽ tiếp tục ở mức này vào năm 2025.
- Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Singapore là các quốc gia có dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam nhiều nhất. Tuy nhiên, những rủi ro đã xuất hiện trong tăng trưởng kinh tế của các nước. Hầu hết các quốc gia có dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam cao đều được dự báo có tăng trưởng GDP chậm hơn vào năm 2025. Theo số liệu từ Bloomberg, dự phóng tăng trưởng GDP của Trung Quốc sẽ đạt 4.8% vào năm 2024F và 4.5% vào năm 2025F. Tăng trưởng GDP của Hàn Quốc sẽ là 2.2% vào năm 2024F và 1.9% vào năm 2025F. Với thông báo về thuế quan từ chính quyền Trump sắp tới, nền kinh tế Trung Quốc sẽ phải đối mặt với một năm đầy thách thức phía trước khi Trump đề xuất tăng thêm 10% đối với hàng hóa từ đất nước này.
- Tuy nhiên, nếu nhìn vào mặt tích cực hơn, dòng vốn có thể tìm kiếm cơ hội đầu tư ở các quốc gia ổn định với lợi suất hấp dẫn và có nhiều chính sách hỗ trợ. Việt Nam có thể là một trong số đó. FDI có thể tiếp tục chảy vào Việt Nam cụ thể vào các lĩnh vực bán dẫn, AI và những ngành liên quan

Vốn FDI chảy vào Việt Nam (% GDP)



Nguồn: World Bank, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng tăng trưởng GDP (%)



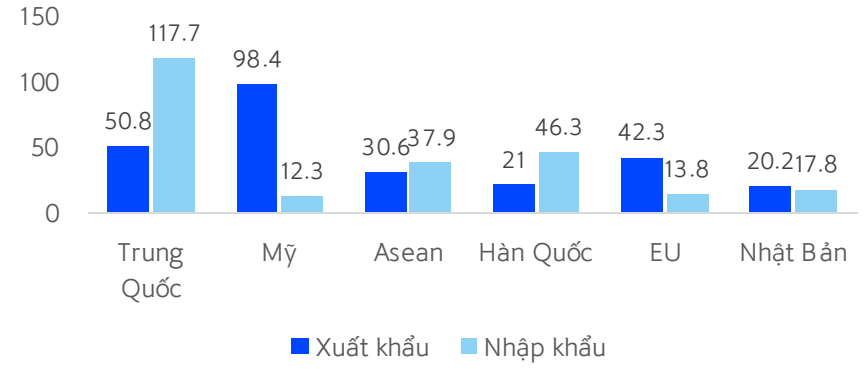
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

3. Biến động từ bối cảnh kinh tế vĩ mô toàn cầu

Xuất khẩu sẽ đối mặt với những thách thức dưới thời Trump 2.0

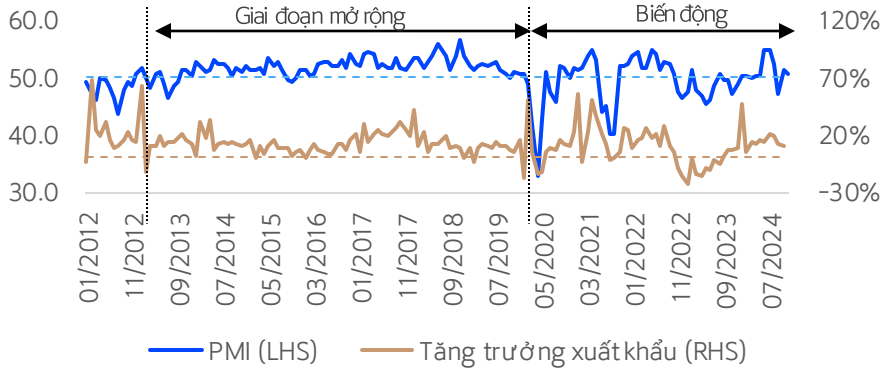
- Việt Nam có thể bị ảnh hưởng bởi các biện pháp thuế quan của Trump. Có nguy cơ Trump có thể áp dụng thuế quan đối với các quốc gia có giá trị xuất khẩu cao sang Mỹ. Cụ thể là Trump đã đề xuất ban hành mức thuế 25% đối với hàng hóa từ Mexico và Canada. Trong khi Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, thì Trung Quốc (TQ) là thị trường nhập khẩu lớn nhất của Việt Nam. Dưới thời chính quyền đầu tiên của Trump, TQ đã giảm giá trị xuất khẩu sang Mỹ và chuyển hướng hàng hóa qua các nền kinh tế khác. Việt Nam là một trong số đó. Tính đến tháng 10 năm 2024, giá trị xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ là 98.4 tỷ USD.
- Xuất khẩu của Việt Nam cũng cho thấy một số dấu hiệu suy yếu sau khi Trump tái đắc cử. PMI có thể dự báo tăng trưởng xuất khẩu trong những tháng tới. Trong giai đoạn mở rộng năm 2013-2020, PMI nằm trên 51 và tăng trưởng xuất khẩu luôn ở mức tích cực. Trong khi đó, chỉ số PMI vào tháng 11 năm 2024 đạt 50.8, giảm so với mức 51.2 vào tháng 10. Nhu cầu yếu từ thị trường quốc tế đã cản trở tăng trưởng chung. Đơn đặt hàng mới giảm dần sau khi tăng nhẹ vào tháng trước. Và xuất khẩu đã giảm mạnh nhất kể từ tháng 7 năm 2023. Hoạt động xuất khẩu sẽ phải đối mặt với nhiều bất ổn vào năm 2025. Các nhà sản xuất toàn cầu có thể sẽ đợi cho đến khi ông Trump công bố kế hoạch áp thuế quan của mình, sau đó sẽ hành động dựa trên kế hoạch đó.

Giá trị XNK theo từng nước trong 10M2024 (tỷ USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

PMI & Tăng trưởng xuất khẩu



Nguồn: S&P Global, Shinhan Securities Vietnam

Nội lực

Tóm tắt nội dung

- Năm 2025 sẽ là năm quan trọng để nền kinh tế Việt Nam chuyển mình. Việt Nam đặt nền móng cho kế hoạch phát triển dài hạn của đất nước bằng những cải cách chính sách vào năm 2024. Hướng đến năm 2025, Việt Nam đặt ra mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng trong bối cảnh triển vọng kinh tế vĩ mô toàn cầu còn nhiều bất ổn. Để đạt được mục tiêu tăng trưởng đó, nền kinh tế sẽ tận dụng sức mạnh nội tại (tiêu dùng trong nước và đầu tư), được hỗ trợ bởi các chính sách tài khóa và chính sách sửa đổi. Chúng tôi tin rằng trong nửa đầu năm 2025, chính sách tiền tệ sẽ bị hạn chế về không gian để hỗ trợ nền kinh tế dưới thời chính quyền Trump sắp tới. Các ngành được hưởng lợi trong giai đoạn này là từ những thay đổi về chính sách, luật mới sửa đổi và chính sách tài khóa. Các ngành này sẽ có nhiều cơ hội để có được kết quả tốt trong nửa đầu năm 2025.

- Từ góc nhìn vĩ mô, trong năm 2025, chúng tôi tìm kiếm những cơ hội đầu tư được đặt trong kế hoạch phát triển kinh tế của đất nước và bối cảnh kinh tế toàn cầu hiện nay. Dưới đây là những phân tích sơ bộ của chúng tôi về các ngành chính:

    - Ngân hàng – Với vai trò không thể thay thế trong phát triển kinh tế, ngành ngân hàng sẽ luôn là lựa chọn đầu tư hàng đầu cho chủ đề phát triển kinh tế. Tuy nhiên, trong nửa đầu năm 2025, sự phân hóa sẽ xuất hiện khi toàn ngành đối mặt với rủi ro từ chất lượng tài sản. Tỷ lệ nợ xấu có xu hướng tăng. Ngoài ra, NIM của các ngân hàng sẽ khó có khả năng tăng so với năm 2024 vì lãi suất tiền gửi sẽ nằm ở mức cao. NHNN có khả năng sẽ duy trì mức lãi suất cao để giữ chênh lệch lãi suất USD-VND ở mức hợp lý cho nền kinh tế tổng thể. Trong khi đó, lãi suất cho vay sẽ phải duy trì ở mức vừa phải để có thể hỗ trợ doanh nghiệp trong nước. Ngân hàng có phân khúc khách hàng trong đầu tư công sẽ có một nửa đầu năm tốt khi đầu tư công được chú trọng thúc đẩy.

    - Bất động sản – Những thay đổi mới về chính sách đã giúp thị trường bất động sản sôi nổi trở lại. Mặc dù các công ty lớn đang gặp khó khăn trong các dự án trọng điểm, nhưng các doanh nghiệp vừa và nhỏ đã hoàn thành các dự án và bắt đầu mở bán nhờ các cải cách. Năm 2025, triển vọng của ngành sẽ tươi sáng hơn khi tâm lý thị trường dần phục hồi.

    - Công nghệ – Giống như ngành ngân hàng, công nghệ là một lựa chọn đầu tư cho một chủ đề lớn. Công nghệ là ngành then chốt trong việc nâng cao năng suất lao động của toàn xã hội. Chính phủ Việt Nam đã đánh dấu cột mốc trở thành trung tâm nghiên cứu và phát triển AI hàng đầu châu Á khi ký kết hợp tác với Nvidia vào cuối năm 2024.

Bảng dự phóng

Chỉ báo vĩ mô	2021	2022	2023	2024E	2025F
Tăng trưởng GDP (% YoY)	2.6	8.1	5.1	6.8	7.0
CPI (% YoY)	1.8	3.2	3.3	3.7	3.9
IIP (% YoY)	4.7	7.4	1.3	8.5	8.8
Doanh số bán lẻ (% YoY)	-3.8	21.7	9.3	8.9	9.1
Tăng trưởng xuất khẩu (% YoY)	18.9	10.6	-4.6	15.1	7.1
Tăng trưởng nhập khẩu (% YoY)	26.7	8.1	-9.2	17.2	8.5
Vốn FDI thực hiện (tỷ USD)	19.7	22.4	23.2	24.8	26.6
Đầu tư công (nghìn tỷ VND)	424	512	625	649	714
Tăng trưởng tín dụng (% YoY)	13.6	14.2	13.8	15.0	15.0
Lãi suất tái cấp vốn NHNN (%)	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50
Tỷ giá	23,470	23,715	24,720	25,600	26,200

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

Chinh phục thử thách



Nam Hoàng
☎ (84-28) 6299-7603
✉ nam.h@shinhan.com

Nội dung

Triển vọng Thị trường Chứng khoán 2025 – Chinh phục thử thách

1. Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

- Sự kiện chi phối thị trường chứng khoán trong năm 2024
- VNINDEX đang có tỷ suất sinh lời cực kỳ hấp dẫn và định giá thấp trong 10 năm trở lại đây, nhưng chưa thể bứt phá.
- Dự nợ margin vượt đỉnh, trong khi GTGD và tiền gửi KH sụt giảm
- Khối ngoại gia tăng bán ròng từ tháng 10/2024, được hấp thụ tốt bởi dòng tiền nhà đầu tư cá nhân
- Dòng tiền có xu hướng tìm đến nhóm ngành tăng trưởng lợi nhuận tốt

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

- Kỳ vọng chênh lệch lãi suất dương trở lại giảm áp lực bán ròng của khối ngoại
- Tăng trưởng lợi nhuận DNNY dẫn dắt đà tăng của thị trường. Ước phóng tăng trưởng lợi nhuận 2025 đạt 20%
- Nhóm ngân hàng được kì vọng tiếp tục tăng trưởng đóng góp chính vào tăng trưởng lợi nhuận chung của các DNNY 2025
- Nhóm ngân hàng và bất động sản đang được giao dịch ở vùng định giá thấp, có cơ hội thu hút dòng tiền đầu tư mới
- Nỗ lực cho mục tiêu nâng hạng thị trường mới nổi FTSE vào tháng 9/2025

3. Kịch bản thị trường

- Kịch bản cơ sở: VNINDEX chinh phục vùng đỉnh cũ 1,500

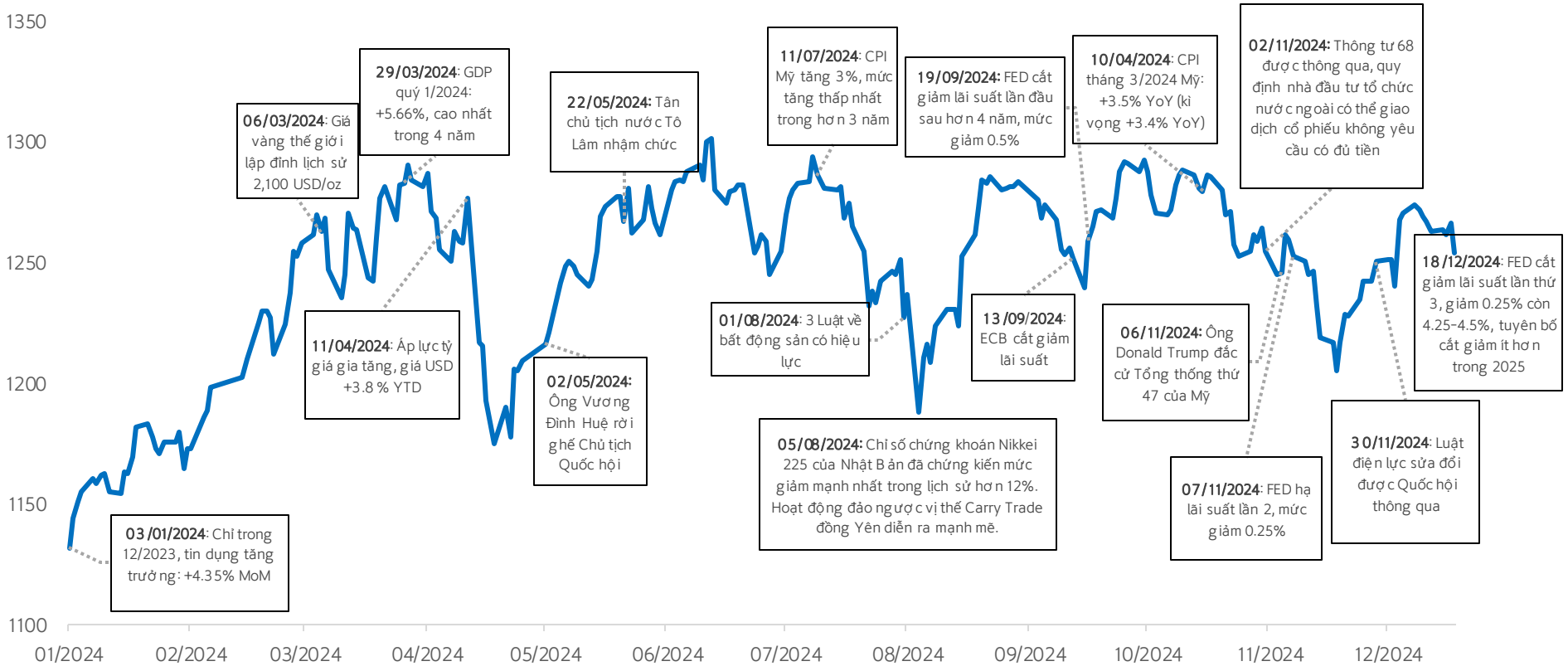
01

Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

Diễn biến thị trường trong năm 2024 tạm thời được chia làm 2 giai đoạn chính. Giai đoạn 1, VNINDEX bắt đầu tăng từ vùng 1,130 và đạt đỉnh cao nhất vào tháng 6/2024 tại 1,302 điểm; giai đoạn 2, thị trường giao dịch trong biên độ 1,200 -1,300 cho đến nay. Đây cũng là giai đoạn thanh khoản sụt giảm mạnh, khối ngoại gia tăng bán ròng, trong khi đó dư nợ margin liên tục vượt đỉnh. Mặt khác, điểm sáng là VNINDEX đang có tỷ suất sinh lời cực kỳ hấp dẫn, được giao dịch ở vùng định giá thấp và tăng trưởng lợi nhuận của các DNNY vẫn duy trì tốt trong năm nay.

1. Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

Sự kiện chi phối thị trường chứng khoán trong năm 2024

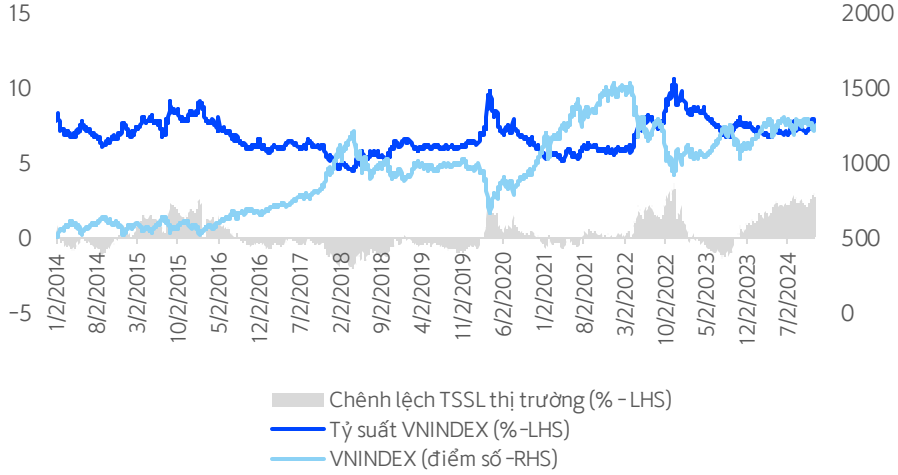


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities VietNam
Cập nhật đến 02/12/2024

1. Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

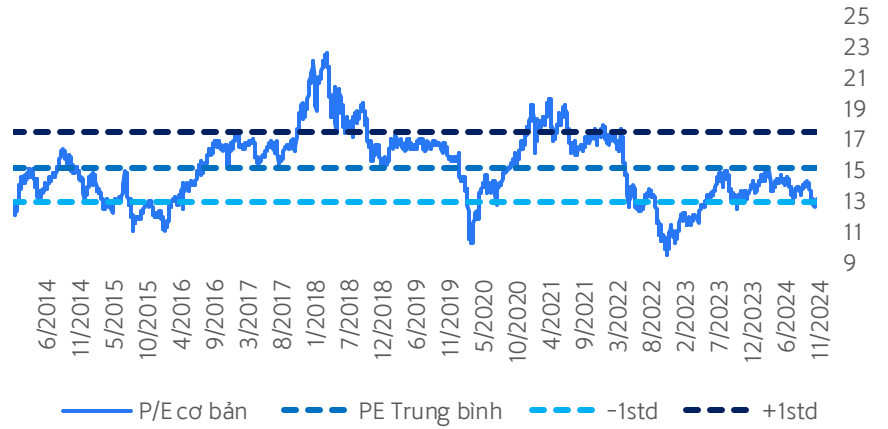
VNINDEX đang có tỷ suất sinh lời cực kỳ hấp dẫn trong 10 năm trở lại đây, nhưng chưa thể bứt phá

Chênh lệch tỷ suất sinh lời của thị trường đạt mức đỉnh trong 10 năm



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Chênh lệch tỷ suất sinh lời (TSSL) = Tỷ suất sinh lời (E/P) của VNINDEX – Lãi suất huy động tiền gửi 6T-12T cao nhất
Cập nhật đến 28/11/2024

Thị trường hiện đang giao dịch tại mức P/E 13x, thấp hơn so với P/E trung bình 10 năm là 15x

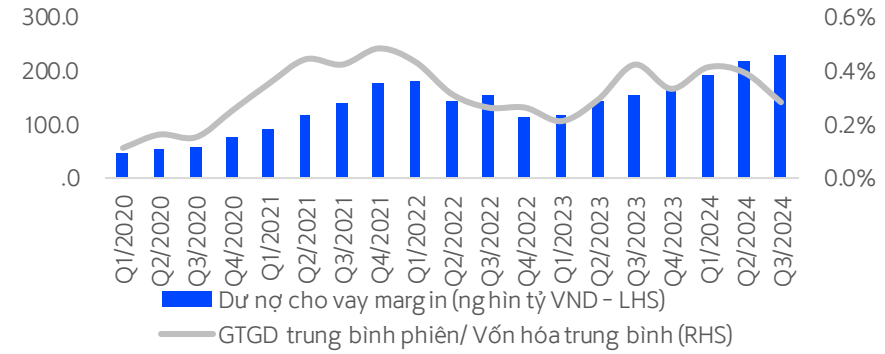


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Cập nhật đến 28/11/2024

- **Chênh lệch tỷ suất sinh lời VNINDEX (E/P) và lãi suất huy động đang nằm ở vùng cao nhất trong 10 năm trở lại đây cho thấy sự hấp dẫn của kênh đầu tư cổ phiếu.** Dựa vào dữ liệu 10 năm trở lại đây, tất cả 3 lần chênh lệch tỷ suất sinh lời của thị trường trên 2% cũng là lúc VNINDEX đang giao dịch ở vùng đáy và quay lại xu hướng tăng sau đó (2015; 2020; và 2023). Chúng tôi nhận thấy, giai đoạn 2024 có tính tương đồng với giai đoạn 2015-2016 khi chênh lệch TSSL đã trên 2% trong thời gian khá dài nhưng chỉ số vẫn chưa bứt phá. Tuy nhiên, bước qua 2017 thị trường đã chứng kiến một trong những cú tăng điểm mạnh nhất lịch sử; chúng tôi kì vọng nhịp tăng mạnh tương tự sẽ xảy ra trong tương lai gần.

Dự nợ margin vượt đỉnh, nhưng dư địa cho vay vẫn còn nhờ quá trình tăng vốn của các CTCK

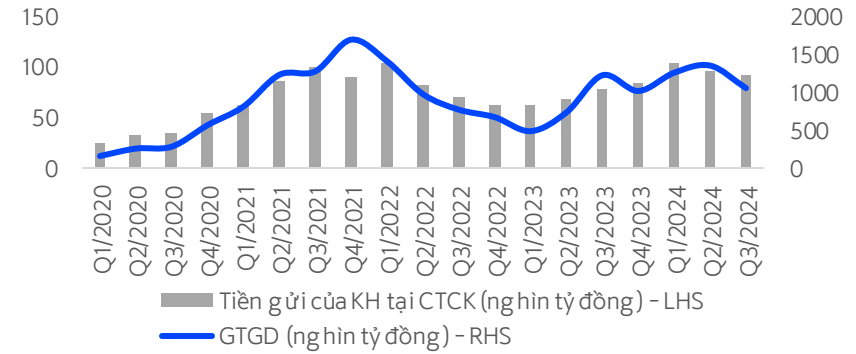
Dư nợ cho vay margin liên tục tăng nhưng GTGD/vốn hóa có xu hướng giảm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 28/11/2024

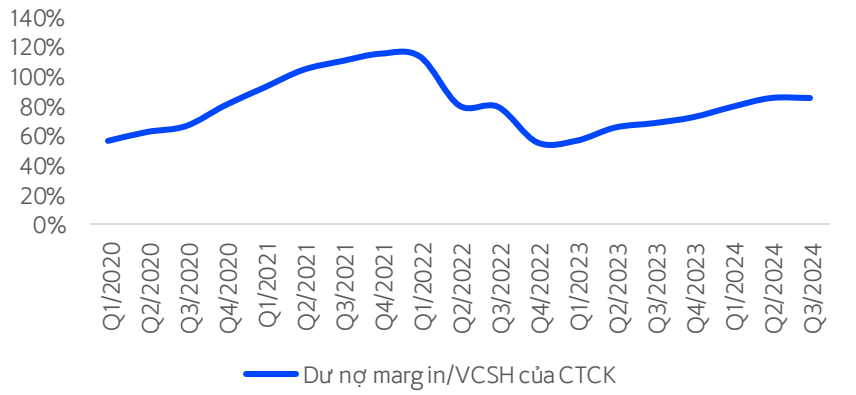
- **Dự nợ cho vay margin liên tục tăng qua các quý và vượt đỉnh cũ** nhưng GTGD/vốn hóa lại có xu hướng giảm cho thấy có khả năng hoạt động vay nợ margin không đến từ nhóm khách hàng cá nhân giao dịch với tần suất cao trong bối cảnh thị trường sideway. Bên cạnh đó, tiền gửi của KH tại CTCK có xu hướng giảm trong 2 quý gần nhất cũng đồng thời cho thấy nhà đầu tư có xu hướng rút tiền ra khỏi thị trường chứng khoán.
- **Điểm sáng là khả năng cho vay margin của các CTCK còn rất lớn thể hiện qua tỷ lệ dư nợ margin/VCSH của các CTCK đang ở vùng thấp** nhờ quá trình tăng vốn mạnh mẽ của các công ty từ năm 2022. Với dư địa cho vay còn lớn và nếu thị trường được nâng hạng, các CTCK hoàn toàn có thể tài trợ hoạt động prefunding khi đón nhận dòng vốn ngoại trong năm 2025.

GTGD và tiền gửi KH có xu hướng giảm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dư địa cho vay của các CTCK vẫn còn rất lớn



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

1. Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

Dòng tiền có xu hướng tìm đến nhóm ngành tăng trưởng lợi nhuận tốt

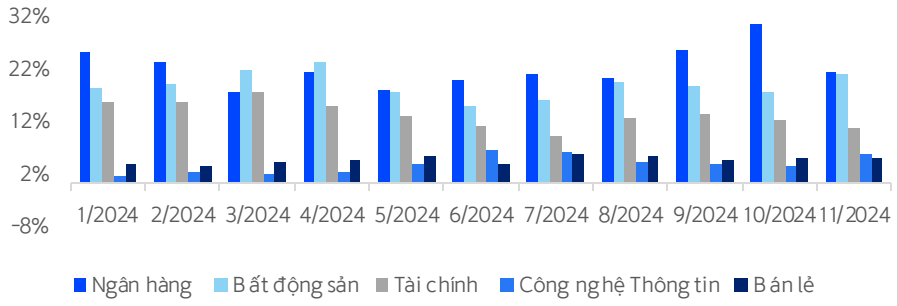
- **Giá trị giao dịch đạt đỉnh trong tháng 6/2024 sau đó giảm mạnh về cuối năm ở hầu hết các nhóm ngành. Tuy nhiên, dòng tiền vẫn tìm đến nhóm ngành tăng trưởng lợi nhuận tốt.**
- Nhóm ngành nhận được sự chú ý của dòng tiền và tỷ suất đầu tư cao tính từ đầu năm cũng là nhóm ngành có KQKD tăng trưởng tốt như: Công nghệ thông tin, bán lẻ, hàng & dịch vụ công nghiệp, du lịch & giải trí, hóa chất,…
- Nhóm ngành ghi nhận dòng tiền sụt giảm mạnh và tỷ suất đầu tư thấp cũng là nhóm ngành có KQKD sụt giảm như: dầu khí, y tế, và Ô tô & phụ tùng

Giá trị giao dịch trung bình/phiên theo tháng (tỷ đồng)

	1/2024	2/2024	3/2024	4/2024	5/2024	6/2024	7/2024	8/2024	9/2024	10/2024	11/2024
Ngân hàng	3,687	4,339	4,301	4,110	3,417	3,861	3,183	2,934	3,497	4,301	2,683
Bất động sản	2,695	3,565	5,299	4,478	3,347	2,914	2,436	2,829	2,561	2,479	2,601
Tài chính	2,314	2,900	4,224	2,877	2,417	2,160	1,344	1,826	1,824	1,722	1,348
Thực phẩm và đồ uống	1,049	1,524	2,061	1,516	1,863	1,694	1,236	1,436	1,051	1,195	1,044
Tài nguyên cơ bản	1,301	1,370	1,660	1,114	1,308	1,474	1,023	959	928	865	766
Hóa chất	513	939	1,143	789	1,135	1,308	1,020	806	724	572	594
Bán lẻ	544	633	1,030	873	970	733	836	784	608	721	613
Công nghệ Thông tin	213	395	431	438	726	1,295	897	628	537	469	690
Xây dựng và vật liệu	947	1,254	1,515	938	873	907	600	550	530	516	575
Hàng hóa dịch vụ & Công nghiệp	713	879	1,442	1,090	1,361	1,600	1,069	708	476	551	799
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	179	219	288	239	360	496	373	321	218	171	216
Hàng cá nhân & Gia dụng	160	184	347	253	346	371	312	329	203	148	150
Dầu khí	132	215	292	241	277	212	190	201	166	155	112
Du lịch và Giải trí	87	87	104	177	269	294	262	155	119	140	180
Dược và Y tế	17	22	31	23	36	59	77	42	54	48	34
Ô tô & Phụ tùng	65	81	99	88	117	134	100	60	42	56	54
Bảo hiểm	26	34	43	22	64	78	63	39	29	23	21
Truyền thông	10	16	20	9	13	15	20	8	7	16	25

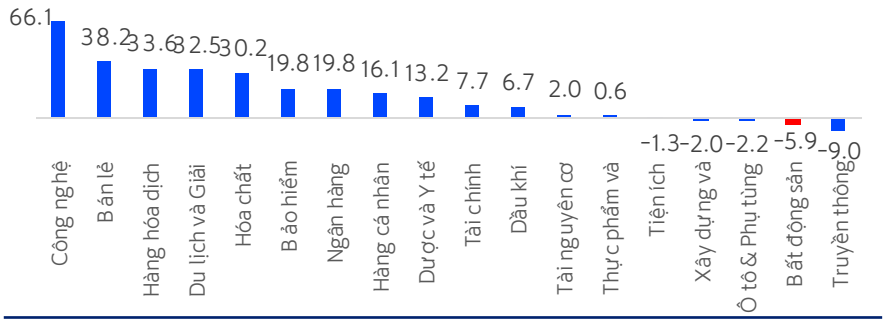
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu đến ngày 28/11/2024

Tỷ trọng GTGD trung bình/ phiên của một số nhóm ngành tiêu biểu (%)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 28/11/2024

Tỷ suất đầu tư theo nhóm ngành YTD (%)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

1. Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

Khối ngoại gia tăng bán ròng từ tháng 10/2024 ở nhiều quốc gia khác Đông Nam Á

Dòng vốn ròng cổ phiếu theo quốc gia (triệu USD)

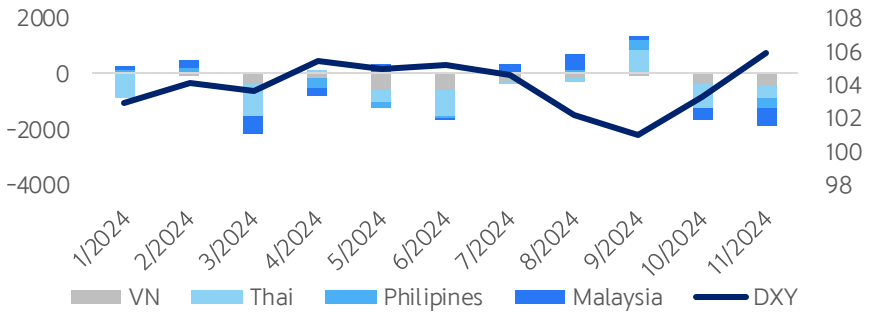
	WTD	MTD	QTD	YTD
Trung Quốc*	n.a	96,396	70,179	52,200
Ấn độ	71	2,981	-10,128	906
Indonesia	24	91	-1,691	1,558
Nhật Bản*	-4,058	-1,834	14,776	8,775
Maylaysia	-48	-219	-1,330	-524
Philippines	12	-20	-347	-325
Hàn Quốc	201	43	-6,563	3,999
Sri Lanka	0	-3	-15	-34
Đài Loan	-651	1,965	-4,950	-18,291
Thái Lan	-115	-155	-1,399	-3,979
Việt Nam	-24	-31	-895	-3,120

*Trung Quốc: Số liệu có độ trễ 1 quý, Nhật Bản: Số liệu có độ trễ 1 tuần.

Nguồn: Bloomberg

*Trung Quốc và Nhật Bản có số liệu trễ lần lượt là 1 quý và 1 tuần
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 02/12/2024

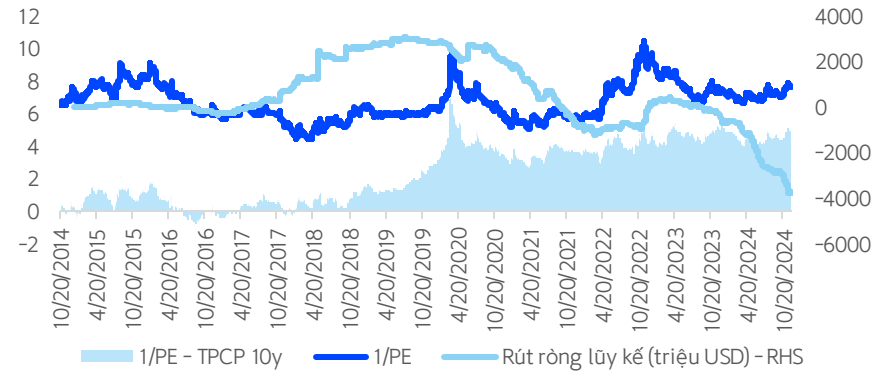
Dòng vốn ròng theo tháng tại các quốc gia (triệu USD)



Nguồn Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 02/12/2024

- **Dòng vốn ròng đầu tư cổ phiếu tại các quốc gia Đông Nam Á có xu hướng biến động theo sức mạnh của đồng USD và tỷ giá của quốc gia đó.** Trong 1H2024, chỉ số DXY tăng khoảng 5% và đạt mức cao nhất 106, đây cũng là giai đoạn khối ngoại liên tục gia tăng bán ròng tại nhiều quốc gia ĐNA. Sau đó DXY cũng hạ nhiệt cho đến đầu tháng 10, sự kiện bầu cử tổng thống Mỹ đã khiến cho chỉ số DXY tăng phi mã và có thời điểm đạt mức 107 – 108 (cao nhất trong 2 năm trở lại đây), khiến cho dòng vốn khối ngoại lại có xu hướng gia tăng bán ròng.
- Thị trường Việt Nam dường như đang kém hấp dẫn và rủi ro hơn (thể hiện qua phần bù rủi ro cao hơn) đối với khối ngoại sau giai đoạn Covid (thể hiện qua dòng vốn có xu hướng rút ròng và chuyển qua các kênh tài sản khác).

Thị trường đang giao dịch với phần bù rủi ro cao hơn sau năm 2020 (giai đoạn Covid)



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Phần bù rủi ro = Tỉ suất sinh lời VNINDEX (E/P) - lãi suất TPCP 10 năm
Dữ liệu cập nhật đến 02/12/2024

1. Diễn biến thị trường chứng khoán 2024

Khối ngoại bán ròng mạnh, nhưng được hấp thụ tốt nhờ dòng tiền NĐT cá nhân

Mua bán ròng theo nhóm ngành và các nhà đầu tư từ đầu năm (tỷ VND)

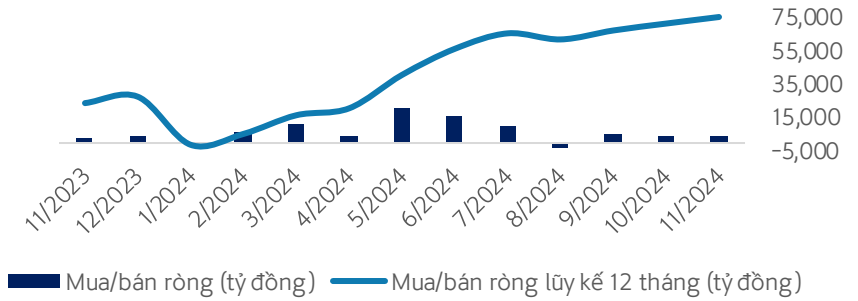
Ngành ICB cấp 2	Tự doanh (tỷ VND)	Nước ngoài (tỷ VND)	Cá nhân trong nước (tỷ VND)	Tổ chức trong nước (tỷ VND)
Bất động sản	-564	-27,414	18,408	9,007
Tài nguyên Cơ bản	566	-6,650	7,757	-1,107
Truyền thông	0	78	-54	-24
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-169	-197	-1,331	1,528
Y tế	153	305	-519	214
Hóa chất	321	-1,488	1,447	41
Dịch vụ tài chính	11,126	-15,335	4,159	11,177
Du lịch và Giải trí	48	-2,071	1,864	207
Ngân hàng	-960	-18,079	23,493	-5,414
Xây dựng và Vật liệu	725	-650	1,592	-942
Thực phẩm và đồ uống	357	-9,001	7,261	1,740
Bán lẻ	-779	1,680	-2,899	1,218
Điện, nước & xăng dầu khí đ	469	-2,181	2,063	118
Hàng cá nhân & Gia dụng	-848	346	-694	349
Công nghệ Thông tin	-1,301	-6,407	11,156	-4,750
Ô tô và phụ tùng	-53	291	-318	27
Bảo hiểm	-37	96	-159	63
Dầu khí	11	-1,804	1,829	-25
Tổng	9,065	-88,482	75,056	13,427

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Không bao gồm giá trị giao dịch thỏa thuận

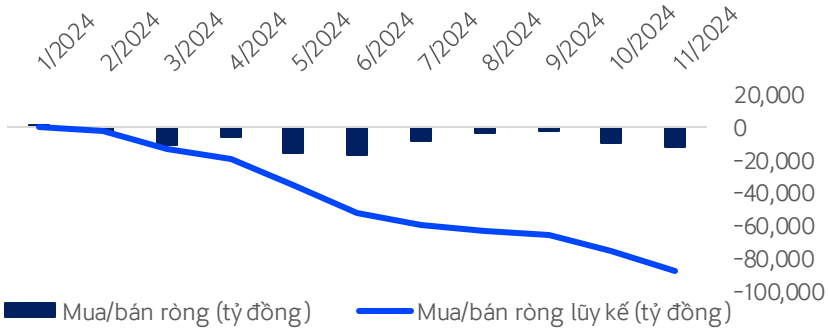
Dữ liệu cập nhật đến ngày 28/11/2024

Hoạt động mua/bán ròng của NĐT cá nhân từ đầu năm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam; Dữ liệu cập nhật đến ngày 28/11/2024

Hoạt động mua/bán ròng của khối ngoại từ đầu năm



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến ngày 28/11/2024

Triển vọng thị trường chứng khoán trong năm 2025

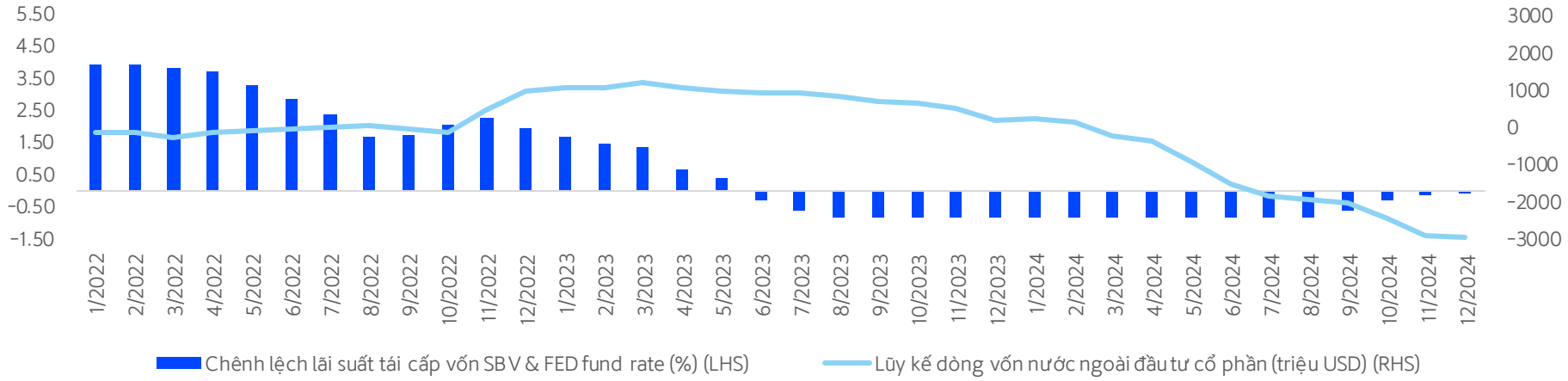
02

Với những diễn biến khó đoán và rủi ro tiềm ẩn trong năm 2025, chúng tôi vẫn lạc quan về khả năng VNINDEX hướng đến mốc 1,500 điểm, dựa trên nền tảng vững chắc của nền kinh tế vĩ mô và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khả quan của các doanh nghiệp niêm yết. Cụ thể, trong 9T/2024 lợi nhuận các DNNY đã có sự tăng trưởng +15% YoY phù hợp với dự báo của chúng tôi. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận sẽ đạt mức cao hơn khoảng 20%; bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng nâng hạng thị trường của FTSE diễn ra vào tháng 9/2025 sẽ là chất xúc tác đủ mạnh để thúc đẩy thanh khoản giao dịch, từ đó đưa chỉ số hướng đến vùng điểm mục tiêu.

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

Kỳ vọng chênh lệch lãi suất dương trở lại sẽ giảm áp lực bán ròng của khối ngoại

Chênh lệch lãi suất âm góp phần khiến dòng vốn ngoại rút khỏi thị trường cổ phiếu Việt Nam



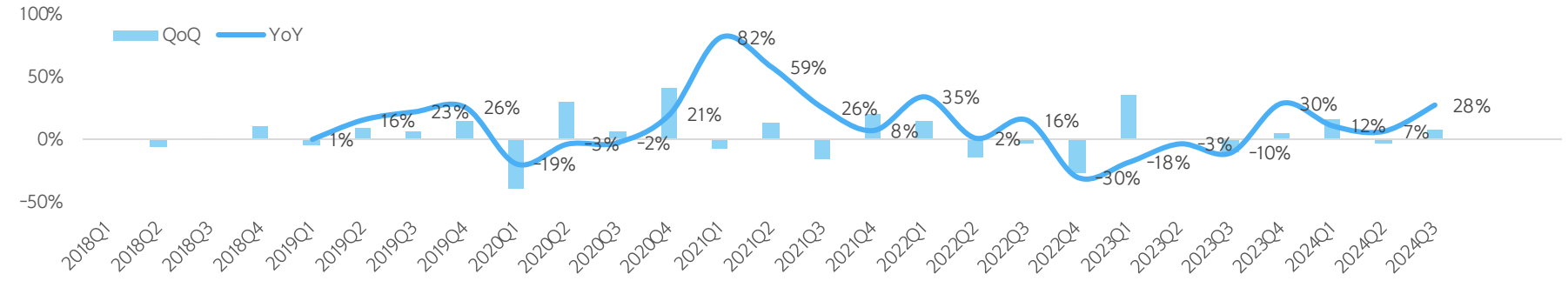
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam, tính tới ngày 02/12/2024

- **Kỳ vọng những lần hạ lãi suất của FED trong năm 2025 sẽ khiến cho chênh lệch lãi suất dương trở lại – phần nào giảm áp lực bán ròng của khối ngoại.** Trong năm 2024, FED đã có 3 lần cắt giảm lãi suất từ 5.25-5.5% xuống còn 4.25-4.5%, trong khi đó lãi suất tái cấp vốn của SBV được giữ ổn định ở mức 4.5%. Chúng tôi nhận thấy xu hướng bán ròng của khối ngoại có dấu hiệu chậm lại từ sau khi FED hạ lãi suất lần đầu sau 4 năm vào tháng 09/2024 với mức hạ 50 điểm cơ bản. Đà bán ròng trước đây khoảng 400 – 500 triệu USD/tháng nay chỉ còn 100 triệu USD./tháng vào tháng 8 và tháng 9. Dù đà bán ròng có xu hướng quay lại vào tháng 10 và tháng 11 nhưng có lẽ chủ yếu do tâm lý ngắn hạn ngay sau khi ông Trump tái đắc cử tổng thống. Với kỳ vọng FED có thể sẽ hạ lãi suất 2 lần nữa từ 4.5% xuống 4.0% trong năm 2025 (mỗi lần hạ 0.25%) và lãi suất tái cấp vốn của SBV khó có khả năng hạ thấp nữa, chênh lệch dương khoảng từ 0.5% trở lên sẽ phần nào khiến khối ngoại ít nhất ngừng đà bán ròng.

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

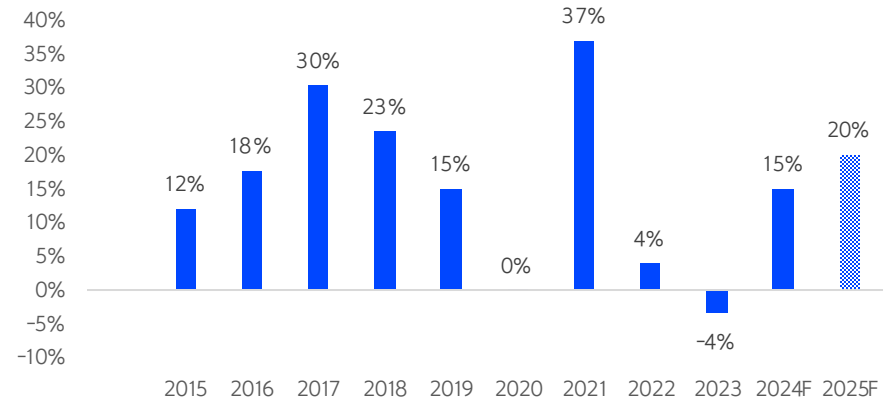
Lợi nhuận của toàn thị trường duy trì đà tăng và dự phóng tiếp tục tăng trưởng 20% trong 2025

Tăng trưởng lợi nhuận hàng quý của các doanh nghiệp niêm yết (DNNY) trên HSX



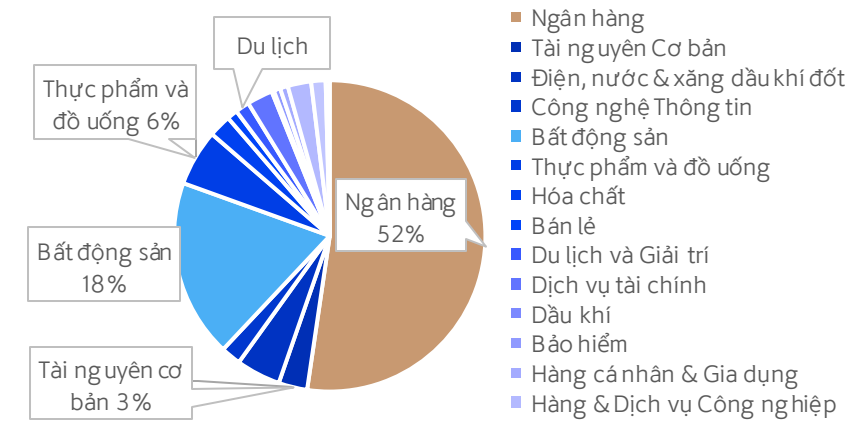
Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng lợi nhuận hàng năm của DNNY trên HSX



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lợi nhuận theo ngành trên HSX (2024Q3)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

Nhóm ngân hàng được kì vọng tiếp tục đóng góp chính vào mức tăng trưởng lợi nhuận chung của các DNNY

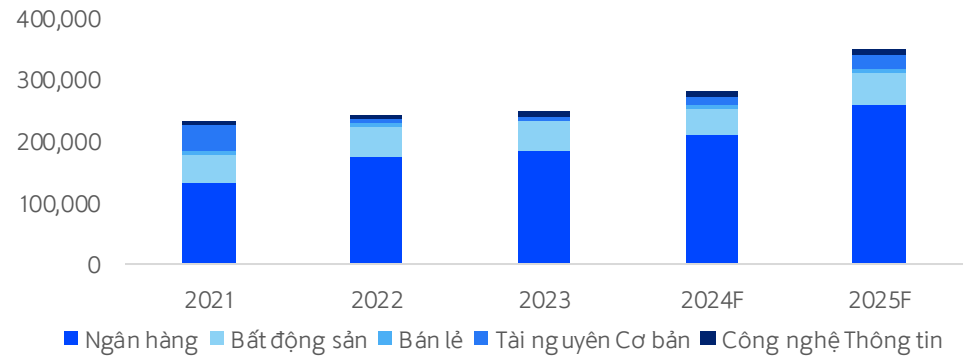
- **Nhìn chung trong 9T/2024, nhóm ngân hàng là đầu tàu giúp toàn thị trường phục hồi. Bên cạnh đó, nhóm bán lẻ, tài nguyên cơ bản và nhóm truyền thông có mức tăng trưởng mạnh mẽ khi phục hồi từ nền thấp.** Nhiều nhóm ngành vẫn giữ được đà tăng tốt từ đầu năm như: Du lịch & Giải trí, Công nghệ thông tin,...
- **Trong Q3/2024, nhóm bất động sản ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận vô cùng mạnh mẽ (+48% YoY),** chủ yếu do VIC và NVL ghi nhận lợi nhuận ấn tượng so với nền thấp cùng kỳ và cả quý trước đó. Trong khi đó, VHM ghi nhận lợi nhuận giảm -26% YoY và -28% QoQ. Ngoài ra, nhóm BDS khu công nghiệp đạt mức tăng trưởng tốt.
- **Trong 2025, với mức tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường 20%, sau đây là các nhóm ngành có mức tăng trưởng vượt trung bình thị trường:** Tài nguyên cơ bản (+57%); Bán lẻ (+47%); Công nghệ thông tin (+24%); Ngân hàng (+23%).

Tăng trưởng LN công ty mẹ các nhóm ngành (QoQ)

	Q1/2023	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
Ngân hàng	21%	-4%	-5%	12%	7%	4%	-6%
Bất động sản	45%	-8%	-11%	-35%	31%	-59%	328%
Thực phẩm và đồ uống	96%	73%	-17%	-17%	11%	28%	6%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	-4%	-11%	-49%	60%	-42%	48%	18%
Hóa chất	-49%	-29%	7%	76%	-26%	34%	-21%
Tài nguyên Cơ bản	121%	81%	74%	9%	30%	5%	-21%
Dịch vụ tài chính	690%	62%	0%	-11%	31%	-7%	-3%
Công nghệ Thông tin	7%	7%	13%	3%	-1%	9%	7%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	-14%	92%	-44%	-11%	24%	34%	-23%
Du lịch và Giải trí	106%	-496%	N/A	N/A	383%	-71%	4%
Xây dựng và Vật liệu	355%	172%	-3%	37%	2%	10%	-28%
Bán lẻ	-81%	-133%	-503%	-26%	560%	23%	-16%
Dầu khí	-44%	42%	-9%	-6%	47%	9%	-82%
Hàng cá nhân & Gia dụng	18%	-29%	-23%	85%	7%	-16%	-22%
Bảo hiểm	31%	-6%	-4%	-3%	29%	-11%	-11%
Y tế	6%	-5%	-23%	23%	-15%	-1%	-19%
Ô tô và phụ tùng	-64%	16%	26%	97%	-27%	2%	-64%
Truyền thông	-73%	185%	-64%	392%	-50%	41%	11%
HSX	35%	1%	-10%	5%	17%	-3%	8%

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng LN công ty mẹ 2025F của một số nhóm ngành chính



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu của 100 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất làm đại diện thị trường

Tăng trưởng LN công ty mẹ các nhóm ngành (YoY)

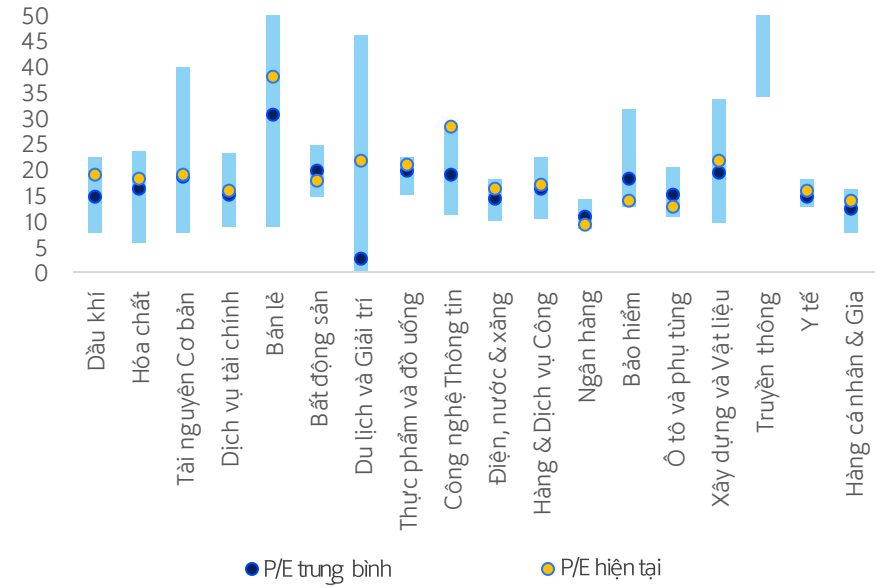
	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024	9T/2024
Ngân hàng	2%	-1%	24%	10%	19%	17%	15%
Bất động sản	51%	-39%	-24%	-31%	-69%	48%	-21%
Thực phẩm và đồ uống	-19%	-21%	133%	32%	-2%	26%	16%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	-24%	-49%	-30%	-58%	-30%	63%	-24%
Hóa chất	-71%	-60%	-32%	-2%	86%	37%	36%
Tài nguyên Cơ bản	-69%	195%	171%	347%	159%	17%	116%
Dịch vụ tài chính	98%	155%	1042%	89%	9%	6%	26%
Công nghệ Thông tin	9%	18%	33%	23%	25%	18%	22%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	37%	-20%	-17%	19%	-16%	14%	1%
Du lịch và Giải trí	N/A	16%	63%	1577%	224%	179%	-385%
Xây dựng và Vật liệu	-27%	3%	1536%	266%	48%	9%	66%
Bán lẻ	N/A	-82%	-81%	554%	2536%	408%	967%
Dầu khí	1026%	1263%	-32%	80%	38%	-72%	11%
Hàng cá nhân & Gia dụng	-37%	-38%	19%	8%	28%	30%	20%
Bảo hiểm	41%	23%	15%	13%	7%	-1%	7%
Y tế	11%	-19%	-5%	-24%	-20%	-16%	-20%
Ô tô và phụ tùng	-64%	-46%	4%	110%	85%	-47%	39%
Truyền thông	-38%	-72%	38%	152%	25%	286%	106%
HSX	-3%	-10%	30%	12%	7%	28%	15%

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
N/A: Tại thời điểm quý LN ghi nhận âm; Từ Q2-Q4/2023, LN nhóm du lịch & giải trí ghi nhận âm

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

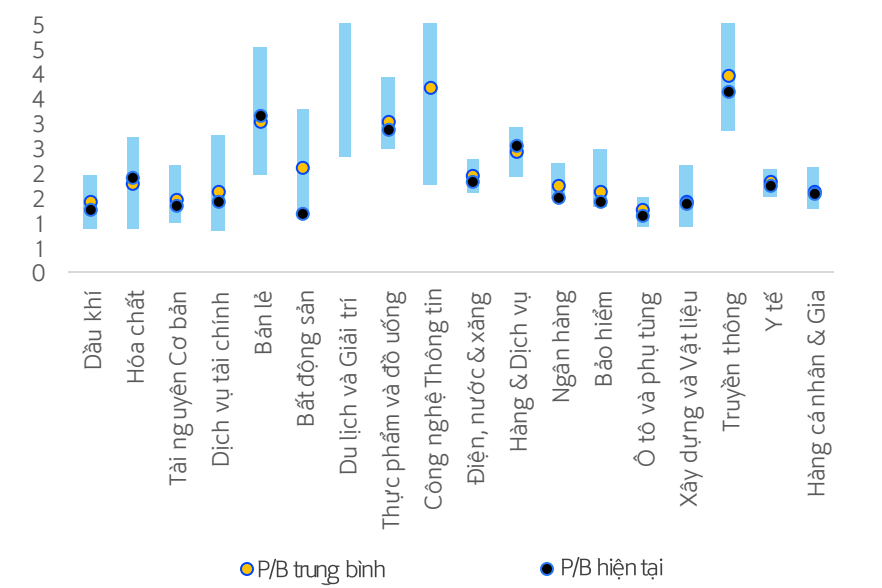
Nhóm ngân hàng và bất động sản đang được giao dịch ở vùng định giá thấp, có cơ hội thu hút dòng tiền đầu tư mới

Định giá P/E 2018-Q3/2024 theo nhóm ngành cấp 2



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam;
Dữ liệu cập nhật đến ngày 02/12/2024

Định giá theo P/B 2018-Q3/2024 theo nhóm ngành cấp 2



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

Triển vọng nâng hạng thị trường mới nổi đang dần rõ ràng hơn khi các giải pháp được triển khai

2023 | 2024 | 2025 | 2026

Cần cải thiện

- X Giới hạn sở hữu nước ngoài
- X Room cho NĐT nước ngoài
- X Quyền bình đẳng cho NĐT nước ngoài
- X Mức độ tự do hóa thị trường ngoại hối
- X Luồng thông tin
- X Thanh toán bù trừ
- X Khả năng chuyển nhượng
- X Cho vay chứng khoán
- X Bán khống chứng khoán

Các giải pháp

- ✓ Thông qua Thông tư 68/2024/TT-BTC sửa đổi các thông tư liên quan đến giải pháp ký quỹ của NĐT nước ngoài và công bố thông tin tiếng Anh.
- ✓ Thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán, quy định chặt chẽ hơn về việc vận hành CCP: Cho phép các thành viên bù trù được thực hiện bù trù chứng khoán cơ sở,; Cho phép VSDC được thành lập công ty con để triển khai CCP; Dự kiến chậm nhất đến 31/12/2027 sẽ triển khai CCP.

Nâng hạng thị trường mới nổi FTSE

- ✓ FTSE cần ít nhất 6 tháng để tham vấn ý kiến của các nhà đầu tư về giải pháp ký quỹ tính từ thời điểm có hiệu lực vào 02/11/2024. Vì vậy, 09/2025 là kịch bản khả thi nhất cho kỳ vọng FTSE nâng hạng thị trường Việt Nam lên Thị trường mới nổi sơ cấp.
- ✓ Tiếp tục giải quyết các vấn đề: giới hạn sở hữu nước ngoài, room cho nhà đầu tư nước ngoài; Vận hành hệ thống CCP.
- ✓ Dự kiến đưa KRX vào hoạt động.

Nâng hạng thị trường mới nổi MSCI

- ✓ Các giải pháp được vận hành trơn tru và được các nhà đầu tư tham gia thị trường đánh giá tích cực sẽ giúp thị trường Việt Nam được nâng hạng lên Thị trường mới nổi.
- ✓ Khi được nâng hạng, thị trường Việt Nam dự kiến sẽ có tỷ trọng khoảng 0.7% – 1.2% trong rổ Chỉ số thị trường mới nổi, từ đó thu hút 4 đến 7 tỷ đô từ các quỹ đầu tư thụ động (ETF, quỹ tương hỗ mô phỏng chỉ số…) và các quỹ chủ động tập trung thị trường mới nổi.
- ✓ Dữ liệu quá khứ cho thấy các thị trường chứng khoán thường bùng nổ trong 2 năm trước khi chính thức được nâng hạng.

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

Tỷ trọng thị trường Việt Nam & Vốn đầu tư thu hút

Tỷ trọng của mỗi thị trường trong Chỉ số Emerging Markets thường được xác định bởi chính tỷ lệ vốn hóa điều chỉnh tự do chuyển nhượng của mỗi thị trường trên tổng vốn hóa của chỉ số. Với số cập nhật mới nhất ngày 29/11/2024 của MSCI, chỉ số Emerging Markets đang có tổng vốn hóa đạt 7,688 tỷ USD, trong khi đó Việt Nam đang có vốn hóa thị trường điều chỉnh tự do chuyển nhượng ở mức 31.43 tỷ USD, tương đương 0.41% tổng vốn hóa sau khi được thêm vào. Để được nâng hạng bởi MSCI, Việt Nam sẽ phải thực hiện nhiều giải pháp để giảm giới hạn sở hữu nước ngoài, từ đó gia tăng vốn hóa tự do chuyển nhượng như Chứng chỉ lưu ký không có quyền biểu quyết (NVDR), giảm quy định giới hạn sở hữu nước ngoài ở nhiều ngành nghề…từ đó chúng tôi ước tính Việt Nam khi được nâng hạng, sẽ chiếm tỷ trọng từ 0.7%-1.2% trong chỉ số Emerging Markets. Dựa theo dữ liệu được công bố bởi MSCI, FTSE Russell và Bloomberg, SSV ước tính dòng vốn đầu tư sẽ đổ vào Việt Nam sẽ đạt khoảng 4 – 7 tỷ USD từ các quỹ đầu tư thụ động (quỹ ETF, quỹ tương hỗ theo dõi chỉ số…) và các quỹ đầu tư chủ động tập trung thị trường mới nổi.

Chỉ số thị trường	Vốn hóa (Tỷ USD)	Tỷ trọng trong Emerging Markets Index
MSCI China Index	2,075	26.99%
MSCI India Index	1,532	19.93%
MSCI Taiwan Index	1,451	18.88%
MSCI Korea Index	748	9.73%
MSCI Brazil Index	346	4.50%
MSCI Vietnam Index	31	*0.41%
MSCI Emerging Markets Index	**7,688**	**100.00%**

Nguồn: MSCI, Shinhan Securities Vietnam
*SSV ước tính

2. Triển vọng thị trường chứng khoán 2025

Các cổ phiếu hưởng lợi từ nâng hạng thị trường

Theo thống kê sự kiện, khi một thị trường được nâng hạng thì chỉ số chung thị trường đó sẽ tăng trung bình 23.2% trong khoảng thời gian từ khi được công bố cho đến lúc có hiệu lực. Tuy nhiên, diễn biến đối với từng cổ phiếu sẽ là không rõ ràng. Theo phân tích của chúng tôi, có 2 dòng cổ phiếu sẽ được hưởng lợi chính từ việc nâng hạng thị trường, gồm:

- (1) Nhóm cổ phiếu đáp ứng điều kiện để lọt vào chỉ số thị trường mới nổi từ đó thu hút phần lớn vốn đầu tư nước ngoài.
- (2) Nhóm cổ phiếu ngành chứng khoán, đặc biệt với các công ty có lợi thế về môi giới khách hàng tổ chức, vì đây sẽ là nhóm chính gia tăng phí giao dịch từ nguồn vốn mới vào thị trường.

Đối với nhóm (1) các công ty có thể đến bao gồm: CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HPG), CTCP VINHOMES (VHM), Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB), CTCP Tập đoàn MaSan (MSN) và CTCP Sữa Việt Nam (VNM). Và đối với nhóm (2), hiện tại có 3 công ty chứng khoán đang chiếm phần lớn thị phần môi giới khách hàng tổ chức là CTCP Chứng khoán SSI (SSI), CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HCM), CTCP Chứng khoán VIETCAP (VCI).

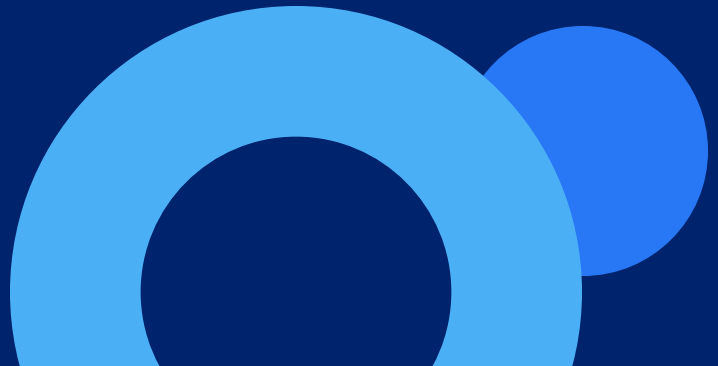
Công ty (Cổ phiếu)	Vốn hóa tự do chuyển nhượng (Tỷ USD)	Tỷ trọng trong MSCI Vietnam Index
Tập đoàn Hòa Phát (HPG)	3.31	10.52%
VINHOMES (VHM)	2.45	7.80%
Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB)	2.06	6.55%
Tập đoàn MaSan (MSN)	1.87	5.95%
Sữa Việt Nam (VNM)	1.86	5.93%
Tập đoàn Vingroup (VIC)	1.83	5.83%
Chứng khoán SSI (SSI)	1.33	4.24%
Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPB)	0.90	2.86%
Tập đoàn Hóa chất Đức Giang (DGC)	0.80	2.56%
Vincom Retail (VRE)	0.66	2.09%
Tổng	**17.08**	**54.33%**

Nguồn: MSCI, Shinhan Securities Vietnam

Kịch bản thị trường

03

- Kịch bản cơ sở: VNINDEX hướng tới vùng 1,500 điểm. VNIndex được kỳ vọng sẽ bứt phá mạnh mẽ và hướng đến vùng định giá hợp lý hơn của chỉ số. Động lực chính đến từ yếu tố tăng trưởng lợi nhuận của các DNNY trong năm 2025. Bên cạnh đó, chất xúc tác từ nâng hạng thị trường cũng sẽ góp phần khiến chỉ số đạt được vùng điểm mục tiêu dễ dàng hơn.
- Kịch bản tiêu cực, VNINDEX có thể sẽ giao dịch tại vùng 1,200 – 1,285, khi các yếu tố rủi ro khó lường dẫn đến cú sốc cho thị trường chứng khoán. Bên cạnh đó, tâm lý thị trường có thể kém khả quan hơn khi không được nâng hạng trong năm 2025



3. Kịch bản thị trường

Lựa chọn mức P/E phù hợp và ước phóng chỉ số VNINDEX

P/E theo chênh lệch tỷ suất sinh lời (E/P) và lãi suất huy động 6T-12T cao nhất

	Chênh lệch tỷ suất sinh lợi (E/P) và Lãi suất huy động 6T-12T			
Lãi suất huy động 6T-12T cao nhất	2.1%	2.3%	2.6%	2.9%
4.8%	14.5	14.1	13.5	13.0
5.0%	14.1	13.7	13.2	12.7
5.3%	13.5	13.2	12.7	12.2
5.6%	13.0	12.7	12.2	11.8
5.9%	12.5	12.2	11.8	11.4

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu cập nhật đến 28/11/2024

VNINDEX theo P/E và tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết

		Tăng trưởng lợi nhuận dự phóng 2025F		
Tỷ suất (E/P)	P/E	18%	20%	22%
9.3%	10.7	1,207	1,228	1,248
8.9%	11.2	1,263	1,285	1,306
8.2%	12.2	1,376	1,400	1,423
7.6%	13.2	1,489	1,514	1,540
7.3%	13.7	1,545	1,572	1,598
7.0%	14.2	1,602	1,629	1,656

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

3. Kịch bản thị trường

Các yếu tố hỗ trợ và rủi ro thị trường chứng khoán trong năm 2025

Các yếu tố hỗ trợ thị trường chứng khoán

- Lãi suất duy trì ở mức thấp hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và kích thích dòng tiền đổ vào thị trường chứng khoán.
- Thị trường chứng khoán Việt Nam chính thức được nâng hạng, đón nhận được dòng tiền lớn.
- Định giá thị trường hiện vẫn rẻ hơn so với mức trung bình 10 năm
- Quy mô margin thị trường vẫn ở trạng thái an toàn.
- Kì vọng FED tiếp tục hạ lãi suất
- Cơ hội cho nhiều nhóm ngành hưởng lợi dưới thời ông Trump 2.0
- Việc sắp xếp tổ chức bộ máy của hệ thống chính trị tinh gọn góp phần phát triển kinh tế xã hội hiệu quả hơn.

Rủi ro

- Áp lực tỷ giá tăng mạnh hơn dự kiến.
- Dư địa hạ lãi suất điều hành đã gần như không còn.
- Thị trường bất động sản và Trái phiếu doanh nghiệp vẫn khó khăn.
- Khối ngoại liên tục bán ròng.
- Chính sách bảo hộ thương mại của Mỹ dưới thời Trump 2.0
- Căng thẳng địa chính trị (Nga và Ukraine, Israel và Hamas,…)
- Kế hoạch định hướng sắp xếp, tinh gọn tổ chức bộ máy của chính phủ kéo dài hơn dự kiến (dự kiến hoàn tất trong Q1/2025) có thể ảnh hưởng đến các hoạt động kinh tế

3. Kịch bản thị trường

Kịch bản thị trường 2025: VNINDEX chinh phục vùng đỉnh cũ 1,500

Tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường 9T/2024 là 15% đang khớp với mục tiêu dự phóng chúng tôi đã đề ra trong báo cáo chiến lược đầu năm. Tuy nhiên về mặt điểm số, VNINDEX vẫn chưa thể tăng trưởng tương ứng và vượt được vùng 1,300 điểm theo kịch bản cơ sở đã đề ra trước đó của chúng tôi. Dù vậy, tính từ đầu năm 2024, VNINDEX đã từng chạm mức cao nhất tại vùng 1,300 (+15% YTD) và đóng cửa ở mức 1,260 (+11.5% YTD, ngày 24/12/2024). Với mức tăng chưa tương xứng của chỉ số, chúng tôi cho rằng thị trường đang được định giá thấp và 2025 sẽ là một năm bùng nổ hơn. Sau đây là các kịch bản được cập nhật cho năm 2025:

Kịch bản Cơ sở: VNINDEX đạt 1,500	P/E = 13x	- Chúng tôi chọn mức P/E mục tiêu 13x (thấp hơn P/E trung bình 10 năm) để thể hiện sự không chắc chắn trước những rủi ro và cơ hội mới trong năm 2025. Cụ thể, rủi ro địa chính trị và áp lực tỷ giá vẫn ở đó thậm chí có xu hướng gia tăng cùng với các chính sách của ông Trump góp phần khiến cho vùng định giá của chỉ số dao động lớn hơn. - Chúng tôi cũng cho rằng kỳ vọng nâng hạng thị trường sẽ góp phần hỗ trợ cho đà tăng của chỉ số.
	Tăng trưởng EPS ~ 20%	- Ước phóng tăng trưởng lợi nhuận 2025 đến từ (1) Tăng trưởng lợi nhuận của nhóm ngân hàng khoảng 23%, (2) Kì vọng nhóm bất động sản tăng trưởng khoảng 17%, (3) Sự tăng trưởng ổn định của nhóm hàng hóa công nghiệp và các nhóm ngành khác.

❖ **Vì những rủi ro khó lường trong năm 2025 chủ yếu từ các chính sách của ông Trump, chúng tôi đưa ra kịch bản tiêu cực cho VNINDEX sẽ giao dịch trong vùng 1,200 – 1,285** dựa vào các giả định sau: (1) VNINDEX giao dịch tại mức định giá P/E thấp hơn từ 10x – 11x tương ứng với -2 độ lệch chuẩn. Đây cũng là vùng thấp nhất lịch sử 10 năm tương tự đầu năm 2020 khi xảy ra dịch Covid lần đầu và giữa năm 2022 khi FED tăng lãi suất liên tục, (2) Tăng trưởng lợi nhuận của các DNNY thấp hơn ước tính.

Cụ thể hơn, những rủi ro khó lường có thể kể đến như: căng thẳng chính trị leo thang, chiến tranh thương mại, kinh tế toàn cầu suy yếu, đồng USD mạnh lên, khối ngoại liên tục bán ròng mạnh tại các thị trường mới nổi trong đó có Việt Nam, Việt Nam bị đưa vào danh sách thao túng tiền tệ,… Trong nước, rủi ro không được nâng hạng bởi FTSE vào tháng 9/2025 tạo nên tâm lý tiêu cực cho thị trường.

Shinhan Securities

Ngành Ngân Hàng

Cá nhân dẫn dắt tăng trưởng



Phương Nguyễn
☎ (84-28) 6299-9004
✉ phuong.nd@shinhan.com

Nội dung

Ngành Ngân hàng – Cá nhân dẫn dắt tăng trưởng

1. Bất chấp thiên tai, kinh tế Việt Nam duy trì tăng trưởng tốt trong Q3/2024

   Các chỉ số kinh tế đồng loạt thể hiện sự phục hồi tích cực của nền kinh tế, đặc biệt là nhóm ngành sản xuất công nghiệp. Niềm tin tiêu dùng nội địa và tình hình xuất khẩu đều đồng loạt cải thiện. Nhờ vậy, tăng trưởng đã trải đều trong 9T/2024 thay vì chỉ tập trung giải ngân vào trong Quý 4 của năm tài chính.

2. Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

   Nhìn chung, nhóm ngân hàng niêm yết có mức tăng trưởng tín dụng 9T/2024 đồng đều hơn so với năm trước. Trong đó, các ngân hàng có danh mục bán lẻ lớn đã bắt đầu cho thấy sự phục hồi về nhu cầu cho vay.

   Sau 9 tháng thực hiện, các ngân hàng trong nhóm này thực hiện được hơn 70% kế hoạch năm. Phần lớn các ngân hàng đang bám sát hoặc vượt kế hoạch thông qua vào đầu năm.

3. Triển vọng giai đoạn 2025

   Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LNTT hợp nhất của ngành ngân hàng ở mức 15% cho năm 2024 và 22% cho năm 2025. Nhóm khách hàng cá nhân với sản phẩm vay tiêu dùng và vay mua nhà kỳ vọng là động lực của toàn ngành. Trong 9T/2024, lợi nhuận trước thuế của nhóm ngân hàng niêm yết tăng trưởng khoảng 16% so với cùng kỳ, phù hợp với dự báo năm của chúng tôi.

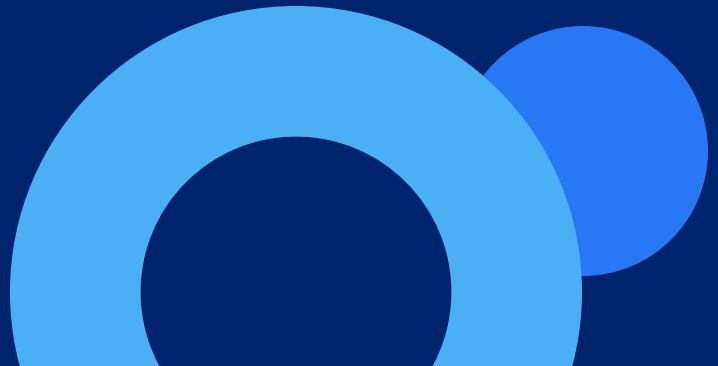
4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng

   ACB, VCB, HDB, TCB, VPB

01

Bất chấp thiên tai, kinh tế Việt Nam duy trì tăng trưởng tốt trong Q3/2024

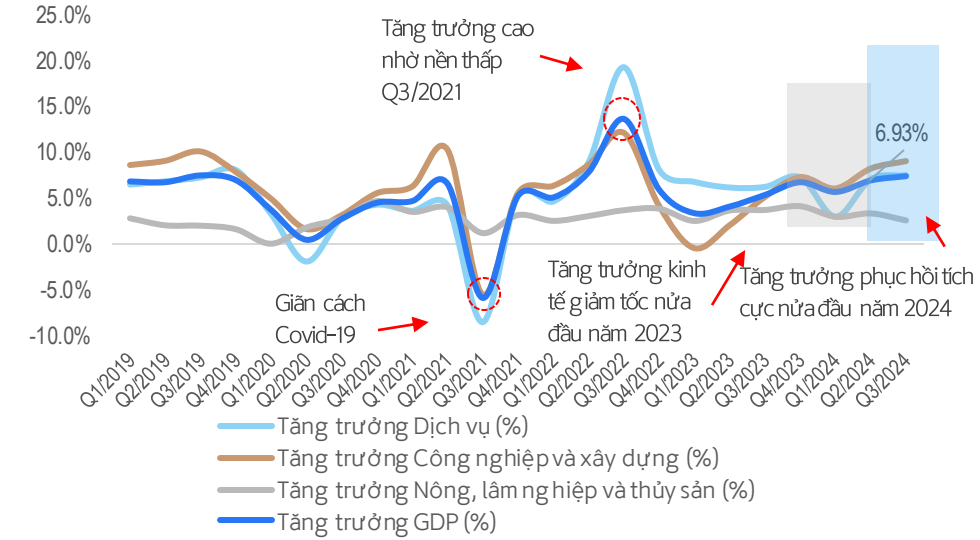
Các chỉ số kinh tế đồng loạt thể hiện sự phục hồi tích cực của nền kinh tế, đặc biệt là nhóm ngành sản xuất công nghiệp. Niềm tin tiêu dùng nội địa và tình hình xuất khẩu đều đồng loạt cải thiện. Nhờ vậy, tăng trưởng đã trải đều trong 9T/2024 thay vì chỉ tập trung giải ngân vào trong Quý 4 của năm tài chính.



1. Nền kinh tế tiếp tục đi lên từ đáy

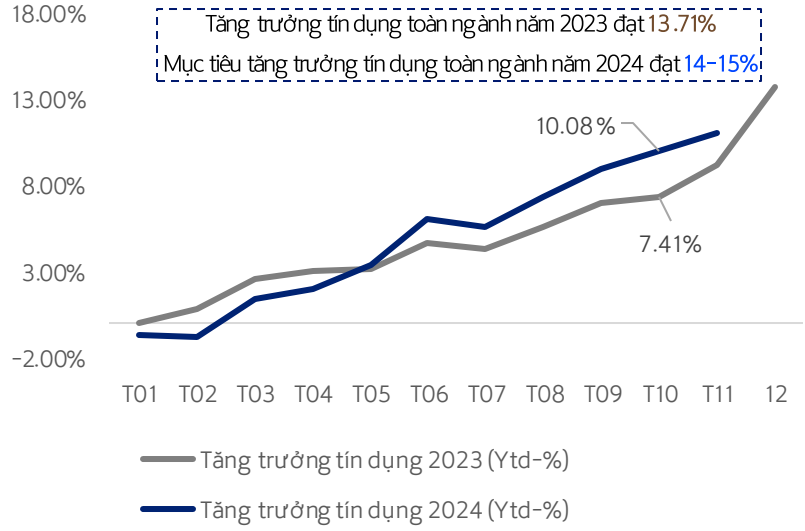
Tăng trưởng tín dụng có cải thiện so với cùng kỳ

Tăng trưởng GDP theo quý giai đoạn 2019-2024 (YoY)



Nguồn: GSO, Fiinpro , Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tín dụng lũy kế năm 2024 (Ytd %)



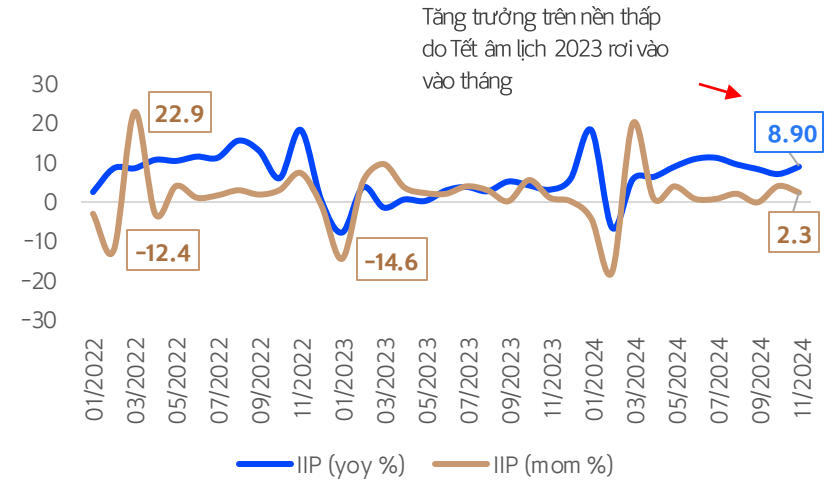
Nguồn: SBV, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Bất chấp ảnh hưởng siêu bão Yagi, GDP quý 3/2024 vẫn đạt mức tăng ấn tượng 7.4%. Nếu tính lũy kế 9T/2024, GDP tăng trưởng 6.82%. Trái ngược với tình hình của năm 2023, khu vực Công nghiệp và xây dựng đã phục hồi mạnh mẽ, đạt 8.19% trong 9T/2024. Khu vực dịch vụ tăng 6.95%. Khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản chịu ảnh hưởng từ cơn bão Yagi vào tháng 09/2024 nên có mức tăng trưởng chậm so với năm trước, xét 9T/2024 tăng trưởng 3.2%.
- Tăng trưởng tín dụng cũng cho thấy xu hướng phục hồi cùng pha với nền kinh tế. Tính tới ngày 22/11/2024, dư nợ tín dụng toàn nền kinh tế tăng 11.12% (cao hơn so với mức 9.19% của cuối tháng 11/2023). Nhờ hoạt động sản xuất, xuất khẩu phục hồi cùng với các dự án đầu tư công tín dụng của ngân hàng có sự tăng trưởng đồng đều hơn thay vì chỉ tập trung vào nhóm công ty phát triển bất động sản.

1. Nền kinh tế tiếp tục đi lên từ đáy

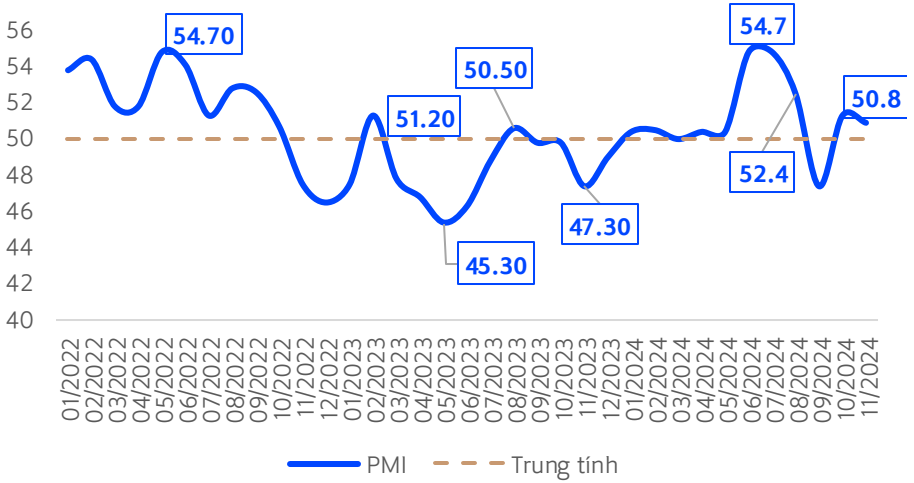
Chỉ số IIP và PMI cho thấy sự phục hồi tốt của ngành sản xuất nhưng đà tăng đang chậm lại về cuối năm

Chỉ số sản xuất công nghiệp – IIP giai đoạn 2022-11/2024



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số S&P Global PMI Việt Nam giai đoạn 2022-11/2024

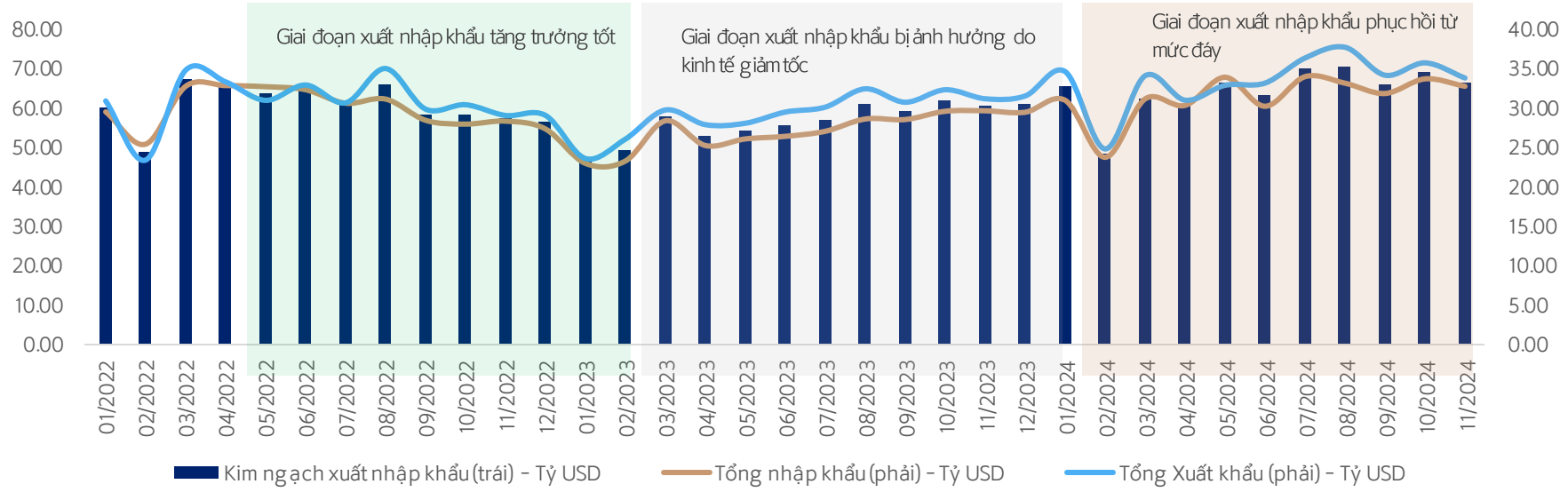


Nguồn: PMI, Shinhan Securities Vietnam

- Ngành sản xuất của Việt Nam đã cải thiện đáng kể trong Q2 và Q3/2024. Chỉ số PMI từ tháng 6-11 đều nằm trên mức 50 (ngoại trừ tháng 09 do ảnh hưởng cơn bão Yagi) cho thấy xu hướng phục hồi ổn định của ngành sản xuất của Việt Nam trong năm 2024.
- Trong báo cáo tháng 11 của S&P Global, tổng số đơn đặt hàng mới tăng trong bối cảnh nhu cầu cải thiện và có thêm khách hàng mới, nhưng sự yếu kém của nhu cầu quốc tế đã ảnh hưởng đến mức tăng trưởng chung. Trong báo cáo này, S&P Global cũng cho biết hoạt động mua hàng giảm lần thứ hai trong 3 tháng gần nhất (09-10-11). Điều này thể hiện đơn đặt hàng trong những tháng cuối năm tương đối yếu và không tăng trưởng mạnh như kỳ vọng.
- **Nhìn về năm tới**, các nhà sản xuất vẫn duy trì tâm lý lạc quan rằng sản lượng sẽ cải thiện qua các sản phẩm mới và kế hoạch mở rộng kinh doanh, xen kẽ với đó là thực hiện kiểm soát chi phí và qua đó có thể góp phần giảm việc làm tại một số công ty.

Đơn hàng tốt giúp xuất khẩu tăng trưởng trong năm 2024

Hoạt động xuất nhập khẩu có dấu hiệu cải thiện nhiều tháng liên tiếp



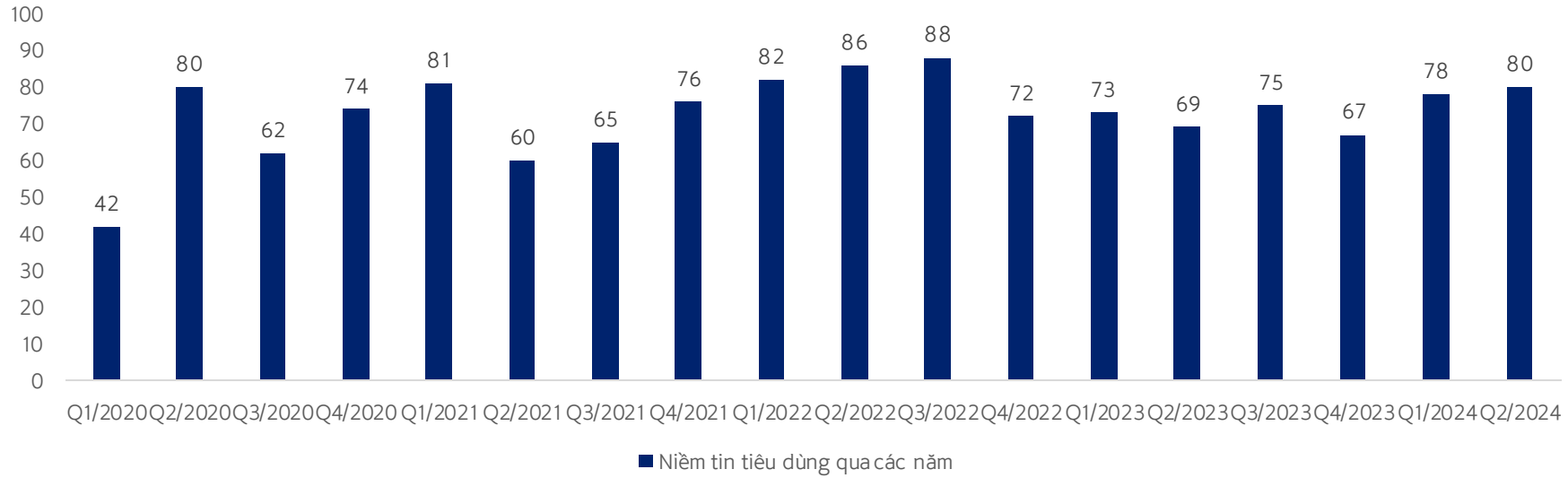
Nguồn: GSO, Fiinpro , Shinhan Securities Vietnam
* Tết Âm Lịch năm 2024 rơi vào tháng 02, Tết Âm lịch của năm 2023 rơi vào tháng 01, sự sụt giảm của xuất khẩu mang tính mùa vụ xuất hiện tại các tháng nghỉ Tết.

- Hoạt động sản xuất xuất khẩu tiếp tục xu hướng phục hồi thể hiện qua kim ngạch xuất nhập khẩu trong 11T/2024. Tính lũy kế 11T/2024, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa ước đạt 715.55 tỷ USD, tăng 15.4% so với cùng kỳ năm 2023. Trong đó xuất khẩu tăng 14.4% và nhập khẩu tăng 16.4%. Cán cân thương mại hàng hóa xuất siêu 24.31 tỷ USD.
- Các sản phẩm xuất khẩu chủ lực của Việt Nam bao gồm máy tính, máy móc thiết bị, điện thoại sản phẩm điện tử và linh kiện ; Hàng dệt may, giày dép; Gỗ và sản phẩm gỗ; Thủy sản; Nông sản,.. đều cho thấy mức tăng trưởng tích cực trong 11 tháng năm 2024, trái ngược với với những diễn biến ảm đạm của năm 2023.

1. Nền kinh tế tiếp tục đi lên từ đáy

Niềm tin tiêu dùng tốt trở lại trong năm 2024

Tình hình kinh tế sẽ tốt hơn hoặc giống như ngày hôm nay trong 12 tháng tới (% hộ gia đình đồng ý ở 4 thành phố chính)



Nguồn: Kantar, Shinhan Securities Vietnam

- Yếu tố thu nhập và chi phí sinh hoạt vẫn là mối quan tâm của người tiêu dùng. Tuy nhiên những chuyển biến tích cực hơn của kinh tế đã giúp niềm tin tiêu dùng trong nửa đầu 2024 (đạt lần lượt 78 và 80 trong Q1/2024 và Q2/2024) đã cải thiện và vượt mức của năm 2023 (dao động quanh mức 67-75). Mức lạc quan này tương đương với các quý Q1/2021, Q1-Q2/2022.

02

Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

Nhóm khách hàng cá nhân góp phần làm tăng trưởng tín dụng, tuy nhiên mức tăng này vẫn chưa đáp ứng được kỳ vọng ban đầu. Theo đó, tăng trưởng tín dụng vẫn đang được dẫn dắt bởi khách hàng doanh nghiệp, với sự phục hồi của nhóm sản xuất và xuất khẩu.

Áp lực giảm lãi vay để cạnh tranh gây áp lực mạnh lên NIM của toàn ngành. Bối cảnh lãi suất thấp khiến huy động từ thị trường 1 chậm hơn so với nhu cầu đi vay, do vậy, các ngân hàng đã đẩy mạnh phát hành giấy tờ có giá trong 9T/2024.

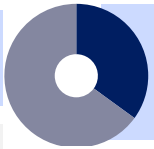
Nợ xấu vẫn đang chịu áp lực gia tăng trong 9T/2024.

2. Tình hình kinh doanh các ngân hàng niêm yết

Tổng quan các ngân hàng niêm yết trên HOSE

18 ngân hàng niêm yết trên sàn giao dịch HOSE

Vietcombank, BIDV, VietinBank, TECHCOMBANK, VPBank, MB, ACB, HDBank (Cam kết lợi ích cao nhất), Sacombank, TPBank, SHB (Đối tác tin cậy, giải pháp phù hợp), VIB (Ngân hàng Quốc Tế), SeABank, EXIMBANK, MSB, OCB (Ngân Hàng Phương Đông), LienVietPostBank (NGÂN HÀNG BƯU ĐIỆN LIÊN VIỆT), NGÂN HÀNG NAM Á



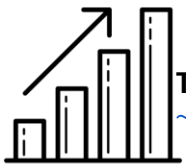
Tổng vốn hóa ngành
~40% vốn hóa thị trường



Giá trị giao dịch
~26% GTGD toàn thị trường



Khối lượng giao dịch
~35% KLGD toàn thị trường

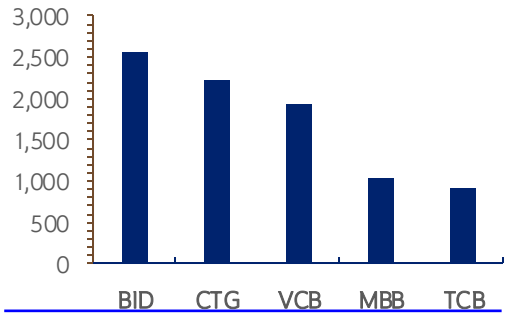


Tổng tài sản 16/12/2024
~14.95 triệu tỷ đồng



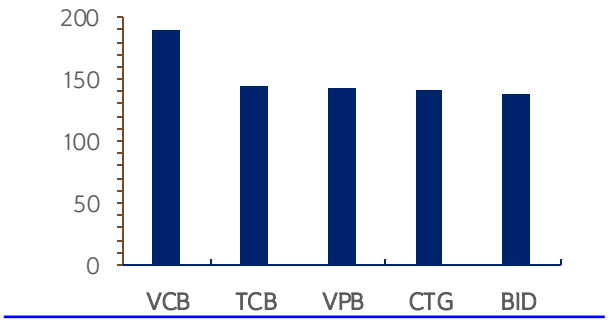
Tổng vốn chủ sở hữu 16/12/2024
~1.36 triệu tỷ đồng

Top 5 ngân hàng có tài sản lớn nhất (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Top 5 ngân hàng có vốn chủ sở hữu lớn nhất (nghìn tỷ)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại Ngày 09/12/2024

2.1 Nhóm cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

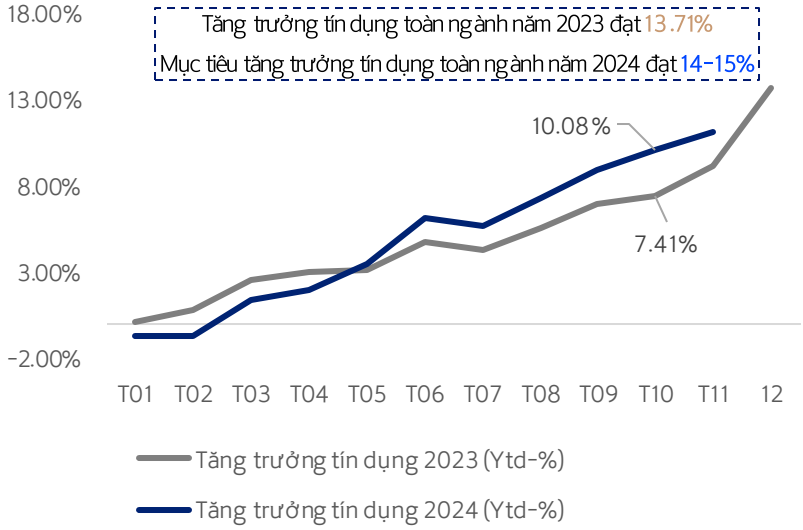
Nhìn chung, nhóm ngân hàng niêm yết có mức tăng trưởng tín dụng 9T/2024 đồng đều hơn so với năm trước. Trong đó, các ngân hàng có danh mục bán lẻ lớn đã bắt đầu cho thấy sự phục hồi về nhu cầu cho vay.

Sau 9 tháng thực hiện, các ngân hàng trong nhóm này thực hiện được hơn 70% kế hoạch năm. Phần lớn các ngân hàng đang bám sát hoặc vượt kế hoạch thông qua vào đầu năm.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

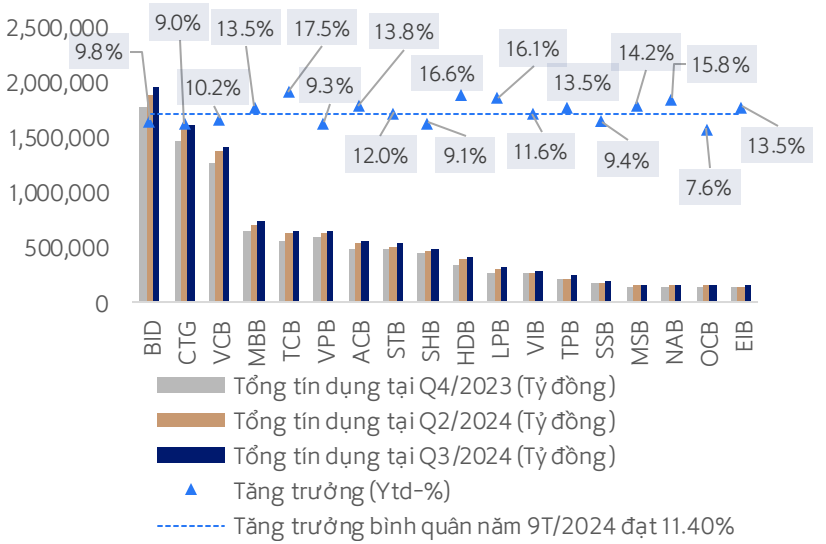
Nhóm cá nhân có mức tăng trưởng đáng chú ý trong Q3/2024

Tín dụng toàn hệ thống ngân hàng năm 2024



Nguồn: Fiinpro, SBV, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tín dụng các ngân hàng trên HOSE 9T/2024



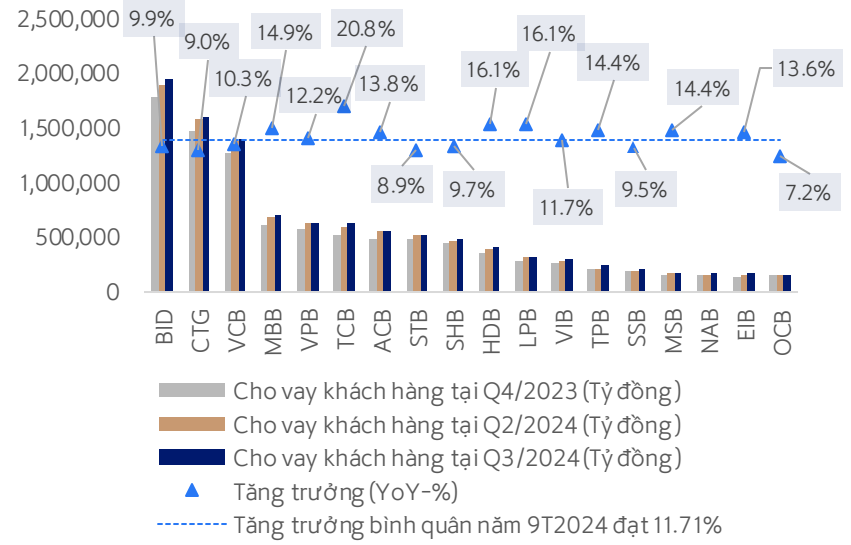
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Theo tổng hợp của chúng tôi từ BCTC của 18 ngân hàng niêm yết trên HOSE, tăng trưởng tín dụng 9T/2024 đạt mức 11.40% ytd (so với 9% cuối tháng 9 của toàn hệ thống ngân hàng). Tăng trưởng khả quan nhờ tăng trưởng đầu tư công, mở rộng hoạt động sản xuất, nhu cầu đi vay người dân có dấu hiệu tăng trưởng nhẹ trở lại.
- Một số ngân hàng có tỷ trọng bán lẻ cao đã có mức tăng trưởng tín dụng trong Quý 3 khả quan hơn bao gồm VIB (+6.9%), TPB (9.5%), STB (5.0%), OCB (3.9%). ACB tăng trưởng đồng đều trong cả 3 quý của năm 2024 với mức tăng đóng góp đồng đều của cả hai nhóm khách hàng doanh nghiệp và nhóm khách hàng cá nhân. Danh mục cho vay cá nhân của CTG cuối Q3/2024 cũng cho thấy mức tăng tốt đạt +5.2% so với quý trước.
- Nhóm các SOBs đạt mức tăng trưởng tín dụng dương 9.63%. Tăng trưởng tín dụng của nhóm NHTMCP Tư nhân đạt bình quân 12.97%. Các ngân hàng có mức tăng trưởng tín dụng tốt nhất trong nửa đầu năm 2024 có thể kể đến như TCB, ACB, HDB hay LPB.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

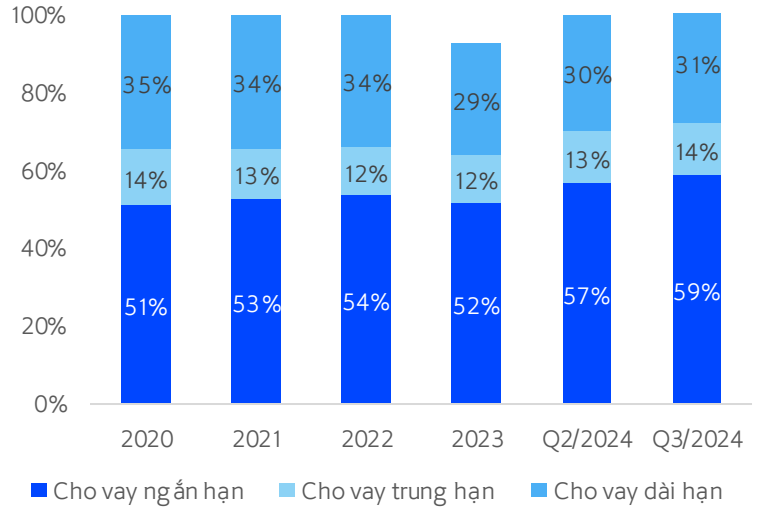
Cơ cấu cho vay ngắn hạn gia tăng mạnh trong năm 2024

Cho vay khách hàng của các ngân hàng tại cuối Q3/2024 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Cho vay khách hàng theo kỳ hạn



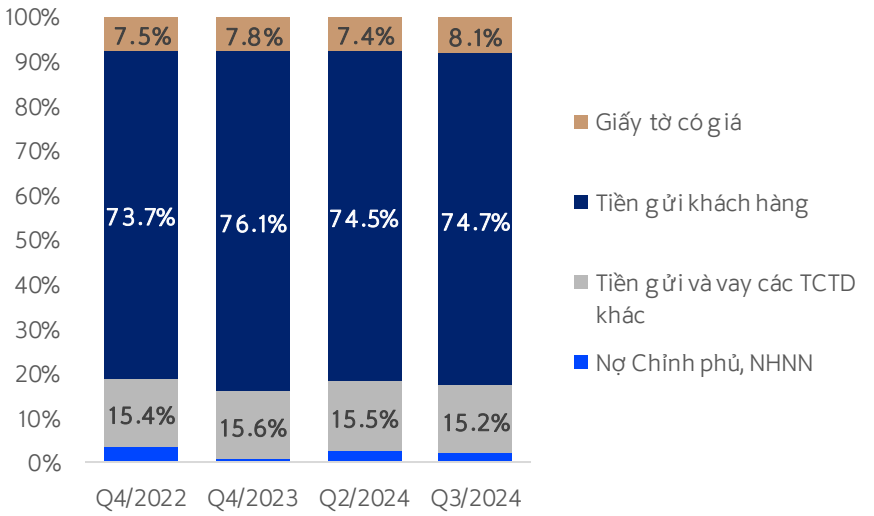
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Các ngân hàng tiếp tục giảm danh mục trái phiếu doanh nghiệp trong nửa đầu năm 2024. Tăng trưởng cho vay khách hàng đóng vai trò chính trong tăng trưởng tín dụng của ngân hàng. Tăng trưởng cho vay khách hàng bình quân trong 9T/2024 đạt 11.71% Ytd.
- Về cơ cấu cho vay khách hàng theo kỳ hạn, hoạt động sản xuất phục hồi làm tăng nhu cầu cho vay ngắn hạn của doanh nghiệp. Trong khi đó, vay cá nhân mua nhà (vay dài hạn) chưa nhanh như kỳ vọng (khu vực miền Nam phục hồi chậm hơn ngoài miền Bắc) nên cơ cấu cho vay ngắn hạn tăng từ 52% cuối 2023 lên mức 59% cuối Q2/2024 và vay dài hạn giảm từ mức 34% năm 2022 về mức 29-31% năm 2023-2024. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng vay cá nhân phục hồi sẽ giúp cho cơ cấu cho vay dài hạn cải thiện về mức 34-35% trong 2 năm tới.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

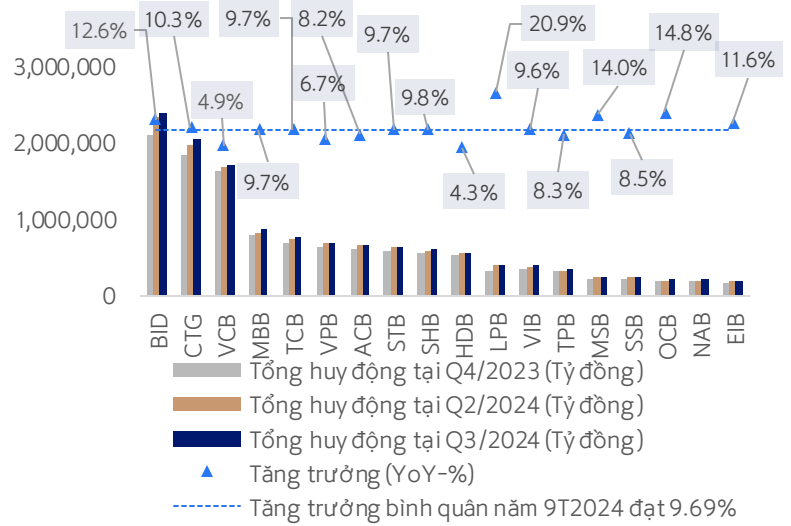
Tổng huy động đang cố gắng tăng trưởng để bắt kịp nhu cầu đi vay

Cơ cấu huy động cuối Q3/2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng tổng huy động cuối Q3/2024 (%)



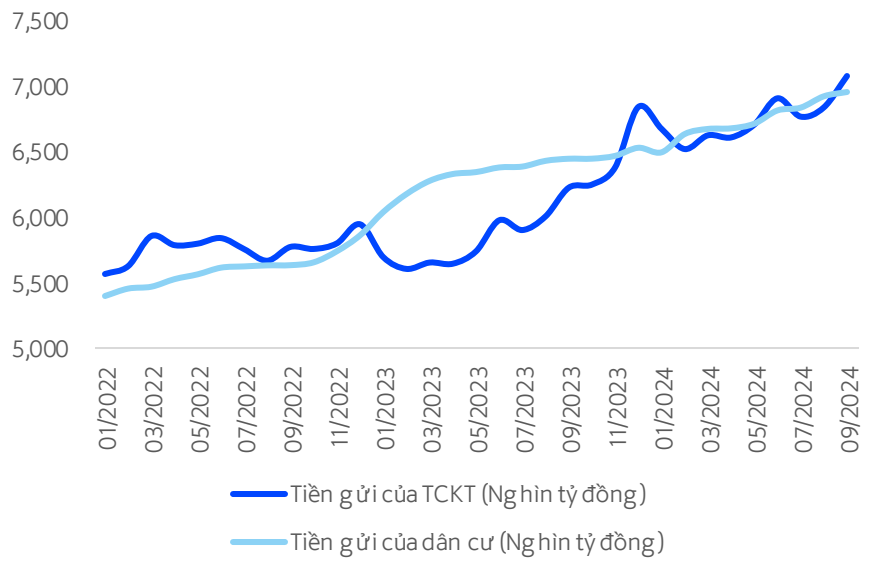
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Tăng trưởng huy động 9T/2024 đạt mức tăng trưởng 9.69% Ytd. Ngân hàng BID, LPB, OCB, BID hay MSB là nhóm có mức tăng tổng huy động cao nhất. Trong đó, HDB, VCB hay VPB là các ngân hàng có mức tăng trưởng huy động thấp nhất.
- Về cơ cấu tỷ trọng huy động, tiền gửi khách hàng có sự suy giảm về mặt tỷ trọng (từ mức 76.08% cuối 2023 xuống 74.67% cuối Q3/2024). Ngân hàng có xu hướng đẩy mạnh phát hành giấy tờ có giá trong năm 2024 khi mà tăng trưởng từ thị trường 1 thấp hơn năm 2023.
- Nhóm SOBs đang hưởng lợi từ thông tư 26/2022/TT-NHNN, theo đó có cho phép tính một phần tiền gửi KBNN vào tỷ lệ LDR. Trong năm 2024 trừ 60% dư nợ tiền gửi của KBNN trong tính toán LDR, sang 2025 con số khấu trừ này là 80% và 2026 là toàn bộ số dư này sẽ không được tính vào tỷ lệ LDR

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

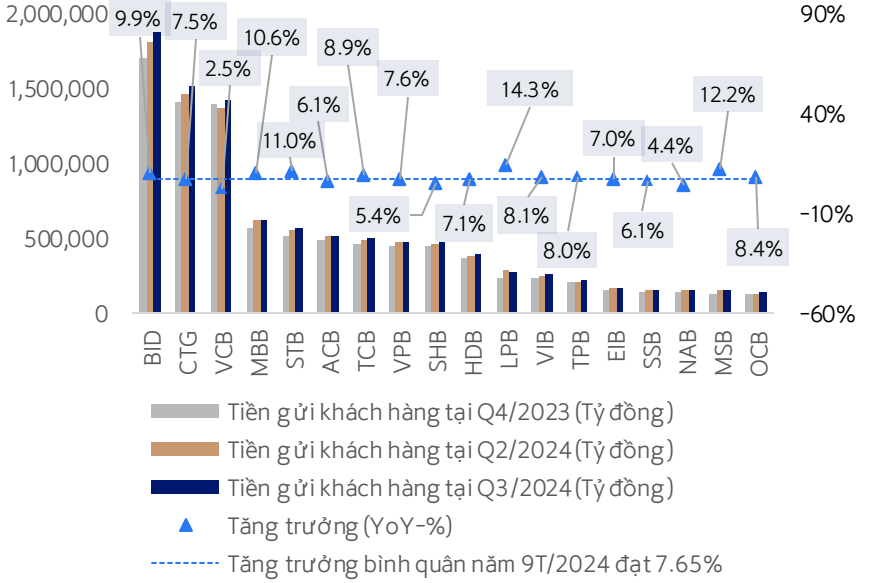
Lãi suất tiền gửi giữ ở mức thấp, tăng trưởng tiền gửi khách hàng chậm lại

Tiền gửi TCKT và dân cư tăng trưởng đồng đều trong năm 2024



Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam ; Số liệu chi tiết được cập nhật chính thức trên website NHNN tới tháng 09/2024

Tăng trưởng tiền gửi khách hàng tại ngân hàng trên HOSE (%)



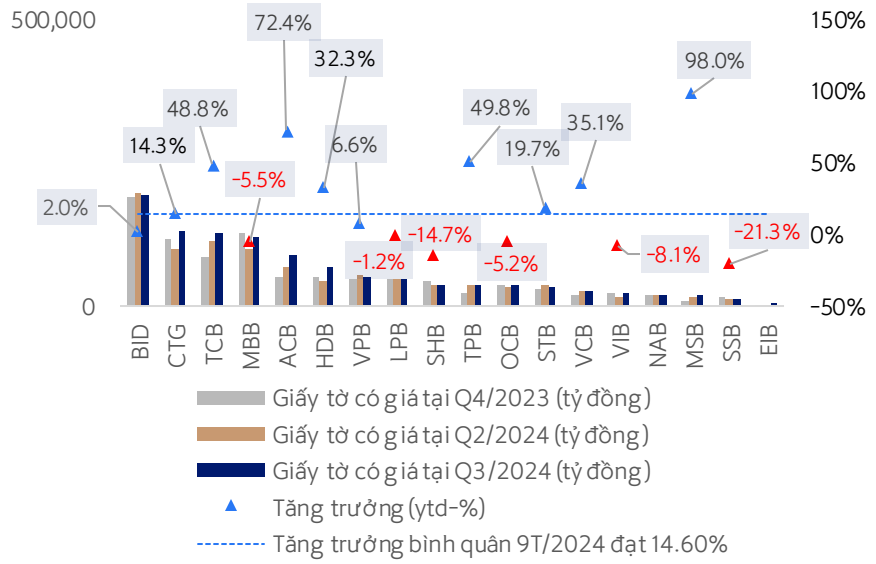
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng cuối Q3/2024 đạt bình quân 7.65 % Ytd, thấp hơn đáng kể so với mức 11.18% cùng kỳ 9T2023. Kinh tế có sự phục hồi cùng với lãi suất tiền gửi thấp là những yếu tố chính khiến tăng trưởng tiền gửi của ngân hàng chậm lại.
- Cơ cấu tiền gửi tại hai khu vực TCKT và dân cư tương đối ổn định cũng phần nào thể hiện môi trường kinh doanh năm 2024 cải thiện hơn so với năm 2023

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

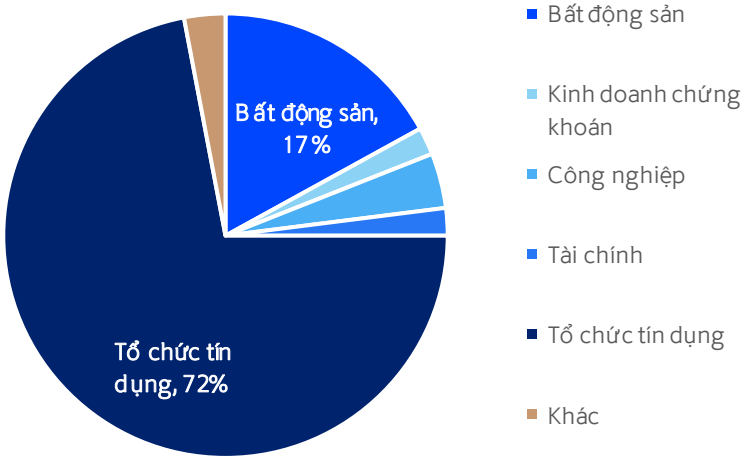
Huy động giấy tờ có giá được phần lớn các ngân hàng đẩy mạnh

Giấy tờ có giá tại ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng trái phiếu phát hành trong 10T/2024 (%)



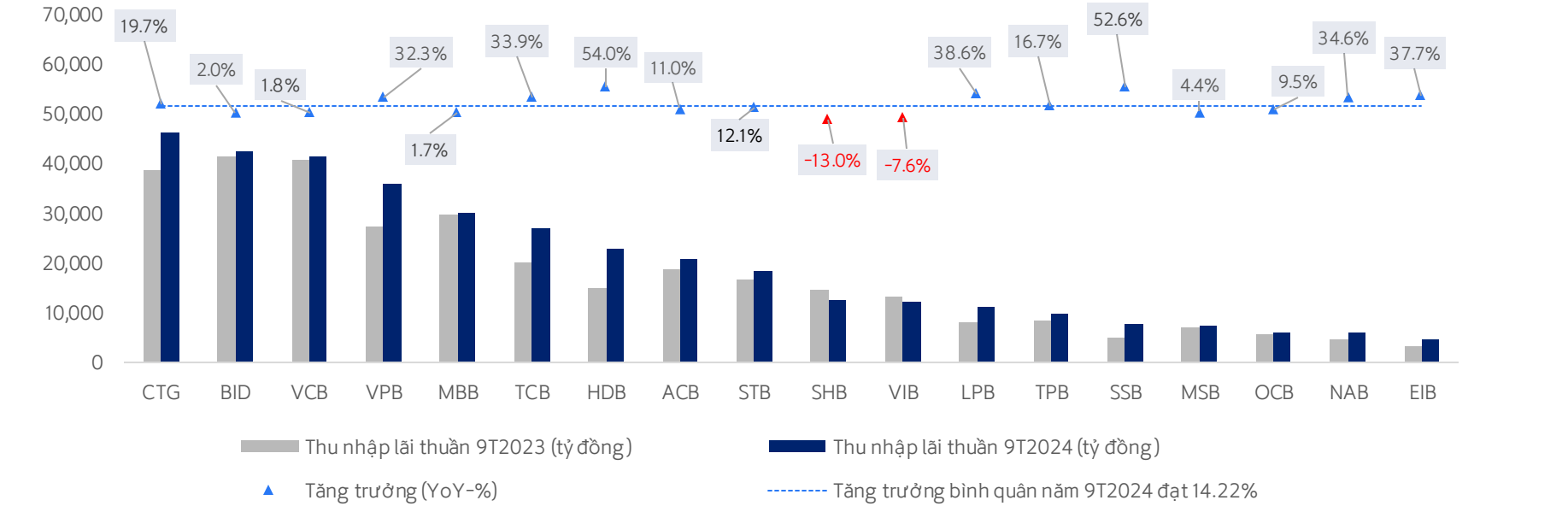
Nguồn: VBMA cuối tháng 10/2024, Shinhan Securities Vietnam

- Huy động giấy tờ có giá của ngân hàng diễn biến sôi động trong Q3/2024 với mức tăng trưởng 14.6% Ytd (so với 6% Ytd cuối Q3/2023 và 2% Ytd cuối Q2/2024). Tăng trưởng cho vay tăng tốc trong Q3/2024 với điểm nhấn từ nhóm khách hàng cá nhân cùng với huy động tiền gửi tăng trưởng chậm thúc đẩy huy động ngân hàng gia tăng huy động từ giấy tờ có giá.
- Theo số liệu tổng hợp tại VBMA, tỷ trọng trái phiếu phát hành bởi tổ chức tín dụng đạt khoảng 72% tổng giá trị phát hành, tính tới thời điểm tháng 10/2024.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

Thu nhập lãi thuần có sự tăng trưởng khả quan hơn năm 2023

Thu nhập lãi thuần của các ngân hàng niêm yết trên HOSE năm 2024



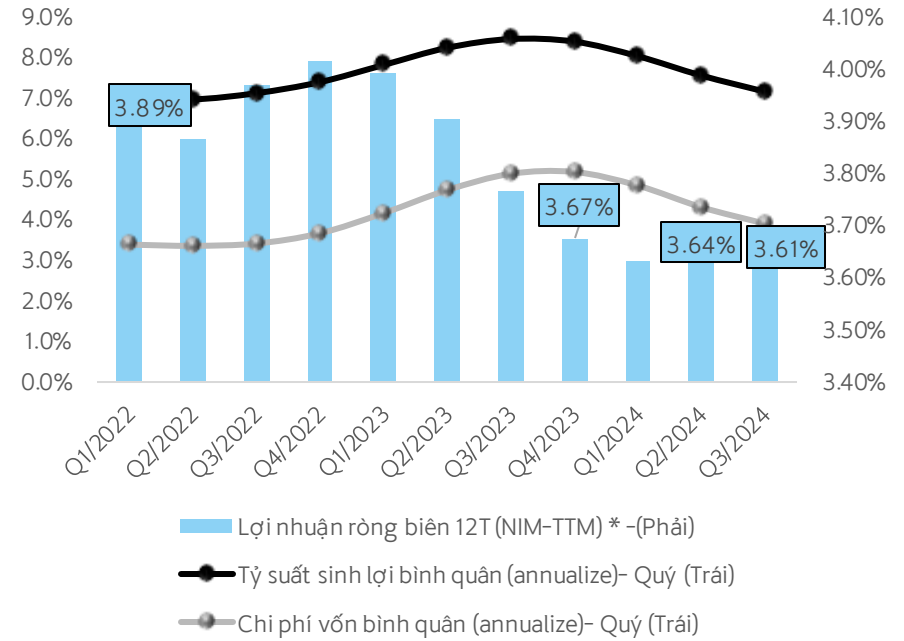
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập lãi thuần của ngân hàng có sự tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ năm 2023. Trong 9T/2024, thu nhập lãi thuần của nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE đạt mức tăng trưởng 14.2% YoY. Ngoại trừ, SHB và VIB là hai ngân hàng có mức tăng trưởng âm trong 9T/2024, các ngân hàng còn lại nhìn chung là đi ngang hoặc phục hồi tích cực. Chi phí vốn bình quân giảm giúp giảm áp lực lên NIM trong năm 2024, nhưng các chính sách cho vay lãi suất ưu đãi để kích cầu tín dụng lại hạn chế khả năng nở rộng NIM của ngành.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

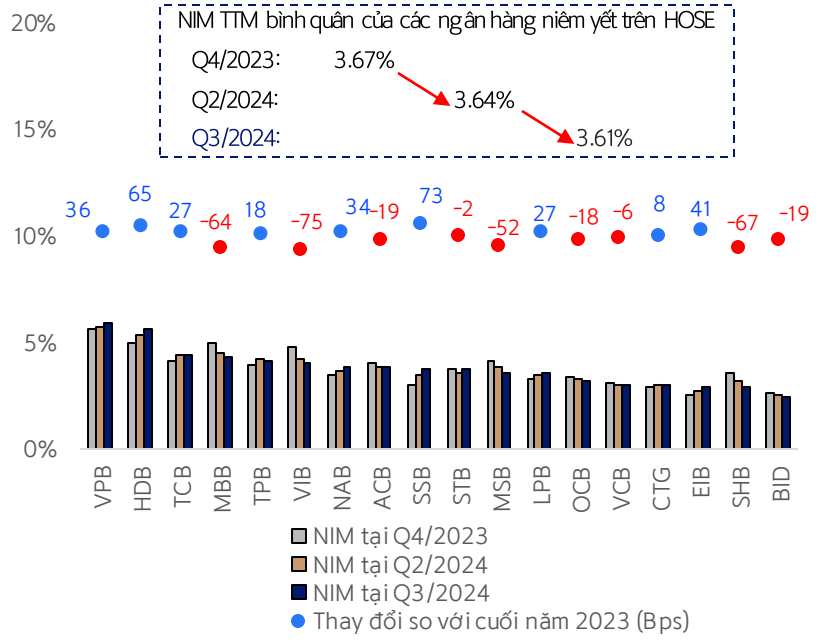
Lãi suất cho vay cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng

Tỷ lệ sinh lãi bình quân (IAE), Chi phí vốn bình quân (COF), Lợi nhuận ròng biên (NIM) của các ngân hàng trên HOSE 2022-2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam
* NIM TTM tính thu nhập lãi thuần 4 quý gần nhất chia cho bình quân dư nợ tài sản sinh lời bình quân 4 quý. Thay đổi so với cách tính đầu kỳ cuối kỳ trong báo cáo gần nhất.

Lợi nhuận ròng biên (NIM) – TTM



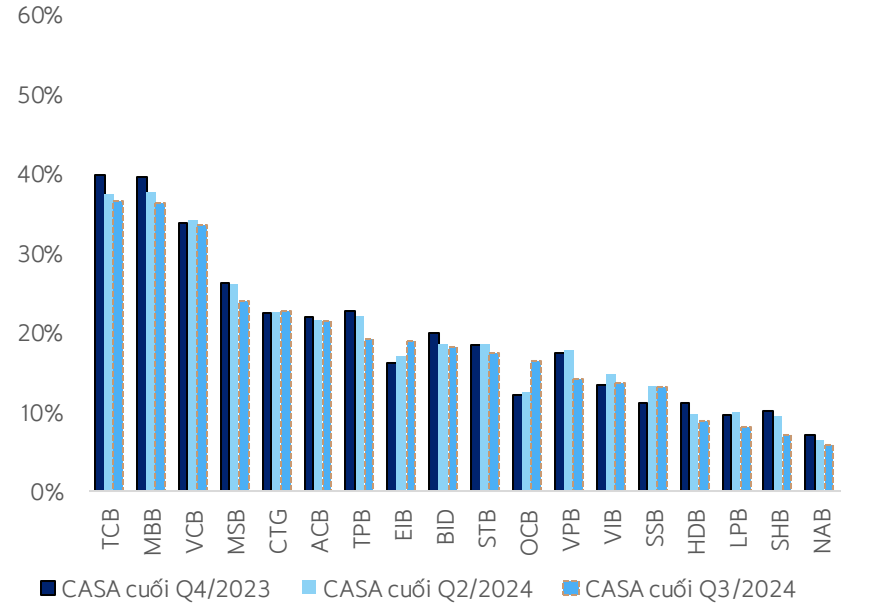
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam
* NIM TTM tính thu nhập lãi thuần 4 quý gần nhất chia cho bình quân dư nợ tài sản sinh lời bình quân 4 quý. Thay đổi so với cách tính đầu kỳ cuối kỳ trong báo cáo gần nhất.

- COF của ngân hàng đạt đỉnh vào Q3/2023 và giảm liên tục qua các quý sau đó, xu hướng này phù hợp với diễn biến giảm lãi suất tiền gửi của toàn ngành. Tuy vậy, NIM của nhóm ngân hàng giữ ổn định thay vì nở rộng do lãi suất cho vay giảm mạnh để kích thích tăng trưởng tín dụng. Ngoài ra, lợi suất trái phiếu chính phủ trong năm 2024 giao dịch ở mức thấp (không có cải thiện so với 2023), quanh mức dưới 3%, cũng tác động đến lợi suất tài sản và qua đó ảnh hưởng tới NIM ngân hàng. Tính đến cuối Q3/2024, NIM (TTM) của toàn ngành giảm nhẹ về quanh mức 3.6%.
- Sự phân hóa thể hiện rõ giữa các ngân hàng với nhau, một số ngân hàng có sự nở rộng đáng kể về NIM như TCB, HDB, VPB hay SSB. Ở chiều ngược lại, MBB, VIB, MSB hay SHB là những ngân hàng chứng kiến NIM thu hẹp.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

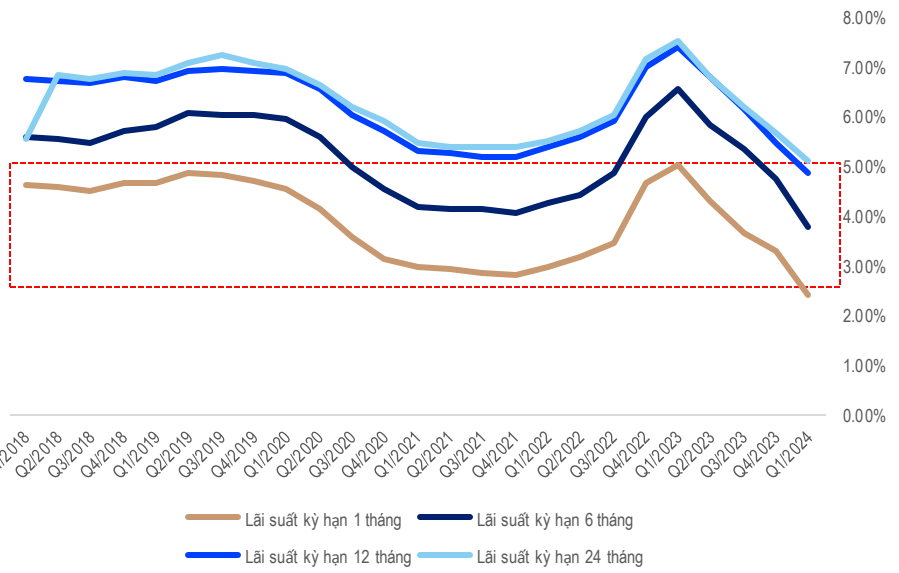
Tỷ lệ CASA ổn định ít biến động trong 9T/2024

CASA của ngân hàng cuối Q3/2024 (%)



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất huy động tiền gửi của ngân hàng (%)



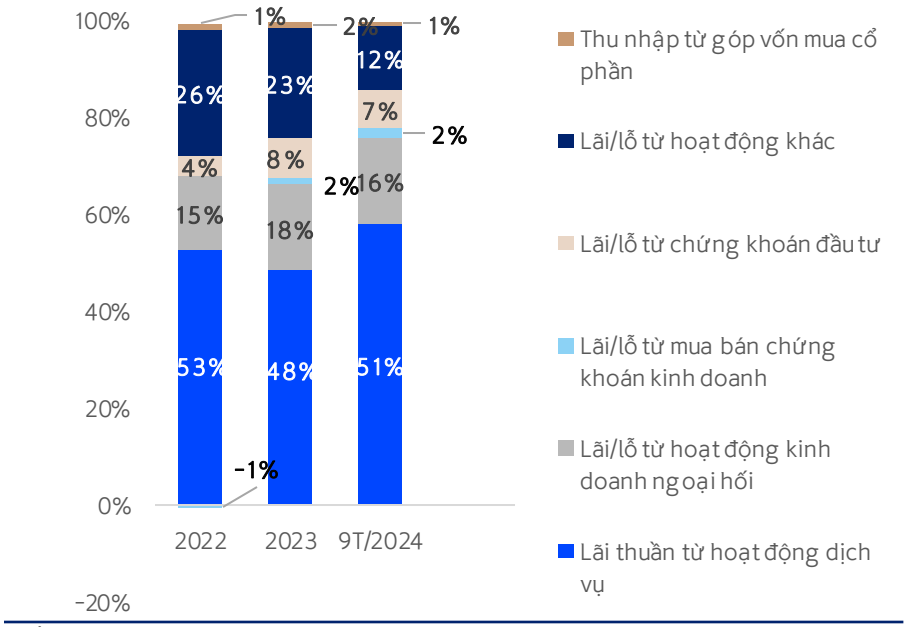
Nguồn: Website các ngân hàng VCB, CTG, BID, ACB, TCB, MBB, VIB, HDB cập nhật tới thời điểm cuối tháng 11/2024

- MBB và TCB tiếp tục là hai ngân hàng dẫn đầu về tỷ lệ CASA, đều chiếm trên 36% tổng tiền gửi khách hàng. Tổng CASA trong nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE đạt 21.7%, giảm nhẹ so với mức 22.89%. Dư nợ CASA trong hệ thống thường sẽ có mức tăng theo yếu tố vụ mùa vào cuối mỗi năm, trước các dịp lễ Tết truyền thống.
- Xét về lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân theo nghiên cứu của chúng tôi chỉ đang ở mức 5% trong Q3/2024, giảm mạnh so với mức 8% trong Q3/2023. Nhóm SOBs có mức lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân quanh 4.6-4.7% (không thay đổi từ 03/2024)

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

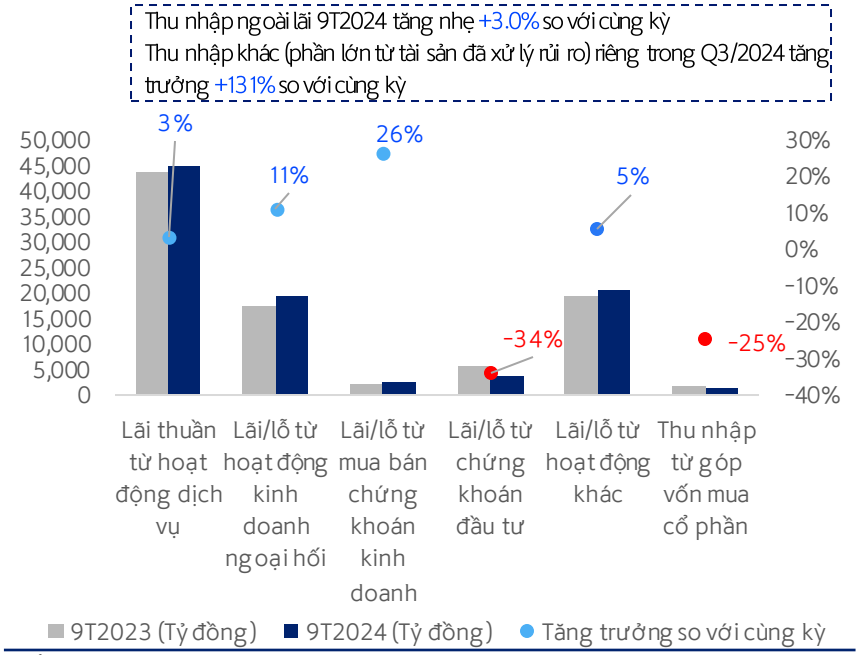
Thu nhập ngoài lãi chưa có sự đột phá

Cơ cấu thu nhập ngoài lãi của ngân hàng trên HOSE trong 9T2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Thu nhập ngoài lãi có diễn biến trái chiều trong 9T/2024



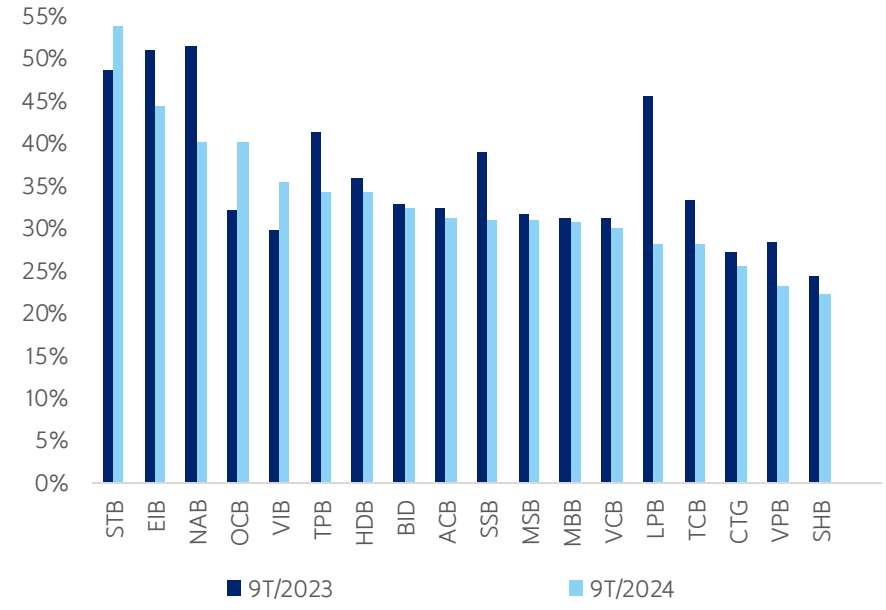
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Thu nhập phí chiếm tỷ trọng khoảng 51% trong cơ cấu thu nhập ngoài lãi của nhóm cổ phiếu ngân hàng niêm yết trên HOSE 9T/2024
- Lãi thuần từ hoạt động dịch vụ tiếp tục đi ngang, hoạt động bancassurance chưa thấy dấu hiệu phục hồi như kỳ vọng của chúng tôi. Tăng trưởng phí đến phần lớn từ mảng thanh toán.
- Đáng chú ý, trong Q3/2024, lãi từ hoạt động khác (trong đó phần lớn từ thu nhập từ tài sản đã xử lý rủi ro) tăng trưởng 131% so với cùng kỳ. CTG ghi nhận thu nhập khác tới gần 4,000 tỷ đồng trong Q3/2024 (tăng 181% YoY). Xét về cơ cấu, do thiếu vắng các thương vụ, thu nhập khác của ngành ngân hàng giảm tỷ trọng xuống quanh 12% trong 9T/2024 (so với mức trên 20% của 2022 và 2023)

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

Kiểm soát chặt chẽ chi phí và xu hướng tăng ứng dụng công nghệ

CIR được ngân hàng kiểm soát chặt chẽ trong năm 2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Hiệu quả hoạt động của các ngân hàng giảm nhẹ trong 2024

MCK	ROE TTM cuối Q4/2023 (%)	ROE TTM cuối Q3/2024 (%)	Thay đổi (bps)
ACB	24.80%	22.31%	-249
BID	18.94%	18.14%	-80
CTG	17.00%	16.41%	-59
EIB	10.09%	11.77%	168
HDB	23.59%	26.90%	331
LPB	19.16%	28.82%	967
MBB	23.45%	21.15%	-231
MSB	16.03%	15.87%	-16
NAB	18.80%	22.66%	387
OCB	12.28%	7.45%	-483
SHB	15.78%	14.34%	-143
SSB	13.01%	15.24%	223
STB	18.30%	18.42%	12
TCB	14.69%	16.64%	195
TPB	13.74%	14.16%	42
VCB	21.80%	19.81%	-199
VIB	24.26%	18.91%	-535
VPB	8.20%	10.39%	219
Trung vị	**17.65%**	**17.39%**	**-26**

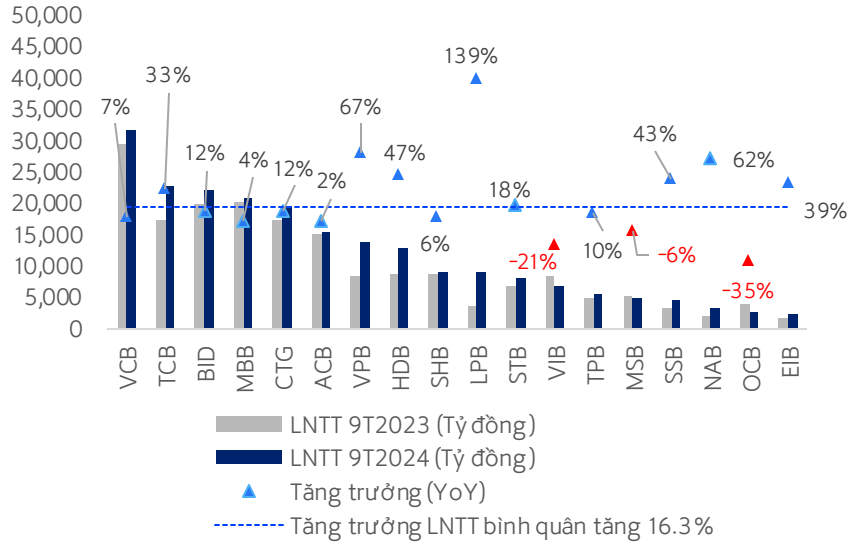
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- CIR của ngân hàng tiếp tục xu hướng giảm trong 9T/2024, bình quân ở mức 31.5% (giảm so với mức 32.8% của 9T/2023). Chi phí hoạt động vẫn tiếp tục được ngân hàng kiểm soát chặt chẽ trong năm 9T/2024 và chỉ tăng 7.4% YoY. Xu hướng kiểm soát chi phí hiện diện ở nhiều ngân hàng trong 2 năm gần nhất trong bối cảnh thị trường gặp nhiều khó khăn. Một lý do khác cũng góp phần quan trọng cho đà giảm của CIR trong ngành là việc ứng dụng chuyển đổi số, áp dụng công nghệ, điện toán đám mây,... để gia tăng hiệu quả hoạt động. Các khoản đầu tư này được đẩy mạnh vào giai đoạn thu nhập của ngành tăng trưởng tốt như giai đoạn 2021-2022.
- Trung vị ROE cuối Q3/2024 giảm nhẹ về mức 17.39%. Xu hướng giảm của hiệu quả hoạt động nhóm ngân hàng đã duy trì trong trong hai năm qua, từ cuối 2022 đến năm 2024.

2.1 – Phân khúc cá nhân phục hồi tích cực trong Q3/2024

Lợi nhuận thực hiện của các ngân hàng có sự phân hóa

LNTT của ngân hàng trong 9T/2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Hiệu quả hoạt động của các ngân hàng giảm nhẹ trong 2024

MCK	LNTT 9T2024 (Tỷ đồng)	LNTT kế hoạch 2024 (Tỷ đồng)	Thực hiện (%)
ACB	15,335	22,000	69.70%
BID	22,047	30,348	72.65%
CTG	19,513	27,909*	69.92%
EIB	2,378	5,180	45.91%
HDB	12,655	16,000	79.09%
LPB	8,818	10,500	83.98%
MBB	20,736	28,410	72.99%
MSB	4,902	6,800	72.08%
NAB	3,323	4,000	83.08%
OCB	2,553	6,885	37.08%
SHB	9,033	11,286	80.04%
SSB	4,508	5,888	76.57%
STB	8,094	10,000	80.94%
TCB	22,842	27,100	84.29%
TPB	5,463	7,500	72.84%
VCB	31,533	42,000	75.08%
VIB	6,603	12,045	54.82%
VPB	13,852	23,165	59.80%
Tổng	**214,190**	**297,016**	**72.11%**

Nguồn: Thông tin từ nghị quyết ĐHĐCĐ, Shinhan Securities Vietnam

- LNTT 9 tháng đầu năm tăng trưởng tương đối khả quan, ở mức 16.3% YoY (Bám khá sát vào kế hoạch năm cũng như dự phóng của chúng tôi). Các ngân hàng có mức tăng trưởng tốt trong 9T/2024 từ mức nền thấp của năm trước như TCB và VPB. Tuy có mức tăng trưởng cao nhưng VPB hiện chỉ hoàn thành 60% kế hoạch lợi nhuận năm đề ra. Nhóm có mức tăng trưởng tín dụng tốt và cải thiện NIM như HDB, SSB, NAB và LPB cũng có mức lợi nhuận khả quan trong 9T/2024.
- Đà giảm lợi nhuận hiện diện rõ nét ở 2 ngân hàng VIB và OCB do nhu cầu vay bán lẻ thấp, NIM thu hẹp đáng kể do lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh và các gói vay mua nhà, sản xuất kinh doanh lãi suất ưu đãi, nợ xấu nhóm bán lẻ tăng cao. Trong khi đó, ngoài những lí do trên, OCB thu hút sự chú ý với nhiều sự thay đổi về mặt nhân sự ở những vị trí quan trọng trong năm 2024 còn với VIB là giao dịch thoái vốn của đối tác chiến lược CBA.
- So với kế hoạch lợi nhuận năm 2024, nhóm ngân hàng niêm yết thực hiện được 72.11%, các ngân hàng như VIB, VPB, EIB và OCB đang thực hiện kém hơn kế hoạch đề ra sau 9 tháng kinh doanh.

2.2

Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

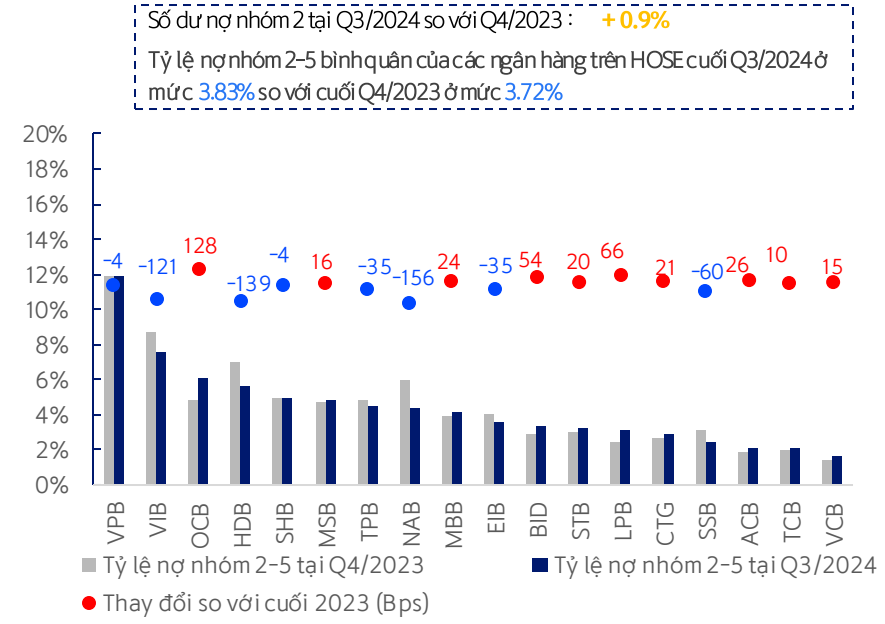
Nợ xấu duy trì ở mức cao, chi phí trích lập dự phòng tiếp tục tăng làm giảm đà tăng lợi nhuận của ngân hàng. Bộ đệm dự phòng của nhóm ngân hàng niêm yết duy trì xu hướng giảm trong 9T/2024.

Nợ xấu tiếp tục chịu áp lực, đặc biệt đóng góp lớn từ nhóm khách hàng cá nhân, SMEs. Trong trường hợp, Thông tư 02/2023/TT-NHNN không được tiếp tục gia hạn, chúng tôi đánh giá tác động lên hệ thống ngân hàng không đáng kể do phần lớn các ngân hàng đã thực hiện trích lập rủi ro.

2.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

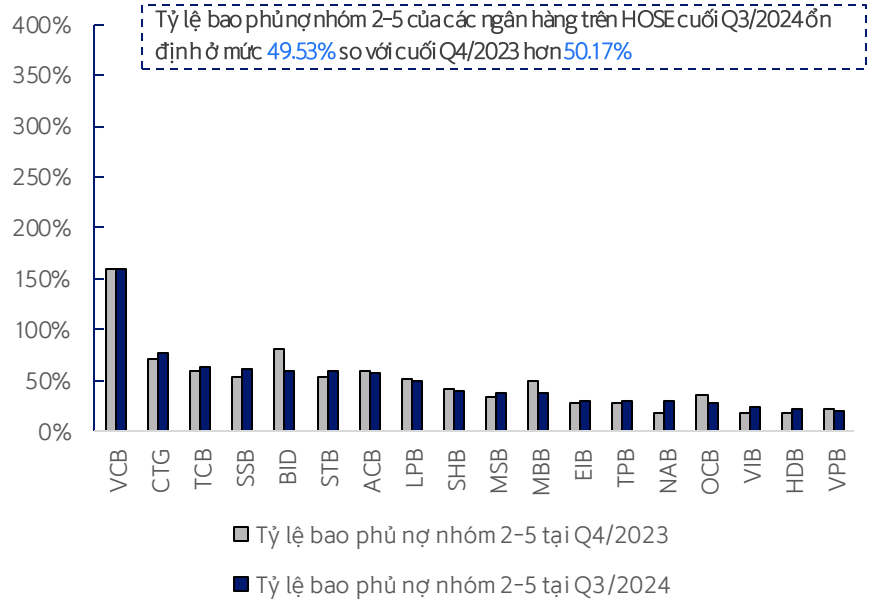
Tỷ lệ nợ quá hạn đã ổn định, trong khi nợ nhóm 2 giảm đáng kể từ mức đỉnh Q2/2023

Tỷ lệ nợ nhóm 2-5 tại các ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 ngân hàng trên HOSE cuối Q4/2023



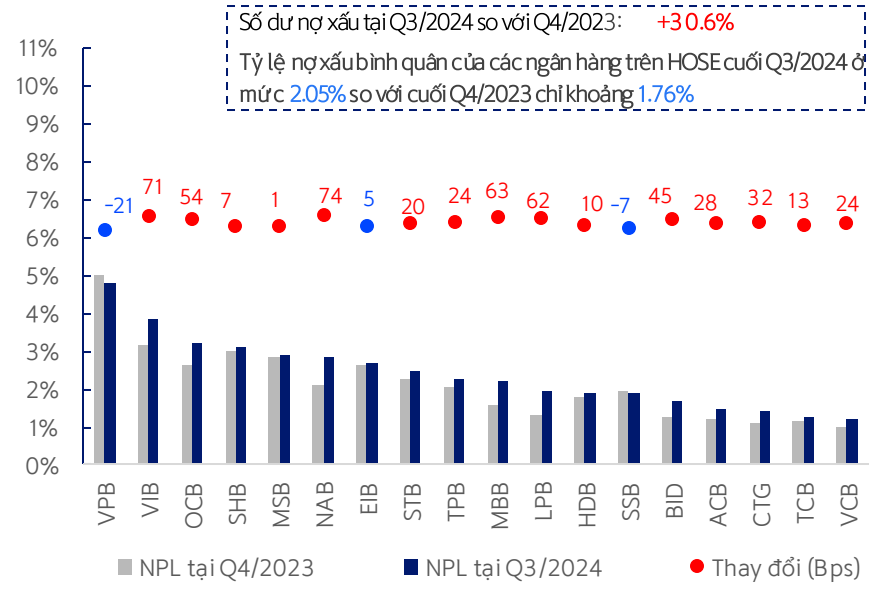
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Dư nợ nhóm 2 cuối Q4/2023 đã giảm 17.48% so với mức đỉnh tại cuối Q2/2023 và duy trì ở mức này trong 9T/2024. Tính đến cuối Q3/2024, dư nợ nhóm 2 tăng nhẹ 1% so với cuối năm 2023, tỷ lệ nợ nhóm 2 trên tổng dư nợ cho vay khách hàng giảm từ mức đỉnh 2.5% cuối Q2/2023 về mức 1.8% cuối Q3/2024. Đây là một xu hướng tích cực của nhóm ngân hàng.
- Tỷ lệ bao phủ nợ nhóm 2-5 giảm nhẹ từ mức 50.17% cuối năm 2023 về mức 47.94% cuối Q2/2024 nhưng có phục hồi nhẹ vào Q3/2024 lên mức 49.53%.

2.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

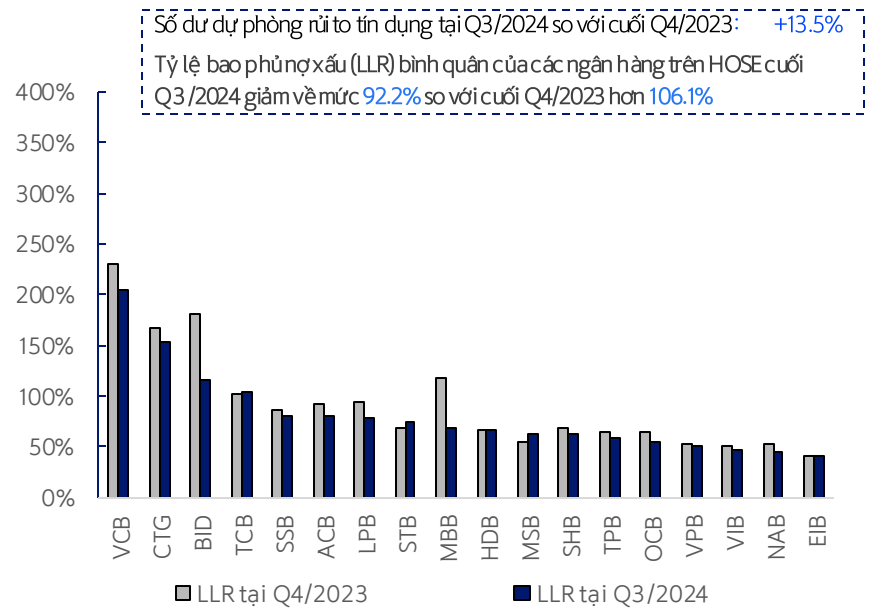
Tỷ lệ nợ xấu duy trì mức cao

Nợ xấu ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu ngân hàng trên HOSE cuối Q3/2024



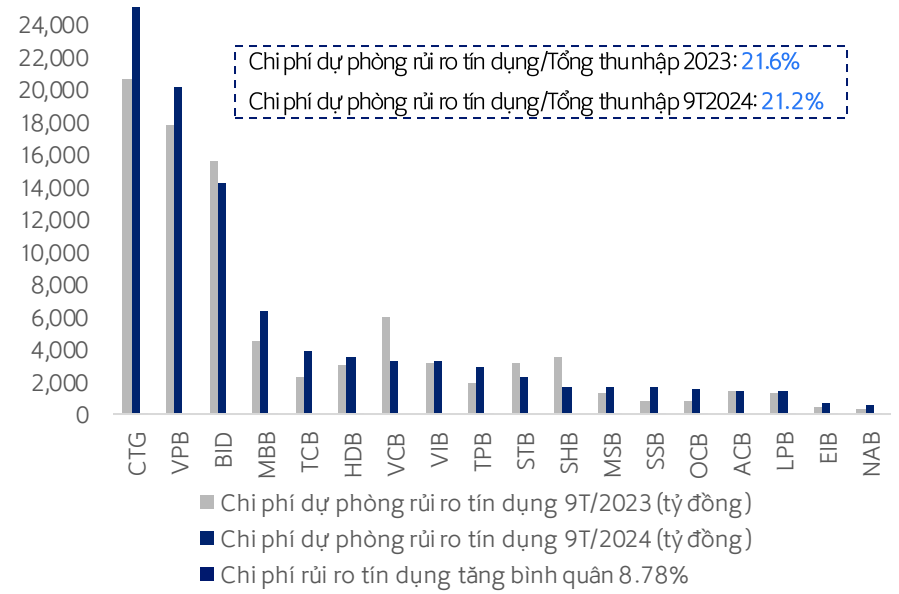
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Nợ nhóm 2 ổn định và giảm so với mức đỉnh, nhưng áp lực ngắn hạn lên nợ xấu được chúng tôi dự báo vẫn sẽ duy trì. Tỷ lệ nợ nhóm 2 vẫn ở mức cao so với trung bình trong quá khứ, do vậy ngân hàng sẽ cần phải có thời gian để trích lập, xóa nợ xấu và dần dần đưa về mức trung bình lịch sử. Tính tới cuối Q3/2024, tỷ lệ nợ xấu bình quân các ngân hàng đạt 2.05%, tăng so với 1.76% cuối Q4/2023. Các ngân hàng thường write off nợ vào cuối năm nên chúng tôi cho rằng tỷ lệ nợ xấu có sẽ giảm nhẹ trong Q4/2024 (nhưng vẫn cao hơn so với 2023). Nợ xấu trong thời gian qua đến phần lớn từ nhóm khách hàng cá nhân, SMEs thông qua các ngân hàng trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi. Và đây thường là đối tượng dễ bị tổn thương khi thu nhập gặp biến động.

2.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

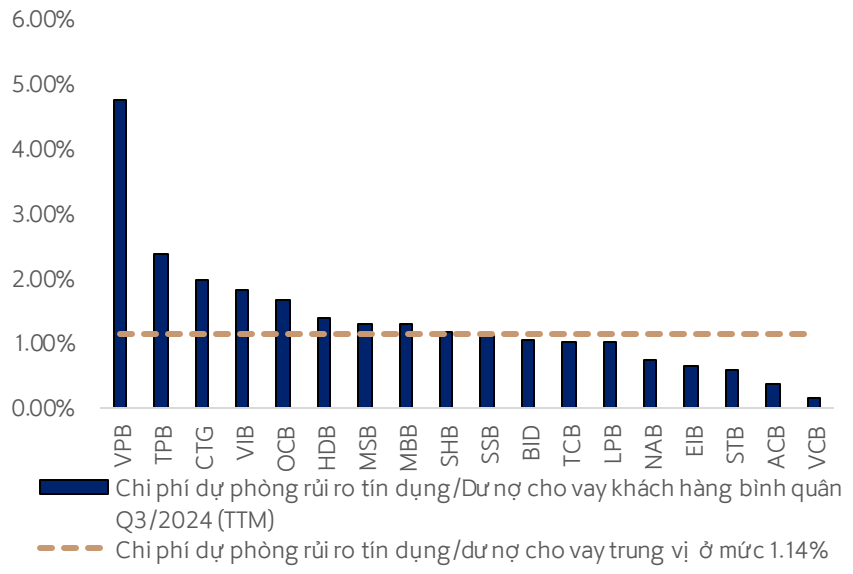
Chí phí trích lập dự phòng tăng trước sức ép từ nợ xấu

Chi phí trích lập dự phòng của ngân hàng trong năm 2024



Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

Chi phí trích lập dự phòng/dư nợ cho vay bình quân (%)



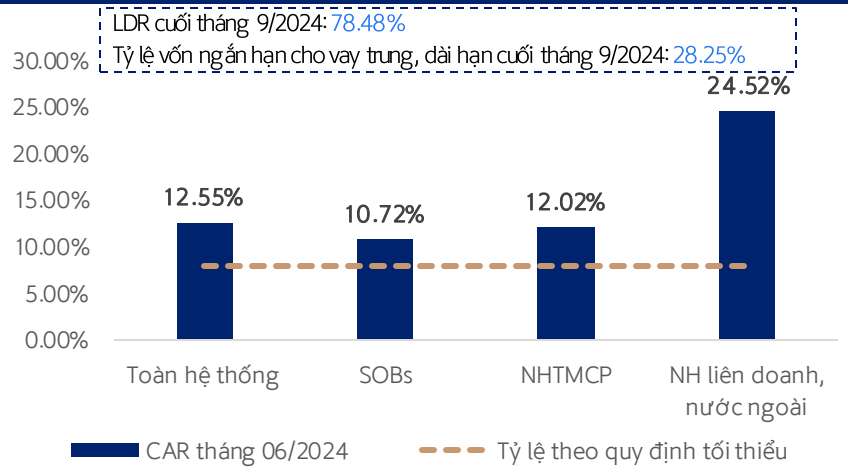
Nguồn: Fiinpro, Báo cáo tài chính các ngân hàng, Shinhan Securities Vietnam

- Chi phí rủi ro tín dụng trong 9T/2024 tăng 9% so với cùng kỳ năm 2023. Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/ dư nợ cho vay bình quân tương đối ổn định trong 9T/2024 và duy trì ở mức trung vị quanh 1.1-1.2%.
- Có khả năng Thông tư 02/2023/TT-NHNN không được gia hạn tiếp cho năm tới, với dư nợ tái cơ cấu hiện đang dưới 1% trong hệ thống ngân hàng. Ngoài ra, thông tư này, các ngân hàng phải trích lập chi phí dự phòng rủi ro 100% trong năm 2024 cho khoảng nợ xấu tái cơ cấu nên chúng tôi cho rằng chi phí trích lập dự phòng liên quan tới thông tư này không có tác động đáng kể lên ngân hàng.
- Thông tư 53/2024/TT-NHNN về cơ cấu lại thời hạn trả nợ đối với khách gặp khó khăn, ảnh hưởng do bão Yagi đã được thông qua vào ngày 10/12/2024. Thông tư này tiếp tục cho thấy nỗ lực của nhà nước trong việc kiểm soát nợ xấu trong hệ thống ngân hàng.

2.2 – Chất lượng tài sản ngân hàng tiếp tục gặp áp lực

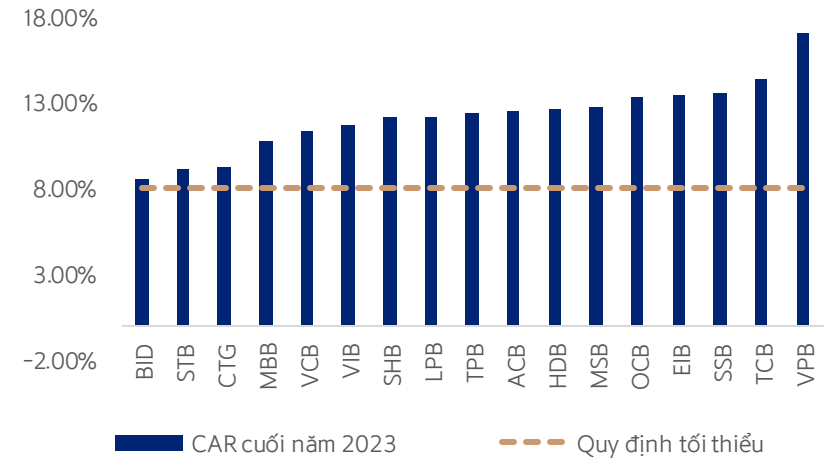
Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) cải thiện ở nhóm ngân hàng lớn

Tỷ lệ an toàn vốn của toàn hệ thống ngân hàng cuối tháng 08/2024



Nguồn: SBV, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng trên HOSE cuối tháng 12/2023



Nguồn: Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

- Sau khi thực hiện trả cổ tức bằng tiền mặt, CAR của một số ngân hàng TMCP Tư nhân trong hệ thống có sự giảm nhẹ trong Q2/2024. Số liệu cuối tháng 8/2024 cho thấy CAR cải thiện đồng loạt tại 3 nhóm ngân hàng trong hệ thống và đạt 12.55% (từ 11.96% của Q2/2024). Sự phục hồi của CAR trong năm 2024 ngoài ra còn đến từ danh mục cho vay được giải ngân nhiều hơn đến nhóm khách hàng, ngành nghề có tỷ trọng rủi ro thấp hơn (ví dụ: nhóm sản xuất thay vì bất động sản, xây dựng)

03 Triển vọng cho giai đoạn 2025

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm trong báo cáo gần nhất rằng: Sau 2 năm đẩy mạnh cho vay khách hàng doanh nghiệp, chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi của nhóm bán lẻ và khả năng thu hồi, xử lý nợ sẽ là điểm nhấn của ngành ngân hàng trong giai đoạn 2024-2025.

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LNTT ngành ngân hàng ở mức 15% cho năm 2024 và 22% cho năm 2025. Trong 9T/2024, lợi nhuận trước thuế của nhóm ngân hàng niêm yết tăng trưởng hơn khoảng 16% so với cùng kỳ, phù hợp với dự báo năm của chúng tôi.

3. Triển vọng cho giai đoạn 2025

Kinh tế Việt Nam phục hồi vượt dự báo năm 2024 và kỳ vọng duy trì cho năm tới

Dự phóng đồng thuận một số nền kinh tế trên thế giới cho giai đoạn 2024-2026

Chỉ số	Tăng trưởng GDP			CPI			Tỷ lệ thất nghiệp		
Quốc gia/Năm	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Vietnam	**6.0%**	**6.5%**	**6.5%**	**3.8%**	**3.5%**	**3.7%**	**2.2%**	**2.2%**	**2.2%**
China	4.8%	4.5%	4.2%	0.5%	1.5%	1.8%	5.1%	5.1%	5.0%
Hong Kong	3.0%	2.5%	2.5%	1.8%	2.1%	2.0%	3.0%	2.9%	2.8%
India	7.8%	6.9%	6.6%	4.8%	4.5%	4.5%			
Indonesia	5.0%	5.1%	5.1%	2.8%	2.8%	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
South Korea	2.5%	2.2%	2.2%	2.5%	2.0%	2.0%	2.9%	3.0%	3.0%
Malaysia	4.9%	4.6%	4.5%	2.3%	2.6%	2.3%	3.3%	3.3%	3.3%
Phillipines	5.8%	6.0%	6.1%	3.5%	3.0%	3.0%	4.2%	4.3%	4.3%
Singapore	2.6%	2.5%	2.7%	2.6%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%	2.0%
Taiwan	4.0%	2.6%	2.5%	2.1%	1.9%	1.8%	3.4%	3.4%	3.3%
Thailand	2.5%	3.0%	3.1%	0.8%	1.4%	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%
USA	2.5%	1.7%	2.0%	2.9%	2.3%	2.3%	4.1%	4.3%	4.2%
Japan	0.0%	1.2%	0.9%	2.5%	2.0%	1.6%	2.5%	2.5%	2.3%
Euro	0.7%	1.3%	1.4%	2.4%	2.1%	2.0%	6.5%	6.5%	6.4%
United Kingdom	1.1%	1.4%	1.5%	2.6%	2.3%	2.0%	4.3%	4.5%	4.5%
Canada	1.1%	1.7%	2.0%	2.6%	2.2%	2.0%	6.3%	6.6%	6.2%
Australia	1.2%	2.2%	2.5%	3.4%	2.8%	2.6%	4.2%	4.5%	4.5%
Sweden	0.7%	1.9%	2.1%	3.0%	1.7%	1.8%	8.4%	8.2%	7.8%
New Zealand	0.5%	2.0%	2.7%	3.1%	2.2%	2.0%	4.7%	5.3%	5.0%
Switzerland	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%	2.3%	2.3%	2.2%
Denmark	1.8%	2.0%	1.8%	1.5%	2.0%	2.0%	5.4%	5.2%	
Norway	0.7%	1.5%	1.8%	3.4%	2.5%	2.3%	4.1%	4.1%	3.8%
Germany	0.1%	1.0%	1.3%	2.4%	2.2%	2.0%	6.0%	6.1%	5.8%
France	1.1%	1.1%	1.4%	2.5%	1.9%	1.9%	7.5%	7.4%	7.3%
Italy	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.8%	1.7%	7.2%	7.0%	7.2%

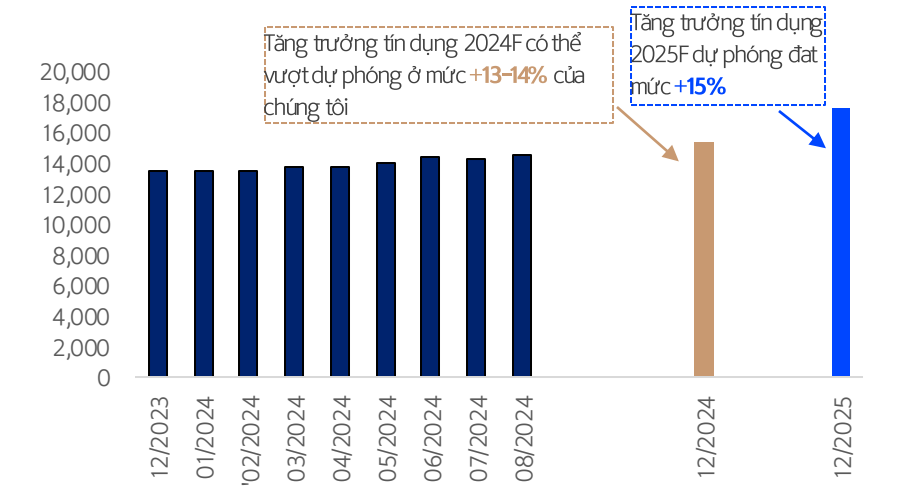
Nguồn: Bloomberg Consensus, Shinhan Securities Vietnam

- Theo số liệu thống kê từ Bloomberg, tăng trưởng GDP đồng thuận của Việt Nam trong giai đoạn 2024-2026 đang được các bên tổ chức dự báo ở mức **6-6.5%**, với CPI kiểm soát dưới mức 4%.
- Các dự báo này đang tương đối thận trọng so với ước tính tăng trưởng GDP năm 2024 ở mức **7%**, theo thông tin từ Thủ tướng Phạm Minh Chính. **Năm 2025,** Việt Nam đạt chỉ tiêu mức tăng trưởng khoảng **6.5-7%** và phấn đấu đạt tốc độ tăng trưởng **7-7.5%, 8%**. Giai đoạn **2026-2030**, Thủ tướng kỳ vọng đạt **7.5-8.5%** mỗi năm. Chúng tôi cho rằng, để đạt được mục tiêu này, giải ngân các dự án đầu tư công sẽ yếu tố quan trọng cho mức tăng trưởng của 2025 và các năm tới.

3. Triển vọng cho giai đoạn 2025

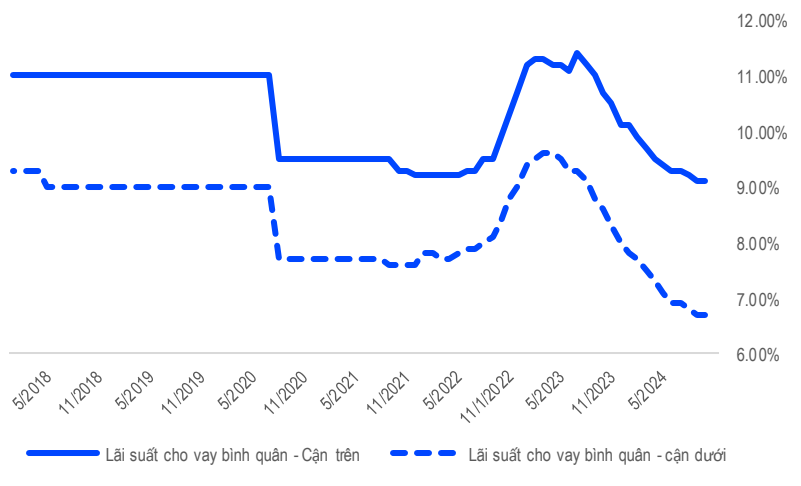
Ngân hàng cố gắng cho chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 15% của năm 2024

Tín dụng của nền kinh tế Việt Nam 2023-2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay đã về mức thấp và có thể tăng nhẹ trong 2025



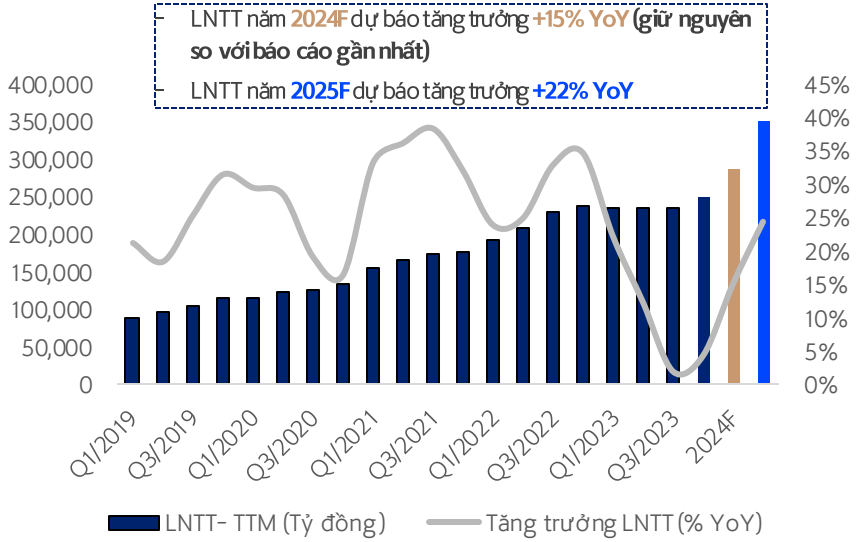
Nguồn: NHNN, Shinhan Securities Vietnam

- Dựa trên số liệu tăng trưởng tín dụng trong 11 tháng của NHNN, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng tín dụng của toàn nền kinh tế Việt Nam có thể đạt vượt mức dự phóng khoảng +13-14% YoY của chúng tôi và hoàn thành mục tiêu tăng trưởng +15% cho năm 2024
- Trong năm 2025, tăng trưởng tín dụng được chúng tôi kỳ vọng sẽ duy trì mức tăng trưởng +15% YoY. Tuy mức tăng trưởng không có nhiều sự thay đổi giữa 2024 và 2025, chúng tôi kỳ vọng cơ cấu tín dụng sẽ có sự thay đổi khi nhóm tín dụng bán lẻ sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2025 và dẫn dắt đà tăng trưởng chung của nền kinh tế như giai đoạn 2021-2022.
- Lãi suất cho vay bình quân đã giảm rất nhanh trong năm 2024 (bình quân quanh mức 6.7-9.1% trong tháng 10/2024) và bình quân lãi suất cho vay trên thị trường đã quay về vùng lãi suất thấp của 2021-2022. Chúng tôi cho rằng lãi suất có thể ổn định tại vùng này cho phần còn lại của năm 2024 và có thể tăng nhẹ khoảng 50bps trong năm 2025.
- Huy động tiền gửi đã có một năm tăng trưởng chậm hơn so với tăng trưởng cho vay khách hàng do mặt bằng lãi suất ở mức thấp, do vậy lãi suất tiền gửi kỳ vọng sẽ tăng tại một số ngân hàng để đáp ứng nhu cầu đi vay trong năm 2025. Lãi suất tiền gửi của nhóm NHTMCP TN cũng đã cho thấy xu hướng tăng nhẹ trong Q3 và Q4/2024. Tuy vậy, với chủ trương duy trì chính sách nới lỏng tiền tệ của NHNN, lãi suất nhiều khả năng sẽ không tăng mạnh như lo ngại.

3. Triển vọng cho giai đoạn 2025

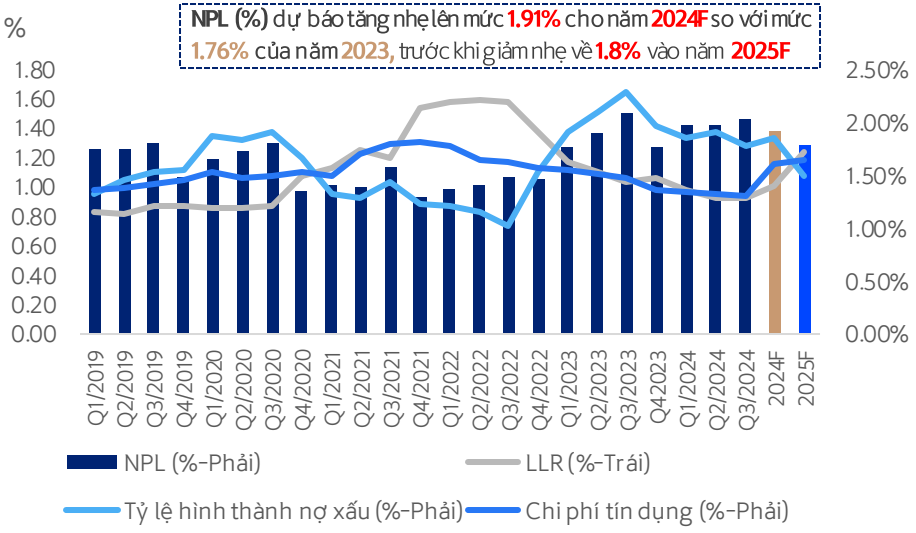
Lợi nhuận trước thuế nhóm ngân hàng niêm yết trên HOSE dự báo tăng 22% cho năm 2025

Lợi nhuận trước thuế (VNDbn)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng tỷ lệ nợ xấu (NPL)



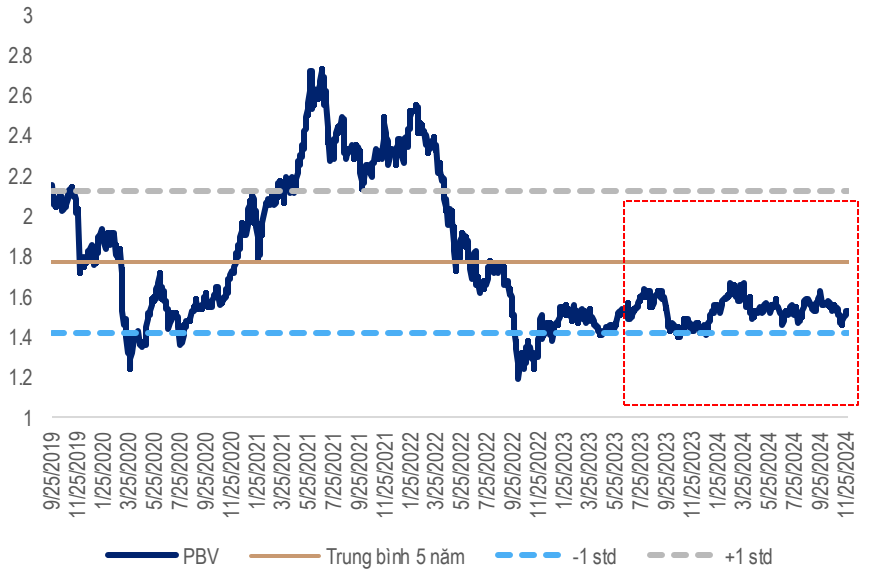
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- **Giả định chính cho LNTT của 18 ngân hàng niêm yết trên HOSE:**
- NIM ổn định ở mức **3.6%** cho năm **2024F** và tăng nhẹ lên **3.8%** cho năm **2025F**
- Thu nhập lãi tăng **16.3%** cho năm **2024F** và **22.0%** cho năm **2025F**
- Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi ở mức **15.0%** cho năm **2024F** và **20%** cho năm **2025F**
- Chi phí hoạt động tăng nhẹ ở mức **4.3%** cho năm **2024F** và **21.6%** cho năm **2025F**
- Năm **2024F**, NPL tăng nhẹ lên mức **1.91%** (so với mức 1.76% của năm 2023); duy trì LLR (%) về mức **100%**; Chi phí tín dụng kỳ vọng ở mức **1.60%**
- Năm **2025F**, NPL giảm về mức **1.8%** (so với mức 1.91% của năm 2024); LLR (%) cải thiện **124%**; Chi phí tín dụng kỳ vọng ở mức **1.65%**
- Năm **2024F**, LNTT của nhóm ngân hàng kỳ vọng tăng trưởng **15%** và đạt mức tăng trưởng **22%** cho năm **2025F**
- P/B TTM đang giao dịch quanh mức **1.54x** (bình quân 5 năm ở mức **1.8x**), P/B forward 2024 ở mức **1.39x**, PB forward 2025 ở mức **1.13x**

3. Triển vọng cho giai đoạn 2025

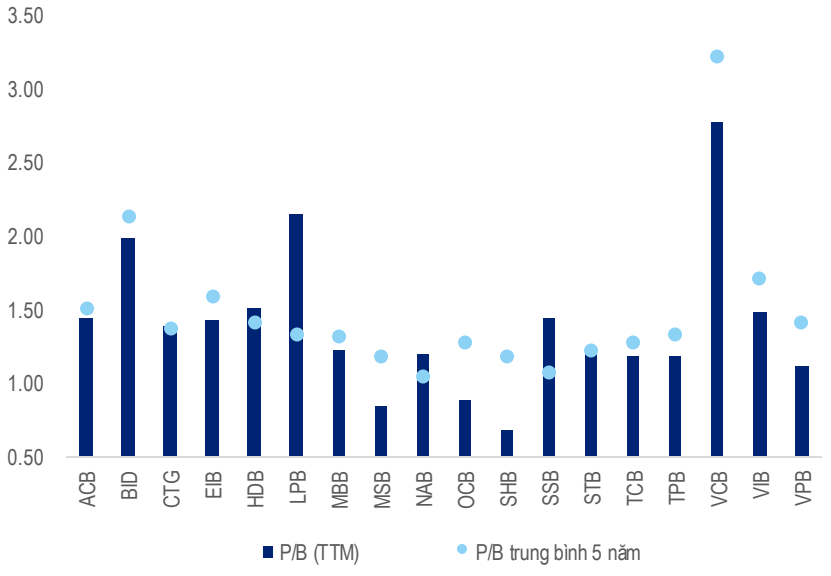
Định giá nhiều ngân hàng đang dưới rất xa mức trung bình 5 năm

Định giá của các ngân hàng trên HOSE (P/B)



Nguồn: Bloomberg 18/12/2024, Shinhan Securities Vietnam

P/B của nhóm cổ phiếu ngân hàng



Nguồn: Bloomberg 18/12/2024, Shinhan Securities Vietnam

- Định giá P/B của ngân hàng tiếp tục duy trì dưới mức trung bình 5 năm của ngành (1.8x). Hiện tại P/B toàn ngành đang ở mức 1.5x. Lo ngại về sự suy giảm của chất lượng tài sản cùng với sự phục hồi chung của nền kinh tế Việt Nam là những yếu tố ảnh hưởng lớn đến định giá thấp của ngân hàng so với quá khứ.
- Phần lớn ngân hàng trên HOSE đang giao dịch dưới mức trung bình, chỉ một số ngân hàng như ACB, CTG, STB hay HDB đang giao dịch phù hợp với mức trung bình P/B 5 năm. Trong khi ACB duy trì được chất lượng tài sản tốt hàng đầu ngành bất chấp khó khăn chung của thị trường, CTG liên tục trích lập chi phí dự phòng để đảm bảo bộ đệm dự phòng ổn định, STB là câu chuyện kỳ vọng về đề án tái cơ cấu và HDB là tăng trưởng mạnh mẽ trong 2 năm qua.

04

Cơ hội đầu tư cổ phiếu ngân hàng

ACB, VCB, HDB, TCB, VPB

Các ngân hàng niêm yết

Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025 (VND)	Upside (%)	Tăng trưởng LNTT 9T/2024 (% YoY)	Tăng trưởng LNTT 2025F (% YoY)	Tài sản/Vốn CSH (x)	NIM (TTM)	NPL (%)	LLR (%)	CIR (TTM)	ROE (TTM)	P/B (TTM)	PB Forward 2025
VCB	516,432	92,100	**109,400**	**18.7%**	7%	**22%**	11.14	3.0%	1.2%	204.6%	32.5%	19.8%	2.71	2.14
BID	266,589	39,150	**57,000**	**45.6%**	12%	**20%**	18.73	2.4%	1.7%	115.7%	35.0%	18.1%	2.03	1.85
CTG	205,134	38,100	**39,000**	**2.4%**	12%	**18%**	16.15	3.0%	1.4%	153.0%	28.2%	16.4%	1.46	1.00
TCB	172,736	24,000	**29,500**	**22.9%**	33%	**36%**	6.45	4.4%	1.3%	103.5%	29.4%	16.6%	1.20	1.00
VPB	152,331	18,950	**25,000**	**31.9%**	67%	**21%**	5.85	5.9%	4.8%	50.7%	24.5%	10.4%	1.10	0.95
MBB	129,740	24,600	**29,000**	**17.9%**	4%	**11%**	9.77	4.3%	2.2%	68.8%	30.9%	21.1%	1.23	0.90
ACB	113,676	25,000	**34,000**	**38.4%**	2%	**22%**	10.13	3.8%	1.5%	80.5%	33.5%	22.3%	1.44	1.10
LPB	87,598	34,200			139%		11.22	3.6%	2.0%	77.5%	27.6%	28.8%	2.15	
HDB	83,532	23,750	**28,400**	**19.6%**	47%	**25%**	12.98	5.6%	1.9%	65.9%	33.7%	26.9%	1.61	1.14
STB	68,339	36,950	**42,000**	**13.7%**	18%	**47%**	14.75	3.7%	2.5%	75.0%	50.9%	18.4%	1.36	1.02
VIB	57,199	19,500	**20,600**	**5.6%**	-21%	**39%**	10.80	4.0%	3.9%	47.1%	34.2%	18.9%	1.45	1.09
SSB	48,904	17,200			43%		8.78	3.7%	1.9%	80.8%	33.5%	15.2%	1.44	
TPB	43,328	16,450	**19,789***	**20.3%**	10%	**25%***	10.89	4.1%	2.3%	58.8%	36.5%	14.2%	1.20	1.14 *
SHB	37,723	10,300			6%		12.59	2.9%	2.5%	62.1%	23.7%	14.3%	0.68	
EIB	36,323	19,250			39%		8.97	2.9%	2.7%	39.9%	43.5%	11.8%	1.48	
MSB	29,900	11,450			-6%		8.53	3.6%	2.9%	62.9%	40.5%	15.9%	0.84	
OCB	27,124	10,850			-35%		8.41	3.2%	3.2%	53.9%	41.6%	7.4%	0.88	
NAB	21,824	15,900			62%		13.77	3.8%	2.9%	45.3%	39.1%	22.7%	1.18	

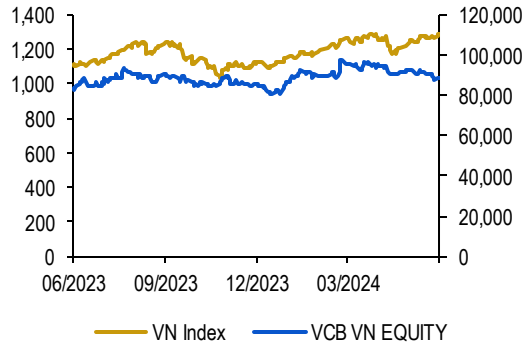
Nguồn: Bloomberg cập nhật vào Ngày 24/12/2024, Shinhan Securities Vietnam
* Số liệu Bloomberg Consensus

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HOSE:VCB)

Vietcombank

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 109,400**
Giá hiện tại (24/12/24)	VND 92,100
Suất sinh lời (%)	18.7%
VNINDEX	1,260
PE thị trường (24F)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	495,193
SLCP lưu hành (triệu CP)	5,589
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,408
52-tuần cao/thấp (VND)	100,500/ 80,100
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	1.39
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	132
Sở hữu nước ngoài (%)	23.48
Cổ đông lớn (%) SBV	74.80
Mizuho	15.0

Biến động giá	**3M**	**6M**	**12M**
Tuyệt đối (%)	-7.2	3.7	6.8
So với VNIndex(%)	-8.4	-11.4	-10.3



Thương hiệu của sự ổn định

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HoSE: VCB) là một trong "Big 4" ngân hàng quốc doanh với giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất ngành ngân hàng. VCB vẫn luôn duy trì được lợi thế là ngân hàng kinh doanh hiệu quả nhất, chất lượng tài sản cải thiện tốt qua các năm, và không ngừng nỗ lực trong công cuộc chuyển đổi số. Với phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho VCB cho năm 2025 ở mức 109,400 đồng.

Kết quả kinh doanh Q3/2024

- Tăng trưởng tín dụng của VCB 9T/2024 hơn 10% Ytd. Nhưng NIM của VCB tiếp tục gặp áp lực suy giảm và hiện đang ở 2.99%. Thu nhập lãi thuần của VCB 9T/2024 đạt hơn 41,563 tỷ đồng (+1.8% YoY). Thu nhập ngoài lãi 9T/2024 giảm 15% YoY do ảnh hưởng từ mức giảm của kinh doanh ngoại hối và giảm thu nhập khác liên quan tới xử lý tài sản đã xử lý rủi ro. Chi phí nhân viên và hoạt động của VCB được kiểm soát chặt chẽ giúp tỷ lệ CIR 9T/2024 duy trì quanh mức 31%.
- Về chất lượng nợ, tỷ lệ nợ xấu của VCB cuối Q3/2024 không có nhiều biến động so với quý Q2/2024 và đang nằm ở mức 1.2% (phù hợp với dự báo của chúng tôi). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của VCB duy trì trên mức 200%. Trái ngược với xu hướng tăng chí phí tín dụng, chi phí trích lập cho rủi ro tín dụng của VCB giảm 44% YoY.
- LNTT của VCB 9T/2024 đạt lũy kế 31,533 tỷ đồng (+6.7% YoY), hoàn thành 75% kế hoạch lợi nhuận năm 2024 được ĐHĐCĐ thông qua. Kế hoạch phát hành riêng lẻ 6.5% của VCB để cải thiện CAR được đẩy sang năm 2025. VCB đặt kỳ vọng hệ số CAR 2025-2026 sẽ đạt 13-13.5%.
- Vào tháng 10/2024, VCB đã chính thức nhận chuyển giao bắt buộc CBBank. CBBank sẽ tiếp tục duy trì là pháp nhân độc lập và không hợp nhất báo cáo tài chính vào VCB. VCB có quyền sáp nhập hoặc thoái vốn CBBank sau khi kết thúc phương án chuyển giao bắt buộc.

Quan điểm đầu tư

- Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ NPL duy trì dưới 1.5%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành
- Nguồn vốn đa dạng (lợi thế từ tiền gửi KBNN) và chi phí vốn duy trì ở mức tương đối thấp giúp NIM của ngân hàng ít biến động hơn. Trong năm 2024, khi chi phí vốn quay trở lại mức thấp như dự kiến, chúng tôi dự báo NIM của VCB có thể tăng nhẹ lên 3.1%.
- VCB hiện vẫn đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư cho đợt chào bán riêng lẻ. Thỏa thuận này sẽ giúp cải thiện tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng khoảng 150-200 điểm cơ sở.

Dự phóng 2024-2025

- Các giả định chính cho kết quả kinh doanh 2024-2025 của VCB: Tăng trưởng tín dụng đạt 14% cho cả hai năm 2024,2025; NIM giảm nhẹ về mức 2.94% và tăng trở lại lên mức 3.18% trong năm 2025 (giảm nhẹ 7bps so với báo cáo gần nhất); tăng trưởng thu nhập ngoài lãi năm 2024, 2025 đạt lần lượt -9% và 43%, tỷ lệ NPL năm 2024 và 2025 ở quanh mức 1.1-1.2%; chi phí rủi ro tín dụng/ tổng tín dụng năm 2024 ở mức 0.4% và 0.8% trong năm 2025, LNTT năm 2024 và 2025 đạt mức tăng trưởng lần lượt 3.42% YoY và 21.69% YoY

Rủi ro: (1) Lãi suất cho vay tiếp tục giảm và tăng trưởng tín dụng chậm khiến cho NIM tiếp tục bị thu hẹp. (2) Nợ xấu tăng nhanh gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng rủi ro

Năm	**2021**	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	42,273	53,246	53,621	57,079	72,208
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	14,357	14,836	14,103	12,829	18,403
TNHĐ (tỷ VND)	56,630	68,083	67,723	69,908	90,611
LNTT (tỷ VND)	27,486	37,359	41,244	42,653	53,455
Tăng trưởng LNTT (%)	19.25	35.92	10.50	3.42	21.69
P/E (x)	18.9	13.7	14.7	15.4	12.68
P/B (x)	3.4	2.8	2.7	2.6	2.15
ROE (%)	21.64%	24.19%	21.57%	18.34%	18.50%

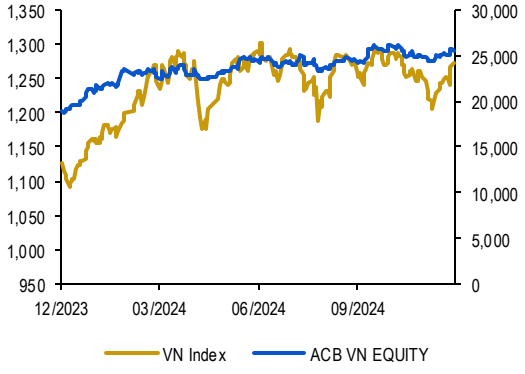
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Á Châu (HOSE:ACB)

ACB

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 34,600**
Giá hiện tại (24/12/24)	VND 25,000
Suất sinh lời (%)	38.4%
VNINDEX	1,260
PE thị trường (24F)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	113,900
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,467
Tự do giao dịch (triệu CP)	3,529
52-tuần cao/thấp (VND)	26,500/ 19,348
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	7.28
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	196
Sở hữu nước ngoài (%)	30
Cổ đông lớn (%) Sather Gate	4.99
Cổ đông lớn (%) Tran Hung Huy	3.94

Biến động giá	**3M**	**6M**	**12M**
Tuyệt đối (%)	4.3	3.7	30.9
So với VNIndex(%)	3.8	4.7	17.6



Shinhan Securities

Tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ

Ngân hàng Thương mại Cổ phần Á Châu (ACB) định hướng chiến lược trở thành ngân hàng bán lẻ hàng đầu tại Việt Nam. Đây cũng là một ngân hàng có chiến lược phát triển thận trọng, không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp. Trong năm 2024, ACB có đẩy mạnh tăng trưởng hơn mảng khách hàng doanh nghiệp để đa dạng hóa danh mục cho vay của mình và cũng như hỗ trợ tăng trưởng bền vững hơn trong tương lai. Về chất lượng tài sản, đây là một trong những ngân hàng tiên phong đáp ứng các tiêu chuẩn BASEL III. ACB có tín dụng tăng trưởng tốt và đang ngày càng hoàn thiện mô hình kinh doanh. Với giả định tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cho giai đoạn 2024-2028 bình quân trên 15% và kết quả kinh doanh ổn định trong năm 2024-2025. Mục tiêu của ACB cho năm 2025 là 34,600 VND.

Kết quả kinh doanh 9T/2024

- ACB tăng trưởng tín dụng rất khả quan trong 9T/2024 đạt mức 12.8% Ytd. Trong đó, nhóm khách hàng bán lẻ tăng 12% ytd (nhóm cho vay mua nhà tăng tích cực 14%), nhóm khách hàng doanh nghiệp đạt mức tăng hơn 15% Ytd (đến từ ngành thương mại, sản xuất kinh doanh). Với mức nền lãi suất tiền gửi thấp, tăng trưởng huy động của ACB đạt khoảng 6.2% Ytd (cao hơn mức trung bình của ngành 4.8% ytd). Mức độ cạnh tranh lãi suất cho vay giữa các ngân hàng cao khiến cho NIM của ACB thu hẹp so với đầu năm từ mức 4.0% cuối 2023 về mức 3.8% cuối Q3/2024. Thu nhập lãi thuần 9T/2024 tăng trưởng 11% (YoY), đạt 20,714 tỷ đồng. Thu nhập ngoài lãi 9T/2024 giảm mạnh -26% YoY. Mảng thu nhập phí vẫn cho thấy mức tăng trưởng dương 8%, với sự đóng góp chính từ mảng thẻ và dịch vụ thanh toán. Trong khi đó, do diễn biến lãi suất không cho phép ACB ghi nhận lợi nhuận từ danh mục trái phiếu chính phủ nên mảng này đã giảm sâu. Trong 9T/2024, ACB đã kiểm soát chi phí hoạt động tương đối phù hợp với tăng trưởng thu nhập của ngân hàng, CIR 9T/2024 ở mức 33% (so với mức 32% trong 9T/2023).

- Về chất lượng tài sản, tỷ lệ nợ xấu (NPL) của ACB chững lại ở dưới mức 1.5%. Nợ xấu cơ cấu theo thông tư 02 hiện chỉ đang ở mức 0.2%. LNTT của ACB 9T/2024 đạt 15,335 tỷ đồng (+2.1% YoY), hoàn thành 70% kế hoạch cả năm.

Quan điểm đầu tư

- Ngân hàng ACB hoạt động thận trọng, không đầu tư vào trái phiếu doanh nghiệp và hạn chế cho vay đối với các doanh nghiệp bất động sản. Dù là ngân hàng bán lẻ nhưng ACB vẫn duy trì trong nhóm hàng đầu các ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp nhất trong hệ thống.
- ACB đang cho thấy bước tiến trong mảng cho vay khách hàng doanh nghiệp.
- Trong giai đoạn 2023-2027, chúng tôi dự phóng tài sản và lợi nhuận của ACB có thể duy trì tăng trưởng bền vững với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) dương trên 15%.

Dự phóng 2024-2025

- ACB được SBV nới room tín dụng lên 18.4%, chúng tôi theo đó dự báo ACB có thể sử dụng hết hạn mức này trong năm 2024 và sẽ tăng trưởng 16% cho năm 2025. Tỷ lệ NPL kiểm soát ở quanh mức 1.5%. NIM gặp áp lực thu hẹp và giảm nhẹ về quanh mức 3.7-3.8% cho 2024-2025. Thu nhập ngoài lãi năm 2024 giảm 9.2% YoY, trước khi phục hồi hơn 30% vào năm 2025. Với khẩu vị cho vay thận trọng, chúng tôi duy trì chi phí tín dụng của ACB quanh mức 0.5% cho 2024-2025. LNTT của ACB cho năm 2024 và 2025 có thể đạt 21,145 tỷ đồng (+5% YoY) và 25,855 (+22.3% YoY).

Rủi ro: (1) Tín dụng bán lẻ phục hồi chậm; (2) Nợ xấu tiếp tục neo cao và hoạt động xử lý nợ xấu không hiệu quả

Năm	**2021**	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	18,945	23,534	24,960	28,095	32,441
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	4,619	5,257	7,787	7,071	9,334
TNHĐ (tỷ VND)	23,564	28,790	32,747	35,166	41,775
LNTT (tỷ VND)	11,998	17,114	20,068	21,145	25,855
Tăng trưởng LNTT (%)	25.0	42.6	17.3	5.3	22.3
P/E (x)	6.9	6.0	5.8	6.7	5.5
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.4	1.1
ROE (%)	23.9	26.5	24.8	21.76	22.30

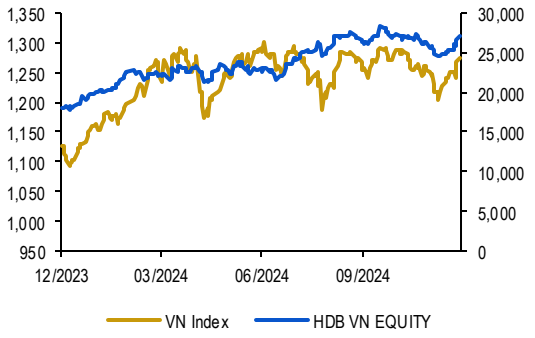
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Phát triển TP. HCM (HOSE: HDB)

HDBank

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 28,400**
Giá hiện tại (24/12/24)	VND 23,750
Suất sinh lời (%)	19.6%
VNINDEX	1,260
PE thị trường (24F)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	78,639
SLCP lưu hành (triệu CP)	3,489
Tự do giao dịch (triệu CP)	2,458
52-tuần cao/thấp (VND)	28,600/ 18,150
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	7.41
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	204
Sở hữu nước ngoài (%)	16.4
Cổ đông lớn (%) Sovico	14.27

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	1.9	13.9	44.0
So với VNIndex(%)	1.4	15.0	30.7



Shinhan Securities

Hướng tới mục tiêu lợi nhuận 20,000 tỷ đồng cho 2025

HDBank chiến lược ngân hàng bán lẻ đa năng, hướng tới khách hàng là doanh nghiệp vừa và nhỏ, khách hàng cá nhân tại các đô thị loại hai và nông thôn bằng cách phát triển các sản phẩm và dịch vụ tài chính chuyên biệt phù hợp với nhu cầu của họ. Đồng thời, HDB đang củng cố nền tảng ngân hàng điện tử để nâng cao khả năng tiếp cận đến khách hàng. Chiến lược nhắm mục tiêu này được thể hiện rõ qua thành tích ấn tượng trong thời gian qua, với mức tăng trưởng tài sản và lợi nhuận tăng trên mức 25% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2023. Chúng tôi cho rằng HDB có thể duy trì tăng trưởng khả quan trong thời gian tới và đạt mục tiêu lợi nhuận năm 2025 vượt 20,000 tỷ đồng. Dựa trên nền tảng đó, định giá cổ phiếu HDBank năm 2025 được dự báo ở mức 28,400 đồng.

Kết quả kinh doanh 9T/2024

HDB tăng trưởng tín dụng khả quan trong 9T/2024, với mức tăng hơn 16% Ytd. Mảng tài chính tiêu dùng tại HD SAISON tiếp tục phục hồi mạnh mẽ với dư nợ tăng 15% so với cùng kỳ. Nhờ lợi thế LDR thấp, HDB có thể nở rộng NIM trong 9T/2024 – đi ngược lại với xu hướng giảm NIM của toàn ngành. Tính tới cuối Q2/2024, NIM của HDB cải thiện lên mức 5.6% từ mức 4.98% cuối năm 2023. NIM nở rộng cùng với mức nền tín dụng cao so với cùng kỳ, thu nhập lãi của HDB 9T/2024 đạt hơn 14,880 tỷ đồng (+54% YoY). Trái lại, thu nhập phí của HDB vẫn đang gặp khó khăn khi 9T/2024 giảm hơn 37% YoY. Ngoài thu nhập phí, các mảng kinh doanh khác như kinh doanh ngoại hối, chứng khoán kinh doanh và đầu tư không có điểm nhấn tích cực trong 9T/2024. Hoạt động thu hồi nợ cũng đang đi ngang khi thị trường bất động sản rã đông chậm hơn kỳ vọng, dù có dấu hiệu cải thiện trong Q3/2024.

Tỷ lệ nợ xấu của HDB cuối Q3/2024 ở mức 1.9% (tăng so với mức 1.79% cuối năm 2023, thấp hơn mức trung bình ngành). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) của HDB cuối Q3/2024 có tăng nhẹ lên 72.4%. LNTT của HDB 9T/2024 đạt gần 12,655 tỷ đồng (+47% YoY), hoàn thành hơn 79% kế hoạch lợi nhuận năm. HD Saison đạt LNTT 9T/2024 ở mức 906 tỷ đồng (+126% YoY)

Quan điểm đầu tư

- HDB có tỷ lệ LDR quanh mức 70%, thấp hơn nhiều so với hạn mức theo quy định là 85%. Tỷ lệ LDR thấp khi kết hợp với tín dụng tăng trưởng tích cực có thể mở rộng NIM của HDB trong năm 2024. Ngoài ra sự phục hồi của mảng tài chính tiêu dùng và phân khúc cho vay cá nhân, SMEs kỳ vọng giúp HDB có thể duy trì NIM trên 5% trong 2024-2025.
- HDB được NHNN đánh giá và xếp hạng cao trong hệ thống ngân hàng. Thêm vào đó, việc tham gia tái cơ cấu ngân hàng yếu kém giúp ngân hàng nhận được room tín dụng cao. Hệ sinh thái lớn mạnh từ các đối tác như Vietjet, Petrolimex, PVOIL, Unilever, CP,… được kỳ vọng sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng cho HDBank trong tương lai.

Dự phóng 2024-2025

- Tín dụng năm 2024 dự kiến tăng trưởng 23.7%, NIM ổn định quanh mức 5%. Nợ xấu dưới 2%, thu nhập ngoài lãi tăng 13.7% YoY. Lợi nhuận trước thuế dự kiến 16,170 tỷ đồng, tăng 24.2% YoY. Năm 2025, với giả định tăng trưởng tín dụng hơn 20%, chúng tôi cho rằng mục tiêu vượt lợi nhuận 20,000 tỷ của HDB là tương đối khả quan. Theo thông tin từ HDB, hiện tại ngân hàng vẫn đang trong quá trình tìm kiếm nhà đầu tư chiến lược.

Rủi ro: 1) Kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến có thể khiến cho áp lực nợ xấu tiếp tục duy trì; 2) Thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi chậm; 3) NIM thu hẹp nếu lãi suất tiền gửi tăng nhanh

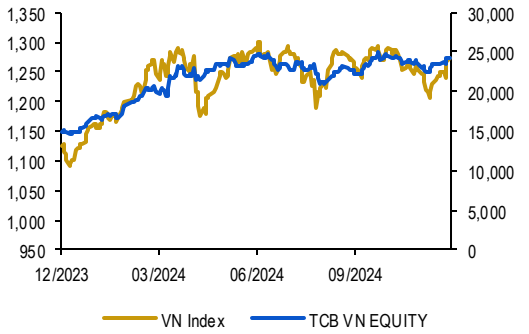
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	13,891	18,012	22,184	29,608	35,515
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	2,867	3,956	4,230	3,098	4,212
TNHĐ (tỷ VND)	16,758	21,967	26,414	32,706	39,727
LNTT (tỷ VND)	8,070	10,268	13,017	16,269	20,324
Tăng trưởng LNTT (%)	38.87%	27.21%	25.90%	25.0%	24.9%
P/E (x)	10.2	5.2	5.8	6.0	4.8
P/B (x)	2.1	1.1	1.3	1.4	1.1
ROE (%)	23.3	23.5	24.2	25.4	26.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam (HOSE: TCB)

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 29,500**
Giá hiện tại (24/12/24)	VND 24,000
Suất sinh lời (%)	22.9%
VNINDEX	1,260
PE thị trường (23F)	11.9
Vốn hóa (tỷ VND)	169,556
SLCP lưu hành (triệu CP)	7,065
Tự do giao dịch (triệu CP)	4,823
52-tuần cao/thấp (VND)	25,250/ 14,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	14.31
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	324
Sở hữu nước ngoài	22.4
Cổ đông lớn (%) Masan	14.9

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12M**
Tuyệt đối (%)	6.6	-1.6	56.1
So với VNIndex(%)	6.1	-0.6	42.8



Duy trì tăng trưởng nhờ sự ấm lên của thị trường bất động sản

Techcombank là một trong những ngân hàng cổ phần lớn nhất ở Việt Nam với những thành công đáng kể. TCB luôn chú trọng phát triển công nghệ để dẫn đầu trong hành trình số hóa của ngành tài chính giúp nâng tầm trải nghiệm và thu hút khách hàng mới. TCB tập trung phát triển ở phân khúc cho vay phát triển bất động sản và vay mua nhà, chúng tôi đánh giá về tương lai đây là phân khúc còn nhiều tiềm năng phát triển. Với phương pháp thu nhập thặng dư (RI) và phương pháp so sánh dựa trên chỉ số P/B, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho TCB ở mức 29,500 đồng (Chuyển nền định giá sang năm 2025).

Cập nhật kết quả kinh doanh 9T/2024

TCB đạt mức tăng trưởng tín dụng 9T/2024 ấn tượng ở mức 17.4% ytd (so với mức 9% của toàn ngành). Danh mục cho vay nhóm khách hàng cá nhân Q3/2024 tăng trưởng gần 11% ytd – sản phẩm cho vay mua nhà duy trì tăng trưởng tích cực, trong khi vay mua ô tô vẫn còn gặp khó khăn. Cho vay nhóm tổ chức kinh tế tăng trưởng 26% Ytd, nhờ nhóm ngành công nghệ chế biến chế tạo được đẩy mạnh cho vay trong 9T/2024. Trong khi đó, nhóm cho vay kinh doanh bất động sản tăng trưởng chậm lại và giảm tỷ trọng trong danh mục vay của TCB. Với áp lực lợi suất tài sản giảm sâu để kích thích tăng trưởng tín dụng, NIM (TTM) của TCB giảm nhẹ về quanh mức 4.37%. Thu nhập lãi thuần trong Q3/2024 của TCB tăng 22.8% YoY, giảm nhẹ -5.8% QoQ. Chất lượng tài sản vẫn được giữ ổn định với NPL ở mức 1.3% vào cuối Q3/2024. Thu nhập phí tiếp tục gặp nhiều trở ngại trong Q3/2024. Nhu cầu với UPAS/LC giảm và mảng Bancassurance thu hẹp là yếu tố chính khiến mảng phí của TCB trong Q3/2024 giảm -7% YoY. Cũng trong thời gian này, TCB đã thông báo chấm dứt thỏa thuận phân phối bảo hiểm độc quyền với Manulife. Việc chấm dứt này sẽ khiến TCB ghi nhận khoảng chi phí đền bù 1,800 tỷ đồng. Ngoài ra trong tháng 10/2024, TCB đã tham gia góp vốn thành lập công ty Bảo hiểm Phi nhân thọ Techcom (TCGIns).

LNTT của TCB trong Q3/2024 đạt 7,214 tỷ đồng (+23.5% YoY), giảm tốc so với 2 quý đầu năm nhưng hoàn thành hơn 84% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.

Quan điểm đầu tư

- Nhu cầu vay mua nhà có sự phục hồi rõ rệt, đặc biệt ở thị trường ngoài Bắc. Với triển vọng tăng trưởng kinh tế Việt Nam tiếp tục duy trì tốt, danh mục cho vay cá nhân có thể tăng trưởng tích cực hơn trong năm 2025.
- Nợ xấu vẫn cho thấy sự ổn định khi duy trì quanh mức 1-1.5%.
- CASA quay về mức trên 40% giúp đem về lợi thế chi phí vốn cho TCB trong các năm tới.

Dự phóng 2024-2025

- Các giả định chính cho năm 2024 bao gồm Tăng trưởng tín dụng hợp nhất hơn 22%, NIM phục hồi về 4.38%, NPL kiểm soát quanh mức 1.3%, Chi phí rủi ro tín dụng/ tổng tín dụng dưới 1.0%, CIR 31%. LNTT của TCB năm 2024 dự phóng đạt 26,940 tỷ đồng (+17.7% YoY), điều chỉnh giảm so với báo cáo gần nhất do chi phí phát sinh từ chấm dứt phân phối độc quyền Manulife. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng TCB tăng trưởng tín dụng đạt khoảng 18%, NIM ổn định 4-4.5%, tỷ lệ NPL quanh mức 1-1.5%, tỷ lệ CIR giảm xuống dưới 30% nhờ lợi thế công nghệ, chúng tôi dự báo LNTT năm 2025 đạt 34,734 tỷ đồng (+28.9% YoY).

Rủi ro: (1) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến; (2) Lãi suất tăng nhanh gây áp lực lên NIM. (3) Nợ xấu tăng nhanh.

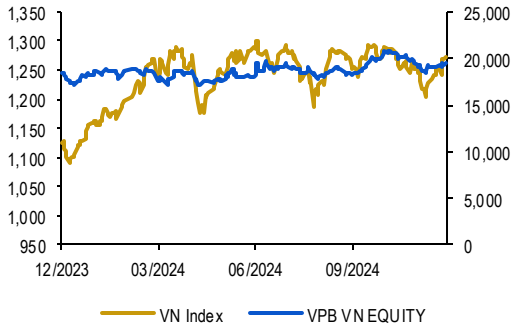
Năm	**2021**	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,699	30,290	27,691	36,228	42,945
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,378	10,612	12,370	11,063	15,118
TNHĐ (tỷ VND)	37,076	40,902	40,061	47,291	58,063
LNTT (tỷ VND)	23,238	25,568	22,888	26,940	34,734
Tăng trưởng LNTT (%)	47.1	10.0	-10.5	17.7	28.9
P/E (x)	5.5	5.0	6.2	7.9	6.1
P/B (x)	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0
ROE (%)	21.7	19.7	14.8	15.4	17.4

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (HOSE: VPB)

Giá mục tiêu (năm 2025)	**VND 25,000**
Giá hiện tại (24/12/24)	VND 18,950
Suất sinh lời (%)	31.9%
VNINDEX	1,260
PE thị trường (24F)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	150,347
SLCP lưu hành (triệu CP)	7,934
Tự do giao dịch (triệu CP)	7,086
52-tuần cao/thấp (VND)	21,050/ 17,500
KLGD bình quân 90 Ngày (triệu CP)	21.26
GTGD bình quân 90 Ngày (tỷ VND)	443
Sở hữu nước ngoài (%)	25.2
Cổ đông lớn (%) Sumitomo Mitsui	15.0

Biến động giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối (%)	5.7	7.8	-1.0
So với VNIndex(%)	5.2	8.8	-14.3



Lợi nhuận phục hồi cùng với lợi thế về vốn

Được thành lập vào năm 1993, VPBank là ngân hàng theo đuổi chiến lược bán lẻ hiện đại. VPB đã phát triển mạnh mẽ nhờ khả năng mở rộng mạng lưới chi nhánh và điểm giao dịch trên toàn quốc, cùng với việc phát triển các sản phẩm đa dạng. FE Credit, công ty con của VPBank, hiện đang tới cuối quá trình tái cơ cấu danh mục vay. Với vị thế dẫn đầu về tài chính tiêu dùng, FE Credit kỳ vọng sẽ tăng trưởng dương trong 2024 và phục hồi rõ nét hơn trong 2025-2028. Đầu năm 2023, VPB đã đạt được thỏa thuận bán 15% vốn điều lệ cho ngân hàng SMBC thông qua hình thức phát hành riêng lẻ. Tỷ lệ an toàn vốn cuối năm 2023 của VPB đang ở mức cao nhất trong các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam. Hai công ty con khác là VPBankS (Chứng khoán) và OPES (Bảo hiểm) cũng đang dần đóng góp nhiều hơn vào hoạt động của ngân hàng. Dựa trên phương pháp thu nhập thặng dư và phương pháp so sánh P/B, chúng tôi ước tính giá mục tiêu 2025 của VPB ở mức 25,000 đồng/cp.

Kết quả kinh doanh 9T/2024

- VPB tăng trưởng tín dụng hợp nhất cuối Q2/2024 đạt mức 9.93% (VPB riêng lẻ đạt hơn 10%). Dư nợ cho vay FE Credit quay trở lại mức tăng trưởng dương vào cuối Q3/2024. Nợ xấu của FE Credit giảm mạnh từ mức hơn 22% cuối 2023 về dưới 18% cuối 2024, ban lãnh đạo cũng cho biết quá trình tái cơ cấu FE Credit tương đối thành công và kỳ vọng doanh nghiệp sẽ đóng góp lợi nhuận tích cực hơn cho VPB trong thời gian tới. Thu nhập lãi của VPB hợp nhất 9T/2024 đạt 35,887 tỷ đồng (+32.3% YoY), NIM hợp nhất cải thiện từ 5.6% cuối Q4/2023 lên 5.9% cuối Q3/2024. Thu nhập ngoài lãi 9T/2024 giảm nhẹ gần 6% YoY, đà giảm phần lớn đến từ thu nhập phí (-12% YoY). Về chất lượng tài sản, NPL hợp nhất của VPB giảm từ mức 5% cuối 2023 xuống 4.8% cuối Q3/2024. Tuy vậy đà giảm tích cực lại đến từ FE Credit, trong khi đó, NPL riêng lẻ của VPB lại tăng từ 3.2% cuối 2023 lên 3.6% cuối Q3/2024. Lợi nhuận trước thuế của VPB hợp nhất đạt 13,582 tỷ đồng, đạt 60% kế hoạch lợi nhuận năm.

Quan điểm đầu tư

- VPB sở hữu tỷ lệ CAR cao nhất, 15.7% vào cuối Q3/2024 sau khi trả cổ tức tiền mặt. Với tỷ lệ CAR cao, VPB có dư địa lớn để tăng trưởng tài sản trong tương lai. Tỷ lệ CAR cao và tăng trưởng tốt giúp VPB có thể duy trì chính sách trả cổ tức tiền mặt trong các năm tới.
- Nợ xấu kỳ vọng sẽ đạt đỉnh trong năm 2024 và bắt đầu giảm dần trong các năm tới.
- FE Credit xong giai đoạn tái cấu trúc và hướng tới tăng trưởng tích cực trong thời gian tới. Với triển vọng tài chính tiêu dùng khả quan trở lại, sự hỗ trợ về mặt chính sách với Thông tư 12/2024 cho vpbphép tổ chức tín dụng cho vay giá trị nhỏ, không vượt quá 100 triệu đồng không cần phương án sử dụng vốn khả thi. Fe Credit dự kiến phục hồi khả quan năm 2025-2026. FE Credit trong Q3/2024 đạt LNTT gần 300 tỷ đồng.

Dự phóng 2024-2025F

- Các giả định chính cho giai đoạn 2024-2028F: Tổng tài sản tăng trưởng: 18.6%/năm; Tổng tín dụng tăng trưởng: 21.5%/năm; Vốn chủ sở hữu tăng trưởng: 11.8%/năm (trên giả định trả cổ tức tiền mặt 30% lợi nhuận năm); Hệ số CAR mục tiêu quanh mức 14%; Tỷ lệ nợ xấu đạt đỉnh 5.1% trước khi giảm dần đều về dưới 4%; Chi phí tín dụng/Dư nợ tín dụng kiểm soát quanh mức 4.5-5%; NIM cải thiện dần về mức 7.5% cuối 2027-2028; LNTT tăng trưởng hơn 30%/năm

Rủi ro : (1) Kinh tế phục hồi chậm hơn dự kiến có thể khiến cho áp lực nợ xấu tiếp tục dvpbuy trì; 2) Thị trường bất động sản tiếp tục phục hồi chậm; 3) FE Credit phục hồi chậm hơn dự báo

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,200	36,023	38,175	49,409	61,994
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,735	9,570	11,569	11,790	14,412
TNHĐ (tỷ VND)	36,934	45,593	49,743	61,199	76,406
LNTT (tỷ VND)	16,527	22,729	10,987	18,475	22,273
Tăng trưởng LNTT (%)	54.6	37.5	-48.9	68.2	21.0
P/E (x)	15.4	7.1	13.4	10.5	8.7
P/B (x)	1.8	1.0	1.1	1.0	0.95
ROE (%)	17.8	7.1	9.4	10.2	11.4

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Bất Động Sản

Khơi thông pháp lý



Ngọc Lê
☎ (84-28) 6299-8017
✉ ngoclh@shinhan.com

Trang Võ
☎ (84-28) 6299-7751
✉ trang.vo@shinhan.com

Nội dung

Bất động sản – Khơi thông pháp lý

1. Cập nhật ngành bất động sản

   Ngành Bất động sản đã có nhiều tín hiệu tích cực khi (1) tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI, (2) tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng trưởng, (3) khả năng thanh toán thị trường trái phiếu doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ và (4) số lượng dự án được cấp phép tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy thị trường vẫn còn khó khăn khi (1) cung cầu toàn thị trường tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa đồng đều tại miền Nam và miền Bắc và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi vào nửa cuối năm.

2. Cập nhật tình hình các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn

   Hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết lớn trong 9T2024 có các đặc điểm: (1) doanh số kí bán (presales) phân hóa, (2) doanh thu và lợi nhuận kém khả quan, (3) hàng tồn kho và nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ so với đầu năm.

3. Triển vọng ngành BĐS năm 2025

   Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục đà hồi phục trong năm 2025, đặc biệt khi (1) hành lang pháp lý được hoàn thiện và (2) lãi suất ở mức hấp dẫn sẽ hỗ trợ nguồn cung dồi dào.

4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu bất động sản

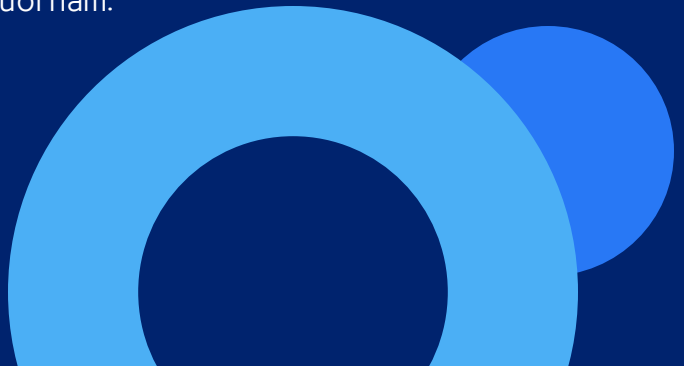
   VHM, NLG, KDH & DXG

5. Phụ lục

01

Cập nhật ngành Bất động sản

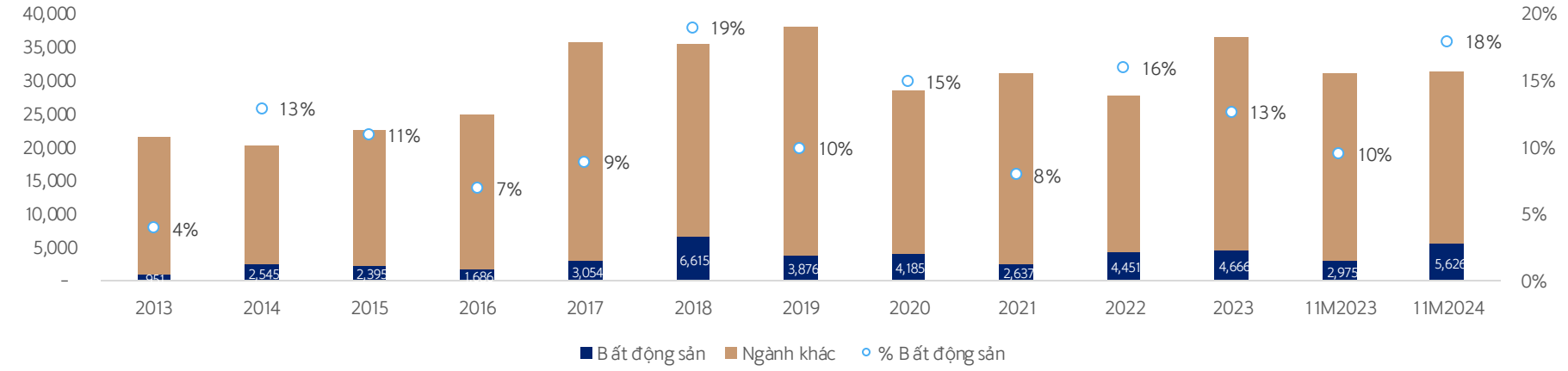
Ngành Bất động sản đã có nhiều tín hiệu tích cực khi (1) tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI, (2) tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng trưởng, (3) khả năng thanh toán thị trường trái phiếu doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ và (4) số lượng dự án được cấp phép tiếp tục gia tăng. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy thị trường vẫn còn khó khăn khi (1) cung cầu toàn thị trường tuy có tăng trưởng nhưng vẫn chưa đồng đều tại miền Nam và miền Bắc và (2) hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp bất động sản kém sôi nổi vào nửa cuối năm.



Ngành BĐS tiếp tục thu hút mạnh mẽ vốn đầu tư nước ngoài FDI

Hoạt động kinh doanh Bất động sản tiếp tục duy trì vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài FDI, tuy nhiên đã gia tăng tỷ trọng đáng kể lên tới **18%**, so với mức chỉ **10%** ở cùng kỳ. Xét 11 tháng đầu năm 2024, tổng vốn đầu tư Bất động sản đạt **5,626 triệu USD (+89.1% YoY)**, tương ứng với **18%** tổng vốn đầu tư đăng ký, chỉ xếp sau Công nghiệp chế biến, chế tạo đạt **20,197 triệu USD**, chiếm **64.4%**.

Bất động sản tiếp tục giữ vị thế top 2 lĩnh vực thu hút vốn đầu tư đăng ký nước ngoài (Triệu USD)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

1.2 – Cập nhật ngành Bất động sản – Lãi suất

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

Theo Batdongsan.com.vn, tại thời điểm tháng 11/2024, đã có một số ít ngân hàng thực hiện tăng nhẹ lãi suất, tuy nhiên phần lớn ngân hàng vẫn đang duy trì lãi suất ưu đãi cho vay mua nhà ở mức thấp, hấp dẫn.

Hiện tại, các khoản vay mua nhà có cấu trúc phổ biến theo dạng bao gồm hai mức lãi suất gồm: (1) lãi suất vay ưu đãi và (2) lãi suất sau ưu đãi, biên độ điều chỉnh giữa 2 lãi suất đang trong khoảng **1.9%-4.0%.** Cụ thể, lãi suất ưu đãi khi vay mua nhà ở thương mại tại các ngân hàng dao động từ **5.50%-7.90%/năm**, hết thời gian ưu đãi, lãi suất rơi vào khoảng **7.40%-11.90%/năm.**

Thay đổi lãi suất vay mua nhà thương mại tại một số ngân hàng lớn

Ngân hàng	01/2024			11/2024		
	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)	Lãi suất ưu đãi (%/năm)	Tỷ lệ cho vay tối đa (%)	Kỳ hạn vay tối đa (năm)
Vietcombank	6.7	70	20	5.5	70	20
Shinhan bank	6.6	70	30	7.0	70	30
Techcombank	10.5	70	35	6.7	80	35

Nguồn: Batdongsan.com.vn, Shinhan Securities Vietnam

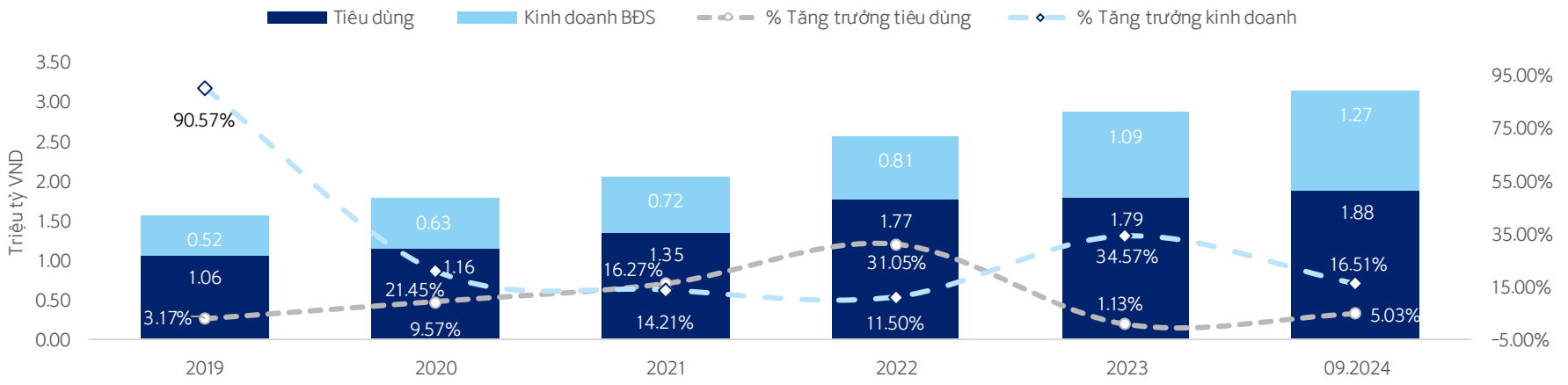
1.3 – Cập nhật ngành Bất động sản – Tín dụng

Dấu hiệu tích cực từ Tín dụng cho tiêu dùng bất động sản

Tín dụng cho lĩnh vực Bất động sản đầu 9 tháng đầu năm 2024 diễn biến tương đồng với xu hướng chung của tín dụng toàn nền kinh tế: tính đến ngày 31/09/2024, tín dụng toàn nền kinh tế đạt **14.79 triệu tỷ VND (+9.0% YTD)**, tín dụng cho Bất động sản tăng **9.15% YTD** đạt **3.15 triệu tỷ VND**.

Cụ thể theo mục đích sử dụng, tín dụng cho kinh doanh bất động sản đạt **1.27 triệu tỷ VND (+16.51% YTD)**, trong khi đó tín dụng cho tiêu dùng bất động sản tăng **5.03% YTD**, đạt **1.88 triệu tỷ VND.** Tuy mức độ tăng còn khiêm tốn nhưng sự tăng trưởng tín dụng tiêu dùng bất động sản vẫn là một tín hiệu tích cực có ý nghĩa quan trọng; ở thời điểm cùng kỳ, chỉ số thậm chí đã ghi nhận mức tăng trưởng âm **-2.7% YTD** phản ánh tâm lý tiêu cực của thị trường. Kết hợp cùng sự hồi phục về giá trị giao dịch, cho thấy thị trường bất động sản đã xuất hiện sự lạc quan hơn về tâm lý và nhu cầu.

Tín dụng cho Bất động sản có dấu hiệu tích cực



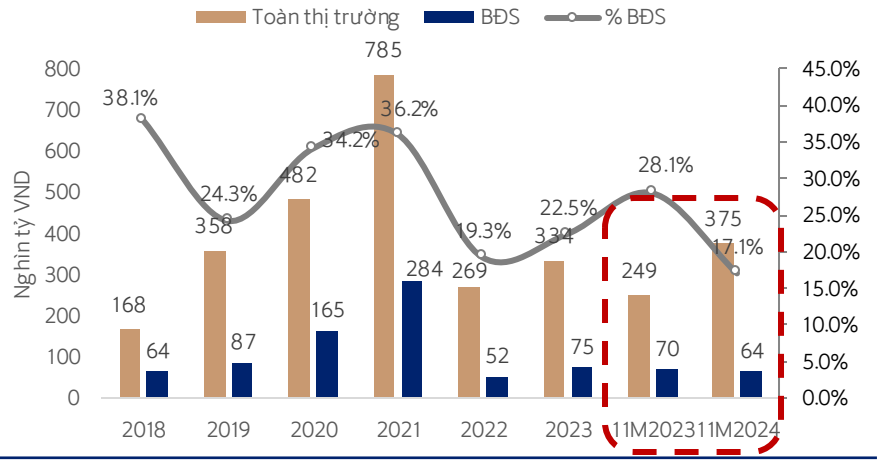
Nguồn: Bộ Xây dựng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

1.4 – Cập nhật ngành Bất động sản – Trái phiếu

Hoạt động phát hành trái phiếu doanh nghiệp BĐS kém sôi nổi vào nửa cuối năm

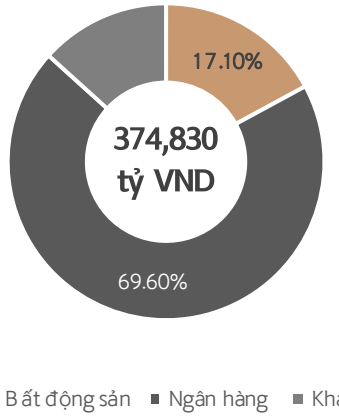
Tích cực hơn so với kênh tín dụng ngân hàng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp trong 11 tháng đầu năm 2024 tăng trưởng ấn tượng về giá trị phát hành, đặc biệt nhờ nhóm Ngân hàng. Cụ thể, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành lũy kế 11 tháng đạt **374,830 tỷ VND (+50.3% YoY)** trong đó ngành Ngân hàng đứng đầu, chiếm tỷ trọng **69.6%**, tương ứng **260,882 tỷ VND (+113% YoY)**; tuy nhiên đối với ngành Bất động sản, các doanh nghiệp không thực hiện phát hành sôi nổi vào giai đoạn nửa cuối năm, dẫn tới giá trị phát hành lũy kế ghi nhận mức tăng trưởng âm **-9.2% YoY**, đạt **64,096 tỷ VND,** trái ngược với mức tăng trưởng mạnh vào nửa đầu năm.

Giá trị TPDN phát hành trong 11 tháng đầu năm 2024



Nguồn: VBMA, Shinhan Securities Vietnam

BĐS đứng thứ 2 về giá trị phát hành trong 11M2024 (%)



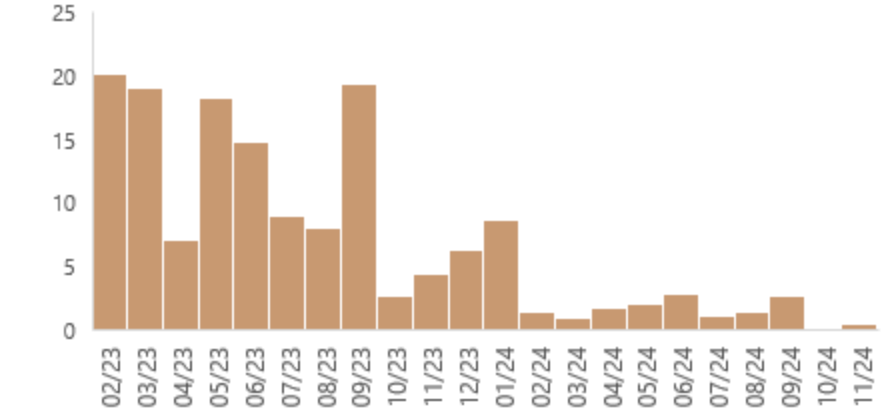
Nguồn: VBMA, Shinhan Securities Vietnam

1.4 – Cập nhật ngành Bất động sản – Trái phiếu

Khả năng thanh toán trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp cải thiện mạnh mẽ

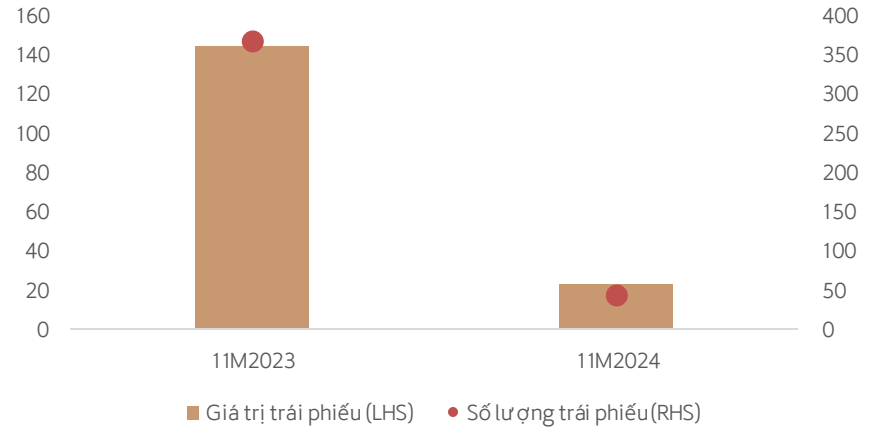
Khả năng thanh toán trên thị trường TPDN đã có dấu hiệu cải thiện, thể hiện qua việc số lượng và giá trị trái phiếu chậm trả lãi, gốc đã giảm rất nhiều trong năm 2024, một số doanh nghiệp đã thực hiện thanh toán toàn bộ hoặc một phần trái phiếu chậm trả cho các nhà đầu tư. Cụ thể, số lượng trái phiếu doanh nghiệp chậm trả lãi, gốc lần đầu giảm mạnh còn **43** so với **369** trái phiếu ở cùng kỳ, với giá trị chậm trả tương ứng giảm còn **23.2 nghìn tỷ VND** so với **144.3 nghìn tỷ VND.**

Giá trị TPDN chậm trả lãi, gốc theo tháng (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: VBMA, VIS Rating, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị TPDN chậm trả gốc, lãi lũy kế giảm mạnh (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: VBMA, VIS Rating, Shinhan Securities Vietnam

1.5 – Cập nhật ngành Bất động sản – Thi hành Luật

Các Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành nhưng việc vận dụng vẫn còn hạn chế

Trong 9T2024, thị trường BĐS tại Việt Nam chứng kiến nhiều biến chuyển trong chính sách như (1) Quốc hội thông qua Luật Đất đai vào T1/2024 và (2) ba Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành sớm từ ngày 1/8/2024. Tuy vậy, nhìn chung, việc vận dụng các Luật BĐS được thông qua vẫn còn hạn chế do:

Hạn chế

- Tính đến ngày 7/10, nhiều địa phương chưa ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết các Luật thuộc thẩm quyền. Điều này tạo ra sự thiếu đồng bộ trong triển khai Luật.
- Nhiều địa phương gặp vướng mắc trong ban hành bảng giá đất điều chỉnh. Do đó, CĐT phải chờ đợi tính toán tiền sử dụng đất (LUR) để thực hiện nghĩa vụ tài chính và triển khai tiếp dự án.
- Nhiều dự án vẫn chờ điều chỉnh quy hoạch hoặc quyết định liên quan đến 20% quỹ đất làm NOXH.
- Doanh nghiệp, địa phương cần thời gian để hiểu và vận dụng quy định mới.

Nhìn chung, sau 2 tháng 3 Luật Bất động sản đồng loạt được thi hành, tác động tại các địa phương còn nhiều hạn chế và không đồng đều. Trong khi thị trường phía Bắc chứng kiến sự hồi phục mạnh mẽ cả về cung mới và số lượng dự án được cấp phép thì thị trường phía Nam lại im ắng hơn.

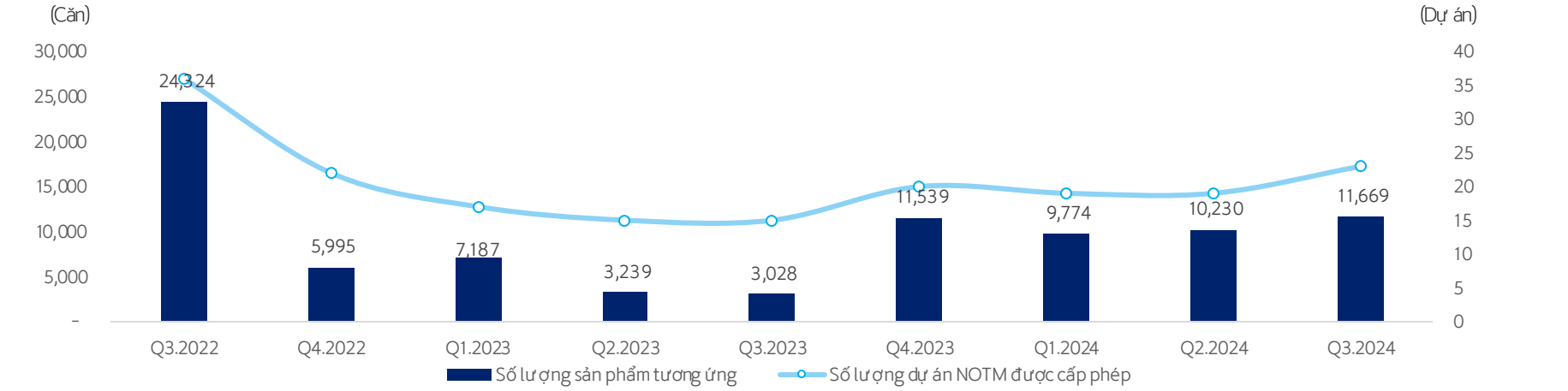
1.6 – Cập nhật ngành Bất động sản – Cung cầu

Số lượng dự án được cấp phép tiếp tục được cải thiện

Số lượng dự án NOTM được cấp phép trong 9T2024 có nhiều chuyển biến tích cực. Trong đó, tổng dự án được cấp phép trên cả nước trong 9T2024 đạt **61 dự án (+29.8% YoY)**. Sự tăng trưởng trong số lượng dự án được cấp phép dự báo sự đa dạng của các dự án trên thị trường trong giai đoạn tới.

Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy thị trường phía Nam vẫn trì trệ với số lượng dự án được cấp phép mới trong 9 tháng chỉ đạt **3 dự án** chủ yếu do các vướng mắc trong khâu định giá đất và quy hoạch,…. Trong khi đó, các dự án được cấp phép mới chủ yếu tập trung ở miền Bắc và miền Trung **(chiếm 95.1% dự án được cấp phép).**

Số lượng dự án nhà ở thương mại cấp phép



Nguồn: Bộ Xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

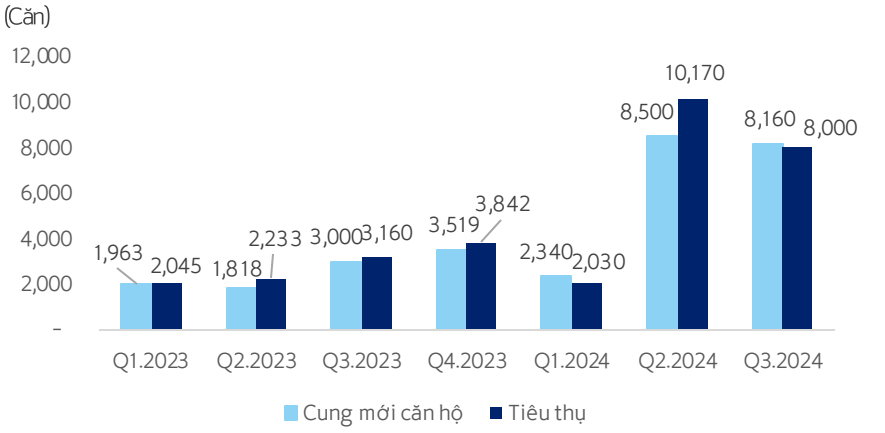
1.6 – Cập nhật ngành Bất động sản – Cung cầu

Nguồn cung mới thị trường nhà ở tại Hà Nội phục hồi mạnh mẽ trong 9T2024

Tại Hà Nội, nguồn cung mới nhà ở hồi phục mạnh mẽ. Cụ thể, cung mới căn hộ trong 9T2024 đạt **19,000 căn** (**tăng gấp 2.8 lần so với cùng kì 2023** và là mức cung mới cao nhất trong 5 năm qua) đến từ **11 dự án**. Dù khoảng 75% là các sản phẩm cao cấp, mức độ hấp thụ của các dự án được ghi nhận ở mức cao, với khoảng **20,200 căn** được tiêu thụ **(gấp 2.7 lần cùng kì).** Điều này cho thấy tâm lý tích cực của người mua nhà khi hệ thống pháp luật ngày càng hoàn thiện.

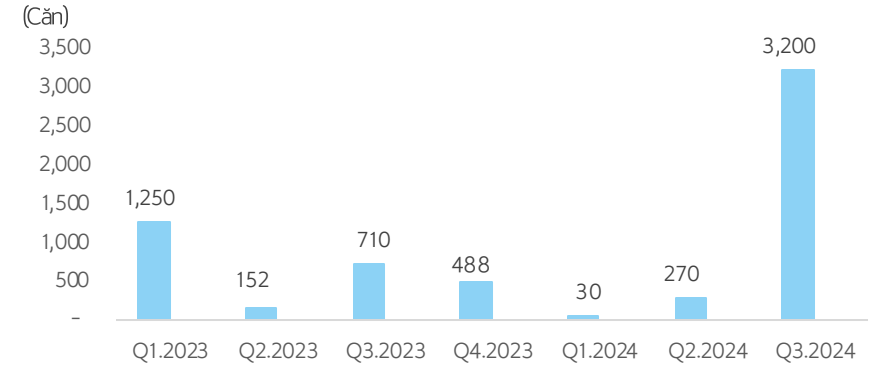
Trong khi đó, nhà liền thổ trong 9T2024 đạt **3,500 căn (gấp 1.5 lần cùng kì 2023)**, chủ yếu đến từ 1 dự án Khu đô thị tại Đông Anh.

Nguồn cung mới căn hộ tại Hà Nội bứt phá



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung mới nhà liền thổ tại Hà Nội hồi phục mạnh mẽ



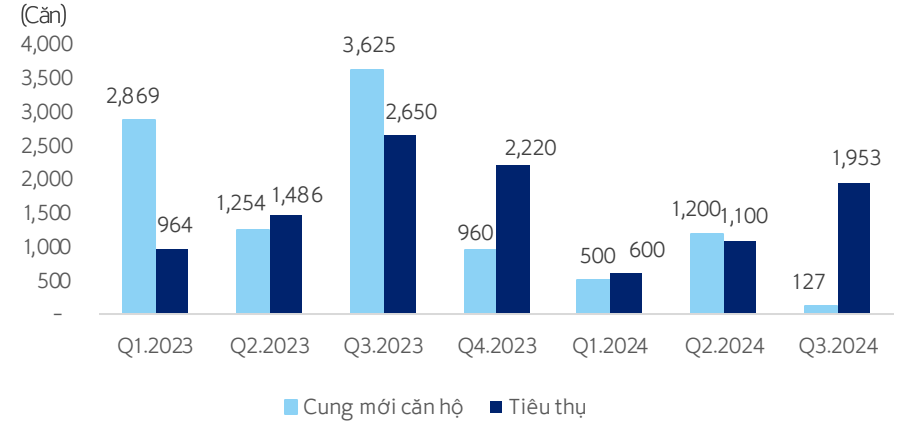
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Ngược lại, thị trường nhà ở tại TPHCM phục hồi chậm

Tại TPHCM, nguồn cung mới căn hộ nhìn chung vẫn còn kém khả quan trong 9T2024. Trong đó, tổng cung mới căn hộ chỉ đạt **1,827 căn (-76% YoY)**. Như vậy, ngược với xu hướng tăng cung tại thị trường miền Bắc nói chung, thị trường TPHCM trầm lắng hơn khi số lượng căn hộ mở bán trong 9T2024 chỉ bằng 10% thị trường Hà Nội. Mặc dù nguồn cung vẫn khan hiếm, điểm sáng của thị trường BĐS TPHCM trong quý 3 là việc **tháo gỡ pháp lý cho hơn 300 căn hộ** tại các dự án đã tạm dừng cách đây 1-2 năm (CBRE).

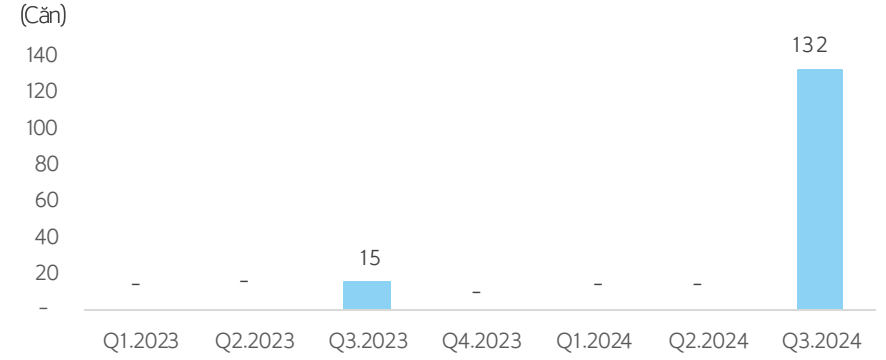
Nguồn cung mới nhà liền thổ đạt **132 căn** sau nhiều quý liên tiếp không có cung mới. Các căn hộ này chủ yếu đến từ dự án The Meadow của Gamuda Land với tỷ lệ hấp thụ đạt hơn **90%**.

Nguồn cung mới căn hộ tại TPHCM phục hồi chậm



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Nguồn cung mới nhà liền thổ tại TPHCM quay lại



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

02

Cập nhật tình hình các doanh nghiệp niêm yết lớn

Trong 9T2024, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp BĐS dân cư niêm yết lớn có các đặc điểm: (1) doanh số kí bán (presales) phân hóa, (2) doanh thu và lợi nhuận kém khả quan, (3) hàng tồn kho và nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ so với đầu năm.

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Doanh số kí bán (presales) 9T2024 của các công ty niêm yết lớn phân hóa

Doanh số kí bán là cơ sở ước tính việc ghi nhận doanh thu trong giai đoạn tiếp theo. Nhìn chung, doanh số kí bán của các công ty niêm yết lớn trong 9T2024 biến động ngược chiều nhau. Trong khi một số doanh nghiệp chứng kiến sự tăng trưởng vượt bậc trong doanh số kí bán như VHM và NLG, một số còn lại lại không mở bán dự án trong 9T2024 như KDH và DXG. Việc đình trệ trong doanh số kí bán có thể đến từ (1) doanh nghiệp không mở bán được do vướng mắc pháp lý khi triển khai dự án hoặc (2) doanh nghiệp chờ đợi thị trường ổn định để mở bán. Cụ thể:

Doanh nghiệp	Giá trị kí bán 9M2024 (Tỷ đồng)	Tăng/giảm svck	Chú thích
VHM	89,600	+58%	Sự kiện mở bán Vinhomes Royal Island trong Q2/2024 là động lực tăng trưởng chính của Vinhomes, với hơn 60 nghìn tỷ VND doanh số kí bán.
NLG	3,523	+99%	Chủ yếu đến từ các dự án Akari P2 (chiếm 46% doanh số kí bán) và Southgate (chiếm 32.5% doanh số kí bán).
DXG	-	n/a	Dự án GSW vẫn chưa mở bán lại cho giai đoạn tiếp theo nên không ghi nhận giá trị presales.
KDH	-	n/a	KDH chưa mở bán dự án Bình Trưng Đông – Liên doanh Keppel. Chúng tôi dự kiến khi mở bán vào cuối năm 2024 hoặc đầu 2025, KDH có thể ghi nhận doanh thu sớm khi dự án đã hoàn thiện phần lớn hạ tầng, sẵn sàng bàn giao.

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Doanh thu và lợi nhuận các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết lớn kém khả quan

- Doanh thu của các doanh nghiệp Bất động sản dân cư trong 9T2024 nhìn chung sụt giảm so với cùng kì năm ngoái. Chúng tôi ước tính doanh thu toàn ngành **giảm 11.8% YoY**, LNST **giảm 34.3% YoY**. Nếu loại trừ ảnh hưởng của nhóm VHM và NVL thì doanh thu toàn ngành **giảm 12.5% YoY** và LNST **giảm 0.4% YoY**.
- LNST 9T2024 của các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn kém khả quan chủ yếu do:

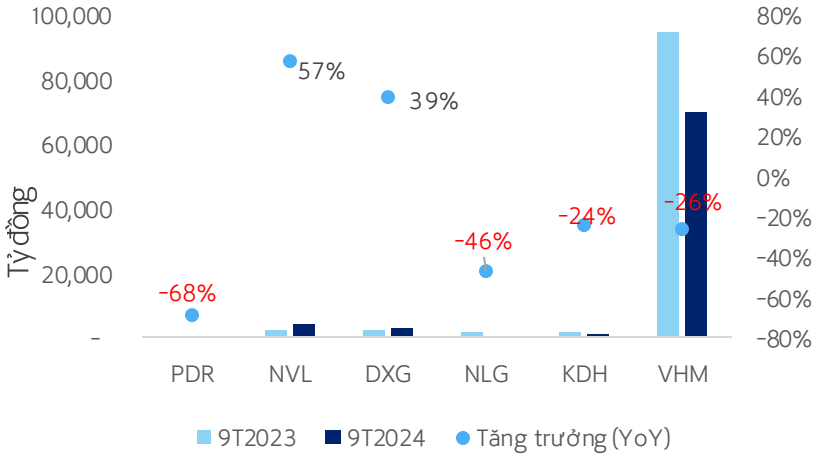
(1) Điểm rơi bàn giao của nhiều doanh nghiệp niêm yết rơi vào Q4 (NLG, KDH)

(2) Doanh nghiệp phải trích lập tiền thuê đất, tiền sử dụng đất nộp thêm (NVL)

(3) Doanh nghiệp không còn nhiều doanh thu bán sỉ như cùng kỳ (VHM)

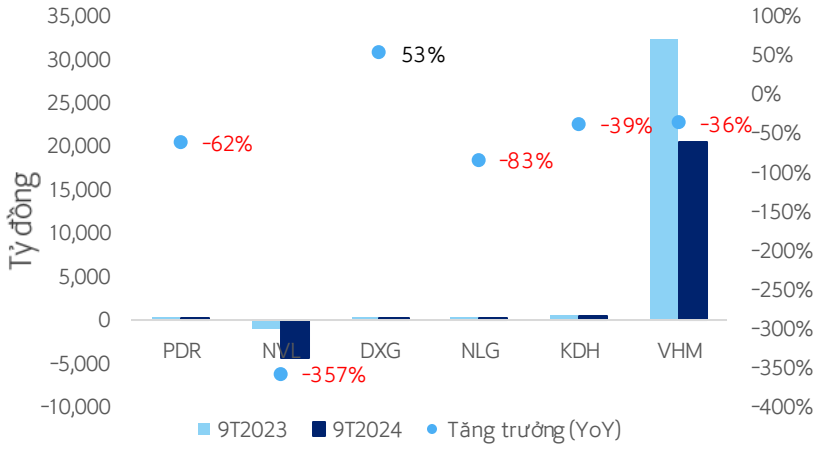
(4) Dự án trọng điểm đang trong trong giai đoạn hoàn thiện pháp lý (PDR)

Doanh thu 9T2024 của các doanh nghiệp niêm yết lớn phân hóa



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận của các DN BĐS đa phần kém khả quan



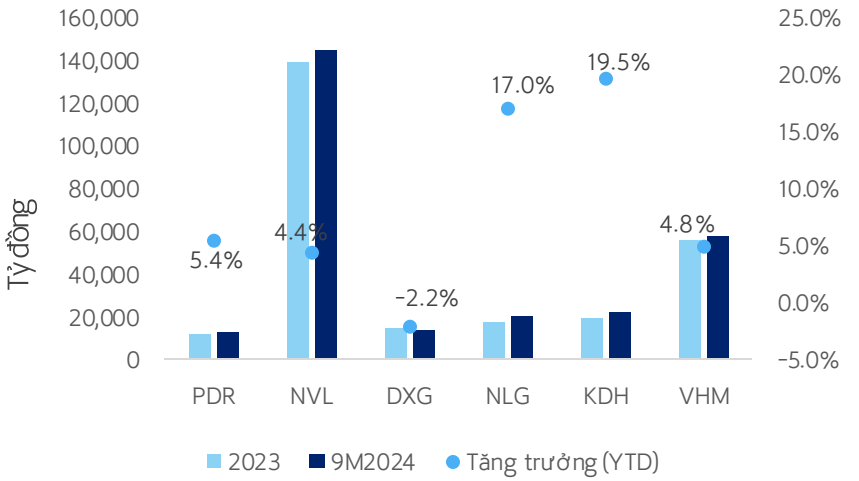
Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Hàng tồn kho của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ so với đầu năm

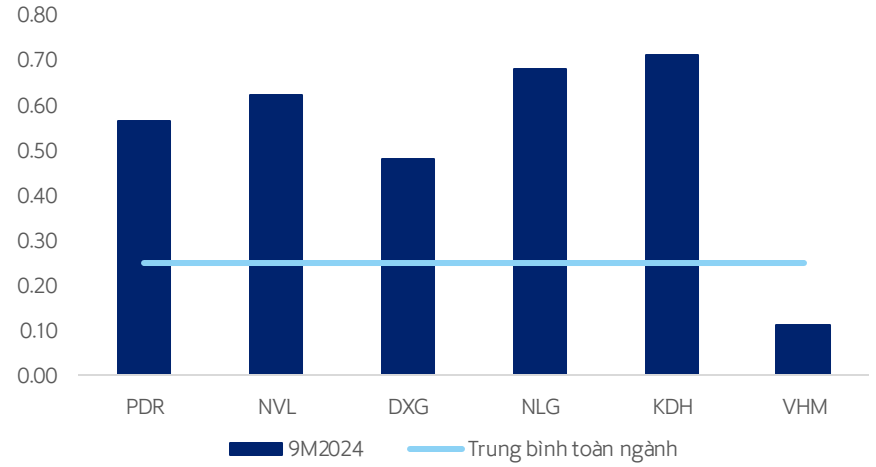
- HTK của các doanh nghiệp BĐS niêm yết mảng dân cư nhìn chung tăng nhẹ so với đầu năm **(+12% YTD)**. Trong đó, HTK của nhóm Vin, NVL và KDH chiếm **77.0%** tổng HTK.
- Một số doanh nghiệp niêm yết lớn có khả năng triển khai dự án nhanh hơn so với tốc độ bàn giao khiến HTK tăng liên tục như NLG **(+17.0% YTD)**, KDH **(+19.4% YTD).** Các doanh nghiệp này dự kiến có dự án bàn giao vào quý 4/2024, từ đó giúp giải phóng lượng lớn HTK và thu hồi nguồn lực để triển khai các dự án tiếp theo.
- Ngược lại, các doanh nghiệp niêm yết lớn còn lại có tốc độ bàn giao và tạo lập dự án tương đối tương đồng. Điều này khiến HTK không thay đổi quá nhiều hoặc trong xu hướng giảm so với đầu năm. Chúng tôi kì vọng việc tháo gỡ nút thắt pháp lý giúp các doanh nghiệp quay trở lại triển khai dự án, từ đó gia tăng lại HTK nhằm duy trì doanh thu trong tương lai.

HTK của các doanh nghiệp niêm yết lớn tăng nhẹ



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu HTK/TTS của các doanh nghiệp niêm yết lớn



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

2. Các doanh nghiệp Bất động sản niêm yết

Nợ vay của các công ty niêm yết lớn trong xu hướng tăng nhẹ

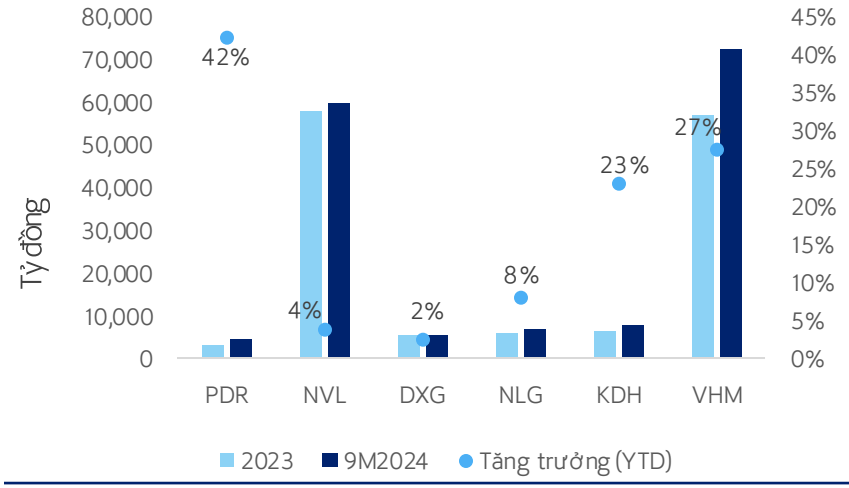
❑ Nợ vay của các doanh ngiệp BĐS dân cư niêm yết tăng **4%** YTD. Trong đó, nhóm Vin và NVL chiếm **84.3%** tổng nợ vay của ngành.

❑ Nếu xem xét mức độ gia tăng nợ so với mức độ gia tăng HTK, chúng tôi nhận thấy có 2 xu hướng chính:

1) Các doanh nghiệp có mức độ gia tăng nợ vay phù hợp với mức độ gia tăng HTK. Đây là nhóm các doanh nghiệp (1) khó khăn trong vay nợ và ngưng trệ triển khai dự án (NVL) hoặc (2) khả năng huy động vốn và khả năng triển khai dự án đều cao (NLG, KDH).

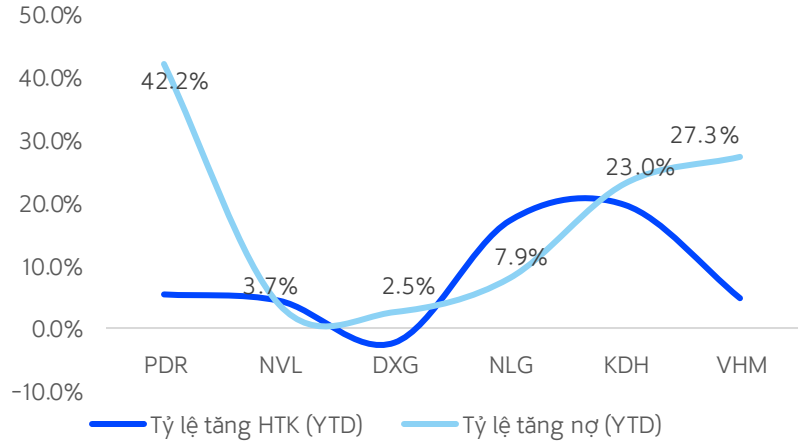
2) Nhóm các doanh nghiệp có mức tăng nợ cao hơn mức độ gia tăng HTK: PDR và VHM. Sự gia tăng nợ vay ở nhóm này chủ yếu nhằm mục đích tối ưu hóa kết hợp các nguồn vốn.

Nợ vay của các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn 9T2024 tăng trưởng



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Gia tăng nợ vay so với tỷ lệ gia tăng HTK



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

03

Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

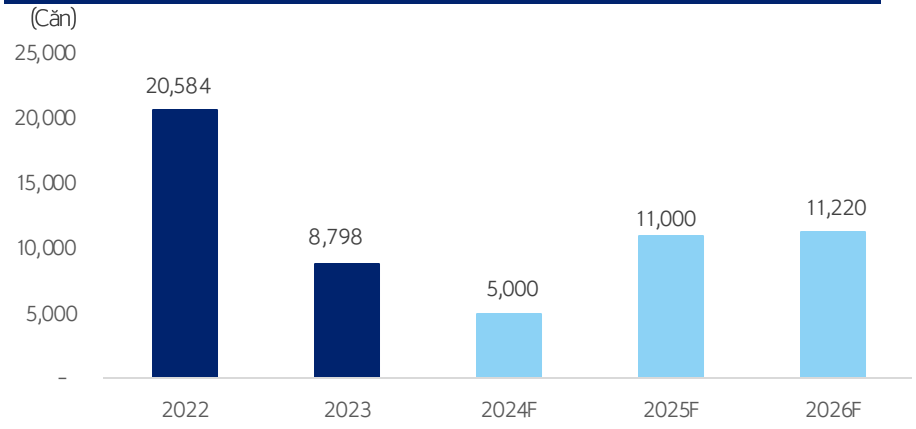
Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan rằng thị trường bất động sản sẽ tiếp tục đà hồi phục trong năm 2025, đặc biệt khi (1) hành lang pháp lý được hoàn thiện và (2) lãi suất ở mức hấp dẫn sẽ hỗ trợ nguồn cung dồi dào.

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Chúng tôi kì vọng việc tiếp tục hoàn thiện hành lang pháp lý, ban hành các NQ đặc thù sẽ góp phần tháo gỡ vướng mắc, tăng cung cho thị trường BĐS. Cụ thể:

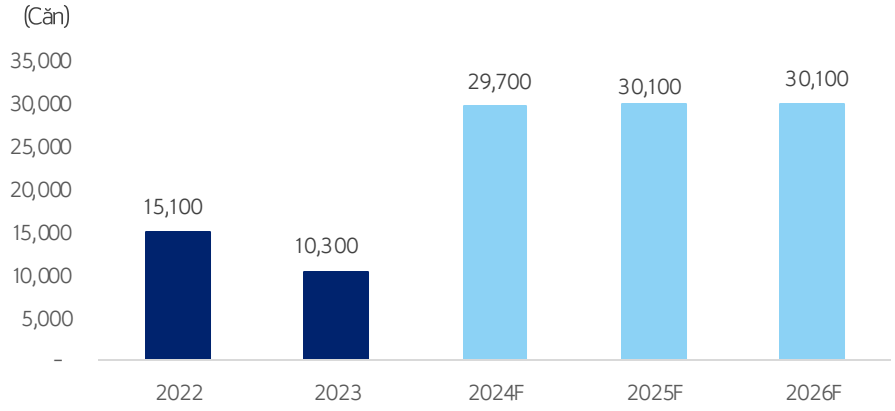
- Hàng loạt NQ, Thông tư hướng dẫn thi hành các Luật Bất động sản cơ bản đã được ban hành (chi tiết tại *Phụ lục 1 – Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành*). Từ đó, tạo cơ sở để đưa Luật vào cuộc sống, khơi thông nguồn cung cho thị trường.
- Ngoài ra, tại kì họp QH thứ 8 (khóa XV), QH đã thông qua một số chính sách tháo gỡ khó khăn, phát triển thị trường BĐS gồm (1) Nghị quyết về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất (**Nghị quyết số 171/2024/QH15**) và (2) Nghị quyết về "Tiếp tục nâng cao hiệu lực, hiệu quả việc thực hiện chính sách, pháp luật về quản lý thị trường bất động sản và phát triển nhà ở xã hội" (**Nghị quyết số 161/2024/QH15**) (chi tiết tại *Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung*).

Cung căn hộ TPHCM dự kiến tiếp tục phục hồi



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Cung mới căn hộ Hà Nội được dự báo tiếp tục bứt tốc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

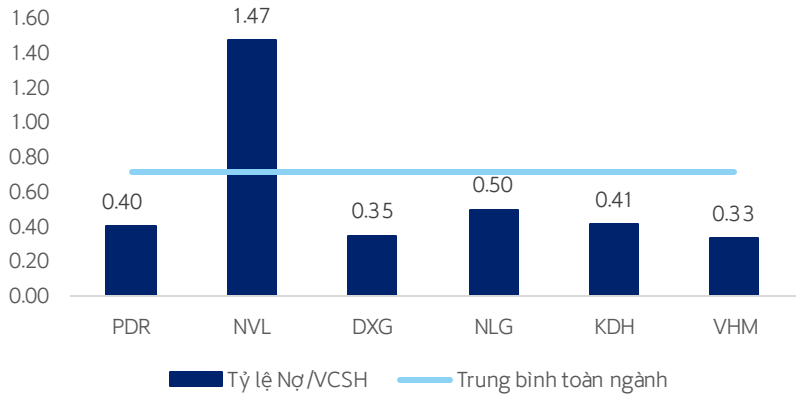
Chúng tôi đánh giá tác động của một số chính sách lớn lên thị trường BĐS như:

Văn bản	Nội dung	Tác động
Luật Đất đai	Thay thế khung giá đất 5 năm thành bảng giá đất hàng năm, tiệm cận với thị trường.	Bảng giá đất sử dụng cho việc đền bù, GPMB. Do đó, việc sử dụng bảng giá đất mới tiệm cận giá thị trường có thể **thúc đẩy việc GMPB, nhưng cũng vừa gia tăng chi phí đền bù của DN.**
Luật Kinh doanh BĐS	Luật hóa quy định vốn chủ tối thiểu/tổng vốn đầu tư cho các dự án có quỹ đất dưới 20ha là 20% và từ 15% cho dự án có quỹ đất trên 20ha.	Trước đây tỷ lệ VCSH tối thiểu này được đặt ra trong NĐ 02/2022/NĐ-CP, nhưng việc luật hóa cho thấy **VCSH đang được yêu cầu nghiêm ngặt hơn.**
	Công khai thông tin BĐS đưa vào kinh doanh .	Góp phần minh **bạch thị trường BĐS và bảo vệ người mua nhà.**
Nghị định NĐ 96/2024/NĐ-CP về kinh doanh BĐS	Siết quy định tỷ lệ nợ/VCSH tối đa cho dự án có quy mô sử dụng đất dưới 20ha và trên 20ha tương ứng là 4x và 5.67x.	Quy định này góp phần **giữ ổn định tỷ lệ an toàn tài chính của doanh nghiệp BĐS cũng như sự lành mạnh của thị trường**. Theo đó các doanh nghiệp BĐS có xu hướng sử dụng đòn bẩy tài chính vượt quá tỷ lệ quy định có thể bị hạn chế trong việc tiếp tục tăng dư nợ để thực hiện dự án.
Nghị định 71/2024/NĐ-CP về giá đất	Bổ sung nhiều chi phí được tính vào chi phí phát triển thửa đất như chi phí dự phòng cho trượt giá, lãi vay, chi phí tư vấn đầu tư xây dựng, quản lý dự án,…	Chúng tôi kì vọng việc bổ sung nhiều chi phí phát sinh trong quá trình phát triển dự án vào chi phí phát triển thửa đất khi tính tiền sử dụng đất góp phần **hợp lý hóa tiền sử dụng đất cho doanh nghiệp, từ đó ổn định thị trường bất động sản.**
Nghị quyết số 171/2024/QH15	Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.	Các Nghị quyết đặc thù là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Chúng tôi kì vọng **các NQ này cùng với các Luật Bất động sản góp phần tháo gỡ vướng mắc cho các dự án đang bị "mắc kẹt". Từ đó thúc đẩy nguồn cung của thị trường từ năm 2025.**
Nghị quyết số 161/2024/QH15	Đề cập đến việc ban hành các chính sách để tháo gỡ vướng mắc cho thị trường BĐS do quá trình cổ phần hóa, do thay đổi môi trường pháp luật,…	

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

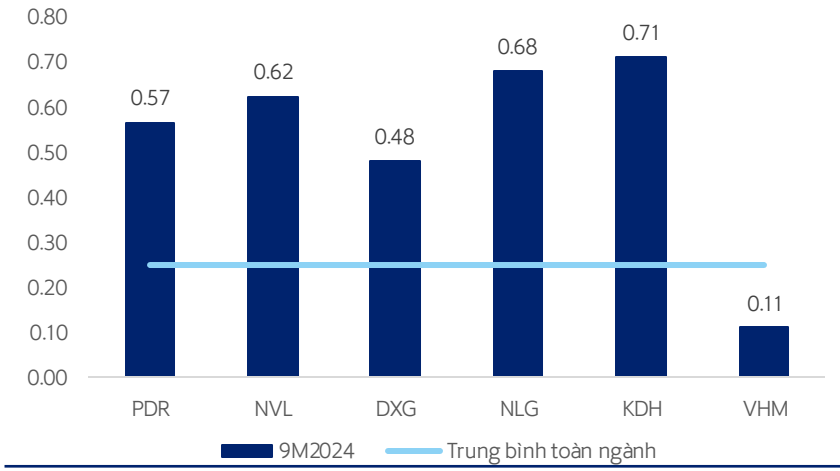
Nhìn chung, chúng tôi nhận định các doanh nghiệp Bất động sản có nguồn vốn mạnh, quỹ đất lớn, và sở hữu dự án có pháp lý rõ ràng như NLG, KDH và VHM có thể hưởng lợi trong thời gian tới khi chi phí phát triển dự án dự kiến gia tăng, yêu cầu về vốn nghiêm ngặt hơn và thị trường được kì vọng minh bạch hơn.

Tỷ lệ nợ/VCSH của các doanh nghiệp BĐS niêm yết lớn (Q3/2024)



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ HTK/Tổng tài sản (TTS) của các DN BĐS niêm yết lớn



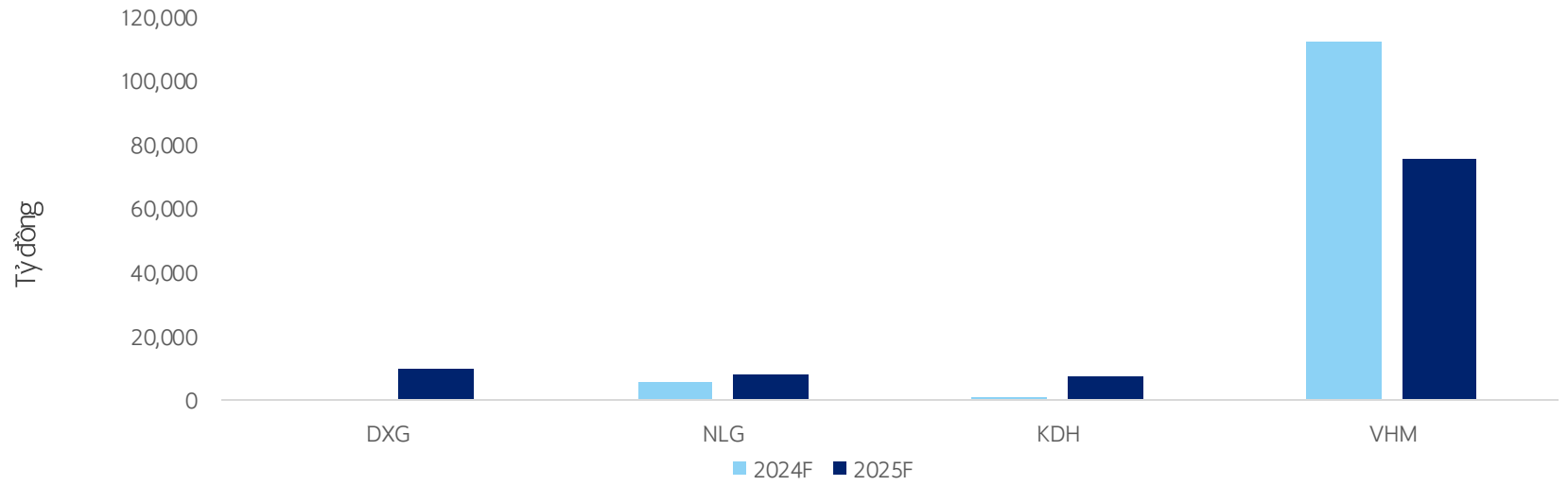
Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Trong năm 2025, các doanh nghiệp niêm yết lớn dự kiến tiếp tục mở bán các dự án đã tạo lập và hoàn thiện trong năm nay. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng giá trị kí bán của phần lớn doanh nghiệp cải thiện so với năm 2024 khi (1) nhiều dự án được tháo gỡ pháp lý và (2) tâm lý người mua tích cực hơn khi thị trường hồi phục.

Giá trị kí bán năm 2025 dự kiến phục hồi so với năm 2024

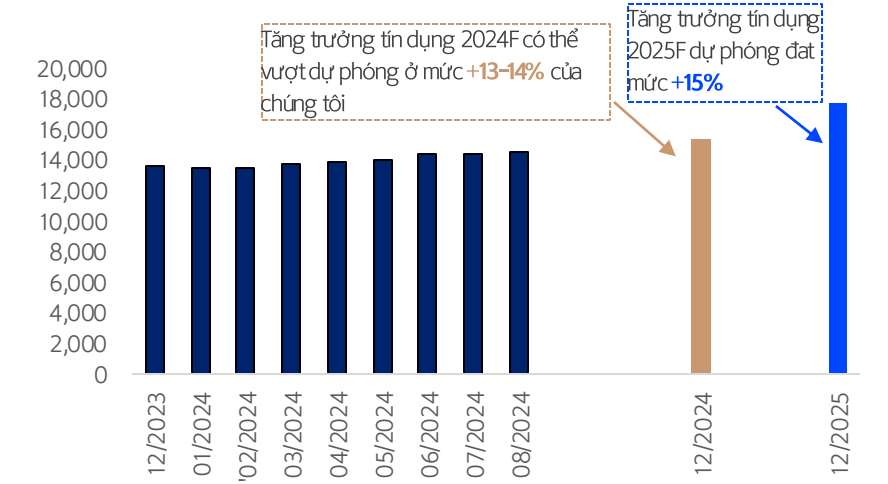


Nguồn: Company Data, Shinhan Securities Vietnam

3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

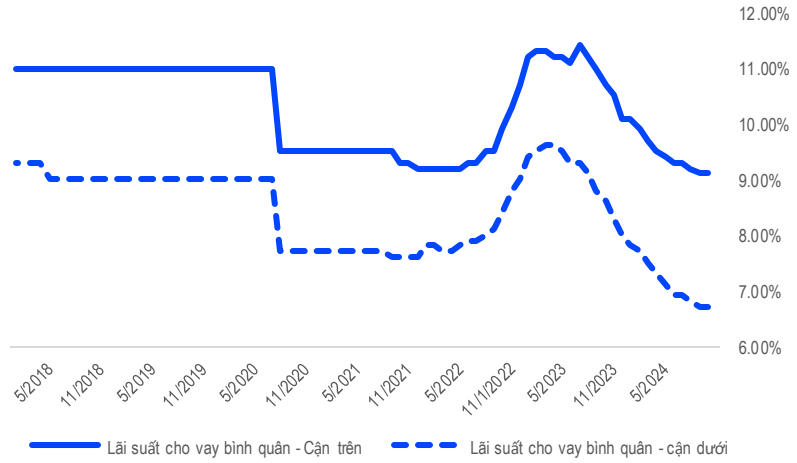
Môi trường lãi suất tiếp tục thuận lợi

Tín dụng của nền kinh tế Việt Nam 2023-2025 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinProX, Shinhan Securities Vietnam

Lãi suất cho vay đã về mức thấp và có thể tăng nhẹ trong 2025



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Với kỳ vọng: (1) Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức +15% YoY, được dẫn dắt bởi nhóm tín dụng bán lẻ và (2) Mức lãi suất cho vay bình quân sẽ tăng nhẹ so với mức thấp hiện tại (6.7-9.1% trong tháng 10/2024), chúng tôi cho rằng năm 2025 sẽ tiếp tục là một năm có môi trường lãi suất thuận lợi, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng bất động sản, đặc biệt được khuyến khích đại hơn so với năm 2024 bởi nhiều yếu tố cơ bản thay đổi tích cực như: (1) Các bộ Luật đem lại tác động cụ thể hơn sau thời gian hoàn thiện, (2) Nguồn cung thị trường kỳ vọng sôi động trở lại và (3) Tâm lý tích cực trên thị trường.

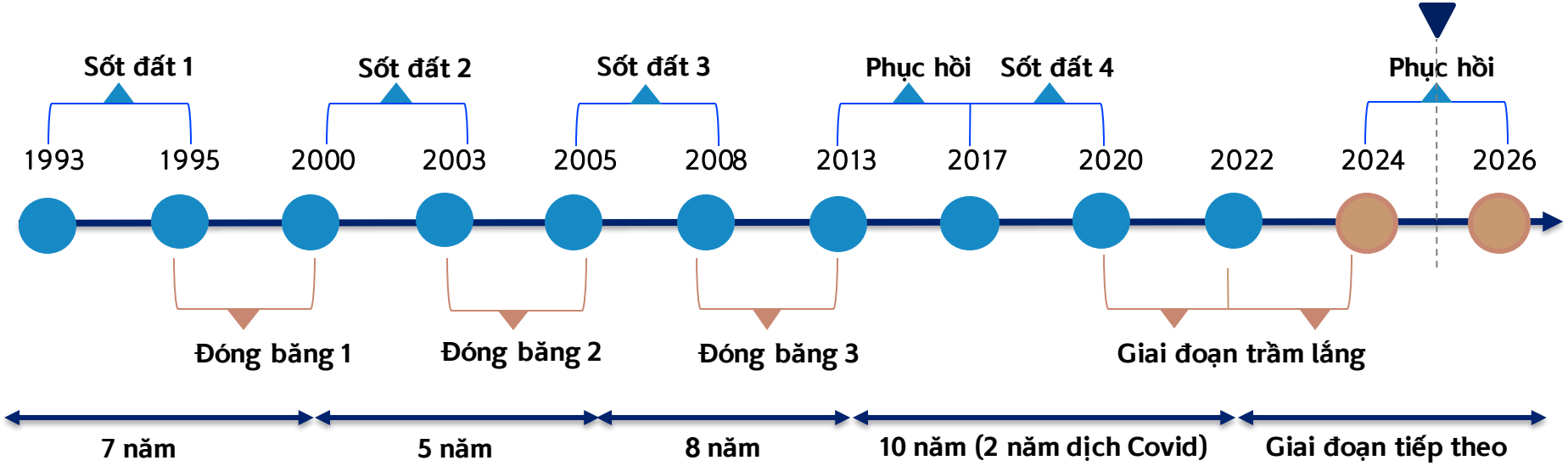
3. Triển vọng ngành Bất động sản năm 2025

Chúng tôi duy trì quan điểm ngành Bất động sản đã bước vào pha hồi phục từ nửa cuối năm 2024

Tóm lại, chúng tôi duy trì quan điểm đã nêu ở Báo cáo triển vọng ngành Bất động sản năm 2024 là giai đoạn khó khăn nhất đối với ngành Bất động sản đã qua đi và thị trường đang bước vào pha phục hồi với kì vọng:

(1) Lãi suất vẫn tiếp tục ở mức hấp dẫn

(2) Pháp lý hoàn thiện thúc đẩy nguồn cung bất động sản

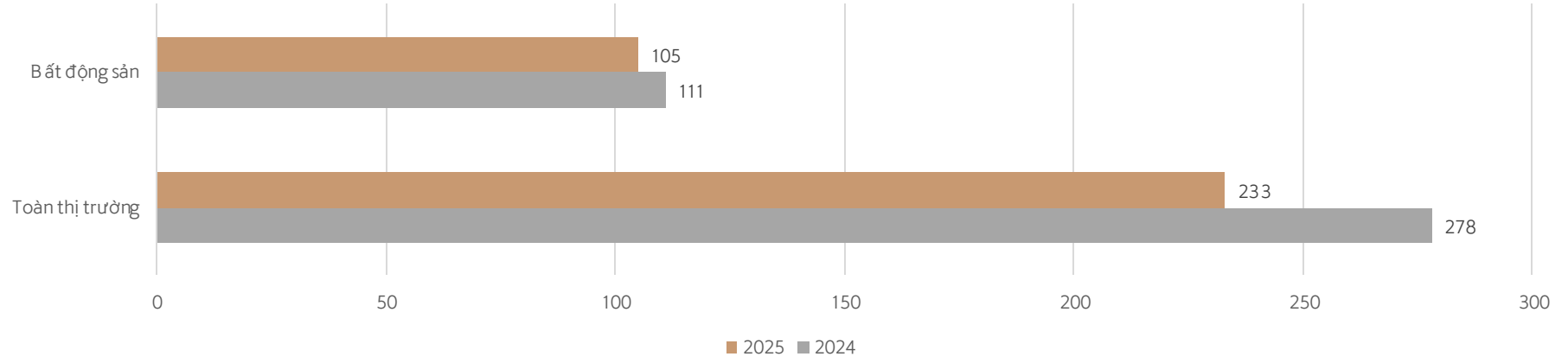


Nguồn: Cushman &Wakefield, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro vẫn hiện hữu tuy nhiên đã được kiểm soát tốt hơn

Áp lực đáo hạn của thị trường trái phiếu doanh nghiệp nói chung và ngành bất động sản nói riêng năm 2025 không có quá nhiều thay đổi so với năm 2024 khi giá trị đáo hạn ở mức **105 nghìn tỷ VND**, chỉ giảm khoảng **6% YoY.** Tuy nhiên, với nhiều yếu tố tích cực về (1) giá trị giao dịch thị trường bất động sản, (2) tín dụng tiêu dùng bất động sản hồi phục, và (3) pháp lý hoàn thiện, chúng tôi cho rằng rủi ro áp lực đáo hạn năm 2025 sẽ được kiểm soát tốt hơn nhờ sự hồi phục về hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp, điều này một phần đã được thể hiện qua giá trị trái phiếu doanh nghiệp chậm trả lãi, gốc giảm mạnh trong năm 2024.

Giá trị trái phiếu đáo hạn giảm nhẹ năm 2025 (Nghìn tỷ VND)



Nguồn: VBMA, VIS Rating, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro vẫn hiện hữu tuy nhiên đã được kiểm soát tốt hơn

Tương tự bức tranh chung thị trường trái phiếu doanh nghiệp, dòng tiền TPDN phải trả của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trong năm 2025 không thay đổi quá nhiều so với năm 2024, tuy nhiên với kỳ vọng về sự chuyển biến tích cực của hoạt động kinh doanh, chúng tôi cho rằng rủi ro sẽ được kiểm soát tốt hơn so với giai đoạn 2023-2024.

Giá trị TPDN đáo hạn (Tỷ VND)	Ngắn hạn (12 tháng tới)	Dài hạn (>12 tháng)	Tổng
NVL	23,746	15,135	38,881
VHM	3,770	27,491	31,261
NLG	980	2,635	3,615
DXG	449	940	1,389
KDH	1,100	0	1,100
PDR	0	0	0
Tổng	30,045	46,201	76,246

Nguồn: BCTC doanh nghiệp Q3/2024, Shinhan Securities Vietnam

04 Cơ hội đầu tư cổ phiếu Bất động sản

VHM, NLG, KDH & DXG

Các doanh nghiệp niêm yết lớn

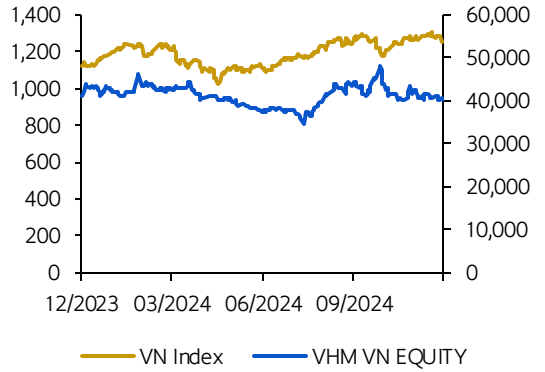
Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025** (VND)	Upside (%)	Dự phóng doanh thu 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu YoY (%)	Dự phóng lợi nhuận 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng lợi nhuận 2025 (%)	Nợ/VCSH	HTK/TTS	P/B (TTM)	P/E (TTM)
VHM	165,734	40,350	51,700	28.1%	102,589	0.7%	33,093	6.6%	0.33	11%	0.83	8.59
NLG	13,737	35,700	46,400	30.0%	6,842	29.9%	1,338	24.6%	0.50	68%	1.52	45.68
KDH	36,351	35,950	37,100	3.2%	5,277	33.5%	1,709	79.3%	0.41	71%	2.16	68.95
DXG	11,856	16,450	20,900	27.1%	4,671	7.9%	567	52.8%	0.35	48%	1.19	85.24
NVL	20,086	10,300	N/A	N/A	5,312	-16%	N/A	N/A	1.47	62%	0.60	N/A
PDR	17,637	20,200	N/A	N/A	1,418	+488.4%	489	-28.6%	0.40	57%	1.65	36.69
VRE	38,743	17,050	N/A	N/A	9,153	0.0%	4,127	-6.4%	0.10	1%	0.95	9.50
	Tổng				**135,262**	**3.1%**	**41,323**	**7.2%**				

Lợi nhuận tổng trừ NVL
(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**51,700 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	40,350 VND
Suất sinh lời (%)	28.1%
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	165,734
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,107
Tự do giao dịch (triệu CP)	871
52-tuần cao/thấp (VND)	48,550/34,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	12.54
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	532
Cổ đông lớn (%) VIC	69.34
Cổ đông lớn (%) Government of Singapore	4.99

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.8	7.7	0.1
So với VNIndex(%)	-7.3	7.4	-13.9



Vị thế dài hạn vững vàng

Vinhomes là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu tại Việt Nam. Vinhomes sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1): Quỹ đất lớn, chất lượng và liên tục tăng trưởng (2) Hồ sơ năng lực nổi bật với nhiều dự án đầu tư hiệu quả và (3) Thương hiệu giá trị cao – uy tín trên thị trường.

Quan điểm đầu tư

- **Quỹ đất lớn, sạch và liên tục được mở rộng là cơ sở cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn.** Hiện VHM đang là một trong những doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn và có vị trí đắc địa nhất trên thị trường; một số dự án mang động lực tăng trưởng dài hạn cho Vinhomes có thể kể đến như: Vinhomes Long Beach Cần Giờ, Vinhomes Hạ Long Xanh, Vinhomes Cam Ranh…
- **Vinhomes là đơn vị đón đầu hưởng lợi giai đoạn mới của thị trường bất động sản.** Sở hữu tiềm lực tài chính mạnh, chuyên môn pháp lý vượt bậc, cùng hồ sơ năng lực dự án chất lượng cao giúp Vinhomes hưởng lợi rất lợi từ các Luật mới.

Cập nhật

- **KQKD 9T2024: Doanh số bán mới đạt 89.6 nghìn tỷ VND (+58% YoY)** với hơn 10,300 sản phẩm được kí mới (cùng kỳ: 9,200) chủ yếu nhờ mở bán dự án Vinhomes Vũ Yên (chiếm 67% doanh số) từ ngày 15/03/2024. **Doanh thu chưa bàn giao tăng, đạt 123 nghìn tỷ VND,** trong đó Vinhomes Vũ Yên chiếm tỷ trọng cao nhất lên đến **41%.**
- **Định giá:** Vì điều chỉnh thay đổi (1) lợi ích kinh tế mới của Vinhomes tại 2 dự án trọng điểm Wonder Park và Global Gate và (2) tăng mức chiết khấu doanh nghiệp nhằm phản ánh rủi ro tập đoàn, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu VHM là **51,700 VND/cp.**

Triển vọng 2025

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của VHM năm 2025 đạt **102,589 tỷ VND (+0.7% YoY)** nhờ bàn giao phần lớn các sản phẩm mới mở bán tại Vinhomes Royal Island và tiếp tục bàn giao tại The Crown, The Empire.
- Lợi nhuận ròng theo đó kỳ vọng đạt: **33,093 tỷ VND (+6.6% YoY).**

Rủi ro: (1) Ách tắc pháp lý, (2) Khan hiếm tín dụng, (3) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

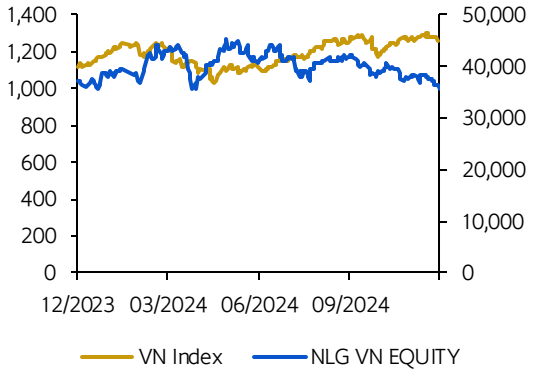
Năm	2021	2022	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	84,986	62,393	103,334	101,895	102,589
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	48,460	30,696	35,707	34,160	34,152
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	38,825	28,831	33,125	31,044	33,093
EPS (đồng)	8,904	6,611	7,597	7,163	8,057
GPM	57.0	49.2	34.5	33.5	33.3
NPM	45.8	46.7	32.2	30.5	32.2
ROE (%)	29.6%	19.6%	18.3%	17.5%	16.1%
P/E (x)	4.6	6.2	5.4	7.2	6.4
P/B (x)	1.4	1.3	1.0	0.9	0.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG)

Giá mục tiêu (12 tháng)	46,400 VND
Giá hiện tại (24/12/24)	35,700 VND
Suất sinh lời (%)	30.0%
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	13,737
SLCP lưu hành (triệu CP)	385
Tự do giao dịch (triệu CP)	218
52-tuần cao/thấp (VND)	46,150/35,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.39
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	53
Cổ đông lớn (%) HĐQT và bên liên quan	18.9
Cổ đông lớn (%) Ibeworth Pte.Ltd	8.2

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-14.8	-12.4	-2.7
So với VNIndex(%)	-13.3	-12.7	-16.8



Tăng trưởng ổn định nhờ backlog lớn

CTCP Đầu tư Nam Long (HOSE: NLG) là một trong những nhà phát triển bất động sản (BĐS) vừa túi tiền hàng đầu tại Việt Nam. Đồng thời, doanh nghiệp cũng sở hữu quỹ đất rộng lên đến 681ha được kết nối hạ tầng tốt. Chúng tôi kì vọng (1) việc tập trung vào phân khúc hợp lý và (2) sở hữu quỹ đất sẵn sàng triển khai dự án sẽ giúp NLG đón đầu sự phục của thị trường Bất động sản.

Quan điểm đầu tư

- **NLG là nhà phát triển BĐS uy tín, sở hữu quỹ đất sạch lên đến 684ha tiềm năng cho phát triển dài hạn.** Quỹ đất của NLG thường đi trước thị trường 10-15 năm, nhờ đó, đem lại lợi thế cho NLG khi các quỹ đất sạch lớn quanh TPHCM ngày càng khan hiếm và giá đất tăng cao. Theo Ban lãnh đạo, quỹ đất của NLG đủ để phát triển dự án cho 5 năm tiếp theo.
- **Doanh thu của NLG năm 2025 đạt 6,842 tỷ VND (+29.9% YoY) và LNST ở mức 1,338 tỷ VND (+24.6% YoY)** chủ yếu đến từ việc tiếp tục bàn giao dự án Akari và dự án Southgate.

Cập nhật

- **KQKD 9T2024:** Doanh thu thuần NLG đạt 828 tỷ VND (-46.5% YoY), LNST đạt 54 tỷ VND (-82.9% YoY). Như vậy, tính đến hết quý 3/2024, NLG đã thực hiện được 12% kế hoạch doanh thu và 7% kế hoạch lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận kém khả quan trong 9 tháng năm 2024 do trọng tâm bàn giao của NLG chủ yếu rơi vào quý cuối năm.
- **Định giá:** Điều chỉnh theo (1) Số liệu tài chính Q3/2024 và (2) điều chỉnh mức chiết khấu giảm còn 10% với kì vọng rủi ro pháp lý cho NLG được hạn chế khi các Luật được đồng bộ thi hành, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu NLG là **46,400 VND/cp.**

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của NLG năm 2025 đạt **6,842 tỷ VND (+29.9% YoY)** và LNST ở mức **1,338 tỷ VND (+24.6% YoY).** Trong đó, hai dự án dự kiến đóng góp khoảng 70% doanh thu cho NLG trong năm 2025 là dự án Akari GĐ2 (3,424 tỷ VND) và Southgate (1,373 tỷ VND).

Rủi ro: (1) Ách tắc pháp lý, (2) Khan hiếm tín dụng, (3) Tỷ lệ hấp thụ thấp.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,206	4,339	3,181	5,267	6,842
LN HĐKD (tỷ VND)	782	829	582	1,008	1,557
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,479	866	801	1,074	1,338
EPS (đồng)	3,099	1,345	1,187	1,771	2,271
OPM	15.0	19.1	18.3	19.1	22.8
NPM	28.4	20.0	25.2	20.4	19.6
ROE (%)	10.9	6.5	5.9	7.6	8.8
P/E (x)	9.8	27.3	31.8	26.2	20.4
P/B (x)	1.13	1.69	1.56	1.8	1.7

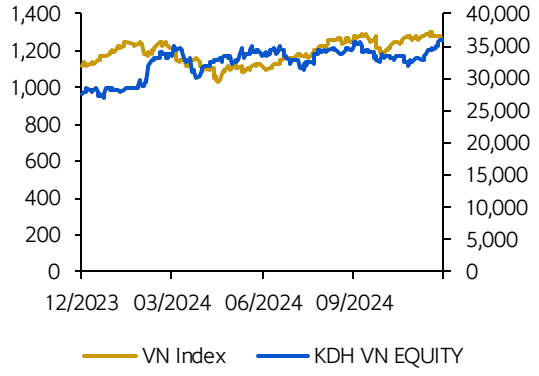
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH)

KHANG ĐIỀN

Giá mục tiêu (12 tháng)	**37,100 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	35,950 VND
Suất sinh lời (%)	3.2%
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	36,351
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,011
Tự do giao dịch (triệu CP)	631
52-tuần cao/thấp (VND)	36,364/26,545
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.8.3
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	90
Cổ đông lớn (%) CTCP Đầu tư Tiên Lộc	13.0
Cổ đông lớn (%) CTCP Dịch vụ Tư vấn Đầu tư Gam Ma	8.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	2.7	7.9	31.6
So với VNIndex(%)	4.2	7.6	17.5



Shinhan Securities

Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ nhờ bàn giao hai dự án thấp tầng năm 2025

CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (HOSE: KDH) là doanh nghiệp hiếm hoi sở hữu quỹ đất lớn ngay tại khu đô thị TPHCM (hơn 600ha). Doanh thu và lợi nhuận của KDH dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TPHCM với tiềm năng khai thác dài hạn; (2) KDH dự kiến đón đầu sự hồi phục của thị trường nhà liền thổ giai đoạn 2025-2026 với việc mở bán hai dự án Emeria và Clarita; và (3) Tiềm lực tài chính vững mạnh, tỷ lệ HTK/TTS ở mức cao - tiềm năng cho phát triển dài hạn.

Quan điểm đầu tư

- KDH thuộc top chủ đầu tư uy tín tại Việt Nam và sở hữu quỹ đất lớn tại TPHCM (hơn 600ha) với tiềm năng khai thác dài hạn. Phần lớn quỹ đất của KDH đã đền bù vào nhiều năm trước. Điều này đem lại lợi thế cho KDH khi quỹ đất lớn tại đây ngày càng khan hiếm và giá đất ngày càng cao. Chúng tôi dự phóng quỹ đất hiện tại của KDH đủ để phát triển dự án trong 7 - 9 năm tiếp theo.

- Chúng tôi dự phóng doanh thu của KDH năm 2025 đạt 5,277 tỷ VND (+33.5% YoY) và LNST ở mức 1,709 tỷ VND (+79.3% YoY) chủ yếu đến từ việc bàn giao dự án Emeria và Clarita.

Cập nhật

- **KQKD 9T2024:** Doanh thu của KDH đạt 1,231 tỷ VND (-24.2% YoY) và LNST đạt 410 tỷ VND (-38.5% YoY), chủ yếu đến từ (1) tiếp tục bàn giao phần còn lại của dự án Classia và (2) cơ cấu lại một số khu đất lẻ.

- **Định giá:** Điều chỉnh theo (1) số liệu tài chính Q3/2024 và (2) thận trọng dời thời điểm bán hàng của hai dự án Emeria và Clarita sang năm 2025, và (3) KDH thực hiện chia cổ tức 2023 bằng cổ phiếu, tỷ lệ 100:10 ngày 17/10/2024, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu mới cho cổ phiếu KDH là **37,100 VND/cp.**

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của KDH năm 2025 đạt **5,277 tỷ VND (+33.5% YoY)** và LNST ở mức **1,709 tỷ VND (+79.3% YoY)** chủ yếu đến từ việc bàn giao 2 dự án thấp tầng Emeria và Clarita. NPATAMI trong năm 2025 đạt 846 tỷ VND (-11.2% YoY).

Rủi ro: (1) Rủi ro chi phí đền bù gia tăng khi áp dụng bảng giá đất mới từ năm 2026, (2) Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới, (3) Rủi ro tỷ lệ hấp thụ thấp hơn dự kiến.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,738	2,912	2,088	3,953	5,277
LN HĐKD (tỷ VND)	1,406	1,066	1,220	1,362	2,313
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,204	1,084	729	953	1,709
EPS (đồng)	1,777	1,539	895	894	787
OPM	37.6	36.6	58.4	34.5	43.8
NPM	32.2	37.2	34.9	24.1	32.4
ROE (%)	11.8	9.8	5.3	5.6	8.7
P/E (x)	14.8	20.2	36.8	41.7	47.6
P/B (x)	1.7	1.9	2.0	2.3	2.1

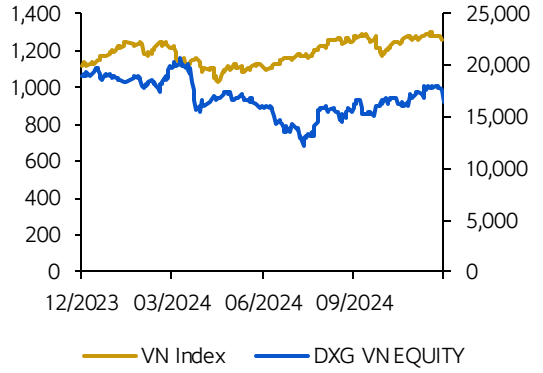
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG)

DAT XANH GROUP

Giá mục tiêu (12 tháng)	**20,900 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	16,450 VND
Suất sinh lời (%)	27.1%
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	11,856
SLCP lưu hành (triệu CP)	721
Tự do giao dịch (triệu CP)	574
52-tuần cao/thấp (VND)	20,850/12,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	15.21
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	256
Cổ đông lớn (%) Ban lãnh đạo và BLQ	18.1
Cổ đông lớn (%) Prusix Asian Smaller Companies Fund	4.8

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.1	2.8	-12.3
So với VNIndex(%)	5.6	2.5	-26.3



Datxanhhomes Riverside mở khóa doanh số kí bán 2025

CTCP Tập đoàn Đất Xanh (HOSE: DXG) là doanh nghiệp niêm yết lớn trong phân khúc trung cấp. Đồng thời, DXG còn sở hữu mảng môi giới chiếm thị phần đứng đầu cả nước (33%). Doanh thu và lợi nhuận của DXG dự kiến sẽ tăng trưởng trong thời gian tới vì: (1) DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha; (2) Việc tái khởi động Datxanhhome Riverside và Gem Sky World (GSW) kì vọng tạo đà tăng trưởng doanh số bán hàng cho DXG giai đoạn 2025-2026; và (3) Kì vọng mảng môi giới khởi sắc cùng sự phục hồi của thị trường BĐS.

Quan điểm đầu tư

-**DXG là một trong những chủ đầu tư lớn trong phân khúc trung cấp, sở hữu quỹ đất lên đến hơn 100ha.** DXG hiện đang tìm kiếm thêm quỹ đất mới bổ sung vào quỹ đất dài hạn.

- **Doanh số kí bán năm 2025 dự kiến đạt 9,507 tỷ VND so với năm 2024 (không mở bán dự án nào),** chủ yếu đến từ việc tái khởi động hai dự án tồn động của doanh nghiệp. Cụ thể, doanh số kí bán của DatxanhHomes Riverside ước đạt 6,653 tỷ VND và GSW đạt 2,854 tỷ VND.

Cập nhật

-KQKD 9T2024: DXG ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,204 tỷ VND (+38.9% YoY). Kết quả kinh doanh khả quan đến từ (1) việc bàn giao các sản phẩm tiếp theo của hai dự án là Opal Skyline và GSW cùng và (2) sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng môi giới (tăng 109.3% YoY) nhờ sự phục hồi của thị trường BĐS miền Bắc.

-Định giá: Dựa trên phương pháp RNAV, chúng tôi đưa ra khuyến nghị cổ phiếu DXG với giá mục tiêu ở mức **20,900 VND/cp.**

Triển vọng 2025

Chúng tôi dự phóng doanh thu của DXG năm 2025 dự kiến đạt **4,671 tỷ VND (+7.9% YoY)** chủ yếu đến từ việc (1) tiếp tục bàn giao hai dự án GSW và (2) mảng môi giới tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự hồi phục của thị trường.

Rủi ro: (1) Tỷ lệ hấp thụ tại dự án DatxanhHomes Riverside thấp hơn dự kiến do những quan ngại xoay quanh việc hủy hợp đồng nguyên tắc đã kí với khách hàng (từ năm 2018); (2) Rủi ro chậm triển khai lại dự án Gem Sky World; (3) Rủi ro chậm trễ thủ tục hành chính và áp dụng Luật mới.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	10,089	5,512	3,725	4,331	4,671
LN HĐKD (tỷ VND)	2,712	830	734	829	1,369
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	1,594	534	151	371	567
EPS (đồng)	1,942	355	273	390	596
OPM	26.9	15.1	19.7	19.1	29.3
NPM	15.8	9.7	4.1	8.6	12.1
ROE (%)	11.9	3.8	1.1	2.5	3.8
P/E (x)	6.9	53.4	60.0	53.8	35.2
P/B (x)	0.9	1.2	1.1	1.5	1.6

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

05 Phụ lục

Phụ lục 1 –Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
1	Nghị định 123/2024/NĐ-CP	Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực đất đai	4/10/2024	4/10/2024
2	Nghị định 112/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn về đất trồng lúa	11/9/2024	11/9/2024
3	Nghị định 104/2024/NĐ-CP	Quy định về Quỹ phát triển đất	31/7/2024	01/8/2024
4	Nghị định 103/2024/NĐ-CP	Quy định về tiền sử dụng đất, tiền thuê đất	30/7/2024	01/8/2024
5	Nghị định 102/2024/NĐ-CP	Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Đất đai 2024	30/7/2024	01/8/2024
6	Nghị định 101/2024/NĐ-CP	Quy định về điều tra cơ bản đất đai; đăng ký, cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất và hệ thống thông tin đất đai	29/7/2024	01/8/2024
7	Nghị định 88/2024/NĐ-CP	Quy định về bồi thường, hỗ trợ, tái định cư khi Nhà nước thu hồi đất	15/7/2024	01/8/2024
8	Nghị định 71/2024/NĐ-CP	Quy định về giá đất	27/6/2024	01/8/2024
9	Thông tư 11/2024/TT-BNV	Quy định về lập, quản lý hồ sơ địa giới đơn vị hành chính do Bộ trưởng Bộ Nội vụ ban hành	18/10/2024	18/10/2024
10	Thông tư 12/2024/TT-BTNMT	Hướng dẫn đào tạo, bồi dưỡng, cập nhật kiến thức cho cá nhân hành nghề tư vấn định giá đất; khung chương trình đào tạo, bồi dưỡng nghiệp vụ về giá đất	31/7/2024	01/8/2024
11	Thông tư 08/2024/TT-BTNMT	Quy định về thống kê, kiểm kê đất đai và lập bản đồ hiện trạng sử dụng đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
12	Thông tư 09/2024/TT-BTNMT	Quy định về nội dung, cấu trúc, kiểu thông tin cơ sở dữ liệu quốc gia về đất đai và yêu cầu kỹ thuật đối với phần mềm ứng dụng của Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục 1 –Danh sách một số văn bản hướng dẫn thi hành

STT	Văn bản	Nội dung	Ngày ban hành	Ngày có hiệu lực
13	Thông tư 10/2024/TT-BTNMT	Quy định về hồ sơ địa chính, Giấy chứng nhận quyền sử dụng đất, quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
14	Thông tư 11/2024/TT-BTNMT	Quy định kỹ thuật điều tra, đánh giá đất đai; kỹ thuật bảo vệ, cải tạo, phục hồi đất do Bộ trưởng Bộ Tài nguyên và Môi trường ban hành	31/7/2024	01/8/2024
15	Thông tư 56/2024/TT-BTC	Quy định mức thu, chế độ thu, nộp, quản lý, sử dụng phí khai thác và sử dụng tài liệu đất đai từ Hệ thống thông tin quốc gia về đất đai do Bộ trưởng Bộ Tài chính ban hành	31/7/2024	01/8/2024
16	Nghị định 94/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản về xây dựng và quản lý hệ thống thông tin, cơ sở dữ liệu về nhà ở và thị trường bất động sản	24/7/2024	01/8/2024
17	Nghị định 96/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Kinh doanh bất động sản	24/7/2024	01/8/2024
18	Thông tư 04/2024/TT-BXD	Hướng dẫn về chương trình khung đào tạo, bồi dưỡng kiến thức hành nghề môi giới bất động sản, điều hành sàn giao dịch bất động sản	30/7/2024	01/8/2024
19	Thông tư 49/2024/TT-NHNN	Sửa đổi Thông tư 11/2022/TT-NHNN ngày 30/9/2022 quy định về bảo lãnh ngân hàng (Hiệu lực: 10/12/2024)	25/10/2024	10/12/2024
20	Nghị định 95/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở	24/7/2024	01/8/2024
21	Nghị định 98/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật Nhà ở về cải tạo, xây dựng lại nhà chung cư	25/7/2024	01/8/2024
22	Nghị định 100/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn Luật nhà ở về phát triển và quản lý nhà ở xã hội	26/07/2024	01/8/2024
23	Thông tư 05/2024/TT-BXD	Hướng dẫn Luật Nhà ở do Bộ trưởng Bộ Xây dựng ban hành	31/7/2024	01/8/2024

Nguồn: Thư viện pháp luật, Shinhan Securities Vietnam

Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Nghị quyết số 171/2024/QH15 và Nghị quyết số 161/2024/QH15 là phần bổ sung cho các Luật đã ban hành để giải quyết các vướng mắc, khó khăn tại các dự án mà chưa được giải quyết bởi các Luật Bất động sản. Cụ thể:

Ba Luật Bất động sản

Đất làm dự án NOTM phải có đất ở (Luật Đất Đai sửa đổi).

Nghị quyết số 171/2024/QH15

Đất làm dự án được mở rộng sang đất nông nghiệp, đất phi nông nghiệp không phải đất ở, đất ở hoặc đất khác cùng thửa đối với trường hợp thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất.

Thí điểm tại **khu vực đô thị hoặc khu vực được quy hoạch phát triển đô thị trên toàn quốc.**

Tổng diện tích đất ở trong các dự án thí điểm [...] không vượt quá 30% của phần diện tích đất ở tăng thêm trong kỳ quy hoạch…

Nghị quyết này có hiệu lực thi hành **từ ngày 01 tháng 4 năm 2025** và được thực hiện trong **05 năm.**

Theo báo cáo của bộ TN-MT, trong giai đoạn 2014-2023, có khoảng **189 dự án tại Hà Nội** và **126 dự án tại TPHCM** bị vướng mắc liên quan đến quy định phải có "đất ở". Do đó, chúng tôi kì vọng việc thí điểm cho phép đất khác làm NOTM có thể tháo gỡ **một phần** các dự án bị đứng pháp lý nhiều năm qua.

Phụ lục 2 – NQ đặc thù tháo gỡ nguồn cung (tiếp theo)

Pháp lý được hoàn thiện kì vọng thúc đẩy nguồn cung bất động sản

Ba Luật Bất động sản

- Chưa có quy định giải quyết cho dự án, đất đai vướng mắc trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án.

Nghị quyết số 161/2024/QH15

- Có phương án giải quyết phù hợp, **xử lý dứt điểm các dự án bất động sản gặp khó khăn, vướng mắc pháp lý, đình trệ** do quá trình triển khai thực hiện kéo dài và pháp luật qua các thời kỳ có sự thay đổi.
- Có giải pháp cụ thể và hướng dẫn các Bộ, ngành, địa phương **tháo gỡ vướng mắc liên quan đến quản lý, sử dụng đất trong quá trình cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước**, thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp […].
- Khẩn trương ban hành đầy đủ các văn bản quy định chi tiết và tổ chức thi hành có hiệu quả […] Nghị quyết về cơ chế, chính sách đặc thù để **tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án** tại Thành phố Hồ Chí Minh, Thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa;

Hàng loạt các vướng mắc đã được nêu ra trong NQ cùng quyết tâm tháo gỡ những điểm nghẽn đã tồn tại qua nhiều năm. Lấy ví dụ tại Đà Nẵng, TP này hiện đang phải thực hiện 4 kết luận của Thanh tra Chính phủ (3 bản án của tòa án các cấp đã tuyên) với cả ngàn dự án bị "mắc kẹt". Trong đó, có những vụ việc xảy ra cách đây gần 20 năm được thanh tra kết luận năm 2013 và hiện Đà Nẵng vẫn đang thực hiện. Do đó, chúng tôi kì vọng khi các chính sách giải quyết được ban hành cụ thể thì có thể khơi thông nguồn cung cho thị trường.

Shinhan Securities

Bất động sản khu công nghiệp

Nền tảng vững chắc



Lê Đức Tiến
☎(84-28) 6299-8011
✉tien.ld@shinhan.com

Nội dung

Bất động sản khu công nghiệp – Nền tảng vững chắc

1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

Diện tích hấp thụ bất động sản KCN tại khu vực miền Nam và miền Bắc tiếp tục ghi nhận khả quan. Tỷ lệ lấp đầy tiếp tục duy trì ở mức cao và giá cho thuê tiếp tục tăng trưởng ổn định trong 9T/2024.

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

Đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ cùng với dòng vốn FDI không ngừng gia tăng tạo nền tảng vững chắc thúc đẩy sự phát triển của bất động sản KCN.

3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Doanh nghiệp bất động sản KCN có sự cải thiện trong 9T2024 nhờ nhu cầu gia tăng và giá cho thuê cải thiện, tập trung chủ yếu vào những doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê.

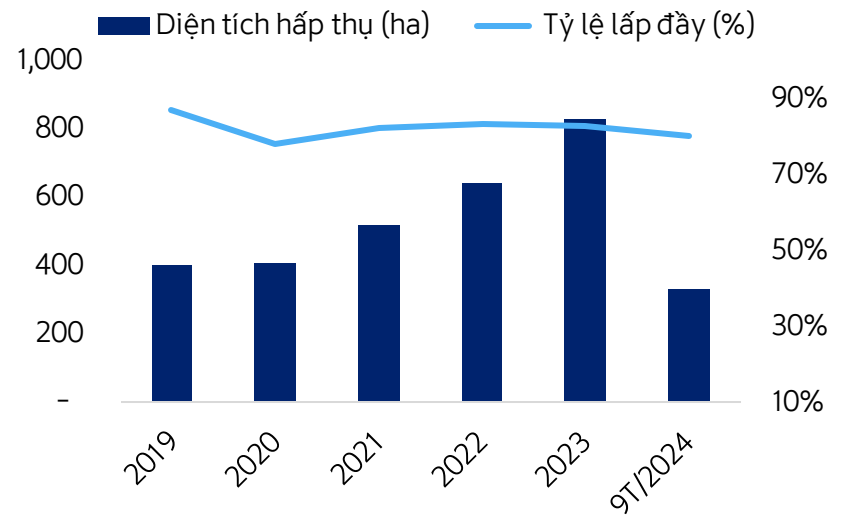
01 Cập nhật tình hình bất động sản KCN

Diện tích hấp thụ bất động sản KCN tại khu vực miền Nam và miền Bắc tiếp tục ghi nhận khả quan. Tỷ lệ lấp đầy tiếp tục duy trì ở mức cao và giá cho thuê tiếp tục tăng trưởng ổn định trong 9T/2024.

1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

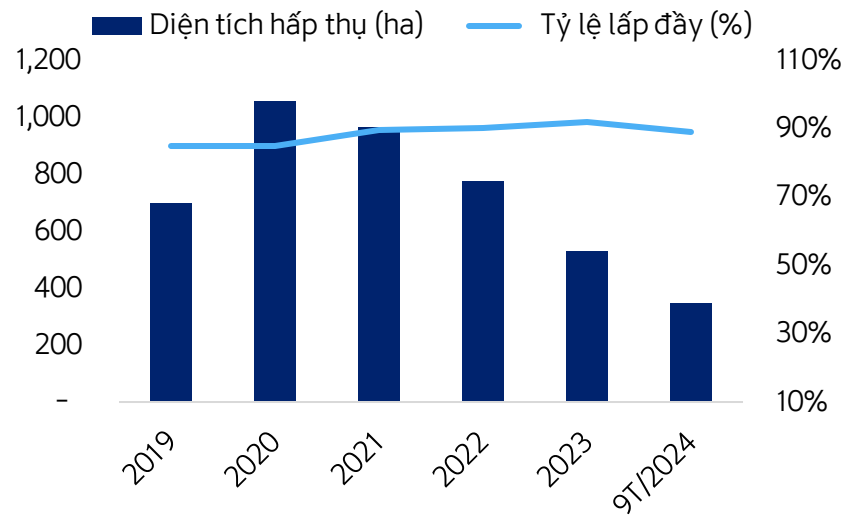
Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao với giá cho thuê có sự tăng nhẹ

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp từ 2019 – 9T/2024 tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp từ 2019 – 9T/2024 tại miền Nam



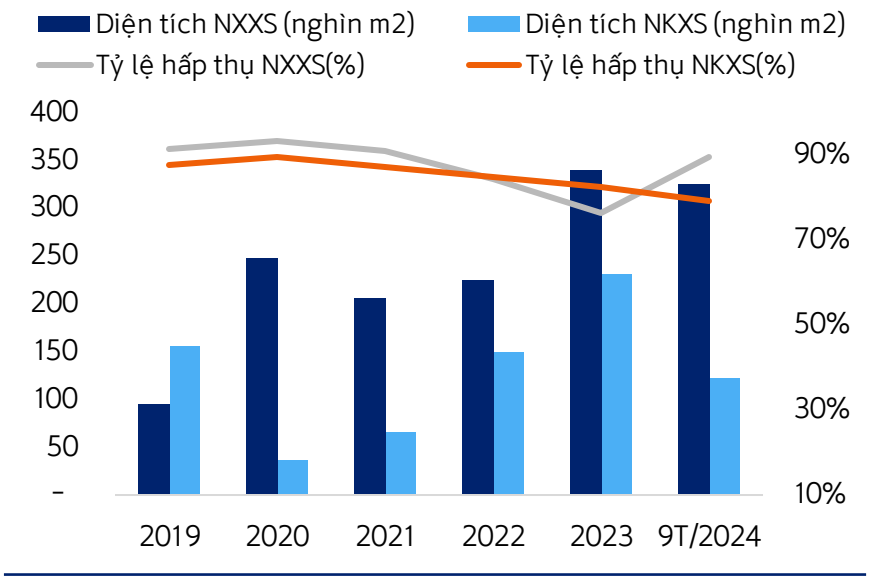
Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 9T/2024, khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ đạt 330 ha với tỷ lệ lấp đầy đạt 80%. Khu vực miền Nam ghi nhận diện tích hấp thụ tăng nhẹ với tổng diện tích hấp thụ đạt hơn 344 ha, tỷ lệ lấp đầy đạt 89%. Giá thuê trung bình khu vực miền Bắc đạt USD 137/m2/chu kỳ (+4.6% YoY), giá thuê trung bình khu vực miền Nam đạt USD 174/m2/chu kỳ (+1.0% YoY).
- Tại miền Nam, diện tích đất hấp thụ chủ yếu tập trung tại các tỉnh như Long An và Bà Rịa – Vũng Tàu (nơi diện tích đất KCN còn dồi dào và giá cạnh tranh) tập trung đa dạng các ngành nghề sản xuất khác nhau. Trong khi đó, khu vực miền Bắc thu hút các doanh nghiệp sản xuất điện tử và công nghệ cao, tập trung tại các tỉnh thành lớn như Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên, Hà Nội, Bắc Giang.

1. Cập nhật tình hình bất động sản KCN

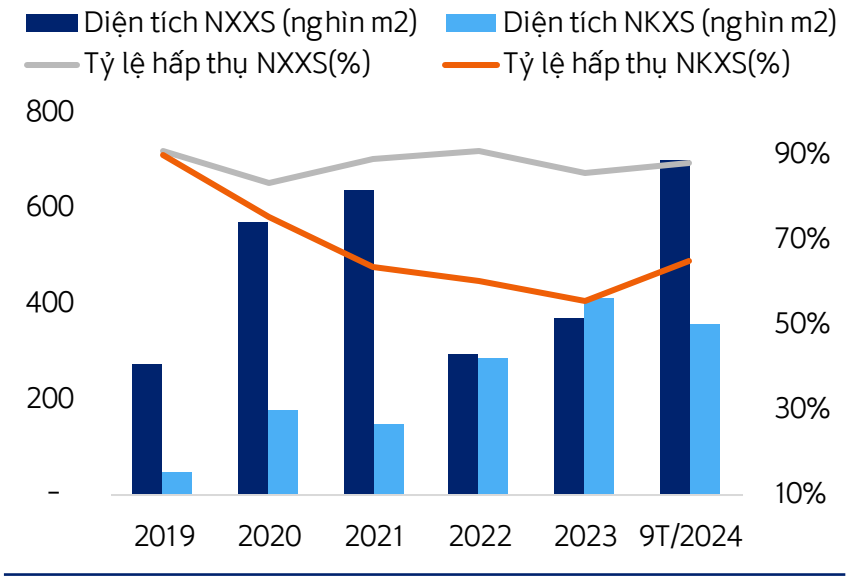
Nhu cầu thuê đối với NKXS/NXSS dùy trì ở mức cao, tỷ lệ hấp thụ tốt

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Kho/ NXXS từ 2019 – 9T/2024 tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Diện tích hấp thụ và tỷ lệ lấp đầy Kho/ NXXS từ 2019 – 9T/2024 tại miền Nam



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Khu vực miền Bắc ghi nhận diện tích hấp thụ trong 9T/2024 có sự cải thiện so với cùng kỳ năm 2023 với tỷ lệ hấp thụ đạt 89% đối với nhà xưởng xây sẵn (NXXS) và 79% đối với nhà kho xây sẵn (NKXS). NXXS tại miền Bắc ghi nhận mức tăng trưởng tốt so với cùng kỳ, ngược lại NKXS có sự sụt giảm so với năm trước. Tại khu vực miền Nam ghi nhận hoạt động sôi nổi với diện tích hấp thụ trong 9T/2024 tăng cao so với cùng kỳ năm 2023, với tỷ lệ hấp thụ đạt 88% đối NXXS và 65% với NKXS. Diện tích hấp thụ đối với NXXS và NKXS có sự tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ nhờ sự mở rộng của các công ty thương mại điện tử và các nhà sản xuất công nghệ cao, linh kiện điện tử.
- Giá thuê NXXS và NKXS có sự gia tăng so với cùng kỳ, đối với khu vực miền Bắc, giá NXXS và NKXS lần lượt đạt USD 4.87/m2 và USD 4.62/m2, trong khi đó, khu vực miền Nam ghi nhận giá NXXS và NKXS lần lượt đạt USD 4.9/m2 và USD 4.5/m2.

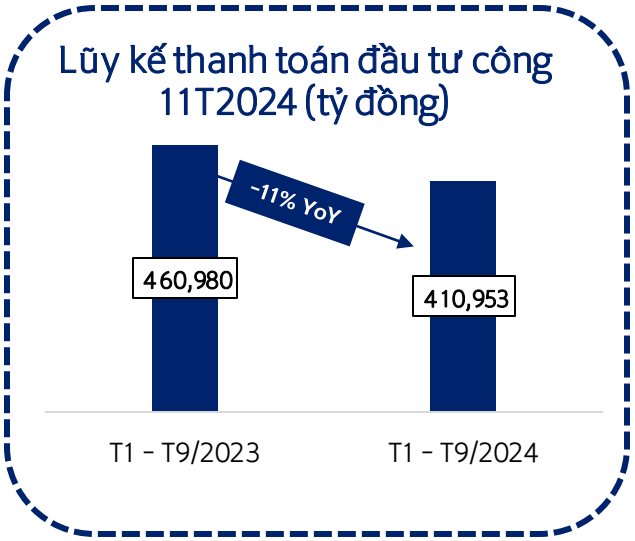
02

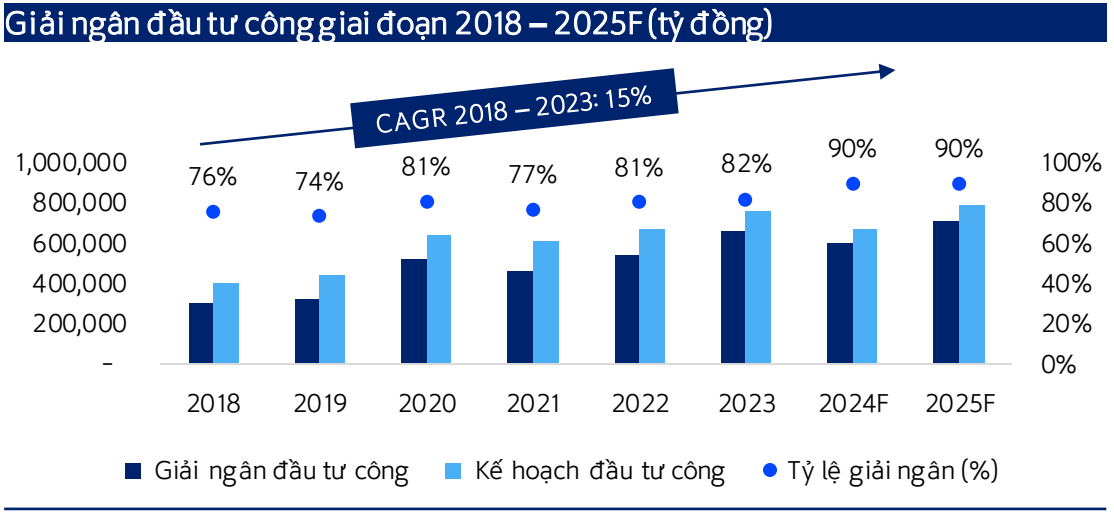
Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

Đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ cùng với dòng vốn FDI không ngừng gia tăng tạo nền tảng vững chắc thúc đẩy sự phát triển của bất động sản KCN.

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

Đầu tư công mạnh mẽ góp phần thúc đẩy hạ tầng phát triển





Nguồn: Bộ Tài Chính, Shinhan Securities Vietnam

- Báo cáo của Bộ Tài chính cho biết, ước tính giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến ngày 30/11/2024 khoảng VND 410,953 tỷ (-11% YoY), đạt 60.43% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. Tỷ lệ giải ngân trong 11T2024 có sự sụt giảm so với 11T2023 khi giảm từ 65.1% xuống mức 60.4%. Nhằm thúc đẩy tình hình giải ngân đầu tư công, Chính phủ đã ban hành Công điện số 104/CĐ-TTg ngày 10/10/2024 đôn đốc đẩy mạnh vốn đầu tư công những tháng cuối năm 2024.
- Bước sang năm 2025, Chính phủ đã thông qua Quyết định 1508/QĐ-TTg ngày 04/12/2024 về việc giao kế hoạch đầu tư vốn ngân sách nhà nước năm 2025, qua đó đầu tư công năm 2025 là VND 790,727 tỷ, tăng đáng kể so với kế hoạch VND 670,000 tỷ của năm 2024. Qua đó, lượng vốn đầu tư công năm 2025 sẽ tăng khoảng VND 120,000 nghìn tỷ so với năm trước.
- Bên cạnh đó, vào ngày 29/11/2024, Quốc hội khóa XV đã thông Luật Đầu tư công (sửa đổi). Luật đầu tư công sửa đổi được kỳ vọng sẽ tăng tính minh bạch thông qua việc phân rõ trách nhiệm sử dụng vốn nhà nước và kiểm soát nguồn vốn tốt hơn. Chúng tôi kỳ vọng, việc thông qua Luật Đầu tư công (sửa đổi) sẽ đẩy nhanh tiến độ giải ngân, đảm bảo đạt được tỷ lệ giải ngân đã đề ra.

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

Luật Đầu tư công (sửa đổi) kỳ vọng thúc đẩy tình hình giải ngân trong năm 2025

Quy định bổ sung	Nội dung	Đánh giá tác động
Thay đổi trong việc phân cấp phân quyền	Quyết định chủ trương đầu tư các dự án nhóm B, nhóm C* đã được giao cho UBND các cấp thay vì HĐND như trước đây.	Tăng tính linh hoạt trong quá trình phê duyệt dự án, đẩy nhanh tiến độ phê duyệt và giám sát dự án chặt chẽ hơn
Điều chỉnh kế hoạch đầu tư công trung hạn	Thủ tướng được giao quyền điều chỉnh kế hoạch đầu tư công trung hạn vốn ngân sách trung ương giữa các cơ quan và địa phương, miễn là không vượt tổng mức vốn đã được Quốc hội phê duyệt.	Linh hoạt hơn trong việc điều chỉnh và cân đối nguồn vốn giữa các giữa các Bộ, cơ quan trung ương và địa phương.
Hạn mức 20% qua hai kỳ trung hạn	Vẫn duy trì quy định giới hạn 20% tổng vốn kế hoạch đầu tư công trung hạn cho các dự án kéo dài qua hai kỳ trung hạn, tuy nhiên bổ sung quy định cho phép vượt mức 20% trong các trường hợp đặc biệt. Trong trường hợp vượt mức, yêu cầu báo cáo cấp có thẩm quyền để xin phê duyệt và đảm bảo không vượt quá 50% tổng vốn kế hoạch trung hạn trước đó.	Tăng cường linh hoạt trong quản lý đầu tư công, đồng thời đảm bảo sử dụng hiệu quả và minh bạch các nguồn vốn, nhất là trong bối cảnh các dự án lớn có thể kéo dài qua nhiều kỳ trung hạn.
Các cơ chế, chính sách đặc thù	Tách công tác đền bù, tái định cư thành dự án độc lập.	Bổ sung cơ chế giúp đẩy nhanh tiến độ dự án.
	Giao 01 UBND cấp tỉnh là cơ quan chủ quản thực hiện dự án đi qua địa bàn từ 02 đơn vị hành chính cấp tỉnh trở lên.	Rõ ràng trong việc phân chia vai trò trách nhiệm trong việc quản lý dự án.
	Cho phép HĐND cấp tỉnh bố trí vốn ngân sách địa phương để uỷ thác thực hiện các chính sách tín dụng thông qua Ngân hàng Chính sách xã hội.	Giúp địa phương sử dụng linh hoạt nguồn vốn để giải quyết các vấn đề tại địa phương.

* Nhóm B : dự án có tổng mức đầu tư từ 90 tỷ đồng đến dưới 4,600 tỷ đồng tùy lĩnh vực; nhóm C: dự án có tổng mức đầu tư dưới 240 tỷ đồng tùy lĩnh vực

Các dự án đầu tư công trọng điểm

Tên dự án	Thời gian	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tình hình đầu tư của các dự án
Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 1	2017 – 2024	118,716	Đã hoàn thành và đi vào hoạt động
Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2	2023 – 2025	146,990	Tính đến ngày 10/12/2024, dự án cơ bản đáp ứng tiến độ đề ra. Tổng sản lượng thi công đạt khoảng 46% tổng mức đầu tư.
Đường vành đai 3 (Hồ Chí Minh)	2022 – 2026	75,378	Tổng thể dự án đã đạt 17% tiến độ thi công. Tiến độ thi công qua các đoạn thuộc Hồ Chí Minh, Bình Dương đã đạt khoảng 20% - 30%, đoạn qua Đồng Nai có phần chậm tiến độ hơn chỉ đạt khoảng 6% (do chậm trễ trong việc bàn giao mặt bằng). Công tác giải phóng mặt bằng qua các tỉnh thành đạt hơn 90%.
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	2022 – 2026	85,813	Công tác giải phóng mặt bằng đi qua các tỉnh thành đạt trên 95%, tổng thể tiến độ thi công của các dự án thành phần thuộc dự án vành đai 4 (Hà Nội) đã đạt khoảng 20%.
Sân bay Long Thành giai đoạn 1	2020 – 2026	114,451	Dự án Sân bay Long Thành giai đoạn 1 gồm 4 dự án thành phần, trong đó các dự án 1, 2 và 3 đã đạt hoặc vượt tiến độ, nhưng dự án thành phần 4 còn chậm. Gói thầu 5.10, hạng mục lớn nhất của nhà ga hành khách, đến tháng 10/2024 đã hoàn thành 30.4% khối lượng, tương đương VND 10,110 tỷ.

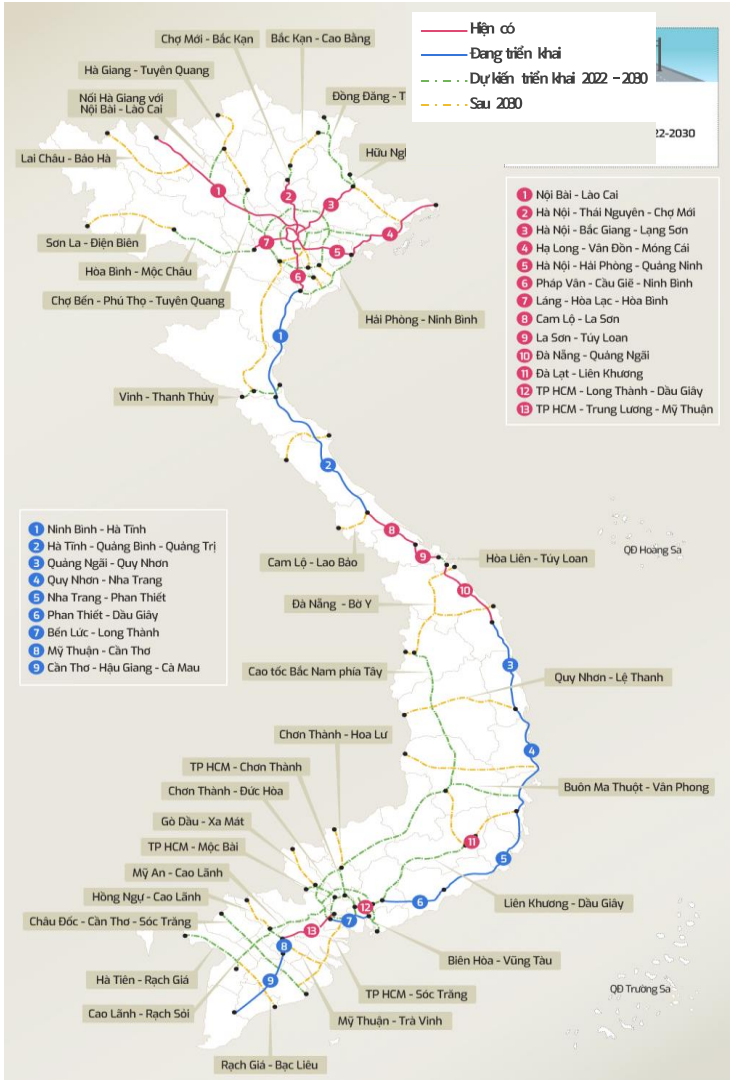
Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

Tình hình giải ngân các dự án đầu tư công quan trọng

Tên dự án	Kế hoạch giải ngân trong năm 2024 (tỷ đồng)	Lũy kế giải ngân đến 30/11/2024 (tỷ đồng)	Tỷ lệ giải ngân (%)
Cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2	36,399	25,662	70.5%
Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuột giai đoạn 1	4,697	3,206	68.3%
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu giai đoạn 1	6,489	3,154	48.6%
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng giai đoạn 1	10,734	7,358	68.5%
Vành đai 4 – Hà Nội	9,805	2,189	22.3%
Vành đai 3 – Tp Hồ Chí Minh	21,540	4,753	22.1%
Đường Hồ Chí Minh	4,975	3,605	72.5%
...			
Tổng cộng	**101,259**	**53,179**	**52.5%**

Nguồn: Bộ Tài chính, Shinhan Securities Vietnam

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN



Các dự án hạ tầng góp phần phát triển KCN

Triển vọng đầu tư các dự án hạ tầng mạnh mẽ trong giai đoạn 2020 – 2030

- Tổng cộng VND 1,874 nghìn tỷ sẽ được đầu tư trong giai đoạn 2021 – 2030 cho các dự án hạ tầng trên cả nước. Trong đó hạ tầng đường bộ chiếm 48% nguồn ngân sách nhà nước.
- Tính đến tháng 12 năm 2024, Việt Nam đã đưa vào khai thác hơn 2,000 km đường bộ cao tốc. Chính phủ đã đặt mục tiêu đến năm 2025, cả nước sẽ có khoảng 3,000 km đường cao tốc và kế hoạch đến năm 2030 đạt 5,000 km đường cao tốc.

Các dự án hạ tầng giúp kết nối hiệu quả góp phần thu hút vốn FDI

- Các dự án hạ tầng đóng vai trò quan trọng trong việc thu hút các công ty nước ngoài đầu tư các cơ sở tại Việt Nam. Việc đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng sẽ giúp kết nối nền kinh tế tốt hơn. Qua đó, gia tăng hiệu quả trong việc vận chuyển hàng hóa, nguyên liệu trong nước, góp phần đẩy mạnh hiệu quả sản xuất và giảm thiểu chi phí. Bên cạnh đó, hạ tầng phát triển sẽ hỗ trợ kết nối với các cảng biển và sân bay quan trọng, giúp đẩy mạnh xuất khẩu.

Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

Triển vọng dài hạn với các dự án đầu tư cơ sở hạ tầng trong tương lai





Nguồn: Bộ GTVT, Shinhan Securities Vietnam

Dự án cao tốc bắc nam giai đoạn 3

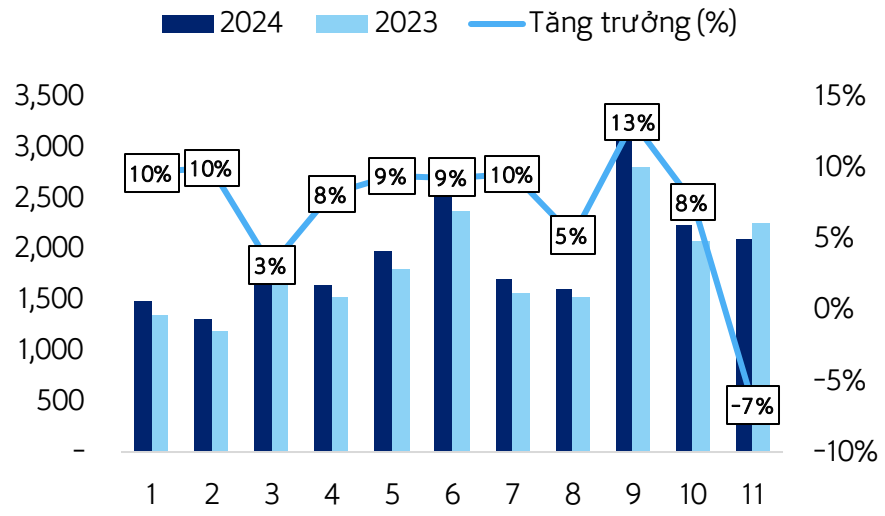
- Tổng chiều dài dự kiến: 361 km
- Thời gian thực hiện dự án: 2026 – 2030
- Tổng mức đầu tư: VND 69,123 tỷ
- Các đoạn đường chính: Đoạn Bãi Vọt (Hà Tĩnh) - Cam Lộ (Quảng Trị), đoạn Quảng Ngãi - Nha Trang (Khánh Hòa), đoạn Cần Thơ - Cà Mau

Dự án đường sắt tốc độ cao trên trục Bắc - Nam

- Tổng chiều dài dự kiến: Khoảng 1,541 km, kết nối Hà Nội và TP.HCM, đi qua 20 tỉnh, thành phố
- Thời gian thực hiện dự án: 2025 - 2026 (lập và phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi, thiết kế kỹ thuật tổng thể), 2027 – 2030 (khởi công xây dựng)
- Tổng mức đầu tư: VND 1,713,548 tỷ (tương đương USD 67.3 tỷ)
- Tốc độ thiết kế: 350 km/h, giúp giảm thời gian di chuyển giữa hai đầu đất nước xuống còn khoảng 5 giờ.

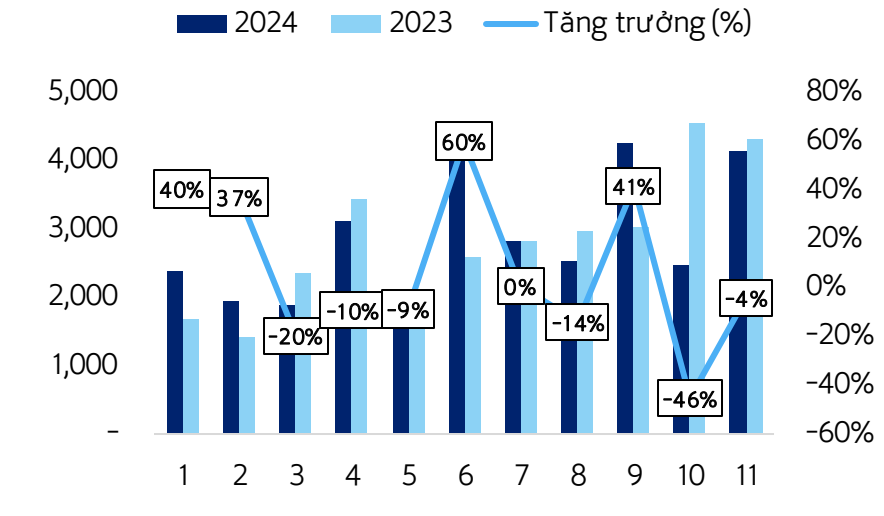
Dòng vốn FDI tiếp tục duy trì sự tăng trưởng ổn định trong năm 2024

Vốn FDI giải ngân 11 tháng 2023 và 2024 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Vốn FDI đăng ký 11 tháng 2023 và 2024 (triệu USD)

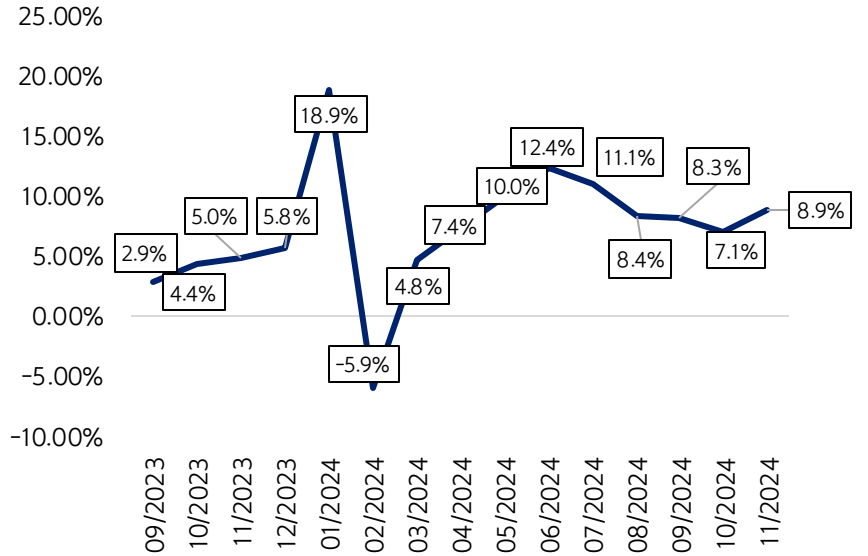


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Tình hình vốn FDI giải ngân có sự tăng trưởng ổn định, lũy kế 11T2024 ghi nhận vốn FDI giải ngân đạt USD 21.68 tỷ (+7.1% YoY), đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm qua, vốn FDI đăng ký đạt USD 31.4 tỷ (+1.0% YoY). Theo Cục Đầu tư nước ngoài đánh giá, đầu tư nước ngoài vào Việt Nam vẫn tiếp tục xu hướng tích cực. Đặc biệt, đầu tư mới và điều chỉnh vốn gia tăng cả về số lượng dự án cũng như quy mô vốn đầu tư.
- Trong tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần; có 3,035 (+1.6% YoY) dự án mới được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư, với tổng vốn đăng ký đạt gần USD 17.39 tỷ (+0.7% YoY).
- Mặc dù lượng vốn FDI có sự sụt giảm trong những tháng cuối năm, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng, lượng vốn FDI chảy vào Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng trong tương lai nhờ triển vọng đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ và xu hướng "Trung Quốc +1".

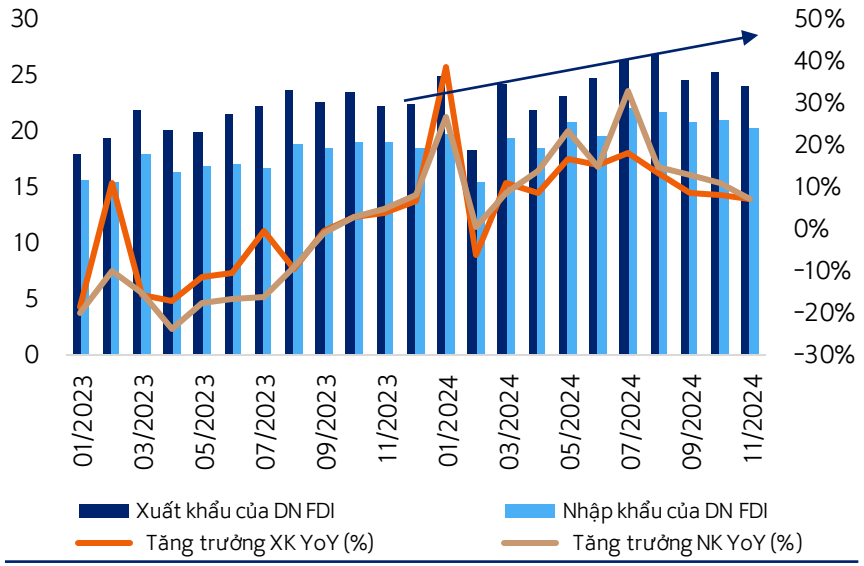
Tình hình sản xuất của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam

Chỉ số sản xuất công nghiệp – IIP 09/2023 – 11/2024 (%)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Xuất nhập khẩu doanh nghiệp FDI 01/2023 – 11/2024 (tỷ USD)



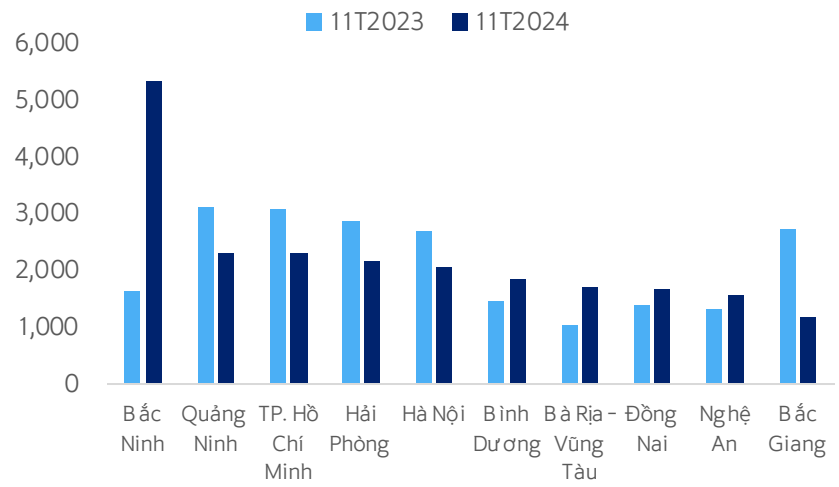
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Chỉ số sản xuất công nghiệp có sự tăng trưởng tốt trở lại kể từ trong năm 2024, nhìn chung hoạt động sản xuất có sự cải thiện rõ rệt khi nền kinh tế thế giới đang trong quá trình hồi phục.
- Lũy kế xuất khẩu của các doanh nghiệp FDI trong 11T2024 đạt USD 266.05 tỷ (+13.2% YoY). Tình hình xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp FDI có sự cải thiện rõ rệt qua từng tháng. Điều này cho thấy hoạt động của các doanh nghiệp FDI tại Việt Nam tiếp tục duy trì tích cực, qua đó tạo cơ sở cho nguồn vốn FDI tiếp tục tăng trưởng.

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

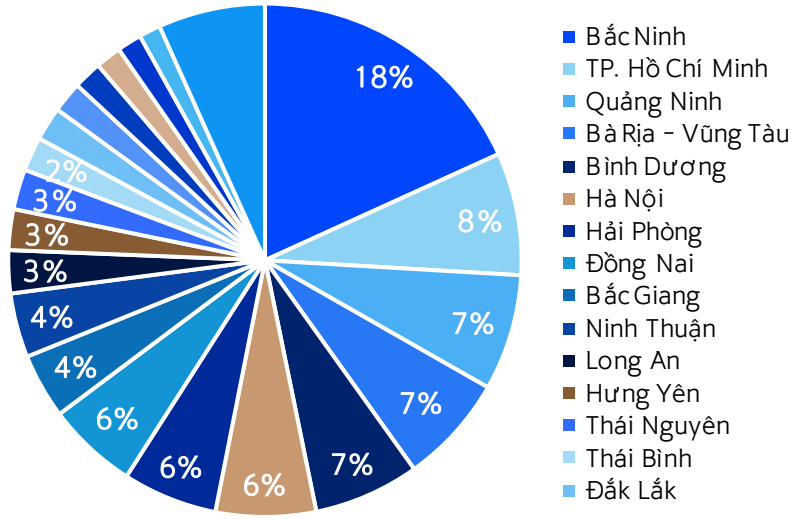
Các tỉnh thành phía Bắc và phía Nam tiếp tục nhận được phần lớn lượng vốn FDI đăng ký

Top 10 địa phương nhận được vốn FDI đăng ký lũy kế 11 tháng 2023 và 2024 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Top 10 địa phương nhận được vốn FDI đăng ký 11T2024 (%)

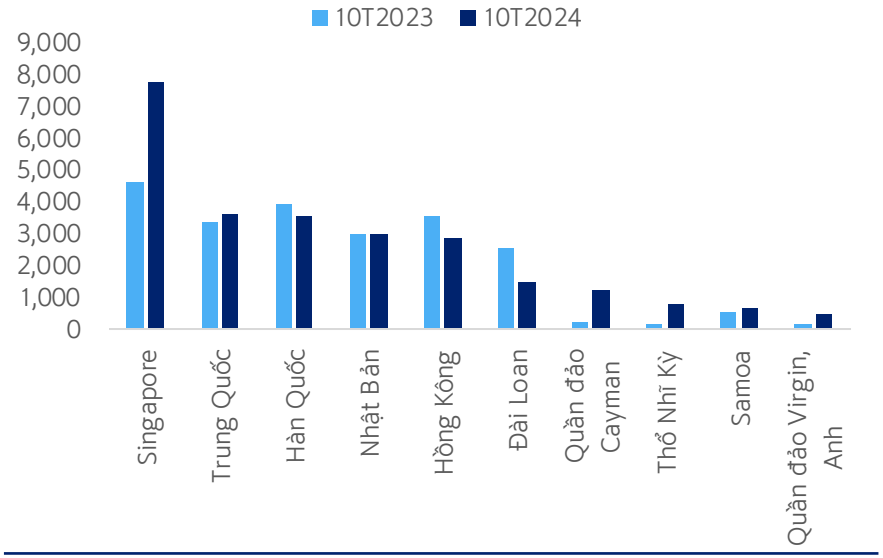


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Các tỉnh thành như Bắc Ninh, Quảng Ninh, TP. Hồ Chí Minh, Hải Phòng, Hà Nội, Bình Dương, Bà Rịa – Vũng Tàu, và Đồng Nai là những điểm đến chủ yếu của dòng vốn FDI vào Việt Nam. Đáng chú ý là các tỉnh như Bà Rịa – Vũng Tàu và Bắc Ninh khi tăng trưởng lần lượt gấp 2.27 lần và +66% so với cùng kỳ. Vị trí chiến lược và đầu tư cơ sở hạ tầng mạnh mẽ là các yếu tố góp phần vào sự tăng trưởng nguồn vốn FDI của các tỉnh thành trong nước.
- Các tỉnh thành phía Bắc tiếp tục là địa điểm yêu thích của dòng vốn FDI khi nguồn cung bất động sản KCN tại đây vẫn dồi dào và chi phí thuê rẻ hơn so với các tỉnh miền Nam.

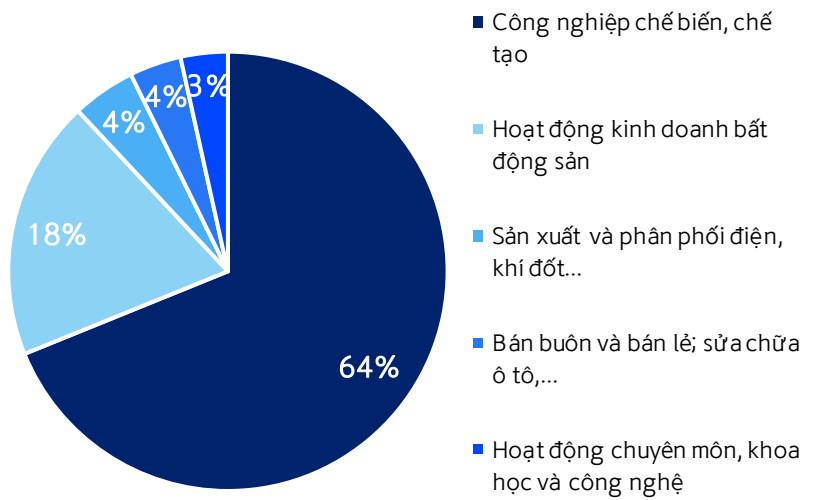
Các quốc gia Châu Á đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu nguồn vốn FDI đăng ký

Top 10 quốc gia đầu tư vào Việt Nam lũy kế 10 tháng (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu lĩnh vực nguồn vốn đầu tư FDI đăng ký 10T2024(%)

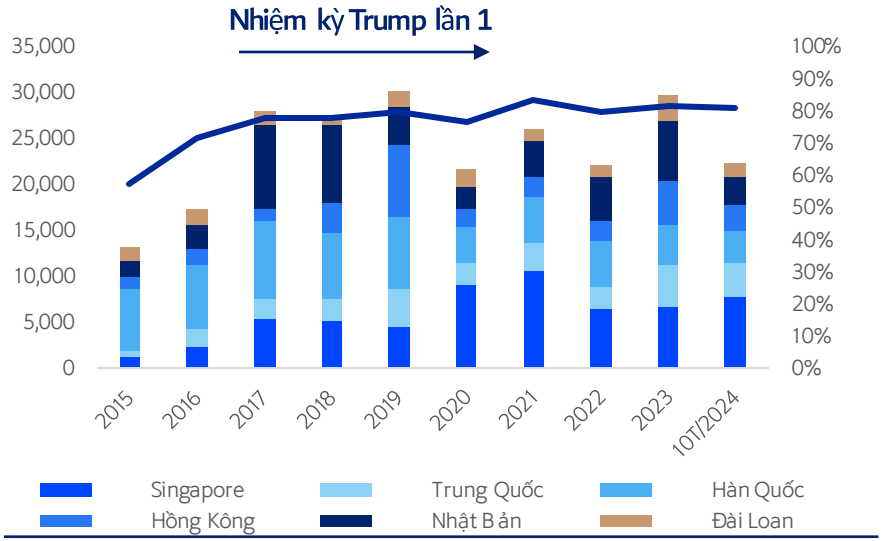


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Các nhà đầu tư đến từ Châu Á (Singapore, Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc, Hồng Kông, Đài Loan) vẫn là các đối tác đầu tư truyền thống chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu vốn FDI đăng ký 10T2024. Riêng 6 đối tác này đã chiếm tới 86% tổng vốn FDI đăng ký của cả nước trong 10 tháng đầu năm 2024.
- Lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo là lĩnh vực đầu tư chủ yếu của các doanh nghiệp nước ngoài vào Việt Nam, chiếm 64% nguồn vốn FDI đầu tư vào Việt Nam. Đáng chú ý, tổng vốn FDI đăng ký hoạt động kinh doanh bất động sản đạt USD 5,626 triệu, gấp 1.95 lần so với cùng kỳ. Lĩnh vực bất động sản khu công nghiệp, nhà ở và văn phòng là các lĩnh vực đang được hưởng lợi từ dòng vốn FDI.

Kỳ vọng nguồn vốn FDI tiếp tục tăng trưởng sau khi Tổng thống Trump nhậm chức lần 2

Lượng vốn FDI đăng ký của top 6 các nước đầu tư FDI vào Việt Nam trong giai đoạn 2015 – 10T/2024 (triệu USD)



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dòng vốn FDI chảy vào các nước ASEAN 2015 – 2023 (triệu USD)



Nguồn: ASEANstats, Shinhan Securities Vietnam

- Trong nhiệm kỳ lần 1 của tổng thống Mỹ Donald Trump (20/01/2017 – 20/01/2021), sau khi áp thuế 25% lên hàng hóa Trung Quốc và bắt đầu cuộc chiến tranh thương mại, nhiều công ty đã dịch chuyển sản xuất để giảm rủi ro phụ thuộc vào Trung Quốc, đặc biệt trong lĩnh vực công nghiệp chế biến, chế tạo, và công nghệ. Xu hướng "Trung Quốc +1" mở rộng và lượng lớn vốn FDI đã chuyển dịch sang các nước ASEAN (trong đó có Việt Nam). Lượng vốn FDI chảy vào các nước ASEAN đã tăng khoảng 39% trong năm 2017 (trong đó lượng vốn FDI đăng ký của Việt Nam tăng 47%). Đáng chú ý, lượng vốn FDI của các nước phát triển tại Châu Á (chiếm hơn 80% nguồn vốn FDI) đã tăng trưởng 61% trong năm 2017.
- Trong quá trình tranh cử tổng thống lần hai, ông Trump đã cam kết tăng mạnh thuế nhập khẩu đối với hàng hóa từ Trung Quốc, với mức thuế dự kiến lên đến 60%. Chúng tôi kỳ vọng, xu hướng chuyển dịch dòng vốn FDI sang Việt Nam và ASEAN có thể được đẩy mạnh một lần nữa sau khi ông Trump bắt đầu lên nắm quyền điều hành đất nước trong nhiệm kỳ 2.

2. Tiềm năng phát triển bất động sản KCN

Việt Nam tiếp tục là điểm đến của dòng vốn FDI công nghệ



Thủ tướng Chính phủ Phạm Minh Chính tiếp ông Jensen Huang - Chủ tịch, Tổng Giám đốc Tập đoàn NVIDIA (Mỹ)



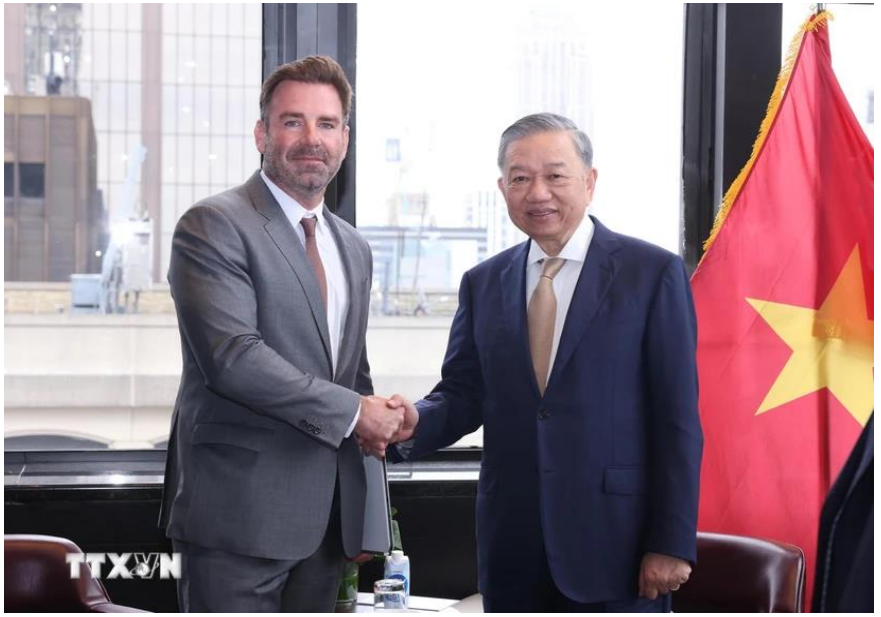
Đại diện Tập đoàn FPT và đại diện Tập đoàn Nvidia ký kết thoả thuận hợp tác chiến lược toàn diện

- Vào ngày 05/12/2024, Chủ tịch Tập đoàn NVIDIA đã tham gia lễ ký Thỏa thuận giữa Chính phủ Việt Nam và Tập đoàn NVIDIA về hợp tác thành lập Trung tâm Nghiên cứu và Phát triển về trí tuệ nhân tạo (AI) của NVIDIA và Trung tâm Dữ liệu AI tại Việt Nam. Qua đó mở ra cơ hội phát triển ngành công nghệ AI trị giá tỷ USD trong những năm tới.
- Trước đó, Tập đoàn FPT và Tập đoàn NVIDIA đã ký kết hợp tác chiến lược toàn diện với nhau để xây dựng một nhà máy AI trị giá USD 200 triệu. Dự án này sẽ tập trung vào các lĩnh vực như công nghệ ô tô, sản xuất, tài chính và trò chơi trên nền tảng đám mây.

Chính phủ nỗ lực thúc đẩy và hỗ trợ các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư tại Việt Nam



Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm tiếp Tổng Giám đốc Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) Kristalina Georgieva

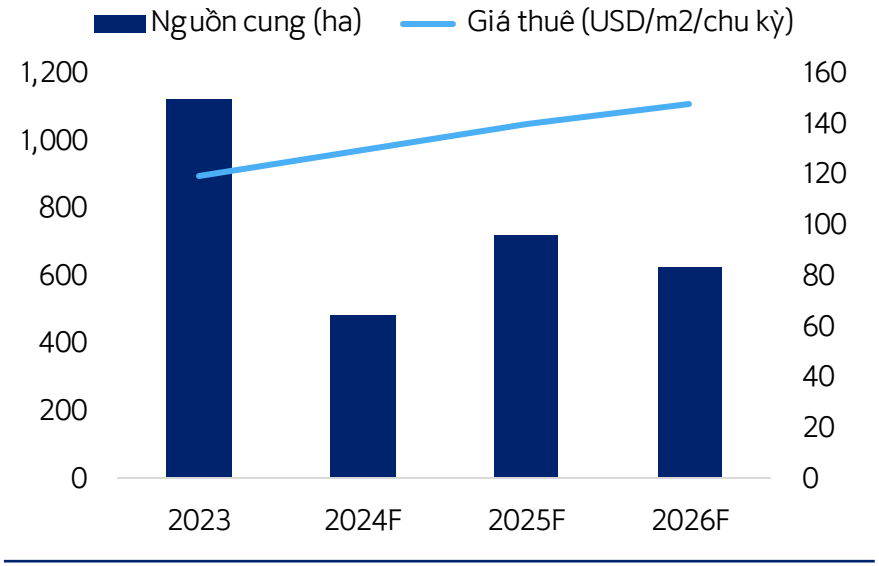


Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm tiếp lãnh đạo Tập đoàn Apple

- Trong khuôn khổ Tuần lễ cấp cao Đại hội đồng Liên Hợp Quốc khóa 79, ngày 23/9/2024, Tổng bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm đã gặp gỡ lãnh đạo các tập đoàn công nghệ và quỹ đầu tư lớn của Mỹ và thế giới, bao gồm Apple, Meta, Super Micro, Blackstone và Warburg Pincus, cùng cựu CEO Google Eric Schmidt. Qua đó tiếp tục khuyến khích các tập đoàn công nghệ hàng đầu của Mỹ đầu tư vào Việt Nam.
- Bên cạnh đó, vào ngày 24/09/2024, trong chuyến công tác tại Hoa Kỳ, Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm đã gặp bà Kristalina Georgieva, Tổng Giám đốc IMF. Tổng Bí thư đã đề nghị IMF hỗ trợ Việt Nam tái cơ cấu kinh tế, đổi mới mô hình tăng trưởng, chuyển đổi số, xanh, phát triển công nghệ mới (bao gồm AI).

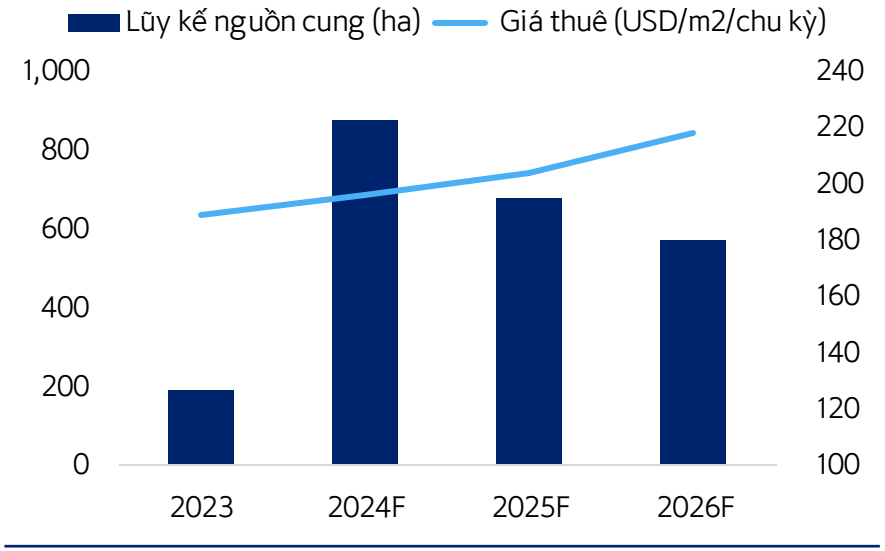
Triển vọng bất động sản KCN tiếp tục duy trì mức tăng ổn định trong tương lai

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2023 – 2026F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích lũy kế và giá thuê đất KCN từ 2023 – 2026F tại miền Nam

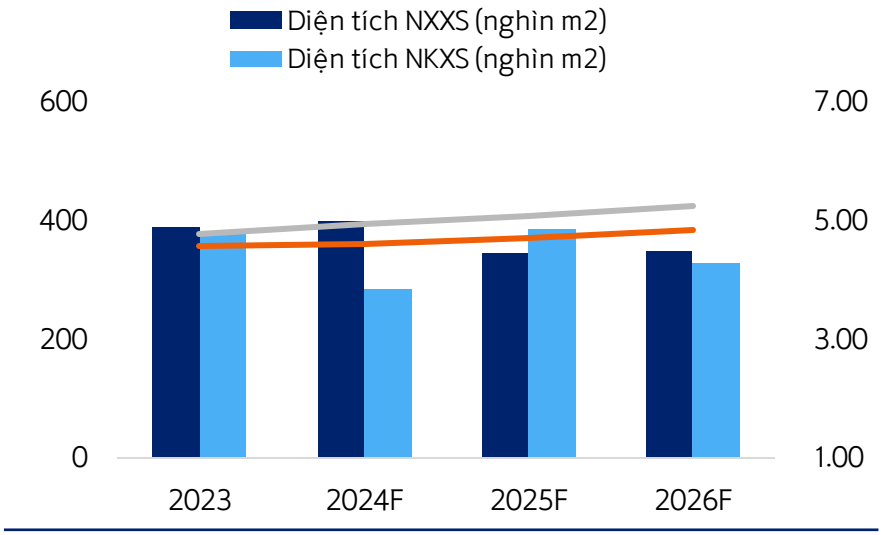


Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Chúng tôi ước tính nguồn cung bất động sản KCN trong năm 2025 tại hai vùng phía Bắc và phía Nam tăng trưởng lần lượt đạt 700 ha và 650 ha. Trong đó, nguồn cung tại khu vực miền Bắc chủ yếu tập trung tại các tỉnh như Bắc Ninh, Hải Phòng, Hưng Yên. Đối với khu vực miền Nam nguồn cung chủ yếu sẽ nằm tại các tỉnh Bình Dương, Đồng Nai, Long An và Bà Rịa Vũng Tàu.
- Giá đất KCN được dự phóng sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định 5% – 10%/năm cho giai đoạn 2025 – 2026 nhờ nhu cầu thuê ổn định, và nguồn vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục tăng trưởng. Tỷ lệ lấp đầy dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao với 83% tại khu vực miền Bắc và 90% tại khu vực miền Nam.

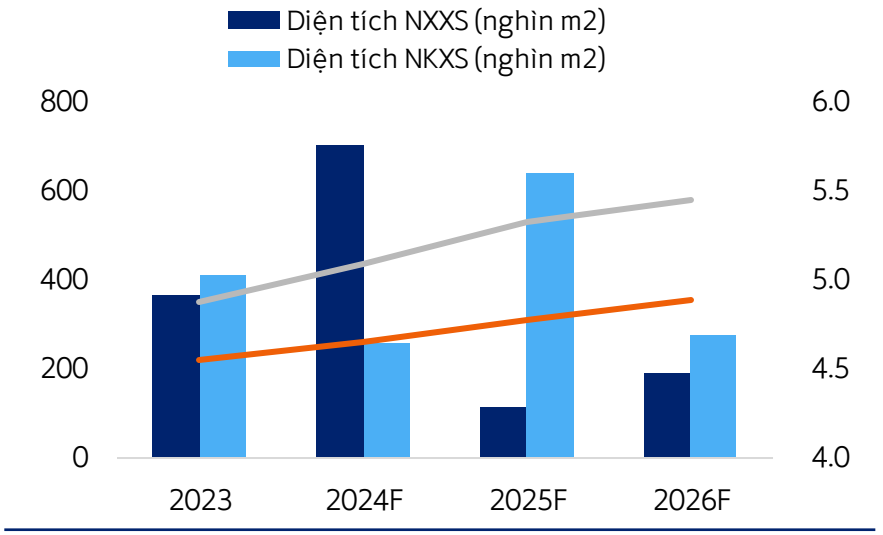
Nguồn cung NXXS và NKXS tiếp tục tăng trưởng theo nhu cầu của thị trường

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2023 – 2026F tại miền Bắc



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng diện tích hấp thụ và giá NXXS/NKXS 2023 – 2026F tại miền Nam



Nguồn: CBRE, Shinhan Securities Vietnam

- Theo dự báo của CBRE, nguồn cung NXXS và NKXS trong giai đoạn 2024 – 2026 dự kiến tăng trưởng 15% - 20% đối với khu vực miền Bắc và 8% - 16% đối với khu vực miền Nam.
- Giá thuê và tỷ lệ hấp thụ được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định nhờ sự mở rộng của các công ty công nghệ và công ty thương mại điện tử tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng giá thuê NXXS và NKXS sẽ tăng trưởng đều đặn khoảng 3% hàng năm.

03

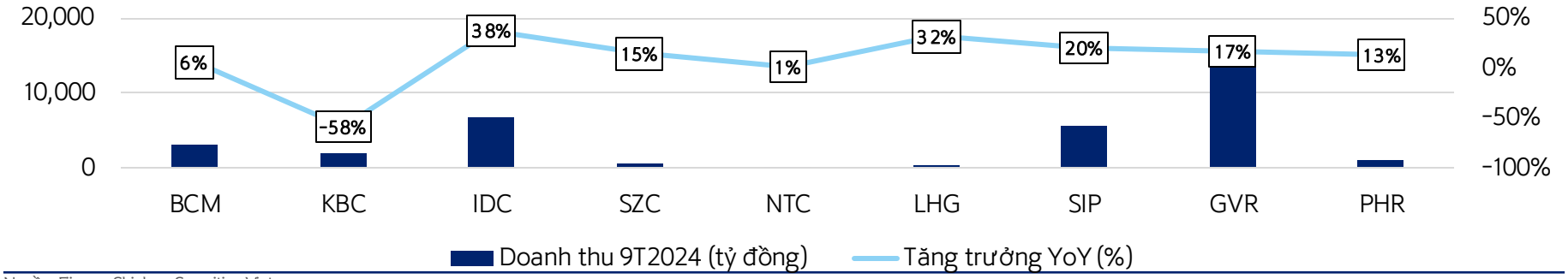
Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Doanh nghiệp bất động sản KCN có sự cải thiện trong 9T2024 nhờ nhu cầu gia tăng và giá cho thuê cải thiện, tập trung chủ yếu vào những doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê.

3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

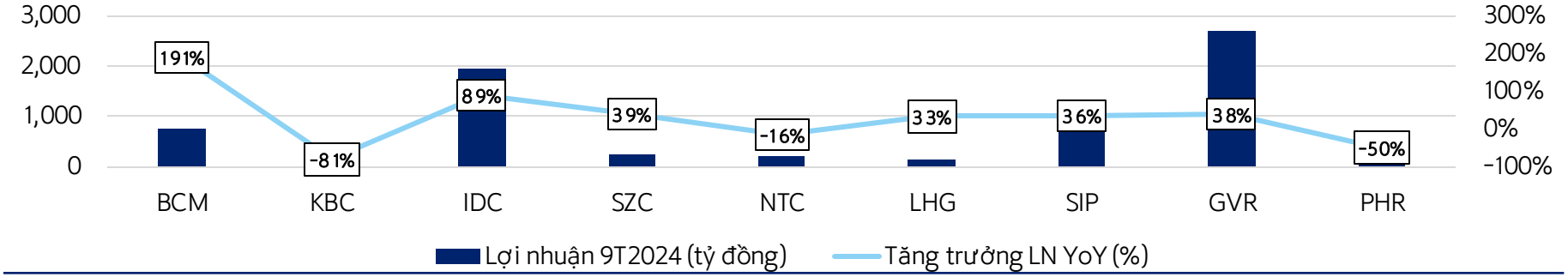
Cập nhật tình hình kinh doanh một số cổ phiếu nổi bật

Doanh thu 9T2024 của các doanh nghiệp bất động sản KCN



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Lợi nhuận 9T2024 của các doanh nghiệp bất động sản KCN

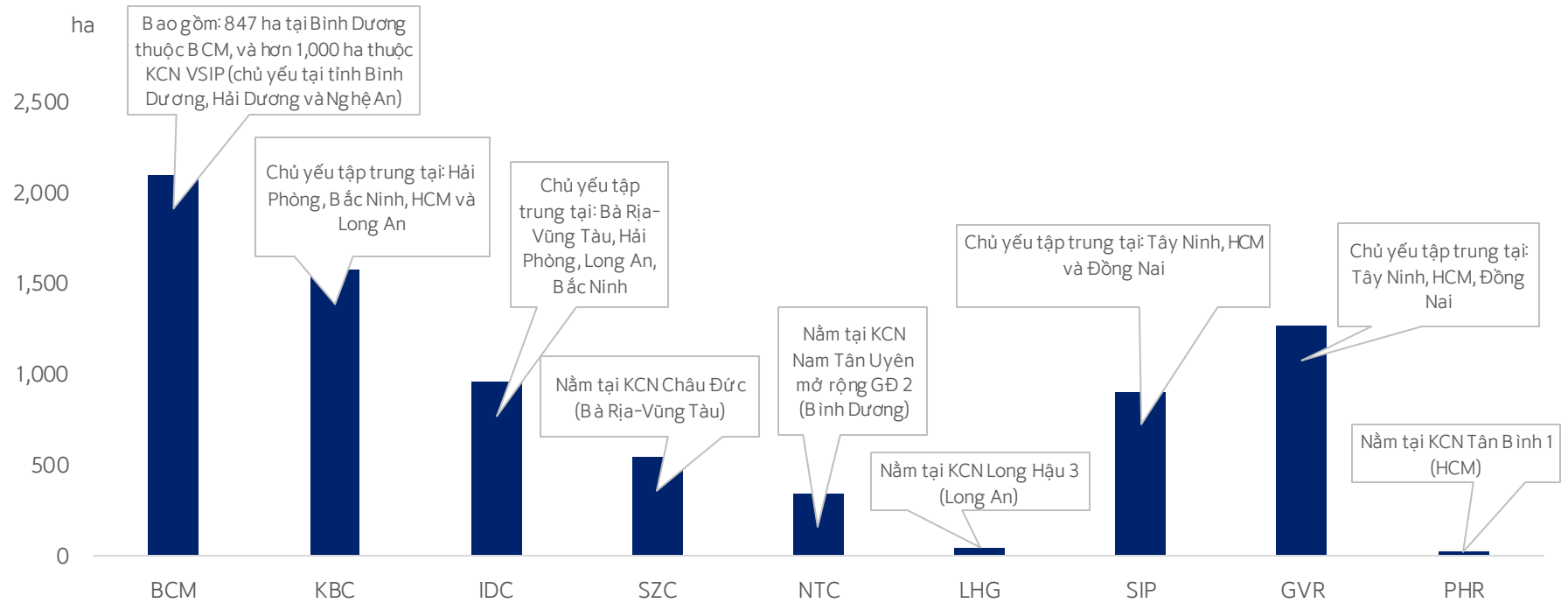


Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 9T/2024, kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp KCN có sự tăng trưởng tích cực, chủ yếu đến từ nhu cầu gia tăng với sự hỗ trợ của nguồn vốn FDI. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện so với cùng kỳ năm trước nhờ giá cho thuê cải thiện. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy vẫn có một vài doanh nghiệp như KBC có kết quả kinh doanh đi lùi đáng kể. Điều này chủ yếu do việc chậm trễ trong quá trình hoàn thiện thủ tục cho thuê đất. Tuy nhiên chúng tôi vẫn duy trì khả quan với quan với những doanh nghiệp như trên với kỳ vọng vấn đề pháp lý sẽ sớm được giải quyết và doanh nghiệp sẽ ghi nhận lượng doanh thu tiềm năng trong tương lai.

Ước tính diện tích đất KCN sẵn sàng cho thuê

Diện tích đất sẵn sàng cho thuê của một số doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp tại thời điểm cuối năm 2023



Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, Shinhan Securities Vietnam

3. Cập nhật cổ phiếu ngành bất động sản KCN

Mã	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Vốn hoá (tỷ đồng)	Dự phóng DT 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DT (% YoY)	Dự phóng LNST 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	ROA - TTM (%)	ROE - TTM (%)	GPM - TTM (%)	D/E	P/E - TTM	P/B - TTM
BCM	67,900	80,900	19%	70,277	7,848	20%	2,034	20%	5%	14%	55%	1.08	26.42	3.5
KBC	27,600	34,600	25%	21,186	9,285	140%	2,865	109%	3%	5%	62%	0.2	25.35	1.37
IDC	56,000	64,800	16%	18,480	8,363	-5%	1,899	-8%	11%	40%	38%	0.47	10.63	3.99
SZC	43,500	49,800	14%	7,829	1,210	19%	408	28%	4%	14%	43%	0.9	19.18	2.59
NTC	210,000	238,000	13%	5,040	488	94%	493	60%	6%	30%	71%	0.22	18.28	5.08
LHG	37,300	42,000	13%	1,865	539	15%	216	9%	5%	10%	52%	0.11	11.98	1.1
SIP	84,500	87,100	3%	17,790	8,048	8%	1,190	9%	5%	29%	14%	0.48	15.7	4.27
GVR	30,700	35,450	15%	122,800	24,317	0%	4,138	-2%	3%	5%	21%	0.11	55.76	2.76
PHR	53,600	59,500	11%	7,263	1,619	13%	495	13%	8%	13%	26%	0.08	18.3	2.29

*Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

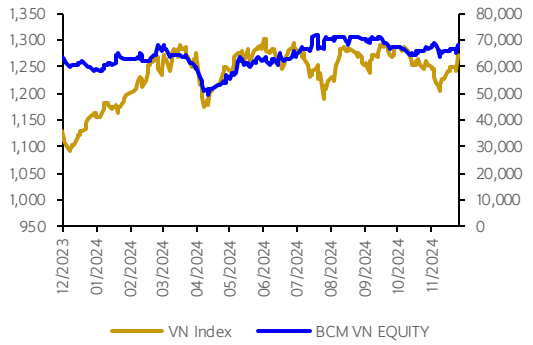
Nguồn: SSV Research, Bloomberg, Fiipro, Báo cáo công ty
Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

- Chúng tôi đánh giá cao nhóm KCN bao gồm BCM, KBC, IDC và SZC nhờ sở hữu quỹ đất sẵn sàng cho thuê dồi dào, tập trung tại các tỉnh thành trọng điểm (là điểm đến của dòng vốn FDI) như Bắc Ninh, Bình Dương, Hải Phòng, Vũng Tàu, Hồ Chí Minh, Bắc Giang.

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp (HOSE: BCM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**80,900 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	67,900 VND
Suất sinh lời (%)	**19%**
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	70,277
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,035
Tự do giao dịch (triệu CP)	35
52-tuần cao/thấp (VND)	74,500/50,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.45
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	20
Cổ đông lớn (%) UBND tỉnh Bình Dương	95.44
Nguyễn Văn Hùng	0.6

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-5.5	4.2	-5.5
So với VNIndex(%)	-5.7	5.5	-5.7



KCN Cây Trường đón đầu cơ hội từ nguồn vốn FDI

Tổng Công ty Đầu tư và phát triển Công nghiệp – Became IDC (HoSE : BCM) thành lập năm 1976, là một trong những doanh nghiệp phát triển khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. Becamex là thương hiệu uy tín với kinh nghiệm phát triển các khu công nghiệp tại tỉnh Bình Dương. Becamex hiện tại đang sở hữu 6 khu công nghiệp với diện tích hơn 4,000 ha. Ngoài ra BCM còn tham gia liên doanh với doanh nghiệp Singapore để phát triển khung công nghiệp VSIP (BCM sở hữu 49%). VSIP là nhà phát triển khu công nghiệp và đô thị tích hợp hàng đầu Việt Nam bao gồm 12 dự án trên cả nước với tổng diện tích hơn 10,000 ha.

Kết thúc 9M2024, BCM ghi nhận doanh thu đạt 3,195 tỷ đồng (+6% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 769 tỷ đồng, gấp 1.9 lần so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp có sự tăng trưởng mạnh mẽ khi tăng từ 57.3% trong 9M2023 lên mức 64.2% trong 9M2024. Nhu cầu cải thiện và giá đất KCN gia tăng đã giúp công ty có sự cải thiện về mặt doanh thu và biên lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết cũng tăng gấp 3.47 lần so với cùng kỳ với sự đóng góp đáng kể của nhóm KCN VSIP.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2024 và 2025 lần lượt đạt VND 6,540 tỷ (-17% YoY) và VND 7,848 tỷ (+20% YoY), lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt VND 1,693 tỷ (-30% YoY) và VND 2,034 tỷ (+20% YoY) với sự đóng góp chủ yếu từ mảng bất động sản khu công nghiệp. BCM hiện tại đang sở hữu 628 ha diện tích đất sẵn sàng cho thuê. Dự án khu công nghiệp Cây Trường của BCM (với tổng diện tích đất thương phẩm là 490 ha) hiện đã được tỉnh Bình Dương thông qua đồ án quy hoạch phân khu xây dựng tỷ lệ 1/2000 và khởi công vào ngày 26/09/2024. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu trong năm 2025 và đóng to lớn vào kết quả kinh doanh của BCM.

Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

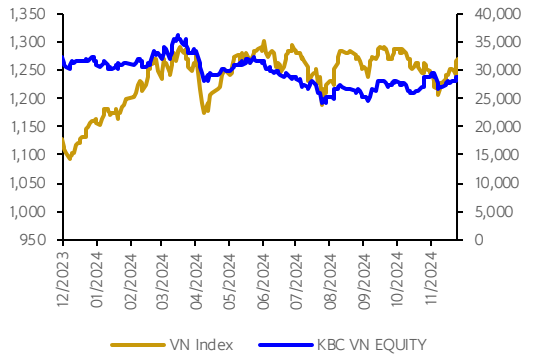
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,982	6,506	7,883	6,540	7,848
LN HĐKD (tỷ VND)	2,002	1,437	2,783	2,293	2,752
OPM (%)	28.7	22.1	35.3	35.1	35.1
LNST công ty mẹ (đồng)	1,451	1,685	2,423	1,693	2,034
NPM	20.8	25.9	30.7	25.9	25.9
EPS	1,232	1,482	2,341	1,636	1,965
ROE (%)	8.1	9.3	12.2	9.0	10.3
P/E (x)	51.9	54.4	29.5	42.6	35.5
P/B (x)	4.1	4.9	3.6	3.5	3.3

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HOSE: KBC)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**34,600 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	27,600 VND
Suất sinh lời (%)	**25%**
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	21,816
SLCP lưu hành (triệu CP)	768
Tự do giao dịch (triệu CP)	426
52-tuần cao/thấp (VND)	36,300/24,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.25
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	133
Cổ đông lớn (%) Đặng Thành Tâm	18.06
Cổ đông lớn (%) CTCP Tư vấn và Đầu tư Kinh Bắc	8.11

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	9.1	-9.2	9.1
So với VNIndex(%)	8.9	-7.8	8.9



Kỳ vọng đẩy nhanh pháp lý năm 2025

Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc (HoSE: KBC) thành lập năm 2002 là một trong những doanh nghiệp phát triển bất động sản khu công nghiệp hàng đầu tại Việt Nam. KBC có kinh nghiệm làm việc và thu hút các tập đoàn FDI hàng đầu tại Việt Nam. Hơn 90% khách hàng tại khu công nghiệp của KBC là các tập đoàn nước ngoài, đến từ các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc, Trung Quốc với các tên tuổi lớn như Canon, Foxconn, LG...

Kinh Bắc ghi nhận doanh thu thuần 9T/2024 đạt VND 1,994 tỷ đồng (-58% YoY) ,trong đó mảng khu công nghiệp (KCN) đạt VND 1,116 tỷ (-76 % YoY), lợi nhuận sau thuế đạt VND 397 tỷ (-81% YoY). Ước tính diện tích đất KCN cho thuê được trong 9T/2024 chỉ ở khoảng 30 ha do các vướng mắc liên quan đến việc giải phóng mặt bằng và các vấn đề pháp lý.

Chúng tôi ước tính doanh thu KBC sẽ đạt khoảng VND 3,873 tỷ (-33% YoY) trong năm 2024 và VND 9,285 tỷ (+140% YoY) trong năm 2025. Lợi nhuận sau thuế năm 2024 dự kiến đạt VND 1,513 tỷ đồng (-33% YoY) và lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự kiến đạt VND 3,167 tỷ (+109% YoY).

Chúng tôi kỳ vọng: (1) Diện tích đất cho thuê KCN sẽ đạt khoảng 60 ha trong năm 2024 và 150 ha trong năm 2025 với sự đóng góp chủ yếu của các KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh, Tràng Duệ 3 và các KCN tại Long An. (2) Mảng bất động sản KĐT sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2024 nhờ dự án Nhà ở Xã hội Nếnh và dự kiến sẽ bùng nổ trong năm 2025 khi dự KĐT Tràng Cát hoàn thiện thủ tục pháp lý và bắt đầu tiến hành chào bán.

Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Tỷ lệ nợ vay/ vốn chủ sở hữu ở mức cao; (3) Dòng vốn FDI suy yếu; (4) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,246	950	5,618	3,873	9,285
LN HĐKD (tỷ VND)	1,849	-245	2,883	1,102	3,607
OPM (%)	43.5	-25.7	51.3	28.5	38.8
LNST công ty mẹ (đồng)	1,095	1,526	2,031	1,368	2,865
NPM	25.8	160.6	36.1	35.3	30.9
EPS	1,441	1,993	2,646	1,783	3,732
ROE (%)	9.2	10.1	11.9	7.1	13.2
P/E (x)	31.64	12.14	12.00	15.34	7.33
P/B (x)	2.45	1.16	1.34	1.10	0.97

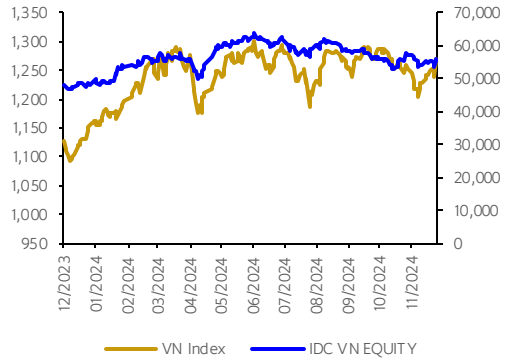
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Tổng Công ty IDICO (HOSE: IDC)

IDICO

Giá mục tiêu (12 tháng)	**64,800 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	56,000 VND
Suất sinh lời (%)	**16%**
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	18,480
SLCP lưu hành (triệu CP)	330
Tự do giao dịch (triệu CP)	210
52-tuần cao/thấp (VND)	66,000/49,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.09
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	57
Cổ đông lớn (%) CTCP Tập đoàn SSG	22.5
Cổ đông lớn (%) CTTNHH Sản xuất và Thương mại Bách Việt	11.93

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-4.6	-8.8	12.8
So với VNIndex(%)	-4.8	-7.4	-0.1



Tận dụng lợi thế với KCN Phú Mỹ II và KCN Hựu Thạnh

Tổng Công ty IDICO (HoSE: IDC) thành lập năm 2000, tiền thân là tiền thân là tổng Công ty Đầu tư phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Việt Nam. IDC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực khu công nghiệp (chiếm 44%), lĩnh vực kinh doanh điện (chiếm 38%) và mảng thu phí BOT (chiếm 5%). IDC đang đầu tư và quản lý 10 KCN tại Việt Nam với tổng diện tích gần 3,267 ha. Trong đó, có 7 KCN ở phía Nam, 3 KCN ở phía Bắc trải dài tại các tỉnh Đồng Nai, Bà Rịa - Vũng Tàu, Long An, Vĩnh Phúc, Bắc Ninh, Thái Bình. Đối với mảng điện, IDC sở hữu 2 nhà máy thủy điện với tổng công suất lên đến 114 MW, và hệ thống 2 trạm biến áp đóng góp trên 80% tổng doanh thu mảng điện tại IDC, góp phần đem lại nguồn doanh thu ổn định cho IDC.

Kết thúc 9M2024, IDC đạt doanh thu thuần 6,891 tỷ đồng (+38% YoY). Trong đó doanh thu mảng công nghiệp đạt 2,764 tỷ đồng (+62% YoY). Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp đạt 1,955 tỷ đồng (+89% YoY). Trong đó diện tích đất KCN bàn giao đạt khoảng 90 ha với sự đóng góp của các KCN Hữu Thạnh, KCN Phú Mỹ 2 và Phú Mỹ 2 mở rộng, KCN Cầu Nghìn và KCN Quế Võ 2.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2024 và 2025 lần lượt đạt VND 8,803 tỷ đồng (+22% YoY) và VND 8,363 tỷ (-5% YoY). Doanh thu năm 2025 sụt giảm nhẹ chủ yếu do sự suy giảm của các hợp đồng MOU trong năm 2024. Lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt lần lượt VND 2,067 tỷ (+48% YoY) và VND 1,899 tỷ (-8.1% YoY). Với 580 ha đất KCN sẵn sàng cho thuê, chúng tôi ước tính IDC sẽ cho thuê khoảng 100 ha đất KCN mỗi năm trong giai đoạn 2024 - 2025. Mảng điện của IDC dự kiến sẽ tăng trưởng khoảng 10% trong giai đoạn 2024 – 2025, chủ yếu từ mảng điện phân phối.

Về triển vọng dài hạn, IDC đang tích cực tiến hành mở rộng quỹ đất, trong đó có 2 khu công nghiệp Tân Phước 1 (470 ha) và Mỹ Xuân B1 mở rộng (110 ha) đã nhận được chủ trương đầu tư trong năm 2024 và đặt tham vọng mở rộng hơn 1,500 ha trong tương lai.

Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Dòng vốn FDI suy yếu; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,301	7,485	7,237	8,803	8,363
LN HĐKD (tỷ VND)	477	2,726	2,060	3,016	2,782
OPM (%)	11.1	36.4	28.5	34.3	33.3
LNST công ty mẹ (đồng)	454	1,768	1,393	2,067	1,899
NPM	10.6	23.6	19.2	23.5	22.7
EPS	1,376	5,356	4,221	6,263	5,756
ROE (%)	11.2	40	28.1	36.3	28.9
P/E (x)	48	5.9	12.3	9.2	10.0
P/B (x)	5.6	2.1	3.5	2.6	2.3

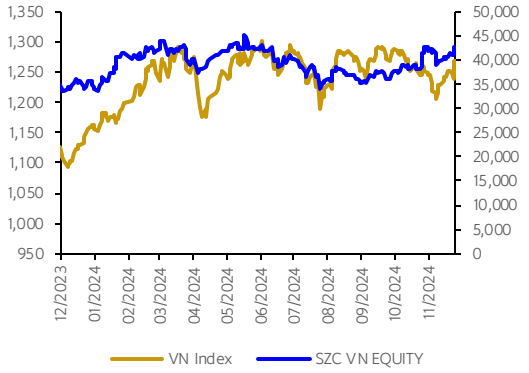
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Shinhan Securities

CTCP Sonadezi Châu Đức (HOSE: SZC)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**49,800 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	43,500 VND
Suất sinh lời (%)	**14%**
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	7,829
SLCP lưu hành (triệu CP)	180
Tự do giao dịch (triệu CP)	110
52-tuần cao/thấp (VND)	46,500/34,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.56
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	69
Cổ đông lớn (%) Tổng CTCP phát triển khu Công nghiệp	46.84
Cổ đông lớn (%) CTCP Sonadezi Long Thành	10.08

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	19.2	1.7	21.4
So với VNIndex(%)	19.0	3.0	8.4



Hưởng lợi từ dòng vốn FDI với KCN Châu Đức

CTCP Sonadezi Châu Đức (HoSE: SZC) thành lập ngày 26/06/2007, tiền thân là Công ty Cổ phần phát triển Hạ tầng Sonadezi, SZC hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực cho thuê đất KCN, kinh doanh bất động sản và đầu tư các dự án BOT. Trong đó mảng bất động sản khu công nghiệp của SZC chiếm hơn 80% trên tổng cơ cấu doanh thu. SZC sở hữu diện tích đất rộng lớn lên đến 2,287 ha tại huyện Châu Đức, tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu, trong đó đất KCN chiếm 1,556 ha, còn lại chủ yếu dành cho khu đô thị và sân golf.

Kết quả doanh thu 9M2024 của SZC đạt 641 tỷ đồng (+15% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 227 tỷ đồng (+39% YoY). Trong đó doanh thu đến từ mảng KCN chiếm 89% (+23% YoY). Biên lợi nhuận gộp tăng từ 46% trong 9M2023 lên mức 52% trong 9M2024 do giá thuê cải thiện.

Với vị trí địa lý thuận lợi và giá cho thuê cạnh tranh so với khu vực, chúng tôi ước tính SZC sẽ cho thuê khoảng 45 ha trong năm 2024 và duy trì khoảng 40 ha/năm cho các năm sau. Bên cạnh đó, giá thuê đất KCN của Sonadezi Châu Đức được kỳ vọng sẽ tăng trưởng từ 5% - 8% trong giai đoạn 2025 – 2028. Ngoài ra kết quả kinh doanh trong năm 2025 sẽ được đóng góp thêm nhờ dự án Khu dân cư Sonadezi Hữu Phước chào bán giai đoạn 2 (bắt đầu trong Q4/2024). Thêm vào đó dự án sân Golf bắt đầu hoạt động hoàn chỉnh và sự trở lại của dự án BOT 768 sẽ đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của SZC.

Chúng tôi dự kiến doanh thu 2024 và 2025 của SZC lần lượt đạt VND 1,020 tỷ và 1,210 tỷ đồng (+18% YoY), lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt VND 318 tỷ (+45% YoY) và 408 tỷ đồng (+28% YoY).

Rủi ro: (1) Nhu cầu thuê bất động sản khu công nghiệp sụt giảm; (2) Dòng vốn FDI suy yếu; (3) Vấn đề pháp lý và chi phí đền bù khu công nghiệp Châu Đức; (3) Tiến độ triển khai dự án khu công nghiệp chậm.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	713	859	818	1,020	1,210
LN HĐKD (tỷ VND)	386	260	295	407	521
OPM (%)	54.2	30.2	36.1	39.9	43.0
LNST công ty mẹ (đồng)	324	197	219	318	408
NPM	45.4	23.0	26.8	31.2	33.7
EPS	2,395	1,458	1,331	1,765	2,268
ROE (%)	21.1	11.7	11.9	12.4	14.2
P/E (x)	23.7	15.0	27.5	23.1	18.0
P/B (x)	4.6	1.7	3.1	2.9	2.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Shinhan Securities

Ngành Thép

Sức bật nhu cầu nội địa



Hương Lê
☎ (84-28) 3243-0357
✉ huong.lt@shinhan.com

Nội dung

Ngành Thép – Sức bật nhu cầu nội địa

1. Thị trường Thép thế giới

   Sản lượng tiếp tục suy giảm, điểm sáng từ các nền kinh tế đang phát triển

   Hiệp hội thép thế giới hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu thép toàn cầu

2. Thị trường Thép Việt Nam

   Sản lượng thép hồi phục, động lực từ thị trường nội địa

   Xuất khẩu thép tăng trưởng so với cùng kỳ

   Bức tranh kinh doanh các doanh nghiệp ngành thép

3. Triển vọng ngành Thép 2025

   Bất động sản hồi phục nhờ pháp lý được khơi thông

   Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

   Động lực xuất khẩu đến từ thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu

   Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

4. Cơ hội đầu tư cổ phiếu Thép

   HPG, HSG & NKG

01 Thị trường thép thế giới

Sản lượng tiếp tục suy giảm, điểm sáng từ các nền kinh tế đang phát triển

Giá thép thế giới tăng bởi "tâm lý"

Giá nguyên liệu đầu vào giảm giúp tăng biên lợi nhuận đối với ngành thép

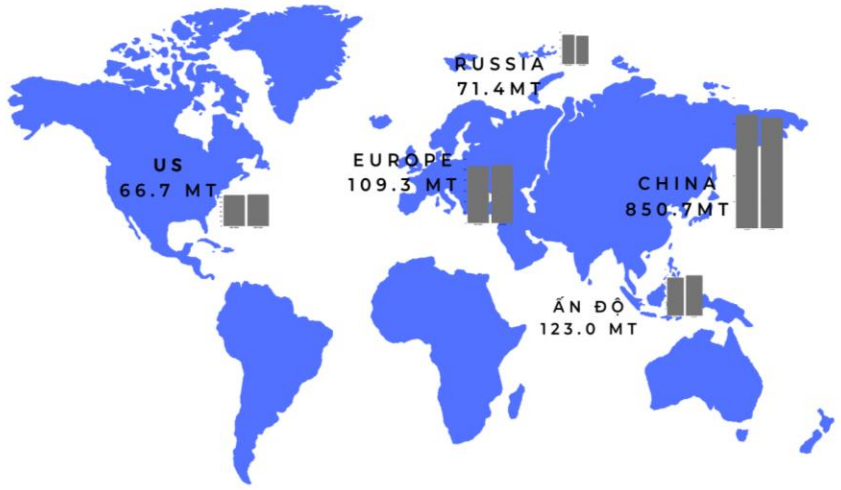
Hiệp hội thép thế giới hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu thép toàn cầu

1. Thị trường Thép thế giới

Sản lượng thép thô tại các thị trường trọng yếu 10 tháng đầu năm 2024

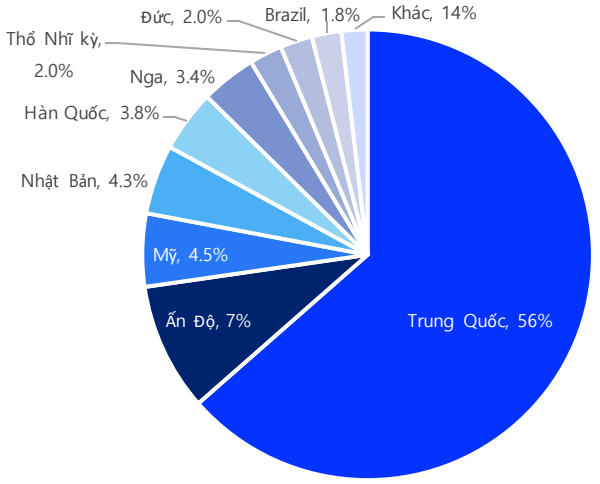
- Trong 10 tháng đầu năm 2024, sản lượng thép thô thế giới của 71 quốc gia giảm nhẹ, đạt 1.547 triệu tấn (-1.6% YoY). Một số quốc gia ghi nhận sản lượng tăng so với cùng kỳ như Ấn Độ (123 triệu tấn, +5.6% YoY), Đức (31.6 triệu tấn, +5%),… Hiện tại, Việt Nam đang đứng thứ 13 trên thế giới về sản lượng sản xuất thép.
- Nhìn chung, năm 2024 vẫn là một năm khó khăn với ngành thép toàn cầu, khi sản lượng tiêu thụ thép tại các quốc gia chủ lực như Mỹ, Trung Quốc,… suy giảm so với cùng kỳ. Nguyên nhân xuất phát từ nhu cầu xây dựng dân dụng và cơ sở hạ tầng yếu khi kinh tế toàn cầu tiếp tục đối mặt nhiều khó khăn với bất ổn địa chính trị gia tăng và chính sách tiền tệ thắt chặt.

Sản lượng sản xuất Thép tại các quốc gia chủ lực 10T/2023 và 10T/2024



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

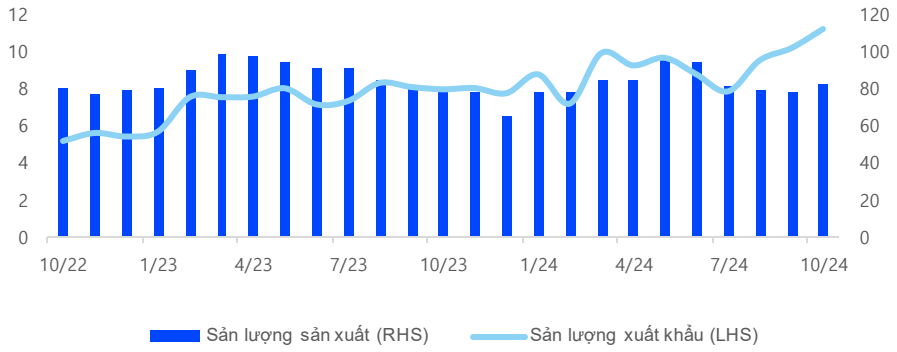
Sản xuất Thép theo khu vực 10T/2024



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

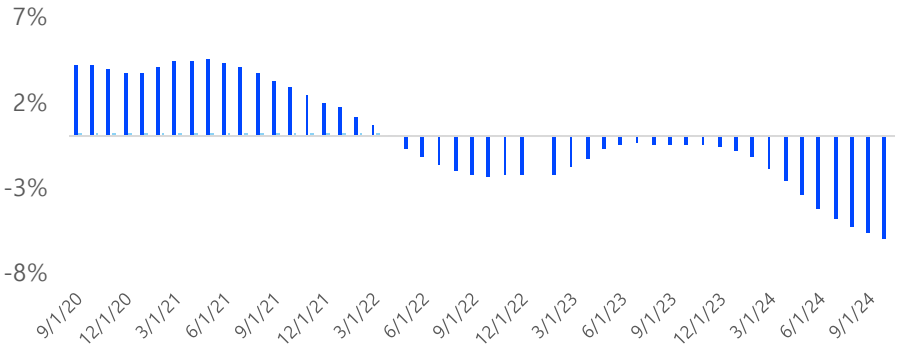
Trung Quốc "thờ ơ" với những bước đi của chính phủ

Sản lượng thép thô Trung Quốc theo tháng (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng giá nhà Trung Quốc (YoY)

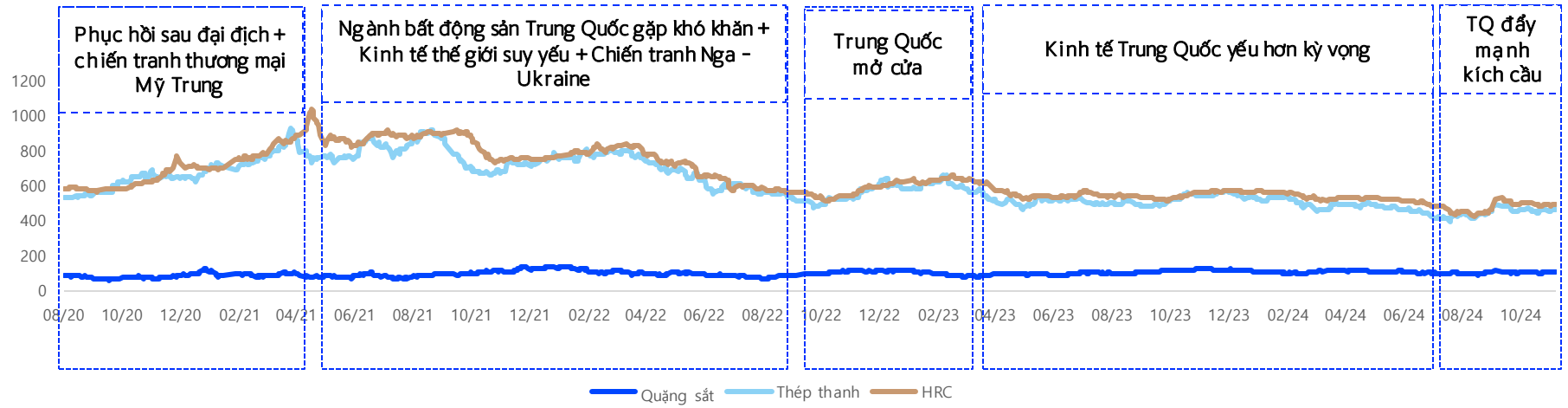


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Trong tháng 9/2024, chính phủ Trung Quốc đã đưa ra các chính sách mới nhằm vực dậy thị trường Bất động sản. Tuy nhiên, các biện pháp này chỉ cải thiện tâm lý thị trường thép trong ngắn hạn. Thực tế, nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc chưa có dấu hiệu cải thiện bởi (1) giá nhà Trung Quốc vẫn duy trì đà giảm kể từ giai đoạn suy thoái Bất động sản đầu năm 2022 và (2) sản lượng sản xuất thép thô tại Trung Quốc suy giảm trong Q3/2024.
- Xuất khẩu thép Trung Quốc tiếp tục tăng mạnh, đạt 91.893 triệu tấn trong 10 tháng (+23.3% YoY) do nhu cầu yếu tại thị trường nội địa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng trong năm 2025, xuất khẩu thép Trung Quốc sẽ giảm so với mức đỉnh tháng 10/2024 do (1) thuế chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc được áp dụng tại nhiều quốc gia, (2) xung đột thương mại Mỹ Trung gia tăng khi tổng thống Donald Trump tái đắc cử, từ đó hạn chế lượng thép Trung Quốc nhập khẩu vào Mỹ.

Giá thép thế giới tăng bởi "tâm lý"

Giá thép thế giới (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

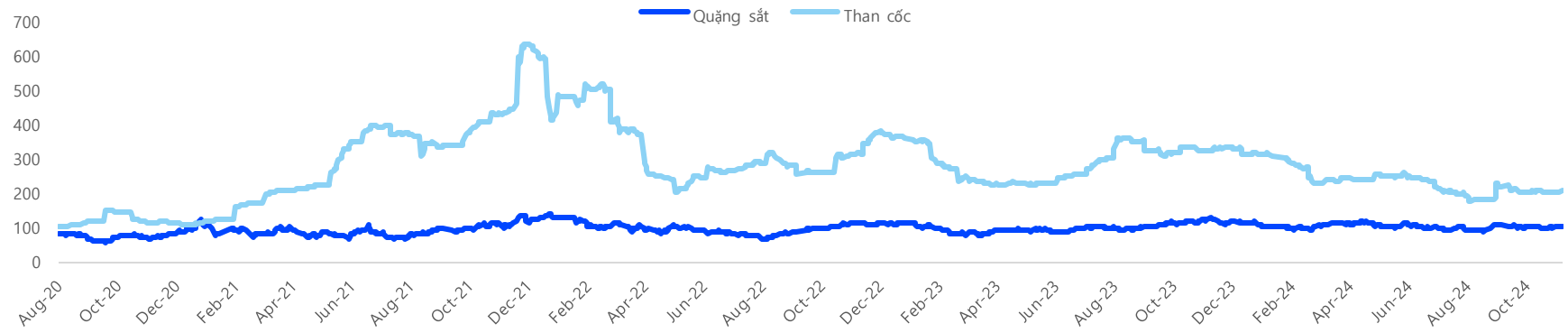
- Giá thép HRC và thép thanh tại Trung Quốc tăng mạnh (~20% MoM) trong T9/2024. Đây là hiệu ứng tâm lý sau khi chính phủ Trung Quốc thực hiện hàng loạt chính sách kích cầu nhằm "vực dậy" thị trường Bất động sản (chiếm khoảng 33% nhu cầu thép tại Trung Quốc). Tuy nhiên, mặt bằng giá đã quay lại đà giảm (-10% MoM) trong T10/2024, do nhu cầu thực tế vẫn chưa phục hồi như kỳ vọng: (1) Tình hình thị trường Bất động sản chưa có dấu hiệu hồi phục khi giá nhà giảm và nhu cầu mua nhà tiếp tục suy yếu; (2) Hoạt động sản xuất thép Trung Quốc thu hẹp trong quý 3 do tình trạng dư cung kéo dài. Điều này dẫn đến sự gia tăng xuất khẩu thép giá rẻ của Trung Quốc, gây ra làn sóng thuế chống bán phá giá trên toàn cầu.

- Chúng tôi cho rằng giá thép Trung Quốc đã tạo đáy từ T8/2024 và đang trên đà phục hồi nhờ dư cung hạ nhiệt khi các nhà máy thép Trung Quốc tham gia cắt giảm sản lượng theo chính sách của chính phủ. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo nhu cầu thép Trung Quốc vẫn suy yếu đến hết năm 2025 khi thị trường bất động sản nước này chưa có dấu hiệu hồi phục.

1. Thị trường Thép thế giới

Giá nguyên liệu đầu vào giảm giúp tăng biên lợi nhuận đối với ngành thép

Giá quặng sắt và than cốc thế giới (USD/Tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

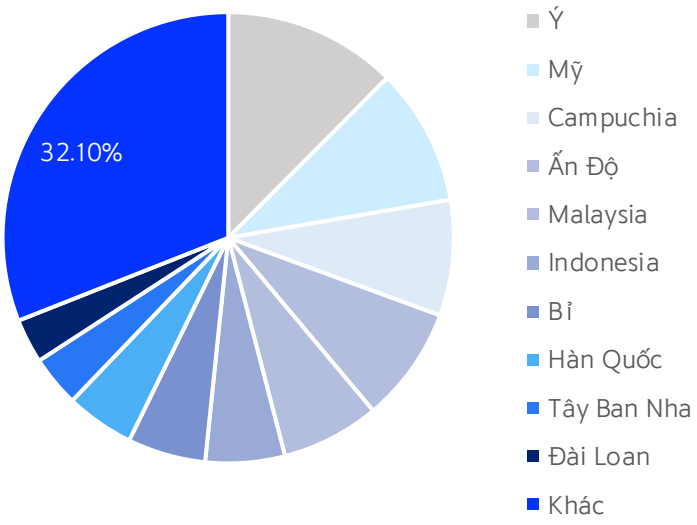
- Giá nguyên vật liệu đầu vào chính tiếp tục neo ở mức thấp trong năm 2024. Đây là thời điểm vàng cho các doanh nghiệp Thép tích trữ nguyên vật liệu giá rẻ để chuẩn bị cho một chu kỳ mới của toàn ngành. Cụ thể: (1) giá than luyện cốc đã giảm 37% YTD, còn 206 USD/tấn do (1) tình trạng dư thừa nguồn cung thép tại Trung Quốc khiến nhu cầu nguyên liệu đầu vào suy giảm, (2) nguồn cung than tăng tại Úc, (3) chính sách điều tiết giá than của Trung Quốc, (4) giá quặng sắt cũng đã giảm 11% YTD, còn 105 USD/tấn do các nhà khai thác quặng sắt lớn như Vale (Brazil), Rio Tinto (Úc) gia tăng sản lượng khai thác.

- Chúng tôi cho rằng giá quặng sắt và than cốc sẽ tiếp tục neo ở mặt bằng thấp trong năm 2025, có thể đạt lần lượt 95 USD/tấn (-9% YoY) và 190 USD/tấn (-7% YoY) với kỳ vọng tăng nguồn cung xuất khẩu tại Úc và nhu cầu sản xuất thép tại Trung Quốc tiếp tục suy yếu trong năm 2025.

1. Thị trường Thép thế giới

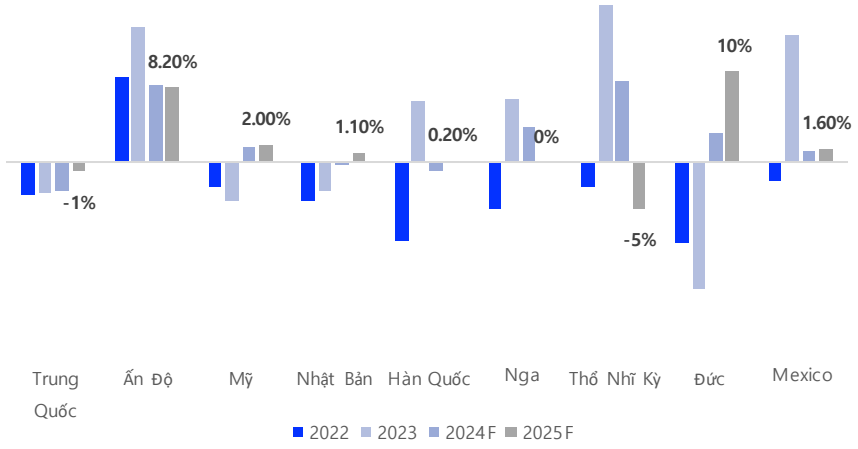
Hiệp hội thép thế giới hạ dự báo tăng trưởng nhu cầu thép toàn cầu

Các quốc gia nhập khẩu thép của Việt Nam



Nguồn: Cục hải quan, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo tăng trưởng nhu cầu thép các quốc gia



Nguồn: WSA, Shinhan Securities Vietnam

- Hiệp hội Thép thế giới (WSA) đã điều chỉnh dự báo nhu cầu thép toàn cầu từ mức +1.7% YoY sang mức -1.9% YoY trong năm 2024. Đây là mức tăng trưởng âm năm thứ 3 liên tiếp. Năm 2025, WSA dự báo nhu cầu thép toàn cầu +1.2% YoY, tương ứng sản lượng 1.77 tỷ tấn.

- Cụ thể, WSA cho rằng kinh tế toàn cầu đang phải đối mặt với nhiều khó khăn và bất ổn địa chính trị, căng thẳng thương mại khiến hoạt động sản xuất tiếp tục suy yếu, sức mua suy giảm ở hầu hết các nền kinh tế lớn. Theo đó, WSA dự kiến nhu cầu tiêu thụ thép tại một số quốc gia chủ lực như Trung Quốc (2024: -3% YoY, 2025: -1% YoY), Ấn Độ (2024: +8% YoY, 2025: +8.5% YoY)… Trong khi khu vực ASEAN được dự đoán sẽ tăng trưởng ổn định (2024 :+4.5% YoY, 2025: +3.5% YoY).

02

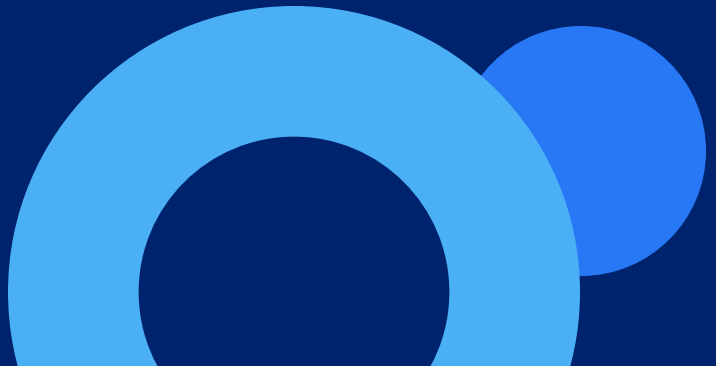
Thị trường thép Việt Nam

Sản lượng thép hồi phục, động lực từ thị trường nội địa

Xuất khẩu thép tăng trưởng so với cùng kỳ

Bức tranh kinh doanh các doanh nghiệp ngành thép

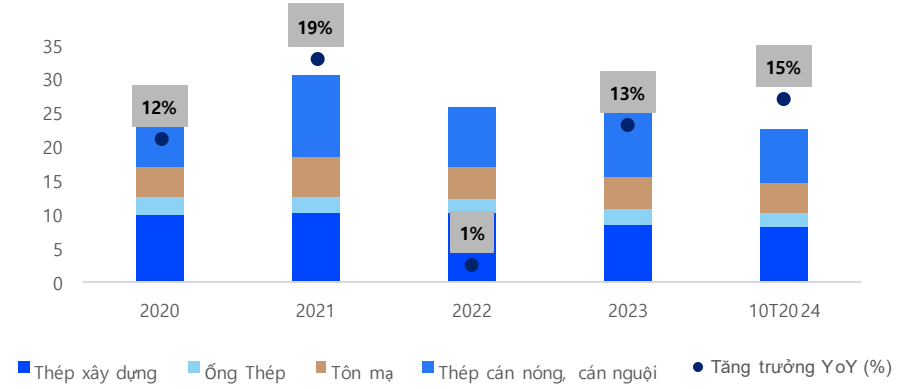
Tỷ suất đầu tư phân hóa, nhưng “underperform” thị trường



2. Thị trường thép Việt Nam

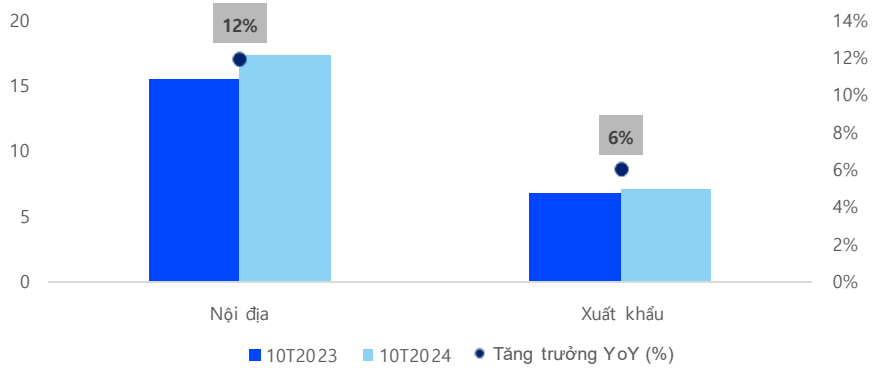
Sản lượng thép hồi phục, động lực từ thị trường nội địa

Sản lượng bán hàng thép theo sản phẩm từ 2020 – 10T2024 (triệu tấn)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng bán hàng thép theo thị trường 10T2024 (triệu tấn)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

- Sản lượng tiêu thụ thép trong nước ghi nhận phục hồi tích cực trong 10T2024 với động lực chính từ thị trường nội địa: (1) Nhu cầu vật liệu xây dựng tăng lên sau cơn bão Yagi, (2) Hoạt động xây dựng sôi nổi hơn nhờ thị trường bất động sản hồi phục và đầu tư công được đẩy nhanh vào nửa cuối năm.

- Sản lượng sản xuất thép 10T2024 đạt 22.6 triệu tấn (+15% YoY); trong đó sản lượng nội địa tăng 12%YoY, chiếm đến 65% tổng sản lượng. Đóng góp nhiều nhất vào tăng trưởng chủ yếu đến từ thép xây dựng (8.2 triệu tấn, +15.7% YoY), tôn mạ (4.6 triệu tấn, +35% YoY), ống thép (1.9 triệu tấn, +7% YoY), trong khi sản lượng tiêu thụ HRC đạt 7.8 triệu tấn, gần tương đương với mức cùng kỳ năm trước.

- Đánh giá: Biên lợi nhuận gộp mảng thép bán ra ở kênh nội địa (~15%) cao hơn xuất khẩu (~9%), nên nhu cầu nội địa hồi phục sẽ tạo lợi thế lớn cho các doanh nghiệp thép. Nhìn chung, tình hình sản xuất hiện tại đã đạt được trạng thái cân bằng giữa cung và cầu, sẵn sàng đón chờ cho một chu kỳ thép mới quay trở lại trong giai đoạn 2025-2026.

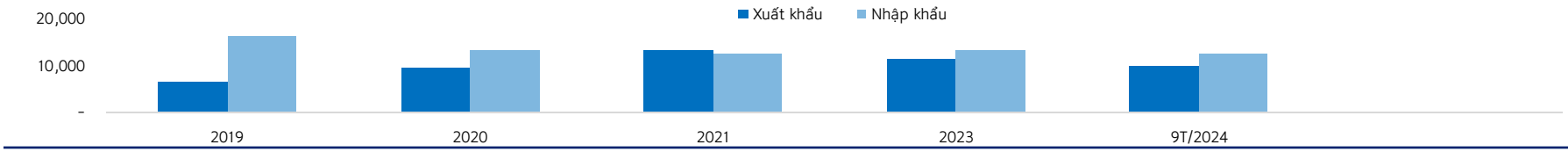
2. Thị trường thép Việt Nam

Xuất khẩu thép tăng trưởng so với cùng kỳ

- Trong 9 tháng đầu năm 2024, xuất khẩu thép Việt Nam đạt 9.94 triệu tấn,+21.02% YoY. Giá trị xuất khẩu đạt 7.21 tỷ USD, tăng 14.75% YoY. Nhập khẩu sản phẩm thép của Việt Nam đạt khoảng 12.29 triệu tấn với trị giá hơn 8.92 tỷ USD, +31.65% YoY.

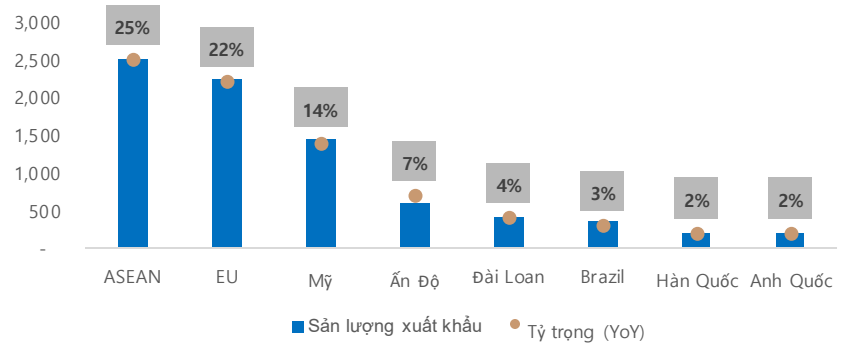
- Xét về tỷ trọng kim ngạch 9 tháng đầu năm 2024, khu vực ASEAN là thị trường tiêu thụ nhiều nhất các loại sắt thép của Việt Nam, chiếm 25% tổng kim ngạch. Đứng thứ 2 là thị trường EU, chiếm 22% tổng kim ngạch, tiếp đến là thị trường Hoa Kỳ với 15%. Nhìn chung, xuất khẩu sắt thép sang các thị trường lớn đều ghi nhận tăng trưởng YoY, song vẫn chưa về mức cao của năm 2021. Nguyên nhân do tình trạng dư thừa thép và sự gia tăng bảo hộ cho sản phẩm thép đang còn tiếp diễn ở một số quốc gia.

Xuất nhập khẩu thép Việt Nam 2019– 9T/2024 (nghìn tấn)



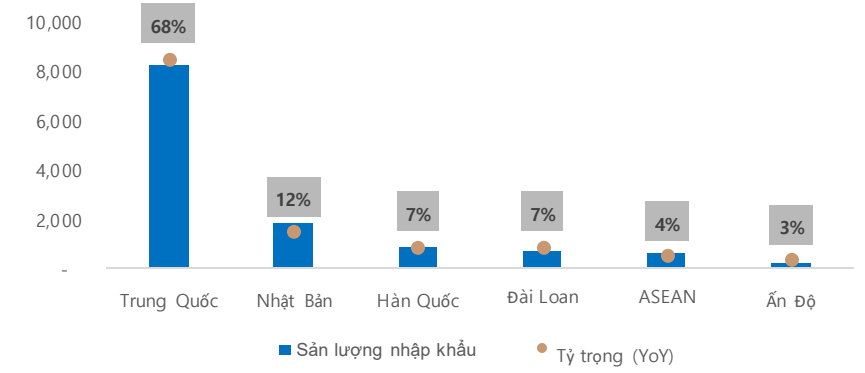
Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Thị trường xuất khẩu thép của Việt Nam 9T2024 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

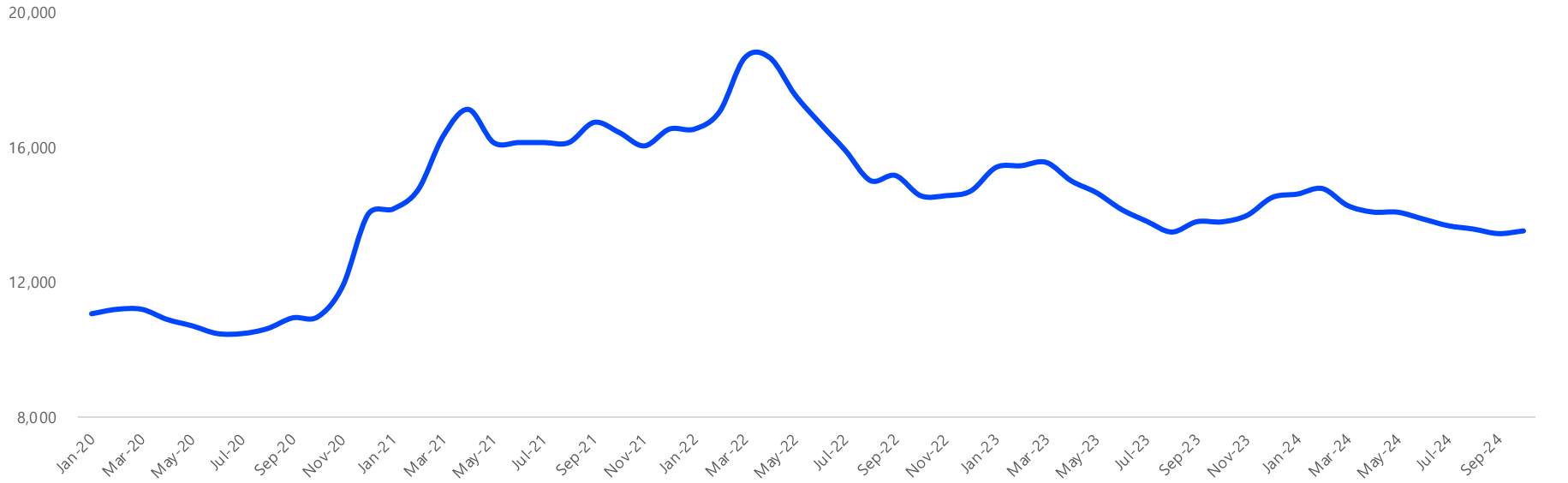
Thị trường nhập khẩu thép của Việt Nam 9T2024 (nghìn tấn)



Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Giá thép nội địa lình xình ở vùng đáy 4 năm

Diễn biến giá thép nội địa (VND/KG)

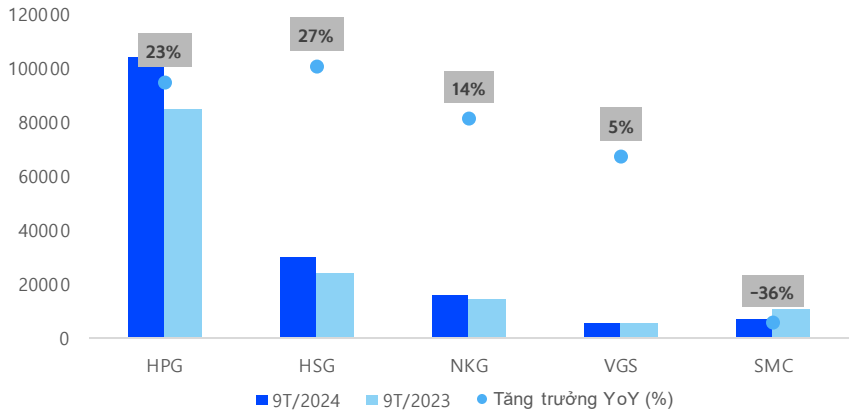


Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

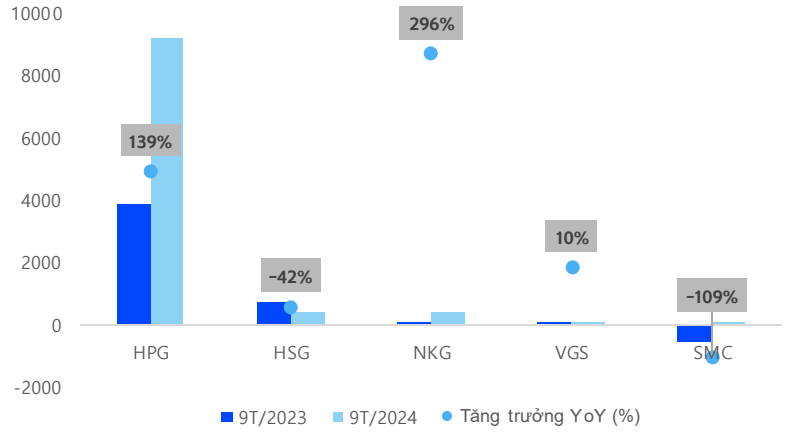
- Giá thép nội địa hạ nhiệt trong 9T/2024, neo quanh mức 13,500 – 14,000 VND/Kg. Đây là vùng giá thấp nhất trong vòng 4 năm trở lại. Chúng tôi dự phóng giá thép ổn định trong cuối năm 2024 và tăng 5% YoY trong năm 2025, nhờ động lực chính từ (1) sự hồi phục của thị trường Bất động sản dân dụng với sự hỗ trợ của Chính phủ, (2) hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng được đẩy mạnh, (3) áp lực cạnh tranh từ thép Trung Quốc giảm và (4) giá thép thế giới tạo đáy đi lên.

Bức tranh kinh doanh của các doanh nghiệp ngành thép

Doanh thu thuần các doanh nghiệp thép tiêu biểu



Lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp thép tiêu biểu



Nguồn: Finpro, Shinhan Securities Vietnam

Bức tranh ngành thép 9T/2024 có sự phân hóa mạnh, biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện.

- Bức tranh kinh doanh của ngành thép 9T/2024 nhìn chung ghi nhận sự phục hồi nhẹ so với cùng kỳ ở nhóm các doanh nghiệp đầu ngành (HPG, HSG, NKG). Dẫn đầu cuộc đua là "ông trùm" HPG với doanh thu thuần gần 104,364 tỷ đồng (+23.4% YoY), lợi nhuận hơn 9,210 tỷ đồng (+140% YoY) nhờ gia tăng sản lượng thép xây dựng và đẩy mạnh mảng nông nghiệp. Về phân khúc tôn mạ, thép Nam Kim nổi bật với doanh thu tăng 14% YoY và biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 5.9% lên 9.4% nhờ tối ưu hóa chi phí sản xuất.

- Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của toàn ngành đã tạo đáy từ cuối năm 2022 và đang trên đà hồi phục. Hiện tại, giá nguyên vật liệu đầu vào và giá thép đầu ra đang có những tín hiệu hồi phục, nhưng có độ trễ tùy vào từng thời điểm; đòi hỏi doanh nghiệp phải có chiến lược quản trị hàng tồn kho linh hoạt mới có thể giữ ổn định và cải thiện biên lợi nhuận trong năm 2025.

03

Triển vọng ngành Thép 2025

Bất động sản hồi phục nhờ pháp lý được thông qua

Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

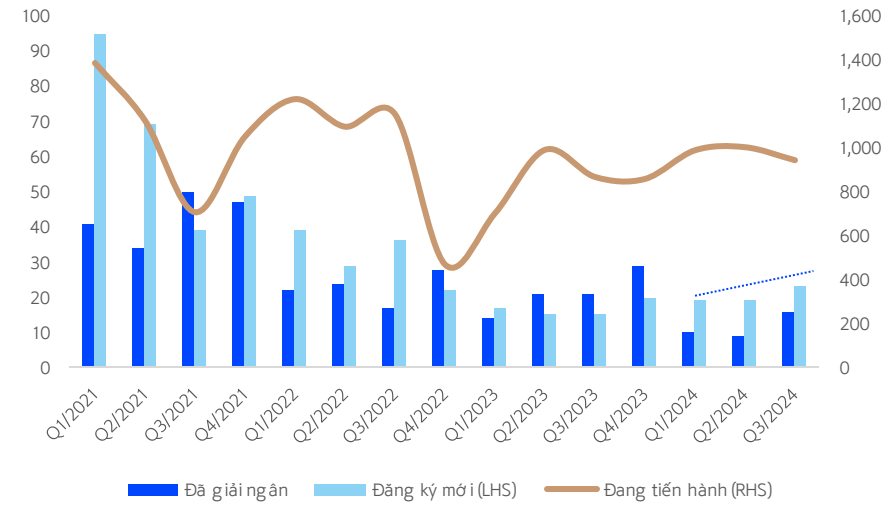
Giá thép đầu ra hồi phục góp phần cải thiện biên lợi nhuận

Triển vọng thép xuất khẩu: Động lực đến từ thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu

Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

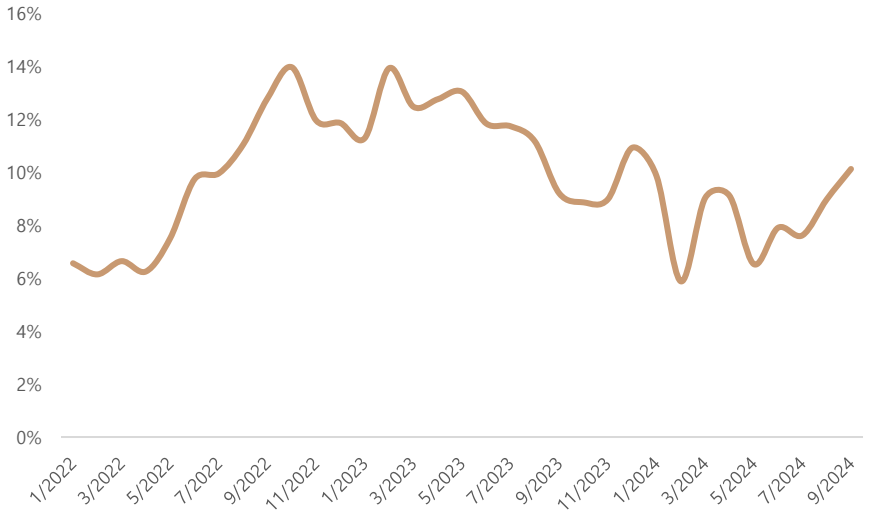
Bất động sản hồi phục nhờ pháp lý được khơi thông

Số lượng dự án nhà ở thương mại (dự án)



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng dư nợ tín dụng ngành Xây dựng (YoY)



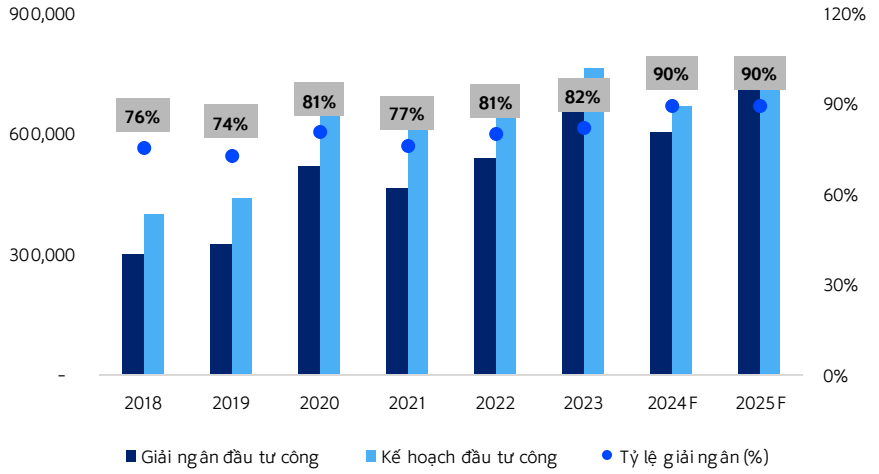
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Bất động sản dân dụng – thị trường tiêu thụ nội địa chính của ngành Thép đang ghi nhận tín hiệu hồi phục theo từng quý. Cụ thể, số lượng các dự án đã giải ngân và đăng ký mới tăng lần lượt 77% QoQ và 21% QoQ trong Q3/2024. Dư nợ tín dụng cho ngành xây dựng cũng ghi nhận tăng trưởng 10% YoY trong tháng 9/2024. Ngoài ra, theo CBRE, nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP.HCM sẽ tăng lần lượt 30% YoY và 20% YoY cho cả năm 2024.

Đánh giá: năm 2024 là năm chuyển giao quan trọng khi (1) ba bộ luật về Bất động sản có hiệu lực từ ngày 1/8 sẽ thiết lập hành lang pháp lý cần thiết, (2) mặt bằng lãi suất ở mức thấp (trung bình 7.9% cho các khoản vay trung và dài hạn tính vào thời điểm T10/2024), (3) nguồn cung và giá nhà ghi nhận những tín hiệu phục hồi, đặc biệt tại khu vực miền Bắc. Chúng tôi cho rằng năm 2024 là năm bản lề cho chu kỳ tăng mới của thị trường bất động sản kể từ năm 2025.

Đẩy mạnh xây dựng các dự án hạ tầng trọng điểm

Giải ngân đầu tư công qua các năm (% YoY)



Nguồn: Bộ xây dựng, Shinhan Securities Vietnam

Các dự án hạ tầng trọng điểm

Dự án	Mức đầu tư (Nghìn tỷ)	Tiến độ	Thời gian xây dựng
Sân bay Long Thành	336	Đang xây dựng giai đoạn 1	2021- 2026
Cao tốc Bắc Nam (GĐ 2)	147	Đang xây dựng giai đoạn 2	2021-2025
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75	Đang xây dựng	2022-2025
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	86	Đang xây dựng	2023-2026
Cảng quốc tế Cần Giờ	113	Chưa triển khai	Khởi công vào năm 2025
Đường sắt cao tốc Bắc Nam	1,714	Được thông qua	2027 -2035 (dự kiến)

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

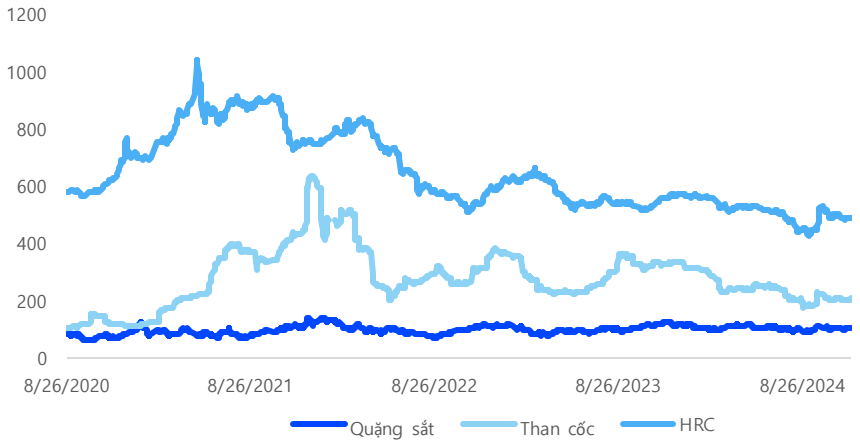
Áp lực đẩy nhanh tiến độ đầu tư công là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp thép

Theo Bộ Tài chính, ước tính giải ngân đầu tư công đến hết tháng 11/2024 đạt ~411 tỷ đồng, hoàn thành 54.8% kế hoạch và 60.4% chỉ tiêu Chính phủ giao. Tỷ lệ này thấp hơn cùng kỳ năm trước, cho thấy đầu tư công từ nguồn ngân sách địa phương đang được giải ngân rất chậm. Với mục tiêu hoàn thành 95% kế hoạch năm 2024, trong tháng cuối cùng của năm 2024 cần phải giải ngân tối thiểu 230 tỷ đồng (~35% kế hoạch).

Với các dự án trọng điểm trong năm 2024 -2025 như: Sân bay Long Thành, Cảng quốc tế Cần Giờ, đường Vành đai 3, Cao tốc Bắc Nam,… Việc đẩy mạnh giải ngân sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp thép gia tăng sản lượng tiêu thụ. Về dài hạn, dự án đường sắt cao tốc Bắc Nam vừa được quốc hội thông qua vào ngày 30/11/2024 sẽ là động lực lớn cho ngành thép. Dự kiến, dự án này sẽ tiêu thụ khoảng 6 triệu tấn thép các loại, tất cả đều nằm trong khả năng sản xuất của các doanh nghiệp thép Việt Nam.

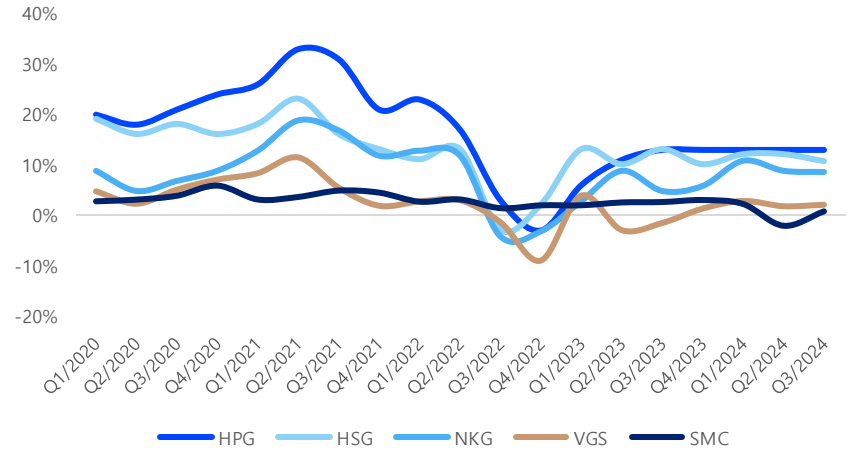
Biên lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện

Giá than, quặng sắt và HRC (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp ngành thép (%)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

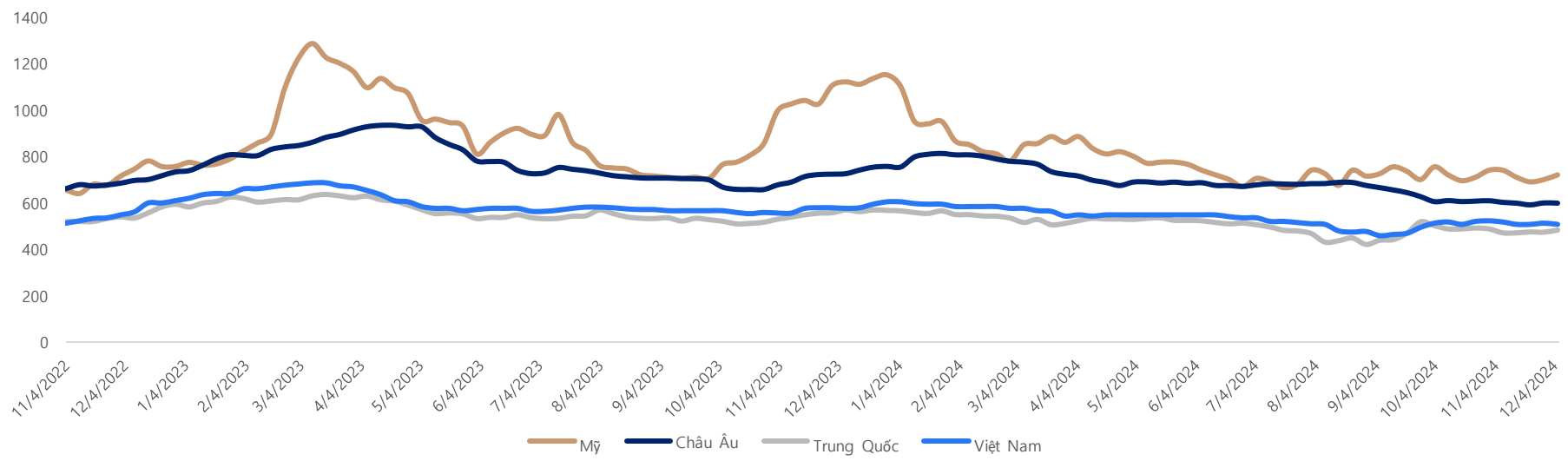
Nới rộng chênh lệch giá đầu vào và đầu ra giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận

Trong Q3/2024, giá than cốc và quặng sắt đã giảm lần lượt 11% QoQ và 13% QoQ, trong khi giá thép giảm 3% QoQ; điều này đã giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp thép. Chúng tôi cho rằng kịch bản giá thép đầu ra tăng 5% YoY trong năm 2025 bởi những kỳ vọng "sáng sủa" đối với thị trường Bất động sản dân dụng và chi tiêu cơ sở hạ tầng. Ngoài ra, sản lượng xuất khẩu thép năm sau cũng sẽ được hỗ trợ bởi sự phục hồi nhẹ nhu cầu thép toàn cầu. Trong khi đó, chúng tôi dự phòng giá than cốc và quặng sắt sẽ giảm lần lượt 9% YoY và 7% YoY do sự gia tăng nguồn cung xuất khẩu tại Úc.

Trong điều kiện nhu cầu thép thuận lợi, giá bán tăng mạnh hơn chi phí đầu vào, các công ty sản xuất thép sẽ được hưởng lợi lớn nhờ lợi thế nguyên vật liệu giá rẻ thông qua các hợp đồng kỳ hạn, từ đó thúc đẩy biên lợi nhuận. Trong khi các doanh nghiệp phân phối thép sẽ hưởng lợi nhờ việc tích trữ hàng tồn kho hiệu quả.

Triển vọng thép xuất khẩu: Động lực đến từ thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu

Diễn biến giá HRC tại các quốc gia (USD/Tấn)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Chênh lệch giá HRC giúp các doanh nghiệp thép Việt hấp dẫn thị trường Bắc Mỹ và Châu Âu

Hiện tại, mức chênh lệch giữa giá HRC tại Châu Âu và Mỹ với khu vực Châu Á ở mức 200-250 USD/tấn; điều này thúc đẩy các nhà nhập khẩu tăng cường tìm kiếm nguồn cung từ khu vực Châu Á. Đáng chú ý, chúng tôi cho rằng chính sách thuế quan mạnh mẽ của tổng thống Donald Trump đang áp lên thép Trung Quốc có thể hỗ trợ cho các doanh nghiệp thép Việt gia tăng sản lượng xuất khẩu sang Mỹ.

Ngoài ra, theo Hiệp hội Thép thế giới (WSA), nhu cầu tiêu thụ thép toàn cầu sẽ tăng 1.2% YoY trong năm 2025, đạt 1.77 tỷ tấn, sau 3 năm suy giảm liên tiếp. Điều này sẽ hỗ trợ cho sản lượng thép xuất khẩu của Việt Nam hồi phục, kỳ vọng là điểm sáng của toàn ngành trong năm 2025.

Chính sách phòng vệ thương mại giảm bớt áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập

Thuế chống bán phá giá của nước ngoài đối với thép Việt Nam

Loại điều tra phòng vệ thương mại	Số lượng (vụ)
Kiện chống bán phá giá	46
Kiện chống trợ cấp	3
Kiện chống bán phá giá và kiện chống trợ cấp	8
Kiện điều tra áp dụng biện pháp tự vệ	13
Kiện chống lẩn tránh thuế AD & CVD	9

Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Thuế chống bán phá giá của Việt Nam đối với thép nước ngoài

Quốc gia	Năm	Sản phẩm
Trung Quốc, Hàn Quốc	2016	Tôn mạ (AD02)
Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan	2018	Thép không gỉ cán nguội (AD01)
Trung Quốc	2019	Thép Cacbon cán nguội
Trung Quốc, Hàn Quốc	2020	Tôn mạ màu (AD04)
Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan	2023	Cáp thép dự ứng lực (AD17)
Trung Quốc, Hàn Quốc	2024	Tôn mạ (AD19)
Ấn Độ, Trung Quốc	2024	Thép cuộn cán nóng (AD20)

Nguồn: VSA, Shinhan Securities Vietnam

Thuế chống bán phá giá đối với HRC và Thép mạ được áp dụng sẽ gỡ bỏ áp lực cạnh tranh với thép ngoại nhập.

Thép HRC: Ngày 29/7/2024, Bộ Công thương thực hiện điều tra áp dụng biện pháp thuế chống bán phá giá với sản phẩm thép cán nóng (HRC) có xuất xứ từ Trung Quốc và Ấn Độ. Thời kỳ điều tra xác định hành vi bán phá giá và xác định thiệt hại là từ ngày 1/7/2023 đến ngày 30/6/2024. Chúng tôi kỳ vọng kết quả sơ bộ về cuộc điều tra này sẽ được công bố vào Q1/2025.

Tôn mạ: Ngày 24/10/2024, Bộ Công thương chính thức ra quyết định áp thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc (mức thuế suất từ 2.56 – 34.27%).

Việc áp dụng biện pháp bảo hộ giúp bảo vệ các nhà sản xuất nội địa trước làm sóng nhập khẩu, từ đó góp phần gia tăng sản lượng thép nội địa, củng cố cho đà phục hồi của ngành thép vào năm 2025.

04

Cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

HPG, HSG & NKG

4. Cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

Các doanh nghiệp thép niêm yết

Thông tin chung			Giá cổ phiếu							Chỉ số tài chính (**)				Định giá (25F)	
No.	Mã	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	Dự phóng DT 2025F	Tăng trưởng DT 2025F	Dự phóng lợi nhuận 2025F	Tăng trưởng lợi nhuận 2025F	Biên LN gộp	Nợ trên vốn	ROA	ROE	P/B (x)	P/E (x)
1	HPG	170,779	26,700	37,400	30%	176,036	27%	18,921	57%	13.4%	0.89	11.52%	6.33%	1.3	9.8
2	HSG	11,581	18,650	23,100	23.9%	45,933	17%	1,213	137%	10.6%	0.79	2.76%	4.70%	1.1	10.3
3	NKG	3,896	14,800	17,100	15.5%	22,938	15%	1,038	55%	9.4%	1.35	3.52%	8.11%	0.9	7.5
4	TVN	5,424	8,000	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2.8%	1.62	0.42%	1.08%	N/A	N/A
5	DTL	612	10,100	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.7%	1.92	-1.44%	-3.94%	N/A	N/A
6	POM	584	2,100	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-5.6%	17.39	-11.01%	-88.03%	N/A	N/A

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

** Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2024

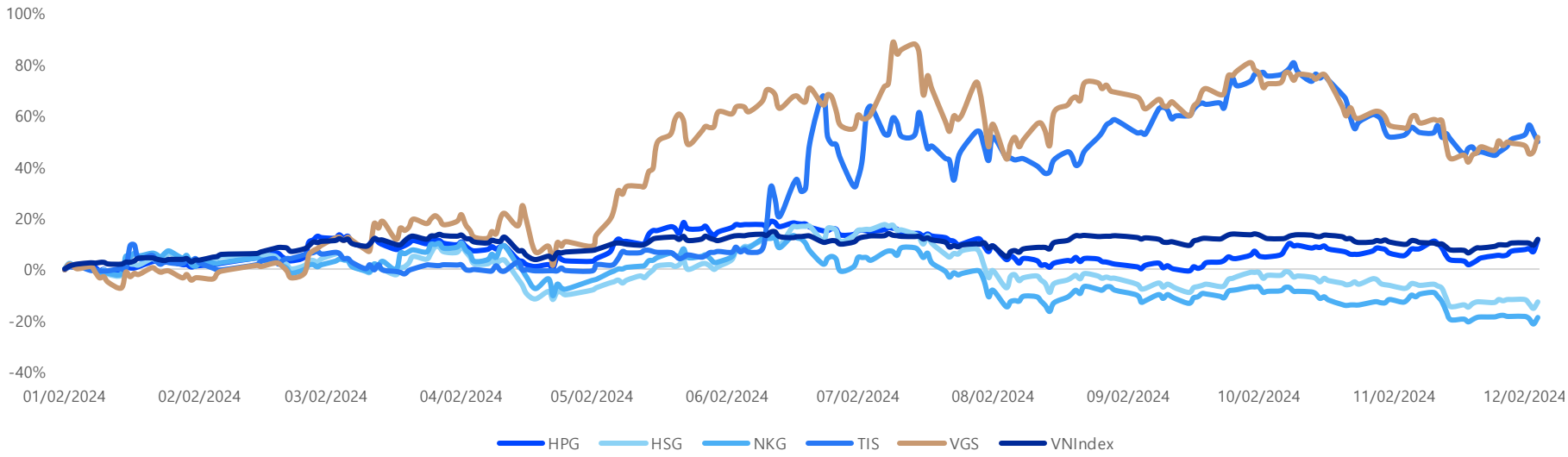
Nguồn: SSV Research, Bloomberg

Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

4. Cổ phiếu tiêu biểu ngành thép

Tỷ suất đầu tư phân hóa cao, nhưng "underperform" thị trường

Tăng trưởng của các cổ phiếu ngành thép và Vnindex (%)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Diễn biến giá cổ phiếu nhóm ngành thép có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn VN-Index. Tuy nhiên, cổ phiếu thép có sự phân hóa cao khi nhóm cổ phiếu đầu ngành (HPG, HSG, NKG) có biến động giá không thuận lợi. Ngược lại, nhóm cổ phiếu nhỏ có câu chuyện riêng như VGS, TIS (lợi nhuận đột biến từ thanh lý tài sản, mở rộng mảng Bất động sản,…) có tỷ suất lợi nhuận tốt hơn.

Chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu thuộc nhóm thép đã về mức chiết khấu hợp lý, tạo đủ đà để bắt đầu một chu kỳ tăng trưởng mới trong năm 2025-2026.

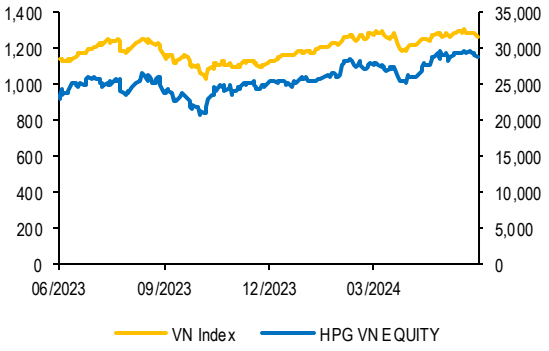
CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HOSE: HPG)

HÒA PHÁT

Giá mục tiêu (12 tháng)	**37,400 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	26,700 VND
Suất sinh lời (%)	**30%**

VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	170,780
SLCP lưu hành (triệu CP)	6,396
Tự do giao dịch (triệu CP)	3,578
52-tuần cao/thấp (VND)	29,950/24,591
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	19.99
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	533
Cổ đông lớn (%) Trần Đình Long	26.08
Cổ đông lớn (%) Dragon Capital	7.65

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	3.3	-7.0	8.6
So với VNIndex(%)	4.6	-7.5	-5.7



Shinhan Securities

Trở lại đường đua

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HoSE: HPG) được thành lập từ tháng 8/1992, khởi đầu là công ty buôn bán máy xây dựng sau đó lần lượt mở rộng sang các lĩnh vực khác như ống thép, thép xây dựng, nội thất, điện lạnh, bất động sản và nông nghiệp. Các sản phẩm thép chính của Hòa Phát bao gồm: thép xây dựng, thép cuộn cán nóng - HRC, phôi thép, ống thép và tôn mạ, trong đó thép xây dựng hiện đóng góp 59% tỷ trọng tổng sản lượng tiêu thụ thép các loại. Hòa Phát nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng thép xây dựng (38%) và ống thép (27%).

Kết quả kinh doanh: Doanh thu Q3/2024 đạt 34,300 tỷ (+19%YoY), LNST đạt 3,021 tỷ (+51% YoY). Như vậy, tính chung 9T/2024, HPG đã ghi nhận doanh thu thuần 104,364 tỷ đồng (+23% YoY) và LNST 9,210 tỷ đồng (+140% YoY), hoàn thành 92% kế hoạch lợi nhuận năm.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi cho rằng **(1)** sản lượng thép xây dựng dần hồi phục theo sự trở lại thị trường Bất động sản, đặc biệt là các dự án đang nằm chờ năm ngoái được khơi thông pháp lý, khi các luật mới điều chỉnh thị trường Bất động sản có hiệu lực sớm từ giữa năm 2024; **(2)** Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công với các dự án trọng điểm lớn; **(3)** Hưởng lợi chênh lệch giá thép với Mỹ và EU; **(4)** Giá bán tăng nhanh hơn giá nguyên vật liệu. Từ đó, doanh thu 2025 ước tính đạt 176,036 tỷ (+27% YoY), LNST 2025 ước tính đạt 18,921 (+57% YoY). **Về dài hạn,** dự án trọng điểm Dung Quất 2 giai đoạn 1, công suất 2.8 triệu tấn HRC/năm đang trong quá trình chạy thử, dự kiến sẽ đóng góp sản lượng từ Q1/2025, và lấp đầy 100% công suất giai đoạn 1 từ năm 2027.

Yếu tố cần theo dõi: (1) Diễn biến lãi vay giai đoạn 2024-2026, khi HPG tăng vay nợ để thi công dự án Dung Quất 2; **(2)** Quyết định của Bộ Công Thương về việc áp thuế chống bán phá giá với thép HRC Trung Quốc.

Rủi ro: (1) Rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thép và kéo giá thép đi xuống; (2) Rủi ro cạnh tranh với sản phẩm thép cán nóng Trung Quốc và Ấn Độ.

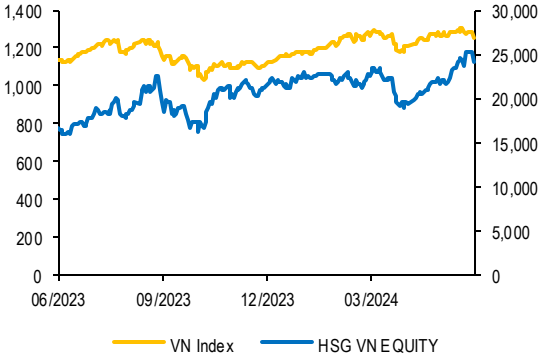
Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	141,409	118,608	138,608	176,036	234,396
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,794	7,651	12,143	19,680	36,731
Biên LNHDKD (%)	6.9	6.4	8.7	11.1	15.6
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	8,444	6,800	12,003	18,921	34,092
Biên LNR (%)	5.9	5.7	8.6	10.7	14.5
EPS (VND)	1,452	1,117	1,869	2,682	4.399
ROE (%)	9	7	10	13	18
P/E (x)	11	23.8	14.1	9.8	6.0
P/B (x)	1.1	1.6	1.4	1.3	1.1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Tập đoàn Hoa Sen (HOSE: HSG)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**23,100 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	18,650 VND
Suất sinh lời (%)	**23.9%**
VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	11,581
SLCP lưu hành (triệu CP)	621
Tỷ lệ giao dịch (triệu CP)	472
52-tuần cao/thấp (VND)	26,100/17,550
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	8.17
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	146
Lê Phước Vũ Cổ đông lớn (%)	16.96

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-7.4	-22.3	-13.7
So với VNIndex(%)	-6.1	-22.8	-27.9



Hưởng lợi từ chính sách thuế chống bán phá giá đối với tôn mạ nhập khẩu

Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HoSE: HSG) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực tôn mạ tại Việt Nam (chiếm 20% thị phần trong nước và 35% thị phần xuất khẩu toàn ngành). Tập đoàn Hoa Sen chủ yếu sản xuất tôn mạ, ống thép, ống nhựa và bán lẻ vật liệu xây dựng. Hoa Sen hiện chiếm thị phần lớn nhất trong mảng tôn mạ với 29%. Ngoài ra, doanh nghiệp còn sở hữu chuỗi phân phối vật liệu xây dựng bao gồm hơn 100 cửa hàng Hoa Sen Home

Kết quả kinh doanh: Q4/niên độ 2023-2024, HSG ghi nhận doanh thu thuần 10,109 tỷ đồng (+24% QoQ,+25% YoY) và lợi nhuận sau thuế 152 tỷ đồng (-10% QoQ, -65% YoY). Biên lợi nhuận Q4 giảm do chi phí vận chuyển tăng cao (khiến chi phí SG&A +69% YoY). Như vậy, lũy kế cả niên độ, Hoa Sen đạt doanh thu thuần 39,272 tỷ đồng (+24% YoY), LNST đạt 510 tỷ đồng (gấp 16 lần cùng kỳ), và vượt 2% mục tiêu đặt ra.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi cho rằng: (1) Bất động sản dân dụng hồi phục, các dự án triển khai kích thích nhu cầu thép mạ trong nước, (2) xu hướng xuất khẩu qua các nước EU, Bắc Mỹ nhờ cạnh tranh về giá, (3) Biện pháp chống bán phá giá thép mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc (AD02) được áp dụng sẽ gia tăng sản lượng tiêu thụ trong nước. Từ đó, doanh thu niên độ tài chính 2024-2025 ước tính đạt 45,933 tỷ đồng (+17% YoY), LNST ước tính đạt 1,213 tỷ (+137% YoY). **Về dài hạn**, mục tiêu mở 600 siêu thị vật liệu xây dựng Hoa Sen Home sẽ là bước đi chiến lược tiếp theo của công ty. Tính đến tháng 11/2024, siêu thị Hoa Sen Home sở hữu 115 cửa hàng Hoa Sen Home trên cả nước.

Các yếu tố cần theo dõi: (1) Diễn biến giá HRC đầu vào và tôn mạ đầu ra, (2) Thuế chống bán phá giá của các quốc gia đối với thép Việt Nam.

Rủi ro: (1) Rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thép; (2) Rủi ro giá thép đi xuống; (3) Rủi ro thuế CBPG đối với thép Việt Nam.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	49,711	31,651	39,272	45,933	53,612
LN từ HĐKD (tỷ VND)	584	177	413	1,526	1,895
Biên LNHDKD (%)	1.1	0.5	1.0	3.3	3.5
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	251	22	510	1,213	1,457
Biên LNR (%)	0.5	0.0	1.2	2.6	2.7
EPS (VND)	420	49	828	1,970	2,151
ROE (%)	2.3	0.2	4.7	9.4	9.8
P/E (x)	11.0	23.8	24.5	10.3	9.4
P/B (x)	1.1	1.6	1.1	1.1	1.0

Shinhan Securities

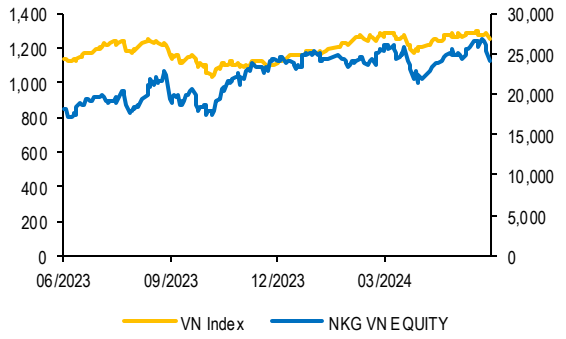
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Thép Nam Kim (HSX: NKG)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**17,100 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	14,800 VND
Suất sinh lời (%)	**15.5%**

VNINDEX	1,260
Market P/E (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	6,624
SLCP lưu hành (triệu CP)	448
Tự do giao dịch (triệu CP)	337
52-tuần cao/thấp (VND)	21,189/13,866
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.54
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	86
Cổ đông lớn (%) Hồ Minh Quang	14.2
Cổ đông lớn (%) Unicoh Specialty Chemicals	5.88

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-7.5	-13.0	2.6
So với VNIndex(%)	-8.3	-10.5	-9.8



Động lực từ nhà máy Nam Kim Phú Mỹ

CTCP Thép Nam Kim (HoSE: NKG) là doanh nghiệp nằm trong top 3 doanh nghiệp sản xuất tôn mạ tại Việt Nam. Hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi của NKG là sản xuất các loại tôn mạ và ống thép. Nam Kim hiện quản lý và vận hành 4 nhà máy với tổng công suất 1.2 triệu tấn mạ/năm; chiếm 17.4% thị phần tôn mạ. Hệ thống đại lý phân phối của Nam Kim chủ yếu ở miền Nam; rộng khắp TP. Hồ Chí Minh, Đồng Nai và các tỉnh lân cận. Doanh thu của Nam Kim chiếm đến 60% là thị trường xuất khẩu, 40% đến từ nội địa.

Kết quả kinh doanh: Q3/2024, NKG ghi nhận doanh thu thuần 5,188 tỷ đồng (-8% QoQ, +22% YoY) và LNST đạt 65 tỷ đồng (-70% QoQ, +174% YoY). Lũy kế 9T/2024, NKG ghi nhận doanh thu thuần 16,208 tỷ đồng (+14.5% YoY) và LNST đạt 434 tỷ đồng (+295% YoY). Đáng lưu ý, sản lượng tiêu thụ từ kênh xuất khẩu chiếm đến 67.8%, tập trung vào các thị trường lớn như Châu Âu và Bắc Mỹ.

Triển vọng năm 2025: **(1)** Triển vọng tiêu thụ tăng trưởng tại thị trường Mỹ nhờ chính sách hạn chế thép Trung Quốc từ chính quyền tổng thống Trump.; **(2)** kỳ vọng giá thép đã tạo đáy trong quý 3/2024 và bước vào chu kỳ tăng mới từ năm 2025, **(4)** nhu cầu tiêu thụ nội địa gia tăng mạnh mẽ hơn nhờ sự hồi phục của thị trường Bất động sản dân dụng và đẩy mạnh xây dựng hạ tầng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, làn sóng bảo hộ sản phẩm thép tại các quốc gia chủ lực như Bắc Mỹ và EU có thể làm ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu thép của Nam Kim. **Về dài hạn,** dự án Nam Kim Phú Mỹ dự kiến sẽ tăng gấp đôi công suất hiện tại của Nam Kim lên 2.2 triệu tấn năm trong 2027. Dự án được chia thành 3 giai đoạn 2024, 2025 và 2027, mỗi giai đoạn nâng công suất lên 400,000 tấn.

Yếu tố cần theo dõi: (1) Diễn biến giá HRC đầu vào và tôn mạ đầu ra; (2) Thuế chống bán phá giá của các quốc gia đối với thép Việt Nam.

Rủi ro: (1) Rủi ro suy thoái kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ thép; (2) Rủi ro giá thép đi xuống. (3) Rủi ro thuế CBPG đối với thép Việt Nam.

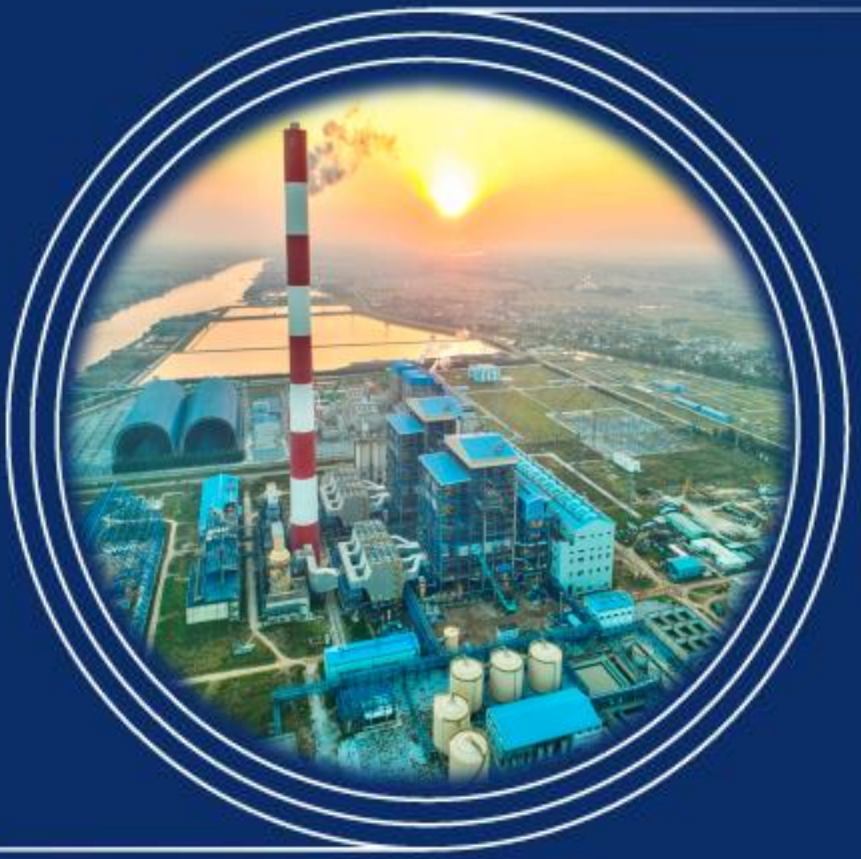
Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	28,173	23,071	18,596	19,905	22,938
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,749	93	177	816	1,285
Biên LNHDKD (%)	9.8	0.4	0.9	4	5.6
LNST của công ty mẹ (tỷ VND)	2,225	-125	117	666	1,038
Biên LNR (%)	7.9	-0.5	0.6	3.3	4.5
EPS (VND)	8,683	-474	446	2,164	2,833
ROE (%)	50.0	-2.3	3.0	11.6	14.6
P/E (x)	3.7	N/A	56.2	9.8	7.5
P/B (x)	1.5	0.6	1.3	1.0	0.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Điện

Đột phá chính sách



Hoàng Nam
☎ (84-28) 6299-7603
✉ nam.h@shinhan.com

Danh mục các từ viết tắt

COD (Commercial operation date)	Công nhận vận hành thương mại
CAN (Capacity Add-on Price)	Giá công suất thị trường điện
CfD (Contract for Difference)	Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác
EPTC (Electricity Power Trading Company)	Công ty mua bán điện
ERAV (Electricity Regulatory Authority of Vietnam)	Cục điều tiết Điện lực
EVN (Vietnam Electricity Corporation)	Tập đoàn Điện lực Việt Nam
FDP (Field Development Plan)	kế hoạch phát triển mỏ
FID (Final Investment Decision)	Quyết định đầu tư cuối cùng
FMP (Full Market Price)	Giá toàn phần thị trường điện
GSA (Gas Sales Agreement)	Hợp đồng mua bán khí
IEA (International Energy Agency)	Cơ quan Năng lượng Quốc tế
LNG (Liquefied Natural Gas)	Khí hóa lỏng
MOIT (Ministry of Industry and Trade)	Bộ Công Thương
ODP (Outline Development Plan)	Kế hoạch đại cương phát triển mỏ
Pc (Contractual Price)	Giá điện hợp đồng
Pmax	Công suất cực đại (MW)
PPA (Power Purchase Agreement (signed between EVN/EPTC))	Hợp đồng mua bán điện được kí kết giữa EVN/EPTC
PSC (Production Sharing Contract)	Hợp đồng phân chia sản phẩm
PVN (Vietnam Oil and Gas Group)	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam
Qc (Contract Quantity)	Sản lượng điện hợp đồng
Qm (Metered Quantity)	Sản lượng điện năng của đơn vị phát điện
SMP (System Marginal Price)	Giá điện năng thị trường áp dụng cho đơn vị phát điện trong chu kì giao dịch
TKV (Vietnam National Coal and Mineral Industries Group)	Tập đoàn Công nghiệp Than – khoáng sản Việt Nam
VCGM	Thị trường phát điện cạnh tranh

Nội dung

Ngành Điện – Đột phá chính sách

I. Cập nhật ngành điện 2024

_ Tăng trưởng sản lượng điện đạt hai chữ số. Miền Bắc vẫn đối mặt với rủi ro thiếu điện

_ Chi phí đầu vào neo cao và giá bán sụt giảm tạo sức ép lên biên lợi nhuận toàn ngành

_ Các dự án điện tái tạo vẫn đang được áp dụng giá chuyển tiếp – sản lượng tương đối ổn định

_ Giá bán điện toàn phần FMP giảm nhẹ trong 2024 nhưng được kỳ vọng tăng cao trong 2025

_ EVN tiếp tục tăng giá bán lẻ điện.

II. Triển vọng ngành điện 2025

1. Điện than: ổn định, nhưng ngưng phát triển trong dài hạn. Trong 2025F, sản lượng ước phóng tăng trưởng 2 con số.

2. Thủy điện: Pha La Nina đang diễn ra nhưng yếu hơn dự kiến

3. Điện tái tạo và điện khí: Nguồn điện của tương lai

A. Nhiệt điện khí – Xu hướng tất yếu của tương lai

B. Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA)

C. Bước tiến mới cho điện gió

D. Điện mặt trời: Cơ chế điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu

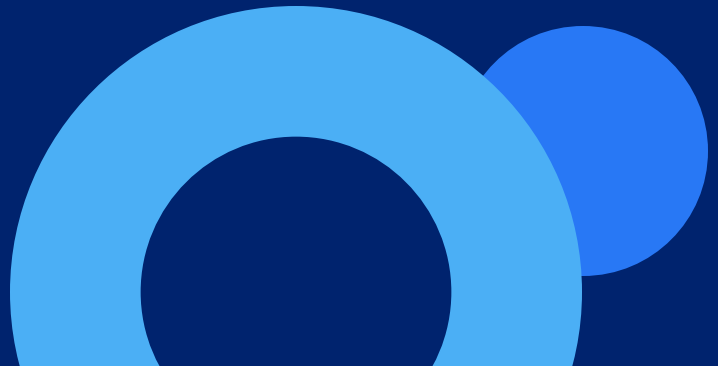
4. Tóm tắt luật điện lực sửa đổi và tác động

II. Cơ hội đầu tư – POW & QTP

Diễn biến ngành điện năm 2024

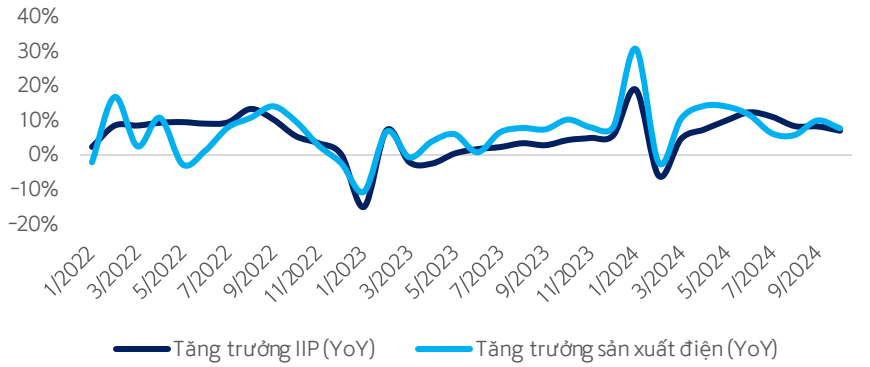
1

Lũy kế 10T/2024, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 258.7 tỷ kWh (+10.49% YoY), trong bối cảnh hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì tăng trưởng tốt. Sản lượng thủy điện được huy động cao từ tháng 06/2024 khi pha La Nina bắt đầu trở lại.



Tăng trưởng sản lượng điện đạt 2 chữ số và được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng cao trong 2025

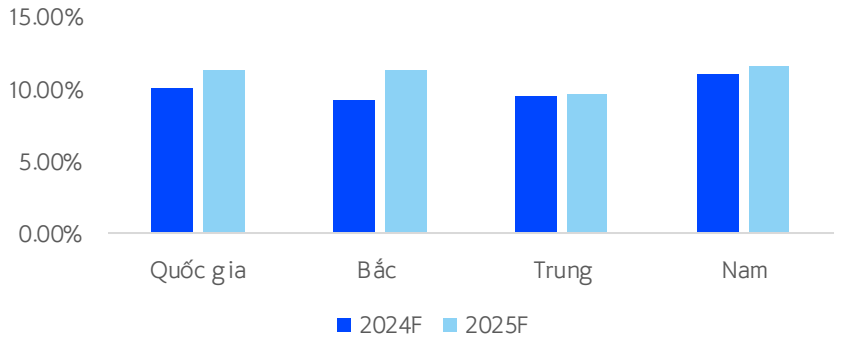
Tăng trưởng sản lượng điện sản xuất và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP)



Nguồn: EVN, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

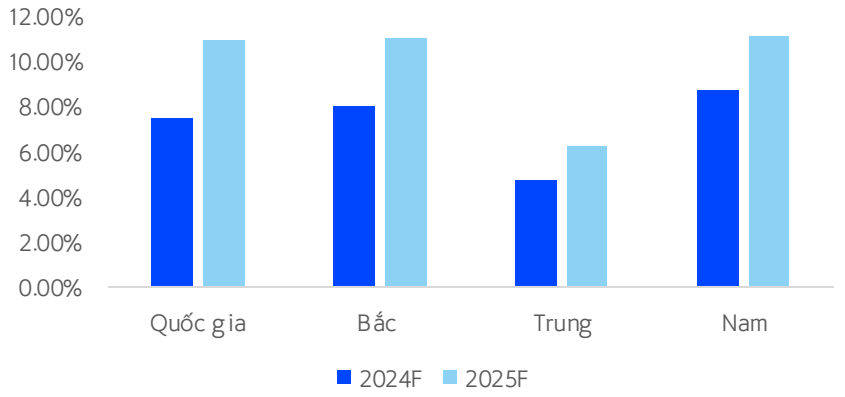
- Lũy kế 10T/2024, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống đạt 258.7 tỷ kWh (+10.49% YoY), trong bối cảnh hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì tăng trưởng tốt. Tính riêng tháng 10/2024, sản lượng điện sản xuất đạt 26.1 tỷ kWh (+7.72% YoY) và chỉ số IIP tháng 10/2024 tăng trưởng 7.05% YoY. Như vậy, tăng trưởng sản lượng điện đang theo đúng kế hoạch đã được Bộ công thương phê duyệt là 310.6 tỷ kWh (+10.4% YoY) hồi đầu năm.
- Cho năm 2025, kế hoạch sản lượng điện sản xuất toàn quốc được dự phóng là 347.5 tỷ kWh (+12.2% YoY) và công suất cực đại toàn quốc đạt 54,328 MW (+10.98% YoY), trong đó miền Bắc tiếp tục được dự báo có tốc độ tăng trưởng rất cao.

Dự báo tăng trưởng sản lượng điện mục tiêu 2024F-25F theo miền



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

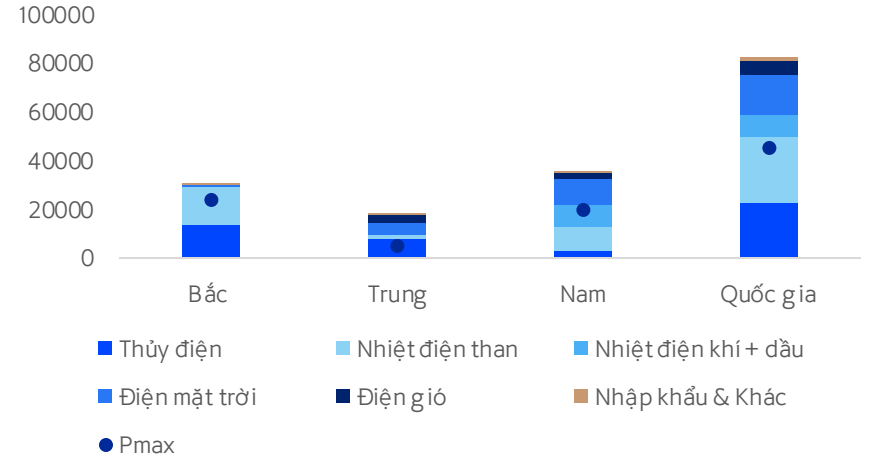
Dự báo tăng trưởng công suất cực đại theo các miền 2024F-25F



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

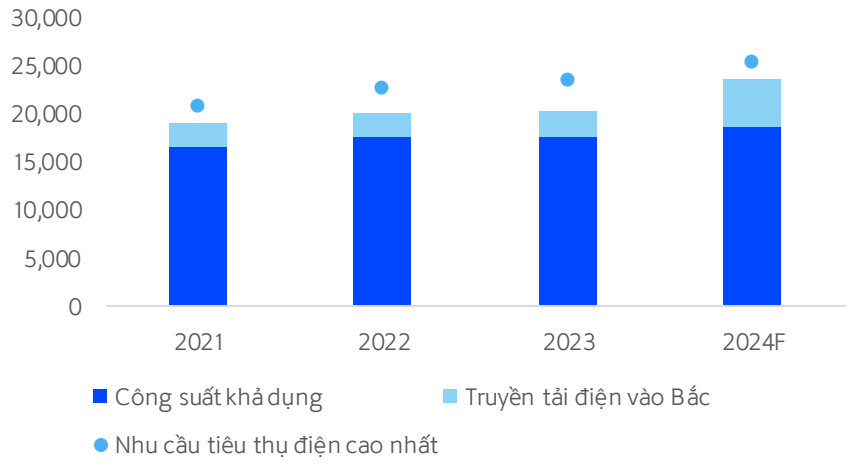
Nhu cầu điện tăng cao tiềm ẩn rủi ro thiếu điện tại miền Bắc

Công suất nguồn điện và Pmax theo 3 miền trong năm 2023 (MW)



Nguồn: ERAV, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Công suất khả dụng và nhu cầu tiêu thụ điện cao nhất tại miền Bắc (MW)

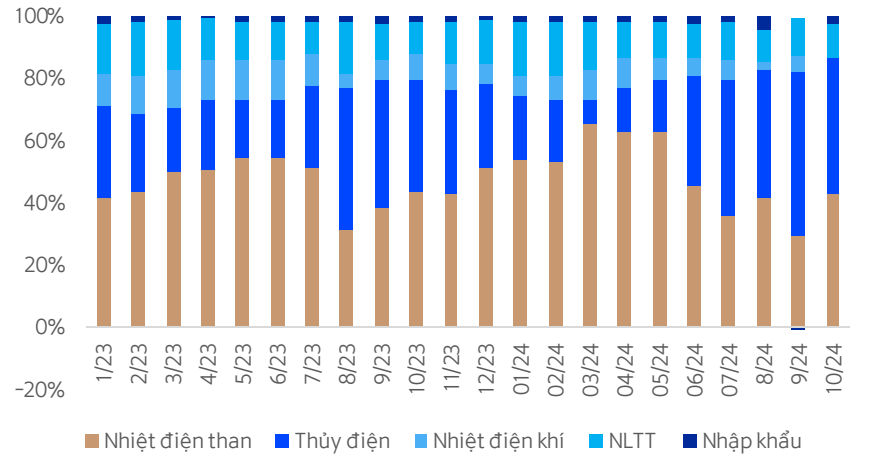


Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

- **Miền Bắc những năm gần đây đối mặt với tình trạng thiếu điện tại một số thời điểm mùa khô, đỉnh điểm là năm 2023.** Do bố trí các nguồn điện không đồng đều ở các miền, cụ thể thủy điện tập trung chủ yếu ở miền Bắc khiến cho vào các mùa khô, khi nhu cầu điện tăng cao như năm 2023, tại một số thời điểm cao điểm, miền Bắc luôn tiềm ẩn rủi ro thiếu điện. Cụ thể trong năm 2023, công suất khả dụng thủy điện chỉ được huy động khoảng 30% công suất thiết kế, khiến cho miền Bắc trong thiếu hụt khoảng 3,000 MW, cùng với tình trạng nhiều tổ máy điện than gặp sự cố do huy động 100% thiết bị, và tình trạng thiếu khí. Tuy nhiên, tình hình trên đã được cải thiện đáng kể trong năm 2024 khi EVN đã có 2 giải pháp khắc phục chính: (1) tích nước các hồ thủy điện để dành cho mùa khô; (2) vận hành đường dây 500 kV mạch 3 đã nâng công suất truyền tải từ Trung ra Bắc thêm 2,500 MW đạt mức 5,000 MW.
- Trong năm 2025, dù đã có kinh nghiệm và giải pháp, miền Bắc được dự phóng vẫn sẽ thiếu hụt cao nhất khoảng 776 MW vào tháng 6/2025 với kịch bản các nhà máy điện than gặp sự cố, nhu cầu điện tăng cao đột biến, thời tiết bất thường và thiếu than.

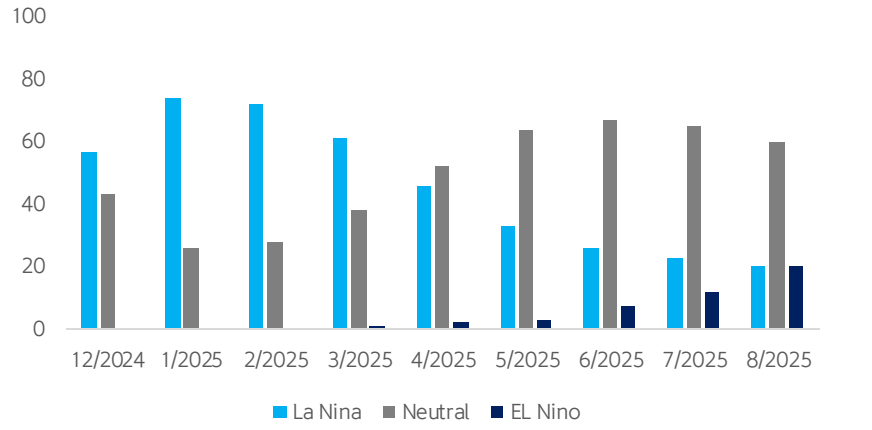
Thủy điện được huy động cao từ tháng 06/2024 khi pha La Nina bắt đầu trở lại

Tỷ trọng huy động thủy điện cải thiện đáng kể từ tháng 6



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Dự báo xác suất EL Nino của NOAA (%)



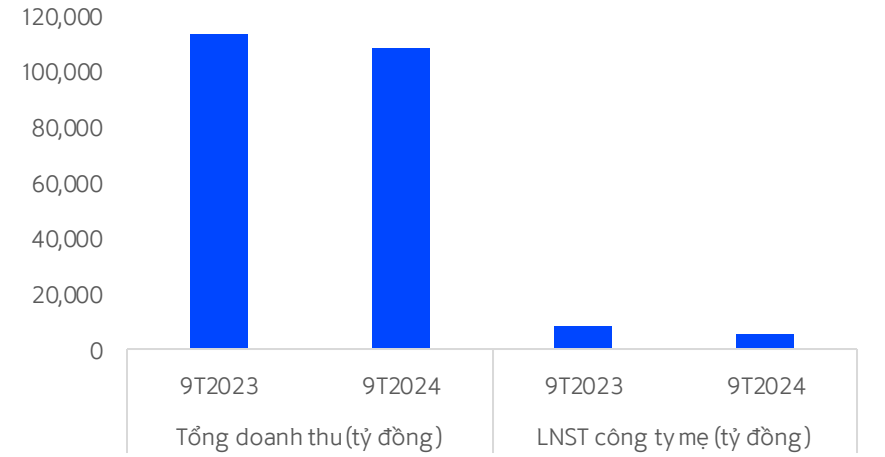
Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

- **Sản lượng thủy điện được huy động cao từ tháng 06/2024 khi pha La Nina bắt đầu trở lại**. Lũy kế 10T/2024, sản lượng thủy điện đạt 76.3 tỷ kWh (+14% YoY), chiếm tỷ trọng 29% (tăng từ 19% trong 1H2024). Trong khi đó, sản lượng nhiệt điện than được huy động đạt tỷ 125.9 tỷ kWh (+17% YoY) chiếm tỷ trọng 49% (giảm từ 57% trong 1H2024)
- Theo IRI, hiện tượng La Nina có dấu hiệu suy yếu và dần chuyển qua pha trung tính trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng khả năng mưa vẫn sẽ nhiều và lượng nước về hồ thủy điện tương đối tốt cho đến ít nhất tháng 3 và tháng 4, nhưng sản lượng thủy điện trong giai đoạn này có thể sẽ được huy động thấp vì các nhà máy sẽ tiếp tục thực hiện chiến lược tích nước cho mùa khô vào tháng 6 và tháng 7.

1. Cập nhật ngành điện 2024

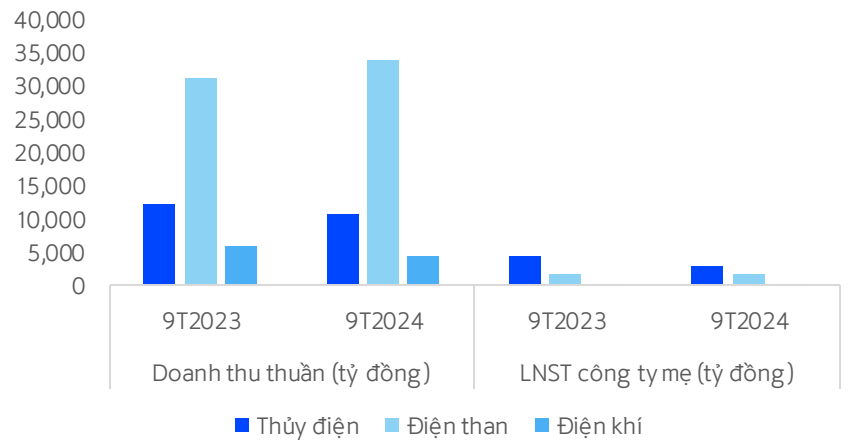
Chi phí đầu vào neo cao và giá bán sụt giảm tạo sức ép lên biên lợi nhuận toàn ngành

KQKD của các DNNY ngành điện 9T/2024



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam
* Tổng hợp từ 45 Doanh nghiệp niêm yết ngành điện trên 3 sàn

KQKD của các DNNY theo nguồn phát điện 9T/2024



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

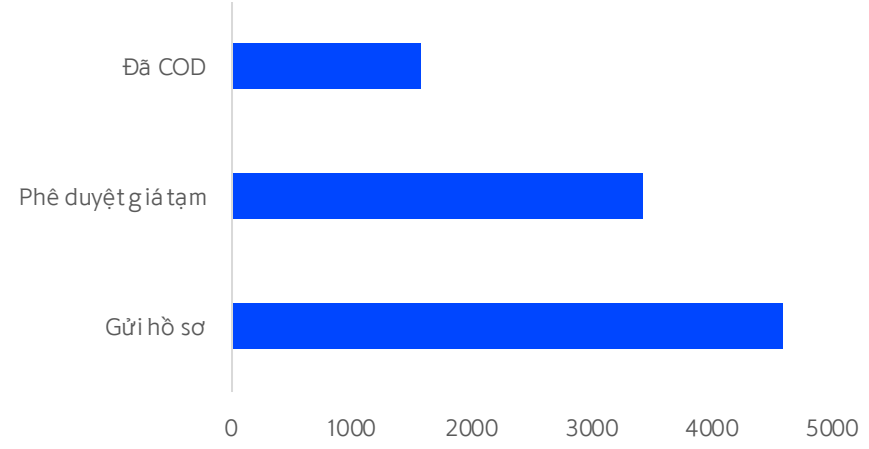
Các doanh nghiệp niêm yết ngành điện ghi nhận doanh thu trong 9T/2024 đạt 115,090 tỷ đồng (-5% YoY) và LNST công ty mẹ đạt 7,078 tỷ đồng (-31% YoY). Trong 9T/2024:

- Nhóm điện than là nhóm duy nhất ghi nhận tăng trưởng dương với doanh thu +9% YoY nhưng LNST -2% YoY, do sản lượng điện than cuối năm bị huy động thấp, giá thành than trộn tiếp tục tăng cao, tỷ lệ Qc giảm và giá bán trên CGM giảm
- Nhóm thủy điện ghi nhận sụt giảm về doanh thu -11% YoY và LNST -32% YoY do tỷ lệ Qc điều chỉnh tăng lên mức 98%, giá bán trên CGM giảm và chiến lược tích nước cho mùa khô trong 1H2024
- Nhóm điện khí có KQKD kém nhất khi doanh thu -25% YoY và LNST -93%. Nguyên nhân do giá khí cao cùng với sản lượng các mỏ khí giảm khiến nhiều nhà máy điện khí bị huy động thấp

1. Cập nhật ngành điện 2024

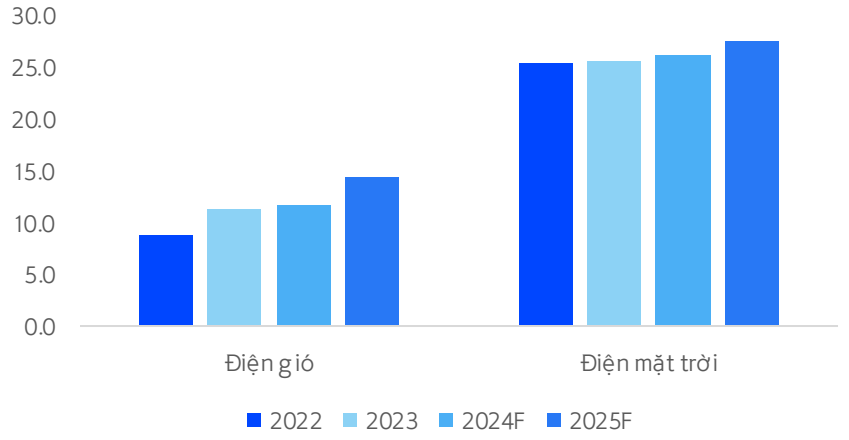
Các dự án điện tái tạo vẫn đang được áp dụng giá chuyển tiếp – sản lượng tương đối ổn định

Cập nhật các dự án chuyển tiếp, công suất (MW)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng điện gió và điện mặt trời tương đối ổn định qua các năm



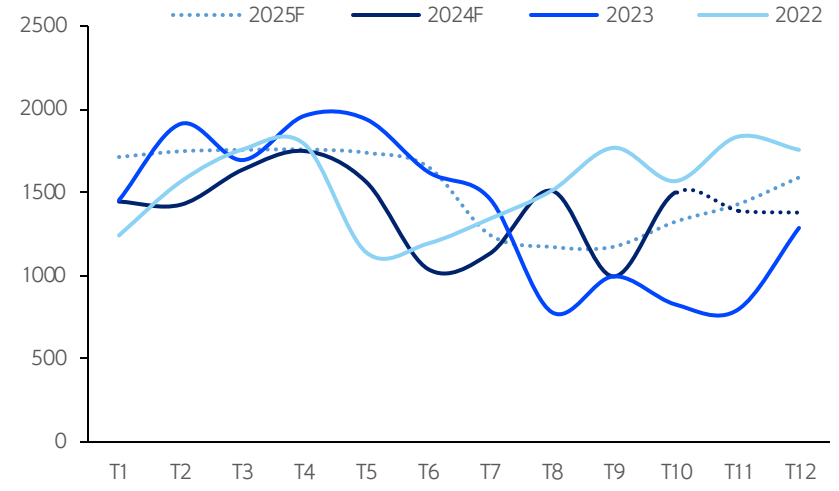
Nguồn: MOIT, Shinhan Securities Vietnam dự phóng

- Tính đến ngày 30/9/2024, số lượng dự án năng lượng tái tạo (NLTT) chuyển tiếp đã gửi hồ sơ đàm phán giá điện, hợp đồng mua bán điện vẫn là 81/85 dự án, với tổng công suất 4,597.86MW. Trong đó, 72 dự án năng lượng tái tạo chuyển tiếp với tổng công suất 4,128.01MW đề nghị giá tạm bằng 50% giá trần của khung giá theo Quyết định số 21/QĐ-BCT ngày 07/01/2023 của Bộ Công Thương. Đến nay, EVN và chủ đầu tư đã hoàn thành đàm phán giá và ký tắt hợp đồng PPA với 64/72 dự án. Bộ Công Thương đã phê duyệt giá tạm cho 63 dự án, với tổng công suất 3,429.41MW.
- Sản lượng điện gió kì vọng sẽ đạt khoảng 12 tỷ kWh (+4% YoY) trong năm 2024 và khoảng 14.5 tỷ kWh (+22% YoY) trong năm 2025 dựa vào kỳ vọng một số dự án nguồn điện mới được đưa vào vận hành cũng như nhiều cơ chế phát triển điện tái tạo cụ thể là điện gió đã được ban hành. Trong khi đó, điện mặt trời sẽ tương đối ổn định hơn khi loại hình này không còn được tập trung phát triển để kinh doanh nữa (ít nhất là cho đến hết 2030).

1. Cập nhật ngành điện 2024

Giá bán điện toàn phần FMP giảm nhẹ trong 2024 nhưng được kỳ vọng tăng cao trong 2025

Giá bán điện toàn phần FMP trên thị trường CGM (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Genco3, Shinhan Securities Vietnam

Giá điện toàn phần FMP và tỉ lệ Qc qua các năm (VND/kWh)

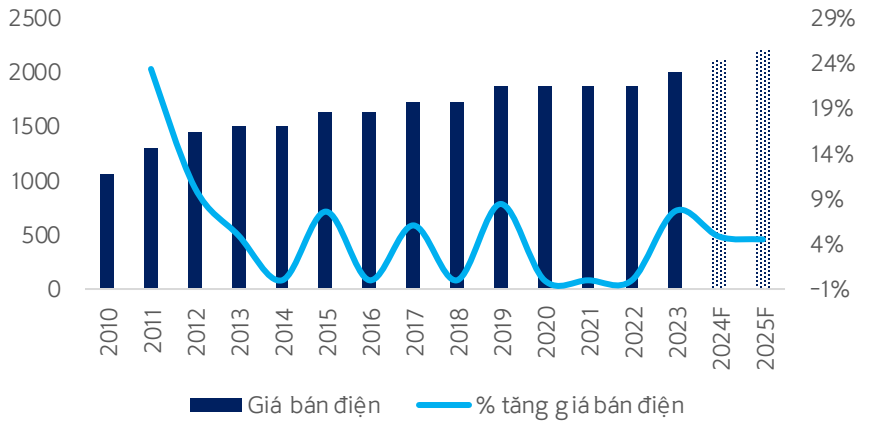
	SMP	CAN	FMP = SMP + CAN	Tỉ lệ Qc Thủy điện	Tỉ lệ Qc Điện than
2024	1510	330.5	1,840.5	98%	70%
2023	1778.8	293	2,071.8	90%	80%
2022	1602.3	379.4	1,981.7	90%	80%
2021	1503.5	150.7	1,654.2	90%	80%
2020	1342.3	63.5	1,405.8	90%	80%
2019	1319	140.9	1,459.9	80%	80%

Nguồn: Kế hoạch vận hành thị trường điện các năm, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 10T/2024 giá bán điện trên thị trường cạnh tranh đạt trung bình 1,396 VND/kWh (-4.8% YoY). Dù tỷ trọng điện than được huy động kỉ lục, nhưng giá than quốc tế trong cùng giai đoạn này giảm 46% khiến giá bán của điện than giảm theo. Trong khi đó, nhóm điện khí được huy động rất thấp do giá khí đầu vào tăng cao.
- Chúng tôi dự phóng giá điện trung bình trong 2024F và 2025F lần lượt đạt trung bình 1,393 đồng/kWh (+0% YoY) và 1,522 đồng/kWh (+9% YoY). Trong 2025, giá điện được kì vọng tăng cao đến từ giả định (1) tỷ trọng huy động nhiệt điện tăng cao trong 1H2025, (2) Tỷ lệ than trộn gia tăng trong cơ cấu than sử dụng tại các nhà máy khiến giá than đầu vào , (3) nhu cầu điện tăng cao đặc biệt tại khu vực miền Bắc

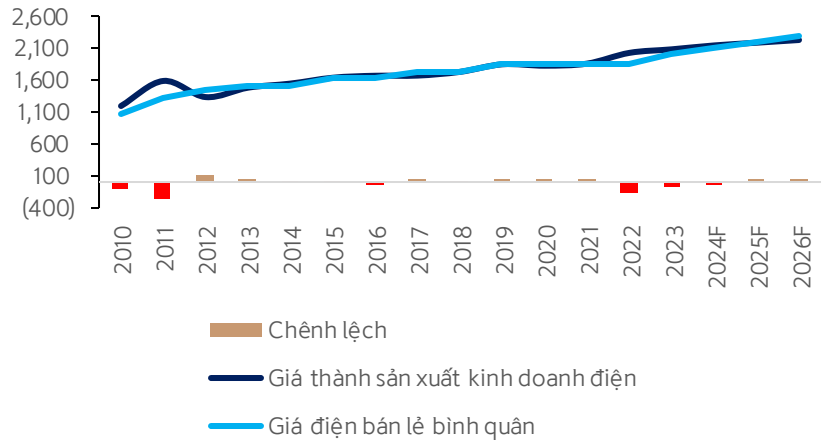
EVN tiếp tục tăng giá bán lẻ điện, tình hình có cải thiện nhưng vẫn đang ghi nhận lỗ

Giá bán lẻ điện bình quân 2010-2023 (VND/kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Giá thành và giá bán điện (VND/kWh)



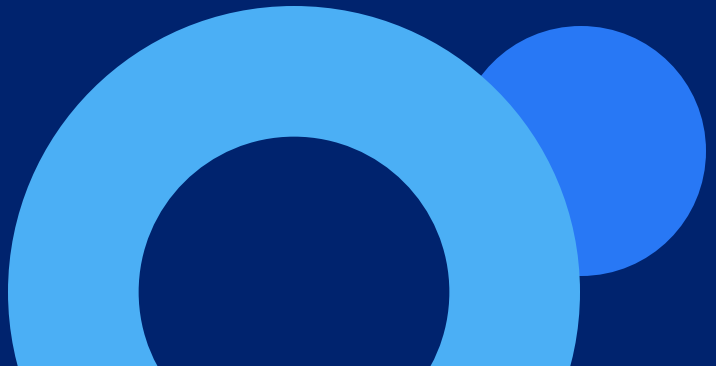
Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

- Ngày 15/05/2024, Quy định 05/2024/QĐ-TTg về cơ chế điều chỉnh mức giá bán lẻ điện bình quân được áp dụng. Tiêu biểu, EVN được phép điều chỉnh giá bán lẻ thường xuyên hơn (bình quân từ 6 tháng xuống còn 3 tháng), giúp EVN có thể kịp thời phản ánh sự thay đổi chi phí đầu vào giá bán điện, đặc biệt trong bối cảnh giá than dù hạ nhiệt giá khí vẫn được neo ở mức khá cao.
- Từ ngày 11/10/2024 EVN đã có quyết định số 1046/QĐ-EVN về việc điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân lên mức 2,103.1159 đồng/kWh (+4.8%) (chưa bao gồm VAT). Trong 1H2024, EVN ghi nhận lỗ khoảng 8 nghìn tỷ đồng cải thiện đáng kể so với mức lỗ hơn 29 nghìn tỷ cùng kỳ và hiện đang lỗ lũy kế hơn 52,016 tỷ đồng
- Việc tăng giá điện sẽ giúp EVN cải thiện phần nào tình hình sản xuất kinh doanh, trả tiền nhanh chóng cho nhiều doanh nghiệp sản xuất điện, và đẩy nhanh tiến độ đầu tư dự án, đặc biệt EVN sắp phải mua điện từ nguồn điện khí LNG giá cao sắp đưa vào vận hành. Vì thế chúng tôi kì vọng giá điện sẽ còn tiếp tục tăng trong các năm tới khoảng 4-5%/năm. Tới 2025, chúng tôi dự phóng EVN có thể ghi nhận kết quả dương và ít nhất phải đến hết 2026 EVN mới có thể xóa được khoản lỗ lũy kế hơn 50 nghìn tỷ đồng.

Triển vọng của các loại hình nguồn điện

2

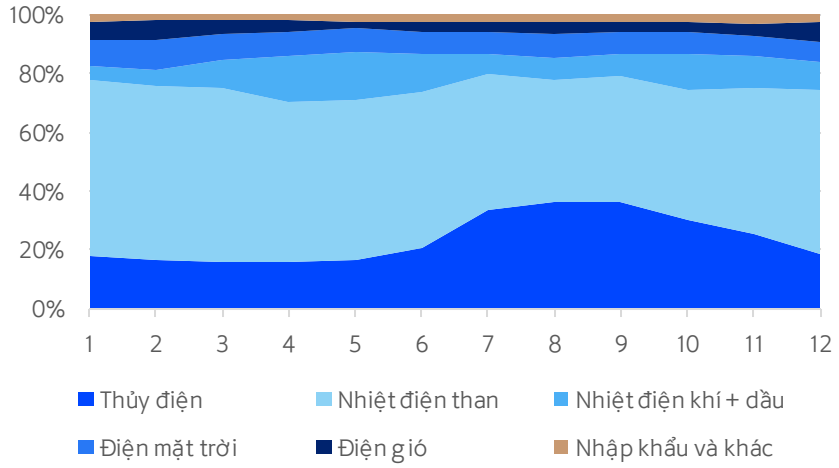
1. Điện than: Ổn định, nhưng ngưng phát triển trong dài hạn. Trong 2025F, ước phóng tăng trưởng 2 con số.
2. Thủy điện: Pha La Nina đang diễn ra nhưng yếu hơn dự kiến
3. Điện tái tạo và điện khí: Nguồn điện của tương lai
    A. Nhiệt điện khí – Xu hướng tất yếu của tương lai
    B. Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA)
    C. Bước tiến mới cho điện gió
    D. Điện mặt trời: Cơ chế điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu
4. Tóm tắt luật điện lực sửa đổi và tác động



2.1 – Điện than: Ổn định, nhưng ngưng phát triển trong dài hạn

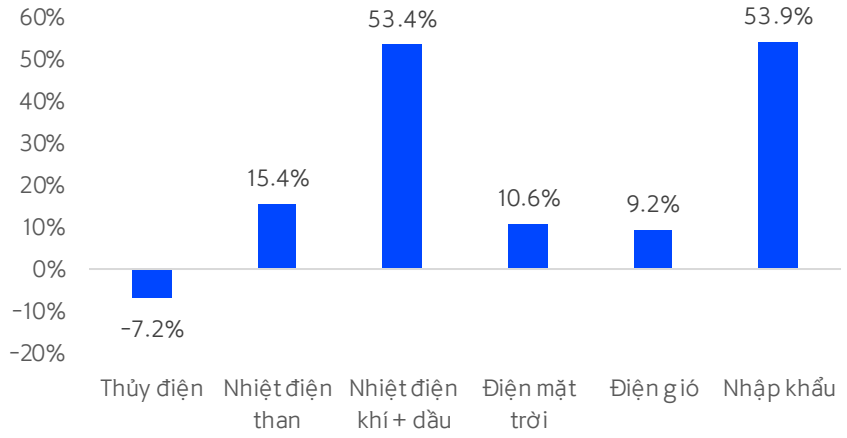
Sản lượng điện than được ước phóng tăng trưởng 2 con số trong 2025

Dự phóng tỷ trọng huy động sản lượng điện theo nguồn trong năm 2025



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

Dự phóng tăng trưởng sản lượng điện theo nguồn trong năm 2025



Nguồn: EVN, MOIT, Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

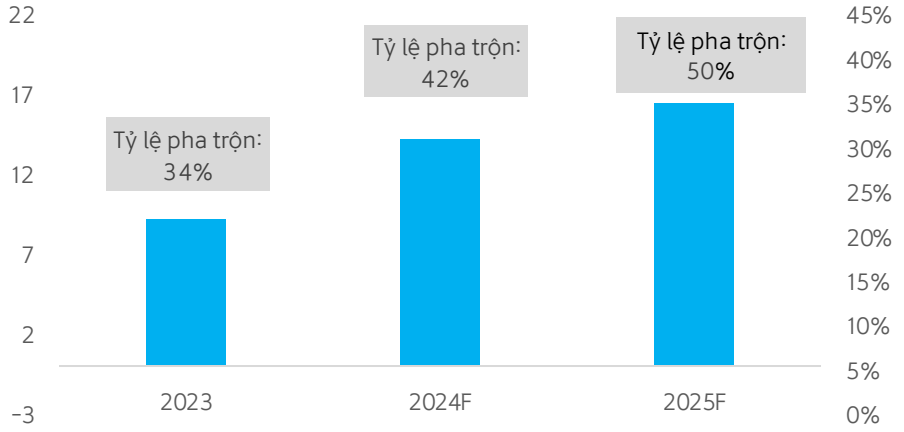
Dựa vào kịch bản năm 2025 của Bộ công thương, chúng tôi dự phóng nhiệt điện có xu hướng được huy động cao hầu hết trong năm 2025 khi nhu cầu điện toàn quốc đều tăng cao, pha La Nina có dấu hiệu suy yếu cùng với lượng nước về hồ thủy điện không nhiều.

- Nhiệt điện than được dự phóng đạt sản lượng khoảng 176 tỷ kWh (+15.4% YoY) và thủy điện đạt 82.2 tỷ kWh (-7.2% YoY); huy động điện than có thể được ưu tiên trong 1H2025 để thủy điện có thể tích nước để dành vào mua khô.
- Nhiệt điện khí và dầu đạt mức 34.8 tỷ kWh (+53.4% YoY) chủ yếu do kế hoạch huy động chạy dầu tăng mạnh trong khi cùng kỳ rất thấp và vận hành thử nghiệm nhà máy NT3&NT4. Việc chạy dầu sẽ làm cho chi phí mua điện tăng cao nhưng là giải pháp cần thiết trong bối cảnh nhu cầu tăng đột biến và nguồn cung than khí có thể bị thiếu cục bộ.
- Nhóm điện tái tạo tăng trưởng ổn định theo nhu cầu chung ngành điện và dự kiến có thêm công suất lắp đặt mới từ điện gió trong năm 2025.
- Ngoài ra, sản lượng điện nhập khẩu từ Lào và Trung Quốc tăng mạnh đạt 8.2 tỷ kWh (+53.9% YoY)

2.1 – Điện than: Ổn định, nhưng ngưng phát triển trong dài hạn

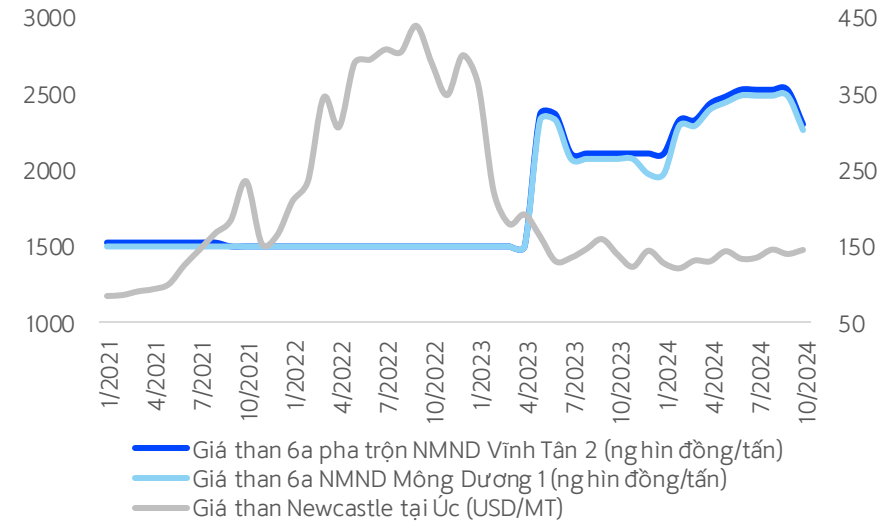
Giá than quốc tế duy trì mức thấp, nhưng tỷ lệ trộn cao khiến giá than có xu hướng tăng

Than nhập khẩu (triệu tấn) và tỷ lệ than pha trộn có xu hướng tăng qua các năm



Nguồn: TKV, Shinhan Securities Vietnam

Giá than bắt đầu tăng khi nhiều nhà máy sử dụng than trộn từ đầu 2023



Nguồn: Bloomberg, GENCO3, Shinhan Securities Vietnam

- Giá than bắt đầu có xu hướng tăng từ đầu năm 2023 khi TKV phải nhập khẩu thêm than để trộn, trong bối cảnh khả năng sản xuất than của TKV không đáp ứng kịp nhu cầu than của các nhà máy sản xuất điện than. Qua năm 2024, TKV đặt mục tiêu tăng khối lượng than nhập khẩu khoảng 14 triệu tấn (+50% YoY) và tăng tỷ lệ pha trộn lên mức 42%. Điều này sẽ gây áp lực lên giá than đầu vào khi giá than nhập khẩu cao hơn than trong nước. Dù xu hướng giá than thế giới đang trong xu hướng đi ngang nhưng nhu cầu than nhập khẩu để trộn ngày càng cao khiến cho giá bán than cho các nhà máy điện vẫn tăng qua các năm.
- Kế hoạch năm 2025, TKV cấp cho các nhà máy điện BOT là 12.76 triệu tấn, các nhà máy điện của EVN là 18.46 triệu tấn. Chúng tôi ước phóng than nhập khẩu trong năm 2025 đạt 16.4 triệu tấn (+15% so với kế hoạch 2024) với tỷ lệ pha trộn 50%. Giá than cám 6a sẽ khoảng 2.465 triệu đồng/tấn (+8.6% YoY).

2.1 – Điện than: Ổn định, nhưng ngưng phát triển trong dài hạn

Chỉ còn khoảng 5,000 MW điện than được phát triển đến năm 2030

TT	Dự án	Công suất (MW)	Tỉnh/Thành phố	Năm vận hành	Ghi chú
1	NMNĐ Vân Phong 1	1,432	Khánh Hòa	2024	Đã vận hành
2	NMNĐ Vũng Áng II	1,330	Hà Tĩnh	06/2025	
3	NMNĐ Na Dương II	110	Lạng Sơn	2026	Chuẩn bị thi công
4	NMNĐ Quảng Trạch I	1,403	Quảng Bình	2026	Đang thi công
5	NMNĐ An Khánh - Bắc Giang	650	Bắc Giang	2027	Đang gặp khó khăn trong thu xếp vốn
6	NMNĐ Long Phú I	1,200	Sóc Trăng	2027	

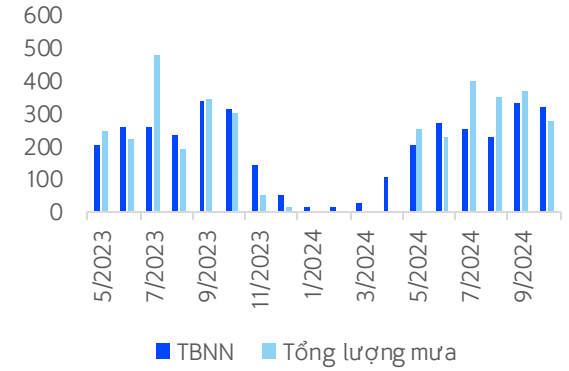
Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, SSV

- Về dài hạn, điện than không còn được tập trung phát triển khi từ nay đến 2030, chỉ khoảng gần 5,000 MW được phát triển thêm để nâng tổng công suất điện than lên 30,127 MW (theo kế hoạch thực hiện QHĐ VIII).

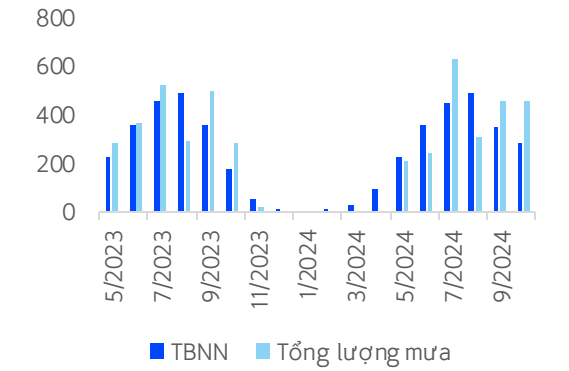
2.2 – Thủy điện: Pha Lanina đang diễn ra nhưng yếu hơn dự kiến

Lượng mưa nhìn chung vẫn cao nhưng có xu hướng giảm về cuối năm tại một số trạm (mm)

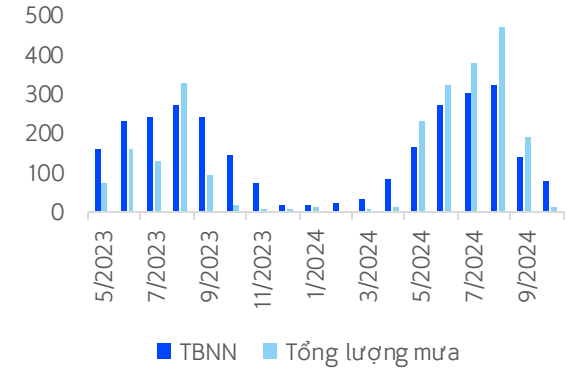
Trạm Xuân Lộc, tỉnh Đồng Nai



Trạm Pleiku, tỉnh Đắk LắK

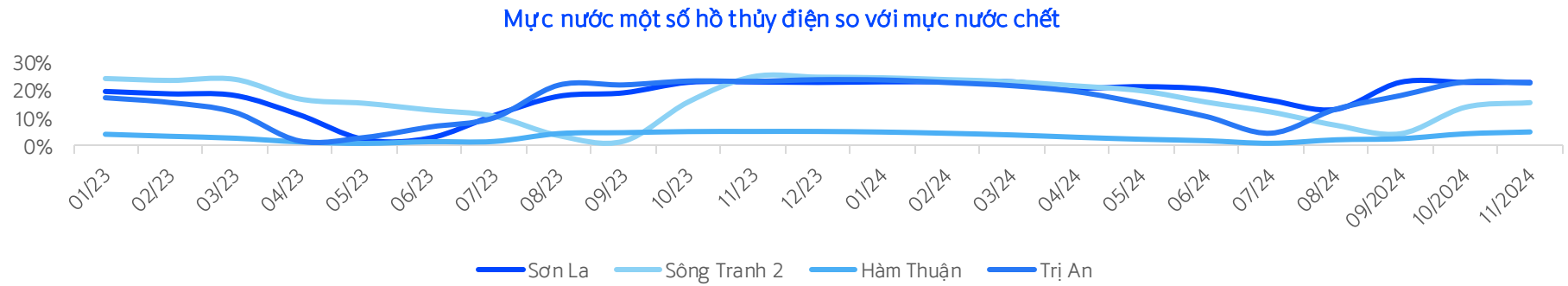


Trạm Điện Biên, tỉnh Điện Biên



Nguồn: IMHEN, Shinhan Securities Vietnam
TBNN: trung bình nhiều năm

Các hồ thủy điện tiếp tục chiến lược bắt đầu tích nước vào cuối năm để dành cho phát điện mùa khô



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Các nguồn điện truyền thống dự kiến đưa vào vận hành

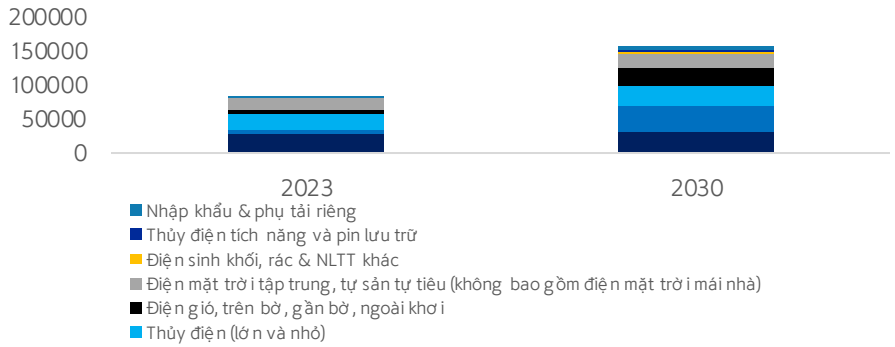
Tên nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ COD EPTC cấp
Tổng nguồn dự kiến vận hành từ nay đến hết năm 2025	4,025	
Thủy điện Ialy MR	360	
H1	180	11/2024
H2	180	12/2024
Đăk Mi 1	84	5, 6/2025
Bản Mồng	45	Quý III/2025
Nhơn Trạch 3	812	15/6/2025
Nhơn Trạch 4	812	13/9/2025
Vũng Áng 2 (BOT)	1,330	
S1	665	26/6/2025
S2	665	26/6/2025
Hồi Xuân	102	
H1	34	18/7/2025
H2	34	18/8/2025
H3	34	18/9/2025
Hòa Bình MR	480	7, 8/2025
Các nguồn điện lùi sau năm 2025	650	
NĐ An Khánh Bắc Giang	650	12/2025

Nguồn: Bộ công thương, Shinhan Securities Vietnam

2.3 – Điện tái tạo và điện khí: Nguồn điện của tương lai

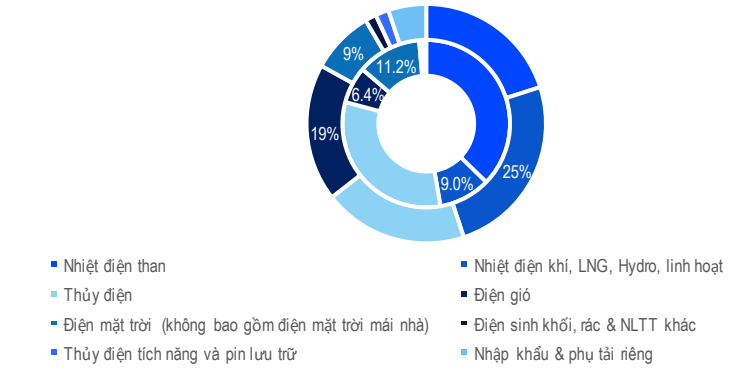
Tập trung phát triển điện gió và điện khí LNG đến năm 2030

Công suất các nguồn điện 2023-2030 (MW)



Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng công suất nguồn trong năm 2023 và 2030



Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

_ **Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện VIII bám sát mục tiêu Quy hoạch điện VIII tập trung phát triển điện gió và điện khí LNG đến năm 2030**. Vào năm 2023, công suất nguồn của điện gió là khoảng 5,059 MW. Mục tiêu đến năm 2030, công suất sẽ đạt 27,880 MW (trong đó điện gió trên biển là 6,000 MW và trong đất liền là 21,880 MW) tương ứng với tăng trưởng CAGR là khoảng 28%/năm. Với điện khí, công suất trong năm 2023 là khoảng 7,160 MW, mục tiêu năm 2030, đạt công suất là 37,330 MW (trong đó điện khí là 14,930 MW và điện khí LNG là 22,400 MW) với mức tăng trưởng CAGR 27%/năm

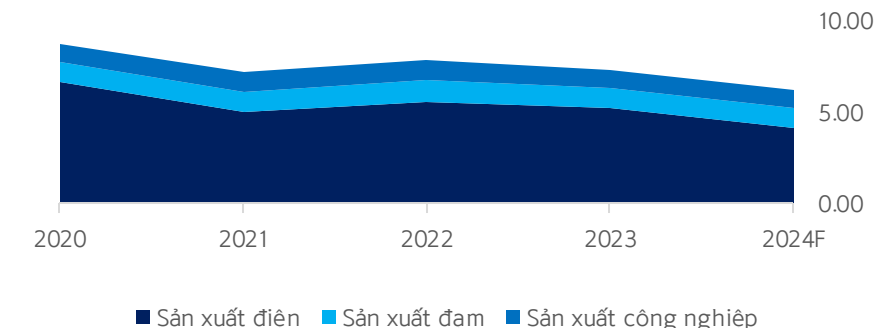
_ **Nhìn chung, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng của điện tái tạo (điển hình là điện gió) và điện khí LNG về mặt dài hạn là rất lớn, tuy nhiên việc phát triển 2 nguồn điện trên cũng đối mặt những thách thức.** Với điện gió, theo nhiều chuyên gia, thời gian thực hiện là từ 6-8 năm và suất đầu tư là rất lớn khoảng 2.5-3 tỷ USD/1,000 MW vì thế để có thể đạt được 6,000 MW điện gió trên biển trong năm 2030 là rất khó khả thi trong bối cảnh hiện nay. Đối với điện khí LNG, vấn đề thực hiện dự án cũng rất lâu thường mất từ 8-10 năm từ khi có quy hoạch đến khi vận hành, bên cạnh đó, việc thiếu vắng cơ chế chính sách, giải phóng mặt bằng,… cũng là vấn đề nhức nhối.

_ Trong tháng 9 vừa qua, Bộ công thương đề xuất điều chỉnh quy hoạch điện VIII. Lí do chủ yếu do tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm thực tế trong thời gian qua quá cao so với kế hoạch, các nguồn điện được phê duyệt không đáp ứng kịp tiến độ kế hoạch ảnh hưởng đến an ninh năng lượng quốc gia. Chúng tôi kì vọng có thể trong 2025, sẽ có bản điều chỉnh của QHĐ VIII, có thể sẽ tập trung phát triển thêm các nguồn điện khác như điện sinh khối, điện rác, thủy điện tích năng, pin lưu trữ hay nguồn nhập khẩu từ Lào để có thể bắt kịp nhu cầu điện trong nước.

2.3A – Nhiệt điện khí: Xu hướng tất yếu của tương lai

Nguồn khí tự nhiên trong nước giảm liên tục, nhu cầu nhập khẩu khí LNG sản xuất điện ngày càng cao

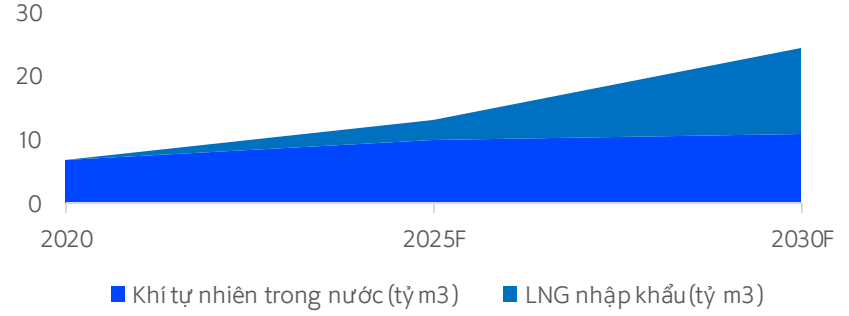
Sản lượng khí tiêu thụ giảm mạnh qua các năm (tỷ m³/năm)



Nguồn: GAS, Shinhan Securities Vietnam

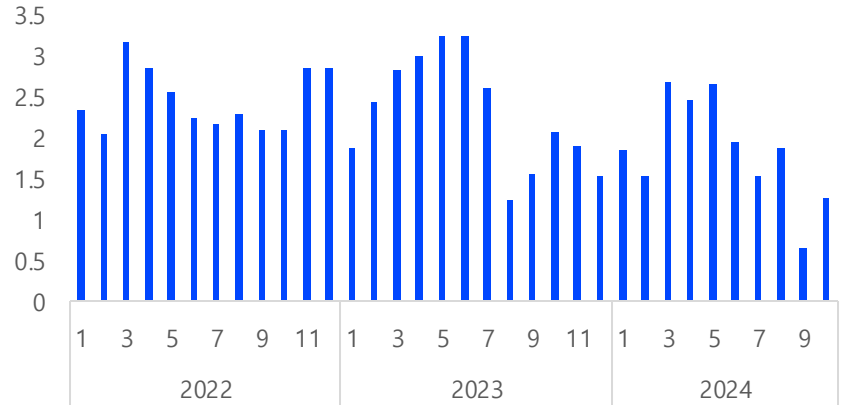
- Sản lượng khí tiêu thụ sản xuất điện chiếm khoảng 70% đạt 5.1 tỷ m³ trong 2023 (giảm khoảng 8%/năm) do trữ lượng khai thác còn lại của các mỏ khí nội địa đang ngày cạn kiệt. Trong khi nhu cầu khí cho sản xuất điện được dự báo tăng trưởng mạnh qua các năm khoảng 13% từ 2020-2030. Vì thế, việc bổ sung những mỏ khí mới từ năm 2025 và nhập khẩu khí LNG để đáp ứng nhu cầu cho sản xuất điện là vô cùng cấp bách.
- Theo kế hoạch, một số mỏ khí nội địa như Lan Tây – Lan Đỏ, Nam Du – U Minh, Lô B,… đang dự kiến đưa vào dòng khí đầu tiên trong 2025 – 2027, nâng sản lượng khai thác khí nội địa lên khoảng 7.3 – 10.5 tỷ m³ khí/năm.
- Theo Bộ công thương, kế hoạch cấp khí cho sản xuất điện năm 2025 là 3.04 -4.21 tỷ m³ (giảm khoảng 11.6% so với kế hoạch 2024) trong đó, khu vực Đông Nam Bộ là 1.79-2.86 tỷ m³ (gồm 800 triệu m³ LNG) và Tây Nam Bộ là 1.25-1.35 tỷ m³.

Nhu cầu khí cho sản xuất điện (tỷ m³/năm)



Nguồn: Bộ công thương, Quy hoạch tổng thể năng lượng quốc gia 2021 – 2030, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng điện khí liên tục sụt giảm (tỷ kWh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

2.3A – Nhiệt điện khí: Xu hướng tất yếu của tương lai

Các dự án nhiệt điện khí LNG theo kế hoạch thực hiện QHĐ VIII

Dự án	Công suất (MW)	Tỉnh/Thành phố	Năm vận hành	Ghi chú
NMĐ NT3 4	1,624	Đồng Nai	2025	Đang thi công
LNG Hiệp Phước giai đoạn I	1,200	TP. HCM	2025	
LNG Bạc Liêu	3,200	Bạc Liêu	2027-2028	
NMĐ Sơn Mỹ I	2,250	Bình Thuận	2027-2029	
NMĐ BOT Sơn Mỹ II	2,250	Bình Thuận	2028-2029	Đang lập FS
LNG Quảng Ninh	1,500	Quảng Ninh	2028-2029	
LNG Hải Lăng giai đoạn 1	1,500	Quảng Trị	2028-2029	
LNG Thái Bình	1,500	Thái Bình	2029	
LNG Nghi Sơn	1,500	Thanh Hóa	2029-2030	Đang lựa chọn chủ đầu tư
LNG Cà Ná	1,500	Ninh Thuận	2029-2030	
LNG Quảng Trạch II	1,500	Quảng Bình	2029-2030	
LNG Quỳnh Lập	1,500	Nghệ An	2029-2030	
LNG Long An I	1,500	Long An	2029-2030	Đang lập FS

Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

Một số mỏ khí được dự kiến đưa vào khai thác 2025-2030

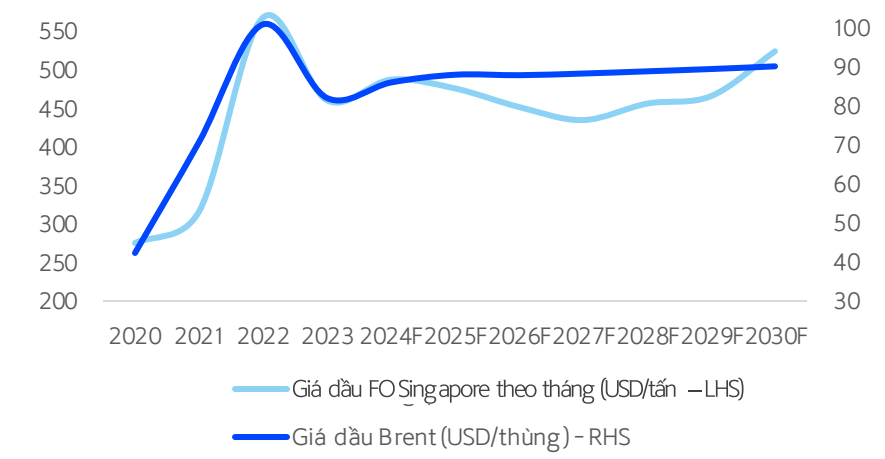
Một số dự án mỏ khí tiêu biểu	Lô	Trữ lượng còn lại (tỷ m3)	Tình trạng	Dự kiến dòng khí đầu tiên
Sư tử trắng - GĐ 2B	05.1A	16.01	Đang chờ gia hạn PSC	2026
Nam Du - U Minh	46/07 và 51	4.44	Đang trình FDP	2026
Cá voi xanh	117 - 119	124.76	Đã phê duyệt ODP	2030
Lan Tây - Lan Đỏ	6.1	3.24	Đang chờ gia hạn PSC	2025
Thiên Nga - Hải Âu, lô 12.11	12/11	4.01	Đang trình FDP	Q4/2026
Kim Long, Ác Quỷ, Cá Voi, Thiên Hà và Vàng Đen	Lô B	87.74	Đang chờ FID	2027

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

2.3A – Nhiệt điện khí: Xu hướng tất yếu của tương lai

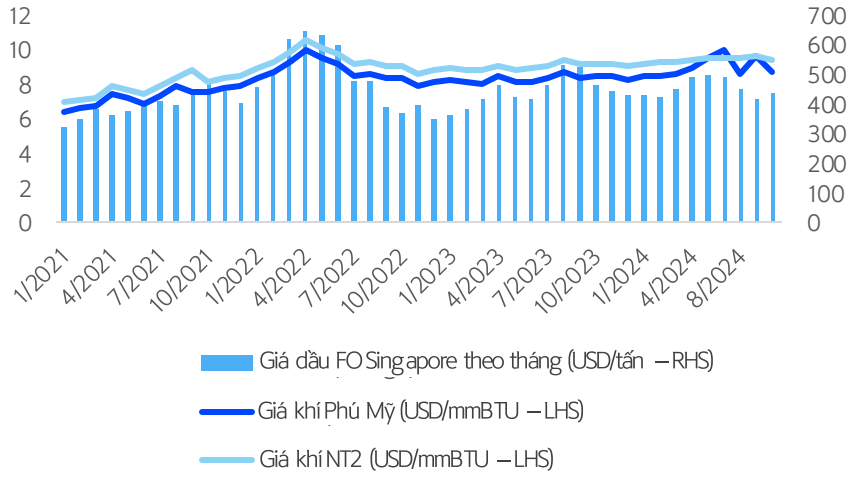
Giá khí tự nhiên và khí LNG được neo ở mức cao

Giá dầu Brent và giá khí Singapore FO



Nguồn: EIA, Shinhan Securities Vietnam

Giá khí cho nhà máy NT2 và Phú Mỹ vẫn neo ở mức cao

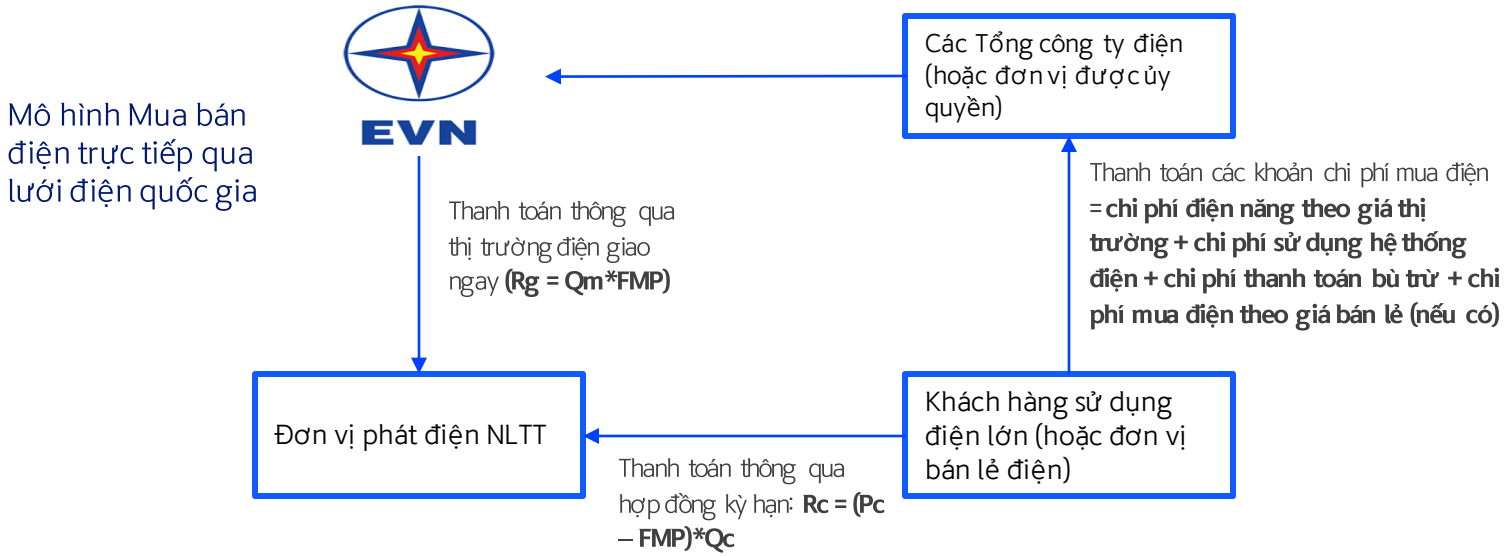


Nguồn: Bloomberg, Báo cáo công ty, Shinhan Securities Vietnam

- Giá dầu Brent và giá khí Singapore FO lần lượt là cơ sở tính toán cho giá khí LNG và giá khí tự nhiên. Dù đã hạ nhiệt đáng kể trong 2023 nhưng được dự báo sẽ neo ở mức cao, khiến cho chi phí phát điện khí từ 2 nguồn khí này trở nên khá đắt đỏ.
- Vào tháng 5/2024, Bộ công thương đã phê duyệt mức giá trần phát điện khí LNG là 2,590.85 đồng/kWh với giá LNG (chưa bao gồm thuế GTGT và các chi phí liên quan khác) là 12.9702 USD/tr.BTU. Mức giá này cao hơn khoảng 23% giá bán lẻ bình quân hiện tại của EVN. Tuy vậy, theo tính toán của chúng tôi, các nhà máy điện khí LNG vẫn khó có thể vận hành hiệu quả với mức giá trên khi tính đến nhiều chi phí khác trong khâu phát điện.
- Dựa vào dự phóng giá dầu Brent của EIA sẽ khoảng 86 – 88 USD/thùng tới 2030, giá khí LNG sẽ khoảng 12 – 12.4 USD/mmBTU và được neo cao trong thời gian này, khiến việc đàm phán hợp đồng mua bán điện chính thức gặp nhiều thách thức. Trước mắt, chúng tôi kì vọng EVN có rất nhiều động lực để nâng giá bán lẻ điện trong thời gian tới để có thể chi trả cho điện khí LNG.

2.3B – Điện tái tạo: Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA)

Cơ chế mua bán điện trực tiếp tạo cơ hội cho nhóm điện tái tạo



Vào ngày 03/07/2024, Chính phủ đã chính thức ban hành quy định về cơ chế mua bán điện trực tiếp giữa Đơn vị phát triển điện NLTT với Khách hàng sử dụng điện lớn. Cơ chế mua bán điện gồm 2 hình thức chính sau:

- **1) Mua bán điện trực tiếp qua lưới điện quốc gia**: bao gồm 3 bên (EVN, Khách hàng sử dụng điện lớn, và đơn vị phát điện NLTT) sẽ ký kết với nhau 3 hợp đồng thanh toán như hình trên. Trong đó: Đơn vị phát điện NLTT sẽ nhận 2 nguồn thanh toán từ EVN và KH sử dụng điện lớn lần lượt là Rg + Rc. Trong đó, đơn vị phát điện NLTT có công suất yêu cầu từ 10 MW trở lên, và khách hàng sử dụng điện lớn có sản lượng tiêu thụ bình quân từ 200,000 kWh/tháng trở lên
- **2) Mua bán điện qua đường dây kết nối riêng**: Hợp đồng mua bán điện do Khách hàng sử dụng điện lớn và đơn vị phát điện NLTT tự thỏa thuận với nhau theo quy định tại điều 22 Luật Điện lực.

Chúng tôi kỳ vọng sẽ có hướng dẫn cụ thể hơn cho việc thực hiện cơ chế DPPA trong 1H2025. Cơ chế DPPA sẽ mang lại nhiều giá trị cho cả khách hàng, và đơn vị phát điện tái tạo. Cụ thể, các đơn vị phát điện NLTT có động lực tìm kiếm khách hàng và thỏa thuận mức giá phù hợp, tăng tính cạnh tranh cho thị trường, tránh bị phụ thuộc vào sự cam kết mua điện của EVN và các chính sách giá thay đổi. Cơ chế DPPA cũng là bước đệm để thị trường điện Việt Nam hướng đến thị trường bán lẻ cạnh tranh trong tương lai.

2.3C – Điện tái tạo: Bước tiến mới cho điện gió

EVN đã trình khung giá phát điện cho nhà máy điện gió

Công suất tăng thêm điện gió theo vùng 2023-2030 (MW)

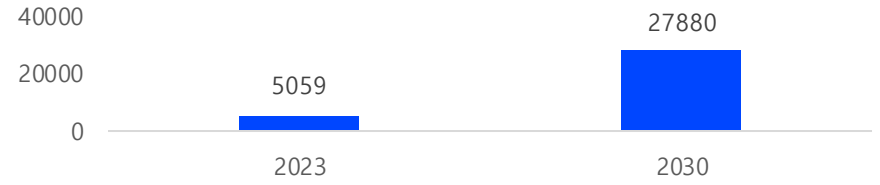
TT	Tên vùng	Điện gió ngoài khơi (MW)	Điện gió trên bờ (MW)
1	Bắc Bộ	2,500	3,816
2	Bắc Trung Bộ	0	1,948
3	Trung Trung Bộ	500	1,229
4	Tây Nguyên	0	3,062
5	Nam Trung Bộ	2,000	2,121
6	Nam Bộ	1,000	5,720
	Tổng công suất	**6,000**	**17,894**

Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII, Shinhan Securities Vietnam

	Giá điện EVN trình Bộ Công Thương	So với khung giá trần chuyển tiếp
Điện gió trên biển	1,890.68	4%
Điện gió trong đất liền	1,610.56	1%

Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Công suất lắp đặt điện gió (MW)



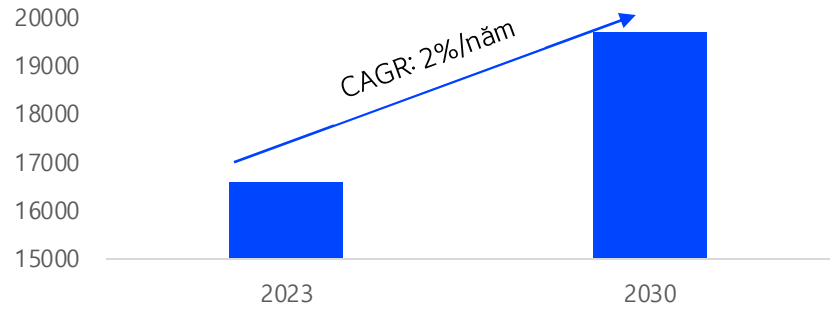
Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

- Ngày 04/12/2024 vừa qua, EVN đã trình Bộ Công Thương, Cục Điều tiết Điện lực xem xét khung giá phát điện cho nhà máy điện gió trên biển và trong đất liền cho năm 2025. Khung giá này được tính toán dựa trên TT19/2023/TT-BCT và có kết quả nhỉnh hơn so với giá trần chuyển tiếp và cũng tương đối sát với ước phóng trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi nhận thấy các thông số như suất đầu tư, tỷ lệ huy động công suất, lãi vay,… có tác động rất lớn đến giá bán điện. Vì thế, những chủ đầu tư có kinh nghiệm đầu tư và vận hành nhà máy điện như GEG và REE, hay khả năng huy động nguồn vốn giá rẻ như PC1 sẽ sở hữu lợi thế rất lớn để vận hành hiệu quả các nhà máy điện. Ngoài ra, đây cũng tiếp tục là bước tiến mới cho các nhà đầu tư điện gió, đặc biệt là điện gió ngoài khơi.

2.3D – Điện tái tạo: Cơ chế điện mặt trời mái nhà tự sản tự tiêu

Điện mặt trời chủ yếu được phát triển cho mục tiêu tự sản tự tiêu

Công suất lắp đặt điện mặt trời (MW)



Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

Công suất lắp đặt điện mặt trời áp mái (tự sản tự tiêu) theo vùng (MW)

TT	Tên vùng	Điện mặt trời áp mái (MW)
1	Bắc Bộ	927
2	Bắc Trung Bộ	231
3	Trung Trung Bộ	168
4	Tây Nguyên	32
5	Nam Trung Bộ	136
6	Nam Bộ	1,109
	Tổng công suất	**2,600**

Nguồn: Kế hoạch thực hiện QHĐ VIII Shinhan Securities Vietnam tổng hợp và ước phóng

- **Điện mặt trời tự sản tự tiêu sẽ được ưu tiên phát triển từ nay đến năm 2030 với tổng công suất tăng thêm 2,600 MW**. Ngày 22/10/2024 vừa qua, chính phủ cũng đã ban hành nghị định số 135/2024/NĐ-CP quy định về cơ chế, chính sách khuyến khích phát triển điện mặt trời mái nhà tự sản xuất tự tiêu thụ. Nội dung chủ yếu thúc đẩy cho việc tự sản xuất điện và tự tiêu thụ cho chính cá nhân/ tổ chức đó vì thế không giới hạn công suất và miễn trừ giấy phép hoạt động điện lực khi (1) không đấu nối với hệ thống điện quốc gia, (2) công suất tiêu thụ dưới 100 KW, (3) lắp đặt hệ thống chống phát ngược vào lưới điện quốc gia.
- Tổ chức, cá nhân lắp đặt điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ có công suất lắp đặt từ 1,000kW trở lên và bán điện dư vào hệ thống điện quốc gia, thực hiện thủ tục về quy hoạch điện lực và đề nghị cấp giấy phép hoạt động điện lực theo quy định của pháp luật (trừ trường hợp thuộc quy mô công suất theo quy hoạch, kế hoạch thực hiện quy hoạch được phân bổ tại địa phương).
- **Điện mặt trời mái nhà tự sản xuất, tự tiêu thụ nếu không dùng hết được bán lên hệ thống điện quốc gia nhưng không quá 20% công suất lắp đặt thực tế**. Giá mua bán điện dư phát lên hệ thống điện quốc gia bằng giá điện năng thị trường bình quân trong năm trước liền kề do đơn vị vận hành hệ thống điện và thị trường điện công bố nhằm bảo đảm khuyến khích phù hợp trong từng thời kỳ phát triển của hệ thống điện quốc gia.

2.4 – Tóm tắt luật điện lực sửa đổi và tác động

Ngày 30/11 Luật điện lực (sửa đổi) 2024 đã được thông qua và có hiệu lực thi hành từ 01/02/2025. Đây là bước tiến rất quan trọng và tích cực đảm bảo ngành điện phát triển đúng với mục tiêu và an ninh quốc gia

Một số điểm quan trọng	Nội dung chính	Tác động
Bổ sung hợp đồng kỳ hạn điện và thêm hợp đồng quyền chọn. Xóa bất cập bù chéo giá điện	Thực hiện cơ cấu biểu giá bán lẻ điện hợp lý. Giảm bù chéo giữa đối tượng khách hàng dân dụng và sản xuất	_ Tạo điều kiện mở rộng phạm vi thị trường bán buôn điện cạnh tranh, tạo tiền đề cho thị trường bán lẻ điện sau này. Giá điện bảo đảm thực hiện công khai, minh bạch, bình đẳng
Phát triển điên hạt nhân	_ Quy hoạch phát triển điện hạt nhân phải gắn liền, đồng bộ, phù hợp với quy hoạch phát triển điện lực quốc gia để đảm bảo mục tiêu an ninh cung cấp điện	_ Tăng cường nguồn điện chạy nền trong bối cảnh nhu cầu điện tăng cao
Cơ chế giá điện hai thành phần	_ Cơ cấu biểu giá 2 thành phần, gồm giá công suất (giá thuê bao) và giá điện năng phản ánh đúng hơn chi phí sản xuất điện, giá bán điện sẽ chính xác và công bằng hơn.	_ EVN sẽ hưởng lợi giúp giảm lỗ lũy kế EVN, và các nhà máy bán điện cũng hưởng lợi gián tiếp _ Khách hàng sẽ sử dụng điện tiết kiệm và hiệu quả hơn.
Phát triển dự án NLTT	_ Cho phép các đơn vị phát điện NLTT trực tiếp thỏa thuận giá bán điện với các bên mua tư nhân và tiến hành vận hành thương mại. _ EVN đề xuất thí điểm cho khách hàng tham gia hợp đồng mua bán điện trực tiếp DPPA theo nghị định 80/2024/NĐ-CP: **dự kiến bắt đầu từ đầu năm 2025.**	_ Nhiều dự án điện theo cơ chế giá chuyển tiếp rất thấp, sẽ có thể đàm phán giá cao hơn qua cơ chế DPPA này. Ngoài ra, tạo động lực cho nhiều dự án mới được phát triển. Các nhà phát triển NLTT như : **GEG, REE BCG** được hưởng lợi. _ Giá điện sẽ không phụ thuộc hoàn toàn vào chính sách giá của EVN vì do bên mua và bán tự thỏa thuận.
Mua bán điện nước ngoài	_ **Xuất khẩu:** a) Xuất khẩu điện không thông qua hệ thống điện quốc gia, giá xuất khẩu điện không thấp hơn mức giá tối đa của khung giá phát điện trong nước tương ứng với loại hình phát điện b) Trường hợp xuất khẩu điện với nước ngoài qua hệ thống điện quốc gia, giá xuất khẩu điện không thấp hơn giá tối đa của khung giá của mức giá bán lẻ điện bình quân trong nước. _ **Nhập khẩu:** Giá nhập khẩu điện xác định tại biên giới Việt Nam, do bên mua điện và bên bán điện thỏa thuận phù hợp với quy định	_ **Xuất khẩu**: Giúp các doanh nghiệp đặc biệt là NLTT có thể giải tỏa công suất vào những thời điểm nhu cầu điện trong nươc thấp, tránh lãng phí nguồn NLTT trong nước. _ **Nhập khẩu:** Tránh thiếu điện trong ngắn hạn, đặc biệt là khu vực miền Bắc được dự báo thiếu điện trong mùa khô
Cơ chế và khung pháp lý cho điện gió ngoài khơi	_ Cơ chế sản lượng điện hợp đồng tối thiểu dài hạn khi bán điện lên hệ thống quốc gia, miễn giảm tiền sử dụng đất,thuê đất, khu vực biển _ Cho phép nhà đầu tư nước ngoài góp vốn và chuyển nhượng vốn, nhưng phải được phê duyệt bởi các cấp thẩm quyền	_ Mở ra hướng đi rõ ràng hơn cho các nhà phát triển điện tái tạo như **REE, GEG** _ **PVS** cũng sẽ được hưởng lợi nhờ kinh nghiệm đã được kiểm chứng thông qua việc thi công trạm biến áp ngoài khơi, trụ gió, chân đế… cho loạt dự án điện gió lớn
Cơ chế cho điện khí LNG	_ Ưu tiên sử dụng khí nội địa, phát triển nhà máy có hạ tầng kho cảng nhập khí LNG, đường ống khí để giảm giá thành điện _ Quy định về cơ chế bảo đảm tiêu thụ khí khai thác trong nước; chuyển ngang giá nhiên liệu sang giá điện; có sản lượng điện hợp đồng tối thiểu dài hạn.	Các nhà máy điện khí sẽ dễ dàng hơn trong việc ký hợp đồng bao tiêu khí khi có hợp đồng sản lượng tối thiểu dài hạn. **POW và GAS** sẽ hưởng lợi.

3 Cơ hội đầu tư

POW & QTP

Một số doanh nghiệp điện niêm yết

Thông tin chung					Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính (Q3/2024)				Tăng trưởng 9M/2024		Định giá 25F	
No.	Mã	Ngành	Công suất (MW)	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (VND) (*)	Upside (%)	GPM (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	Doanh thu (% YoY)	EPS (% YoY)	P/B (x)	P/E (x)
1	VSH	Thủy điện	356	11,812	50,000	45,800	-8.4	45.10	0.81	4.14	8.10	-40.03	-80.8	2.1	17.0
2	REE	Đa ngành	1,091	31,793	67,500	68,600	1.6	37.37	0.64	5.18	10.29	-7.02	-21.9	1.8	14.6
3	HDG	NLTT	444	10,090	30,000	31,400*	4.7	57.43	0.85	5.01	11.69	-2.74	0.0	1.5	14.1
4	POW	Nhiệt điện khí	4,208	28,220	12,050	14,900	21.0	7.60	1.33	1.84	4.43	0.71	43.5	1.0	17.9
5	NT2	Nhiệt điện khí	750	5,945	20,650	22,200	7.5	3.55	1.53	2.69	6.02	-19.73	-96.7	1.5	26.0
6	QTP	Nhiệt điện than	1,200	6,570	16,300	13,600	19.8	7.48	0.36	9.28	12.62	-2.03	15.0	1.3	10.1
7	PPC	Nhiệt điện than	1,040	3,591	11,200	14,400*	28.6	1.76	0.17	6.47	8.68	46.65	-13.8	0.8	5.8
8	PC1	Xây lắp điện	313	8,136	22,750	25,700	13.0	19.12	1.76	2.26	8.87	46.66	13,295	1.7	15.8
9	GEG	NLTT	503	4,192	11,700	13,350	14.1	47.89	1.75	0.83	3.05	10.99	-3.34	0.9	13.7
10	PGV	Đa ngành	5,983	21,346	19,000	25,000*	31.6	7.07	2.58	-0.66	-2.54	-18.12	-136.8	1.7	24.5

Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới; * Giá consensus tham khảo từ Bloomberg

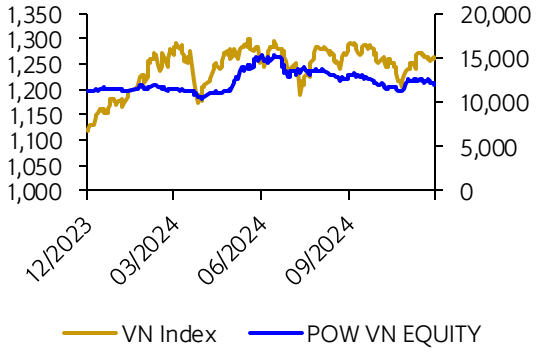
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Tổng công ty điện lực dầu khí Việt Nam (HOSE: POW)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**14,900 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	12,050VND
Suất sinh lời (%)	21.0%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	28,220
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,342
Tự do giao dịch (triệu CP)	470
52-tuần cao/thấp (VND)	15,900/10,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.76
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	70
Cổ đông lớn (%) PVN	24.9

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-4.4	-19.7	7.1
So với VNIndex(%)	-3.1	-20.2	-7.1



Nhơn Trạch 3 4 thúc đẩy tăng trưởng dài hạn

POW là công ty sản xuất điện có tổng công suất thiết kế 4,208 MW lớn thứ hai tại Việt Nam đứng sau EVN. Nổi bật nhất của POW là các nhà máy điện khí Cà Mau & Nhơn Trạch 1&2 (tổng 2,700 MW). Ngoài ra, các nhà máy thủy điện như Hủa Na và ĐakĐrinh cũng đóng góp khoảng 8% vào sản lượng điện của POW. Trong ngành năng lượng, POW là một trong những doanh nghiệp có định hướng phát triển phù hợp nhất với quy hoạch điện VIII trong giai đoạn 2023-2030 với lĩnh vực điện khí LNG.

Quan điểm đầu tư

_ Ban lãnh đạo đặt mục tiêu 2025: sản lượng tiêu thụ đạt 19 tỷ kWh (+14% YoY), trong đó 3 nhà máy chạy chủ lực là Cà Mau, Vũng Áng 1 và Nhơn Trạch 2.

_ Điện than: Vũng Áng 1 kì vọng đạt sản lượng khoảng 5.7 tỷ kWh (+7% YoY) dựa vào nhu cầu huy động điện than cao.
_ Điện khí: Nhà máy Cà Mau 1&2 dự phóng đạt sản lượng ổn định trong 2025; NT2 và NT1 được kỳ vọng huy động cao trở lại do EVN không có kế hoạch huy động tại nhà máy Phú Mỹ 2.2 và 3 (do các nhà máy BOT này đã hết thỏa thuận mua khí).

_ **Cập nhật tiến độ NT3 và NT4:** Tỉ lệ huy động công suất dự kiến khoảng 65%, tỷ lệ Qc khoảng 70%. Đã ký hợp đồng PPA với EPTC vào ngày 04/10/2024, trong đó giá cố định tương đương với NT2. Tiến độ gói thầu EPC ước đạt 95%. NT3 và NT4 lần lượt được dự kiến vận hành thương mại vào tháng 6/2025 và tháng 9/2025. Dự kiến ký hợp đồng GSA vào cuối năm nay. NT3 và NT4 dự kiến chạy thử nghiệm lần lượt vào tháng 1/2025 và tháng 3/2025. Dự kiến đóng góp vào doanh thu của 2 nhà máy lần lượt trong 2025 và 2026 là 12.4% và 34.6%.

_ Ngoài ra, POW cho biết các công ty bảo hiểm đã đồng ý bồi thường khoảng 1,000 tỷ đồng cho sự cố nhà máy Vũng Áng 1, và kỳ vọng sẽ được ghi nhận trong năm 2025.

_ Ngày 30/10/2024, POW chính thức khánh thành trạm sạc xe điện thí điểm đầu tiên tại Hà Nội. POW và VIC đã bắt tay hợp tác.

Rủi ro: (1) Nguồn khí đầu vào bị thiếu hụt và giá khí, than đầu vào ở mức cao; (2) EVN khó khăn, ảnh hưởng POW chưa thu được tiền bán điện, (3) Giá bán điện khí LNG ở mức cao khiến nhà máy khó cạnh tranh với các loại hình khác

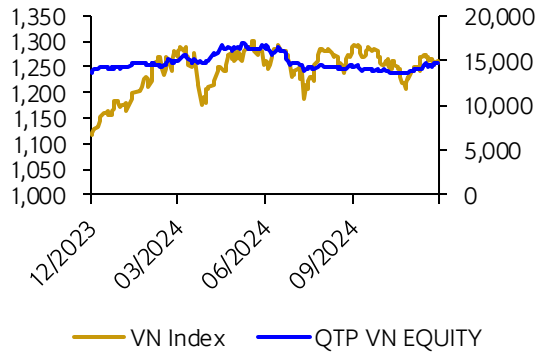
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	24,561	28,224	28,329	29,620	40,292
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,459	2,765	1,290	1,677	2,132
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	2,052	2,323	1,283	1,693	2,161
EPS (đồng)	757	871	443	661	832
BPS (đồng)	12,228	13,030	13,414	14,073	14,905
OPM	10.0	9.8	4.6	5.7	5.3
NPM	8.4	9.0	4.5	5.7	5.4
ROE (%)	6.6	7.7	3.8	7.2	9.2
P/E (x)	23.1	13.1	25.4	22.5	17.9
P/B (x)	1.4	0.8	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	8.3	4.7	7.3	15.20	11.21

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh (HOSE: QTP)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**16,300 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	13,600VND
Suất sinh lời (%)	19.8%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	14.8
Vốn hóa (tỷ VND)	6,570
SLCP lưu hành (triệu CP)	450
Tự do giao dịch (triệu CP)	213
52-tuần cao/thấp (VND)	17,700/13,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.2
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	3
Cổ đông lớn (%) EVNGENCO 1	42.0
PPC	16.0

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	1.4	-14.6	0.7
So với VNIndex(%)	2.7	-15.1	-13.6



Nhu cầu điện cao thúc đẩy tăng trưởng trong 2025

CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh là một trong những doanh nghiệp nhiệt điện than có công suất thiết kế lớn nhất trên sàn chứng khoán (1200MW). Nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh 1&2 cung cấp điện trực tiếp cho vùng kinh tế trọng điểm phía Bắc với nhu cầu ổn định. Ngoài ra, nhà máy này còn tọa lạc tại khu vực có trữ lượng than dồi dào nhất cả nước.

Quan điểm đầu tư

_ Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện của QTP sẽ được huy động tương tự như trong 2023 với khoảng 7.1 tỷ kWh (+2.4% YoY), doanh thu đạt khoảng 12,582 tỷ đồng (+7% YoY) và LNST đạt 728 tỷ đồng (+8% YoY). Trong đó, giá bán trung bình kỳ vọng đạt mức 1,755 đồng/kWh (+4.4% YoY) và chi phí nguyên liệu đạt 1,435 đồng/kWh (+5% YoY)

_ Chúng tôi kì vọng QTP hoàn toàn có thể đạt được mức tăng trưởng này bởi sự hỗ trợ của các yếu tố sau: (1) nhu cầu điện toàn quốc tăng cao, đặc biệt khu vực miền Bắc dự phóng tăng 11.3% trong năm 2025 cùng với tình trạng thiếu điện tại miền Bắc vẫn còn, (2) kì vọng xác suất pha trung tính ngày càng tăng cao và chiến lược tích nước cho mùa khô của các hồ thủy điện trong 1H2025, (3) giá bán điện trên thị trường cạnh tranh tăng trong khi giá than quốc tế ổn định, (4) tình hình kinh doanh của EVN sẽ cải thiện hơn hỗ trợ khả năng thu tiền sớm của QTP, (5) khả năng vận hành tốt và hiệu quả nhà máy giúp giảm chi phí vận hành, tăng khả năng cạnh tranh của QTP trên thị trường điện cạnh tranh.

_ 27/12/2024, QTP chi 450 tỷ tạm ứng cổ tức năm 2024, tỷ lệ 10% (1 cổ phiếu nhận 1,000 đồng), thanh toán vào 27/02/2025. Chúng tôi kỳ vọng mỗi năm QTP sẽ trả cổ tức với tỷ lệ 14% - 18%

_ Rủi ro: Giá than đầu vào tăng theo giá than quốc tế, rủi ro sự cố nhà máy, rủi ro thời tiết, rủi ro cạnh tranh từ các nguồn điện khác.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần mảng cốt lõi (tỷ VND)	8,571	10,417	12,058	11,767	12,582
LN từ HĐKD (tỷ VND)	621	815	651	749	809
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	578	770	614	674	728
EPS (đồng)	1,284	1,712	1,365	1,498	1,618
BPS (đồng)	13,712	13,694	11,481	12,863	12,540
OPM	9%	9%	6%	6%	6%
NPM	7%	7%	5%	6%	6%
ROE (%)	9%	13%	12%	12%	13%
P/E (x)	14.8	7.7	8.8	10.9	10.1
P/B (x)	1.4	0.9	1.1	1.3	1.3
EV/EBITDA (x)	5.6	3.2	4.3	4.1	4.0

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Xuất nhập khẩu

Ứng biến linh hoạt



Thảo Nguyễn
☎ (84-28) 6299-8004
✉ thao.np@shinhan.com

Nội dung

Xuất nhập khẩu – Ứng biến linh hoạt

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 11T/2024

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa 11T/2024 đạt 715 tỷ USD, tăng 15.4% YoY. Xuất nhập khẩu ghi nhận kết quả tích cực, duy trì ở mức tăng cao, trong đó nhóm mặt hàng chủ lực như máy vi tính, sản phẩm điện tử, hàng dệt may, thủy sản,… đều tăng trưởng 2 chữ số.

2. Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam vẫn duy trì đà tăng trong năm 2025 nhờ hoạt động sản xuất, xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp trong nước ổn định, đặc biệt là các nhóm hàng chủ lực tiếp tục phát huy năng lực. Trong ngắn hạn, những thay đổi chính sách thuế quan của Mỹ có thể dẫn đến tình trạng đẩy nhanh nhập khẩu hàng hóa "frontloading", tạo cơ hội cho hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam.

3. Cơ hội đầu tư cổ phiếu xuất nhập khẩu

TNG, MSH, TCM, STK, VHC, FMC, GMD & HAH

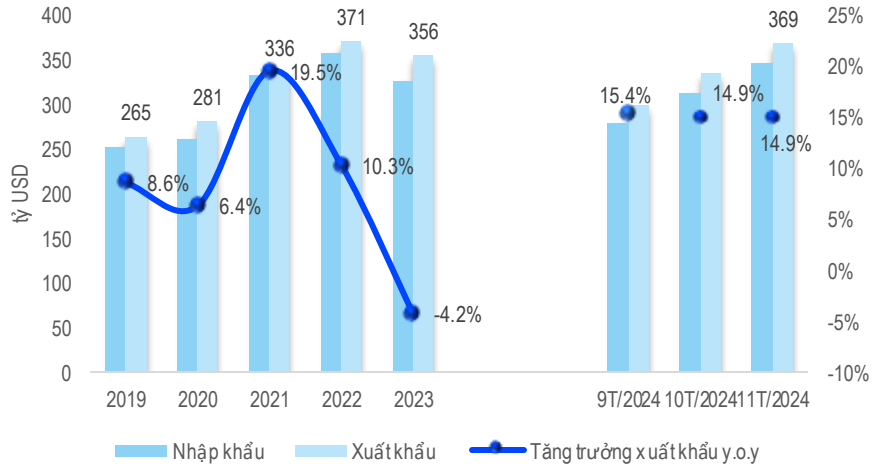
01 Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 11T/2024

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu hàng hóa 11T/2024 đạt 715 tỷ USD, tăng 15.4% YoY. Xuất nhập khẩu ghi nhận kết quả tích cực, duy trì ở mức tăng cao, trong đó nhóm mặt hàng chủ lực như máy vi tính, sản phẩm điện tử, hàng dệt may, thủy sản,... đều tăng trưởng 2 chữ số.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 11T/2024

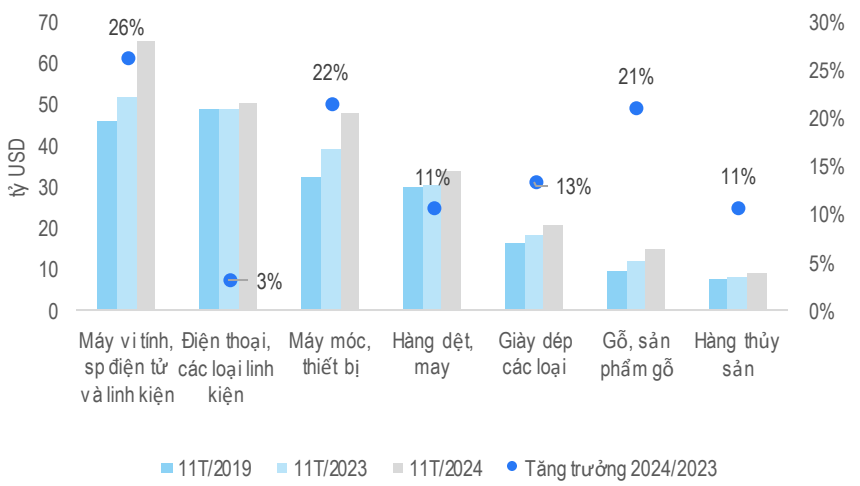
Hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi tích cực

Tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng của một số nhóm hàng xuất khẩu 11T/2024



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

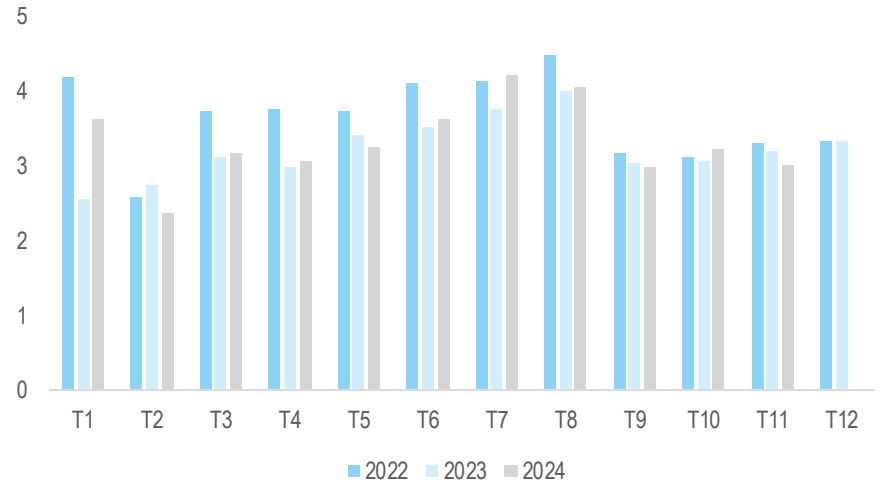
- Lũy kế 11T/2024, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 715 tỷ USD, tăng 15.4% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 14.4%; nhập khẩu tăng 16.3%.

- Các mặt hàng công nghiệp xuất khẩu chủ lực tiếp tục phục hồi tốt: Gỗ và sản phẩm từ gỗ đạt 14.7 tỷ USD tăng 21%; hàng dệt may đạt 33.6 tỷ USD, tăng 11%. Kim ngạch xuất khẩu máy vi tính sản phẩm điện tử và linh kiện sau 11 tháng năm 2024 đạt 65.2 tỷ USD, tăng mạnh 26% so cùng kỳ năm trước.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 11T/2024

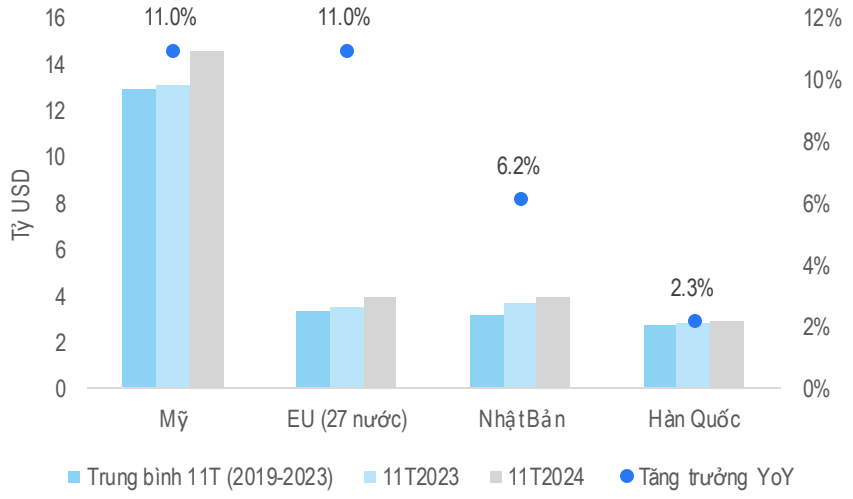
Xuất khẩu dệt may diễn biến thuận lợi

Xuất khẩu dệt may trong 11T2024 (tỷ USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu dệt may đến các thị trường chủ lực



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

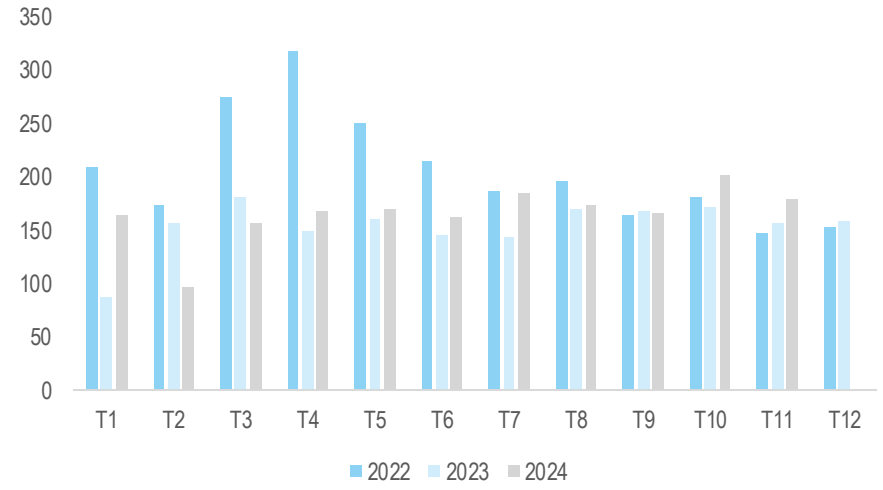
- Lũy kế 11T/2024, kim ngạch xuất khẩu dệt may ước đạt 33.6 tỷ USD, tăng 10.6% YoY. Xuất khẩu dệt may tăng trưởng ở hầu hết các thị trường, trong đó, Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất với kim ngạch xuất khẩu ước đạt 14.6 tỷ USD, tăng 11% YoY và chiếm tỷ trọng gần 43% tổng kim ngạch xuất khẩu.

- Thị trường dệt may phục hồi nhờ sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc, Bangladesh, Myanmar sang Việt Nam. Sự bất ổn chính trị của các quốc gia như Bangladesh, Myanmar giúp ngành dệt may Việt Nam hưởng lợi, gia tăng thêm đơn hàng và tạo niềm tin với các khách hàng lớn trên thế giới. Một yếu tố quan trọng thúc đẩy xuất khẩu dệt may Việt Nam là tình hình lạm phát tại các nền kinh tế trọng điểm đang được kiểm soát tốt, góp phần tăng cường sức mua của người tiêu dùng.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 11T/2024

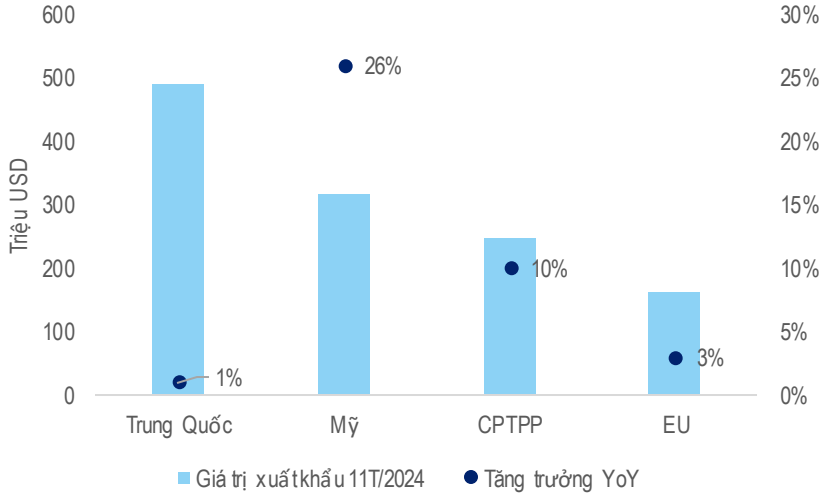
Xuất khẩu cá tra đang tiến về đích

Xuất khẩu cá tra trong 11T2024 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu cá tra đến các thị trường chủ lực



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

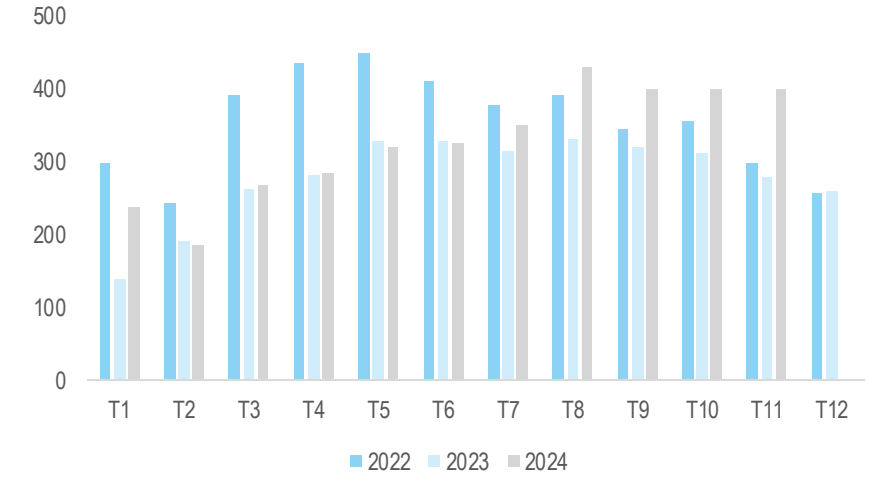
❑ Lũy kế 11T/2024, kim ngạch xuất khẩu cá tra đạt 1.8 tỷ USD, tăng 10% YoY. Riêng, kim ngạch xuất khẩu cá tra tháng 11/2024 đạt gần 179 triệu USD, tăng 16% so với tháng 11/2023. Trong đó:

- Trung Quốc – thị trường xuất khẩu chủ lực của cá tra Việt Nam, ghi nhận giá trị xuất khẩu 11T/2024 đạt 491 triệu USD, tăng nhẹ 1% YoY do sự cạnh tranh lớn từ các quốc gia khác và sự cạnh tranh từ cá thịt trắng khác.
- Ngược lại, tổng giá trị xuất khẩu cá tra sang Mỹ 11T/2024 đạt gần 317 triệu USD, tăng 26% YoY. Chỉ riêng trong tháng 11, xuất khẩu cá tra của Việt Nam vào Mỹ đạt hơn 26 triệu USD, tăng 14% YoY. Theo VASEP, sự hồi phục này đến từ tồn kho cá tra thành phẩm tại Mỹ hiện thấp hơn so với cùng kỳ năm 2023 thúc đẩy các nhà bán lẻ bổ sung hàng tồn kho cho mùa lễ hội cuối năm.

1. Tình hình xuất nhập khẩu Việt Nam 11T/2024

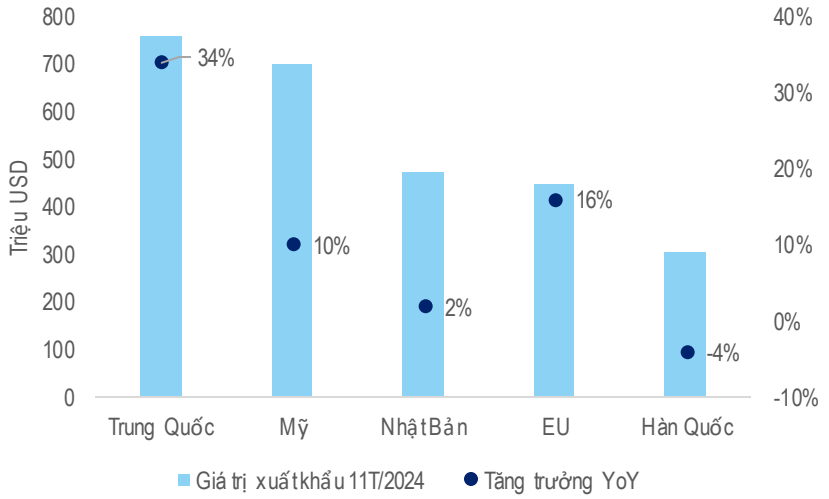
Xuất khẩu tôm tiếp tục đứng vững

Xuất khẩu tôm trong 11T2024 (triệu USD)



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Giá trị xuất khẩu tôm đến các thị trường chủ lực



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

- Lũy kế 11T/2024, kim ngạch xuất khẩu tôm đạt 3.6 tỷ USD, tăng 14% YoY. Trong đó: Kim ngạch xuất khẩu tôm Việt Nam sang Trung Quốc 11T/2024 đạt 761 triệu USD, tăng 34% YoY. Tại thị trường này, đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Việt Nam là Ecuador, đã bị Trung Quốc phát hiện dư lượng natri metabisulfit quá mức. Kim ngạch xuất khẩu tôm sang Mỹ 11T/2024 đạt 702 triệu USD, tăng 10% YoY.

- Trong tháng 10/2024, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) đã công bố kết quả cuối cùng trong các cuộc điều tra thuế chống bán phá giá (AD) với tôm nước ấm đông lạnh và và các cuộc điều tra thuế chống trợ cấp (CVD). Theo đó, thuế CVD đối với tôm Ấn Độ là 5.77%, thuế CVD tôm Ecuador 3.78%, thuế AD tôm Indonesia 3.9%, cao hơn thuế CVD của Việt Nam là 2.84%. Như vậy, với việc Hoa Kỳ áp thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp cao hơn đối với sản phẩm tôm từ Ecuador, Ấn Độ và Indonesia vào cuối tháng 12/2024, ngành tôm Việt Nam sẽ có cơ hội tận dụng được lợi thế này trong thời gian tới.

02

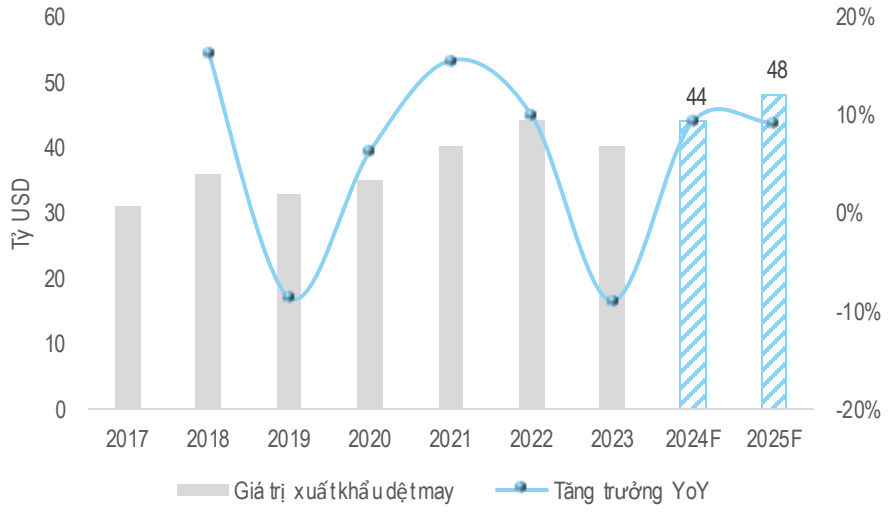
Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam vẫn duy trì đà tăng trong năm 2025 nhờ hoạt động sản xuất, xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp trong nước ổn định, đặc biệt là các nhóm hàng chủ lực tiếp tục phát huy năng lực. Trong ngắn hạn, những thay đổi chính sách thuế quan của Mỹ có thể dẫn đến tình trạng đẩy nhanh nhập khẩu hàng hóa "frontloading", tạo cơ hội cho hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam.

2. Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

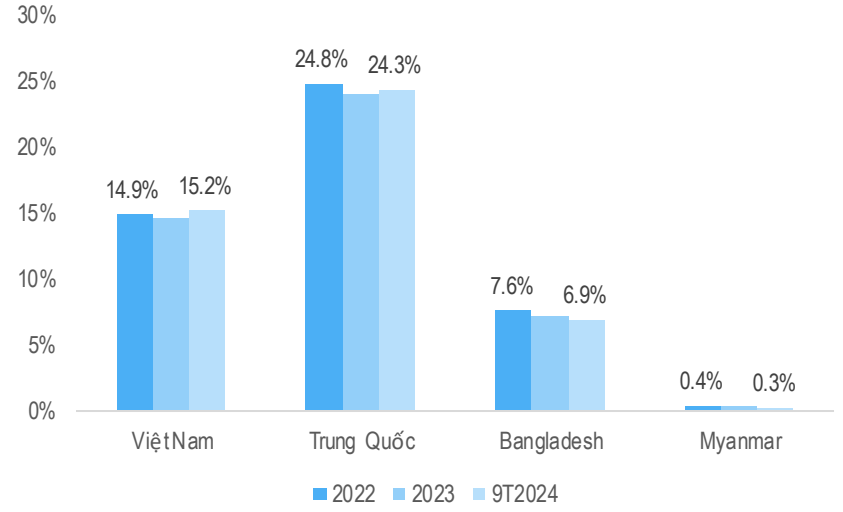
Xuất khẩu dệt may – Chinh phục tầm cao mới

Giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam



Nguồn: GSO, Vitas, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần hàng dệt may nhập khẩu vào Mỹ



Nguồn: Otexa, Shinhan Securities Vietnam

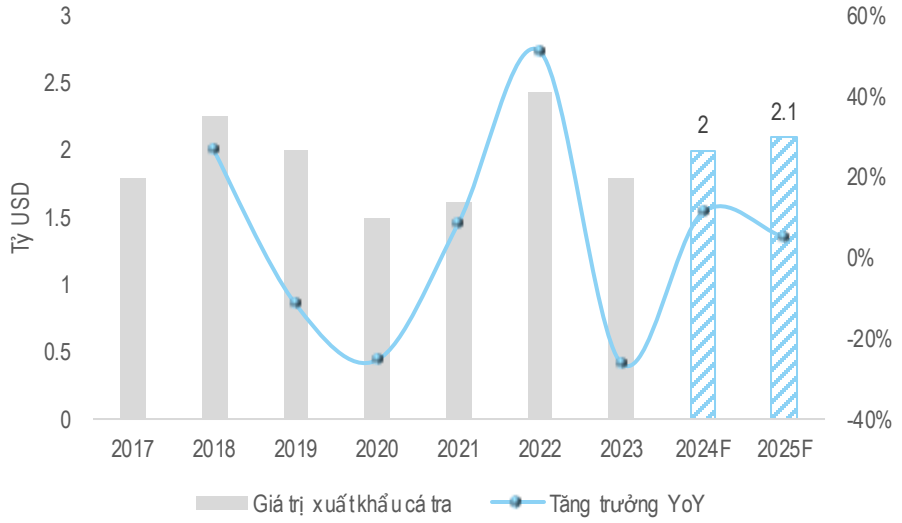
- Hoạt động xuất khẩu dệt may Việt Nam dự báo tiếp tục khởi sắc trong 2025 nhờ các yếu tố: (1) nhu cầu tiêu thụ hàng hóa tăng cao vào mùa lễ cuối năm và mùa xuân hè năm sau (2) hàng tồn kho ở các thị trường mà Việt Nam đang xuất khẩu chính như Mỹ đang ở mức thấp và (3) sự chuyển dịch đơn hàng của các quốc gia cạnh tranh như Bangladesh, Myanmar, Trung Quốc.

- Hiện tại, Mỹ chiếm 44% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam. Với thuế suất có thể tăng lên tới 60% đối với hàng dệt may Trung Quốc, Việt Nam có thể tăng thị phần tại Mỹ nhờ chi phí lao động cạnh tranh và năng lực cung ứng ổn định. Chúng tôi kì vọng Việt Nam sẽ duy trì được thị phần xuất khẩu vào Mỹ nếu các chính sách thương mại được duy trì.

2. Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

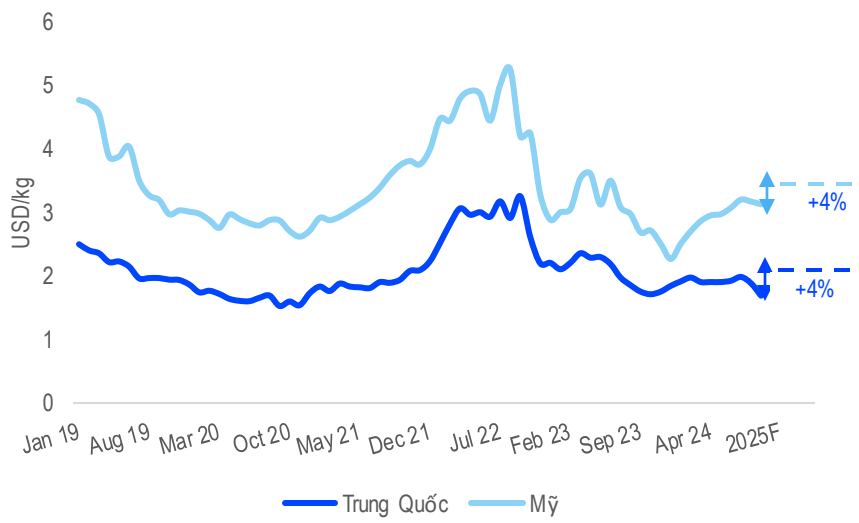
Xuất khẩu cá tra – Triển vọng khả quan

Giá trị xuất khẩu cá tra của Việt Nam



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Giá cá fillet xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc & Mỹ



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

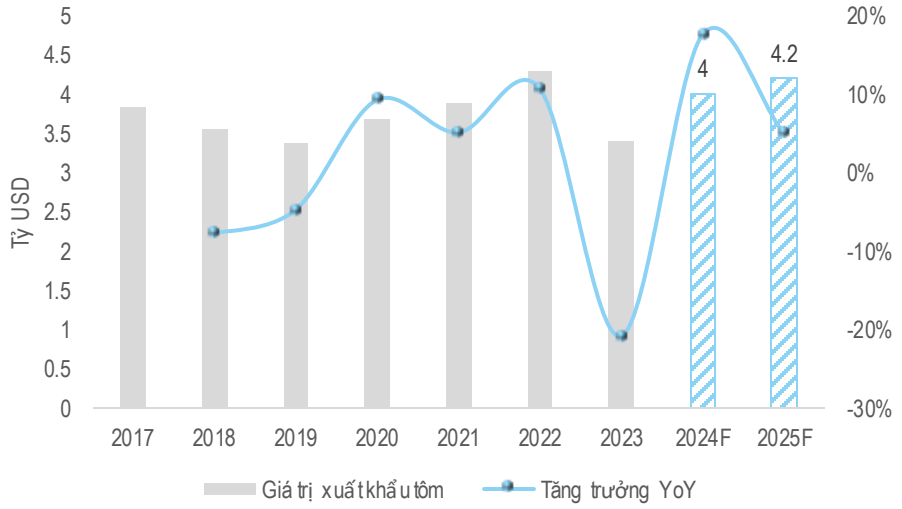
❑ Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn đề ra mục tiêu kim ngạch xuất khẩu cá tra năm 2025 vào khoảng 2 tỉ USD, đi ngang so với năm 2024. Chúng tôi đánh giá mục tiêu này thận trọng và cho rằng giá trị xuất khẩu cá tra năm 2025 có thể tăng nhẹ khoảng 5% YoY nhờ vào:

- Việc khai thác quá mức và các yếu tố môi trường đã khiến sản lượng tự nhiên của cá thịt trắng cạnh tranh trực tiếp với cá tra giảm mạnh, đặc biệt là cá rô phi và cá tuyết. Kết hợp với tình trạng nuôi trồng cá rô phi thua lỗ ở Trung Quốc, đã mở ra cơ hội lớn để cá tra trở thành lựa chọn thay thế hấp dẫn tại thị trường Mỹ.
- Theo kết quả sơ bộ mới nhất thuế chống bán phá giá vào Mỹ (POR20) có 8 doanh nghiệp Việt Nam được hưởng thuế suất bằng 0. Nếu kết quả cuối cùng công bố vào cuối Q1/2025 vẫn được giữ nguyên, điều này sẽ tạo cơ hội lớn cho cá tra Việt Nam vào thị trường Mỹ.

2. Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

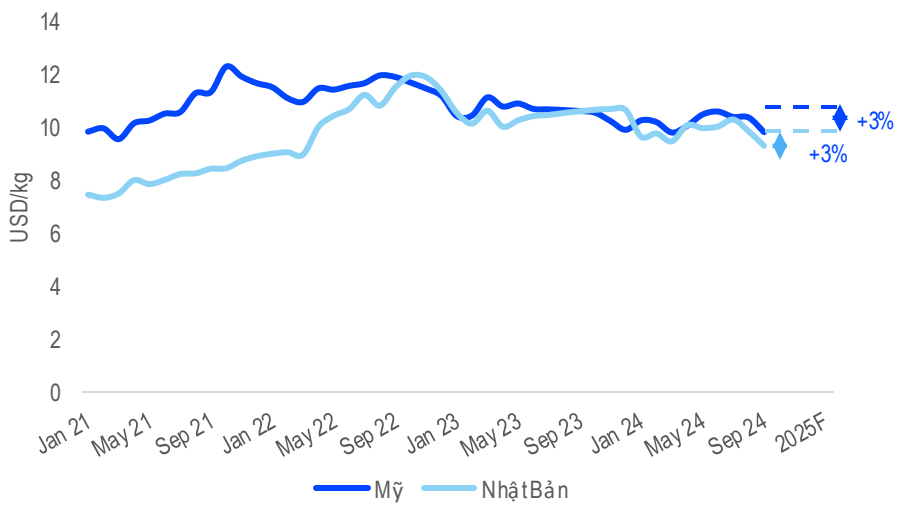
Xuất khẩu tôm – Đi sâu vào chất lượng

Giá trị xuất khẩu tôm của Việt Nam



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

Giá tôm xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản & Mỹ



Nguồn: Vasep, Shinhan Securities Vietnam

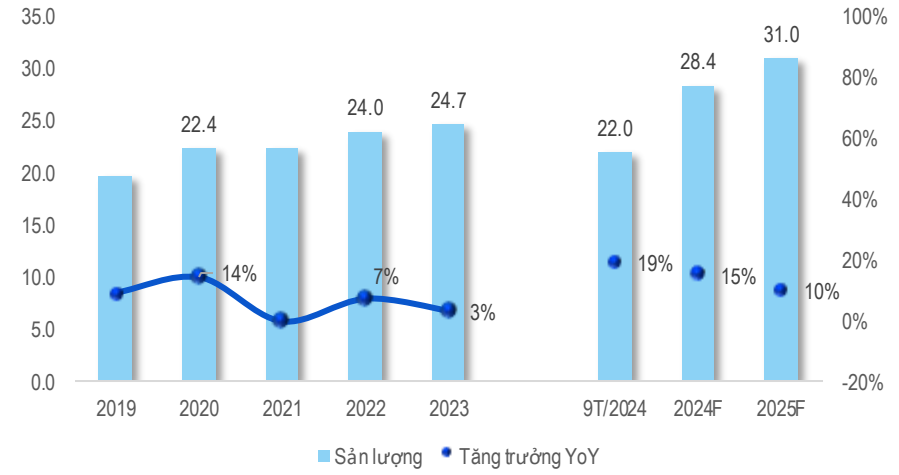
❑ Với đà tăng trưởng ấn tượng của kim ngạch xuất khẩu tôm trong những tháng cuối năm, chúng tôi kì vọng giá trị xuất khẩu tôm năm 2025 sẽ tăng 5% YoY, nhờ vào:

- Các vấn đề liên quan đến lao động và tiêu chuẩn an toàn thực phẩm của các đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam, đặc biệt là Ấn Độ và Ecuador, đã dẫn đến những cảnh báo từ các cơ quan quốc tế. Điều này mở ra một khoảng trống đáng kể cho Việt Nam gia tăng xuất khẩu tôm tại EU, Mỹ và Trung Quốc.
- Với việc Mỹ tăng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với tôm nhập khẩu từ các nước Ecuador, Ấn Độ và Indonesia từ T12/2024, ngành tôm Việt Nam được kỳ vọng sẽ nắm bắt cơ hội để mở rộng thị phần tại thị trường này.

2. Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

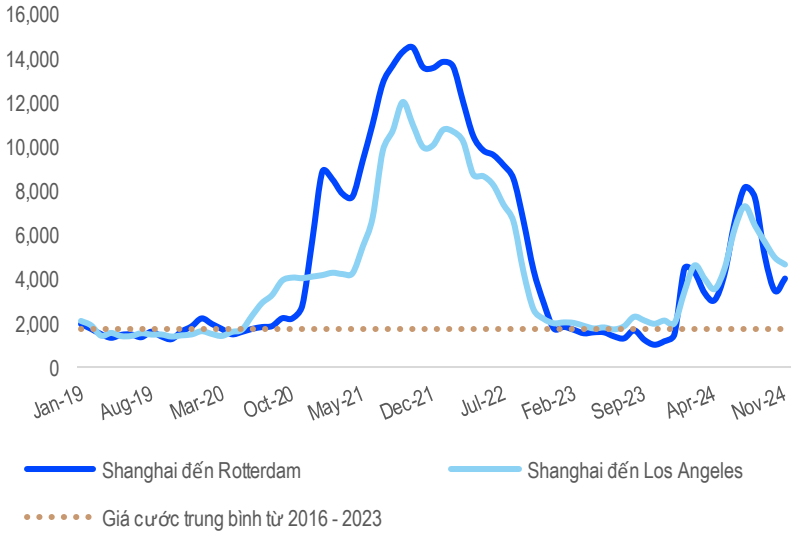
Logistics – Thích nghi với bối cảnh biến động

Sản lượng container Việt Nam (triệu TEU)



Nguồn: VPA, Shinhan Securities Vietnam

Giá cước container (USD/FEU, áp dụng cho container 40')



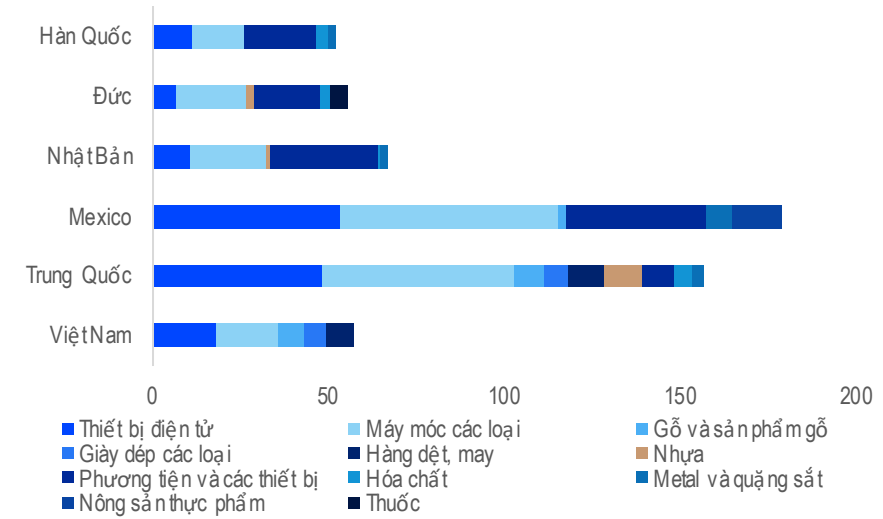
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

- Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu Việt Nam vẫn duy trì đà tăng trưởng trong 2025 nhờ hoạt động sản xuất, xuất nhập khẩu của các doanh nghiệp trong nước ổn định, đặc biệt là các nhóm hàng chủ lực tiếp tục phát huy năng lực.
- Giá cước dự báo sẽ có nhiều biến động trước khi thuế quan mới ban hành, tuy nhiên sẽ không tăng quá đột biến. Maersk dự báo nhu cầu vận tải container tăng trưởng từ 5–7% trong năm 2025, trong khi công suất vận tải ước tăng 8% YoY. Năm 2025 được đánh giá là năm nhiều biến động, đặc biệt tại thị trường Mỹ, do nguy cơ về đình công tại các cảng và chính sách áp thuế đối với hàng hóa nhập khẩu.
- Triển vọng năm 2025 mang đến cả thách thức và cơ hội cho ngành vận tải hàng hải thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá ngành logistics Việt Nam có thể hưởng lợi từ sự gia tăng đột biến của hàng nhập khẩu từ Mỹ "frontloading" trước khi các mức thuế quan mới được áp dụng.

2. Triển vọng xuất nhập khẩu Việt Nam năm 2025

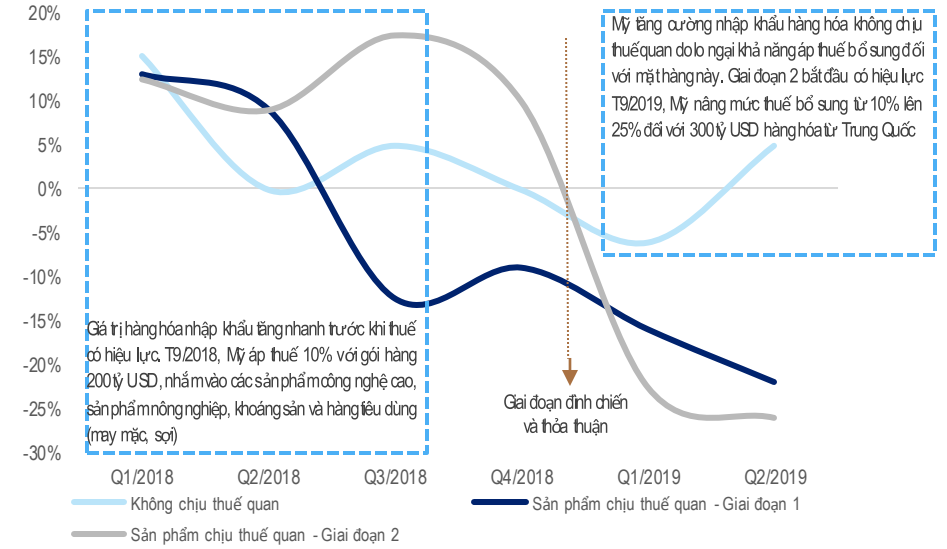
Logistics – Thích nghi với bối cảnh biến động

Nhập khẩu của Mỹ theo quốc gia và loại hàng hóa trong 8T2024 (tỷ USD)



Nguồn: Cục thống kê Mỹ, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ thay đổi giá trị hàng nhập khẩu của Mỹ từ Trung Quốc (yoy)



Nguồn: UNCTAD, Shinhan Securities Vietnam

- Trong 2 năm nay, nền kinh tế Mỹ đã ghi nhận sự thâm hụt thương mại lớn. Nhập khẩu tăng mạnh do nhu cầu đối với các sản phẩm tiêu dùng, thiết bị và thiết bị bán dẫn. Để hạn chế thâm hụt thương mại, chúng tôi dự báo nhiều khả năng Mỹ sẽ chú ý đến các sản phẩm nhóm linh kiện, phương tiện, máy móc điện tử hơn là các nhóm ngành thực phẩm.
- Trước khi Mỹ áp dụng mức thuế quan mới cho bất kì các loại sản phẩm nào, dựa vào dữ liệu năm 2018, chúng tôi cho rằng sẽ có sự gia tăng đột biến của hàng nhập khẩu từ Mỹ ít nhất trước 3 quý khi thuế có hiệu lực. Chiến lược "frontloading" đã từng đẩy giá cước vận tải biển từ châu Á đến Mỹ tăng gấp đôi trong năm 2018.
- Việc áp dụng thuế quan cao đối với hàng hóa nhập khẩu, đặc biệt là hàng hóa từ Trung Quốc, thị trường vận tải biển có thể sẽ xuất hiện dịch chuyển luồng thương mại. Giá cước vận tải biển, đặc biệt trên các tuyến châu Á – Bắc Mỹ, có thể tăng mạnh và thay đổi đáng kể dòng chảy hàng hóa toàn cầu, các quốc gia như Việt Nam và Ấn Độ có thể trở thành những điểm đến mới.

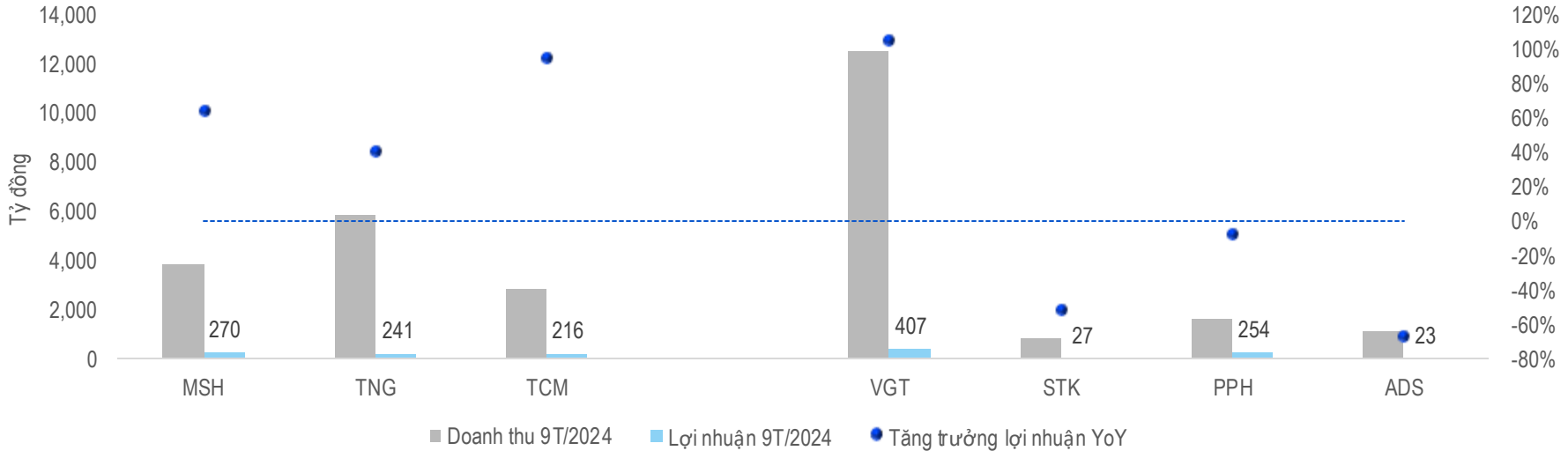
03 Cơ hội đầu tư cổ phiếu xuất nhập khẩu

TNG, MSH, TCM, STK, VHC, FMC, GMD & HAH

3. Các doanh nghiệp xuất nhập khẩu niêm yết

Sự phân hóa tăng trưởng lợi nhuận giữa các doanh nghiệp dệt may

Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành dệt may



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

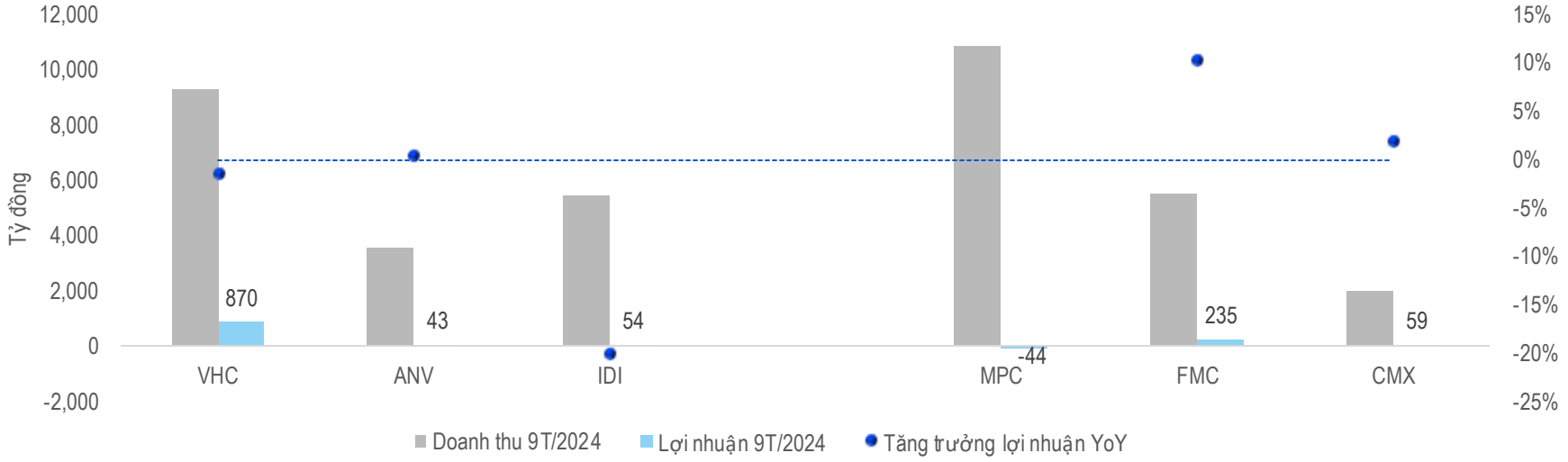
- Doanh nghiệp may: Trong 9T/2024, doanh nghiệp may ghi nhận sự bứt phá chủ yếu nhờ đơn hàng gia tăng, nhu cầu từ các thị trường lớn như Mỹ và EU phục hồi. TNG mở rộng thành công vào các thị trường xuất khẩu mới, những đơn hàng tại Mỹ và EU phục hồi và tập trung khai thác các dòng hàng khó và phức tạp. TCM gia tăng đơn hàng từ đối tác Hàn Quốc Eland và thị trường Trung Quốc; tiết giảm chi phí lãi vay. MSH ký được nhiều đơn hàng có giá trị cao và đơn hàng dồi dào.

- Doanh nghiệp sợi: Trong 9T/2024, ngoại trừ VGT ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng, các doanh nghiệp sợi còn lại hầu như ghi nhận lợi nhuận giảm mạnh. VGT cải thiện về số lượng đơn hàng do tận dụng được sự dịch chuyển từ các thị trường Trung Quốc, Bangladesh, Myanmar. Trong khi, STK và PPH chịu ảnh hưởng của biến động tỷ giá và số lượng đơn hàng giảm. ADS bị ảnh hưởng do biến động giá bông và nhà máy hoạt động không hết công suất.

3. Các doanh nghiệp xuất nhập khẩu niêm yết

Sự phân hóa tăng trưởng lợi nhuận giữa các doanh nghiệp thủy sản

Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành thủy sản



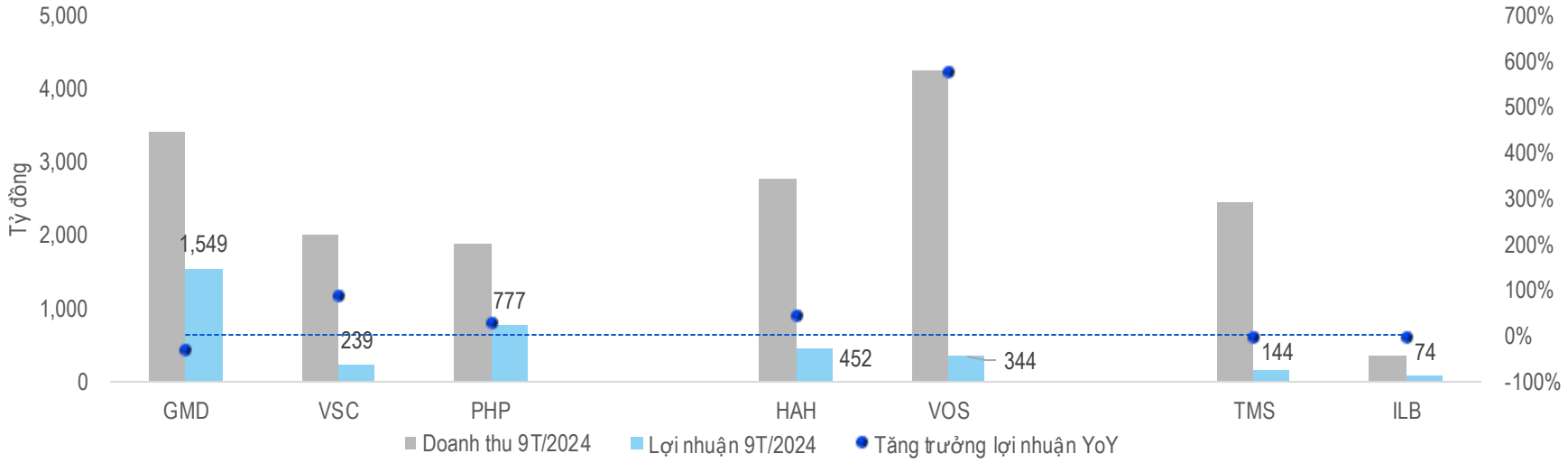
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Doanh nghiệp xuất khẩu cá tra: Trong 9T/2024, lợi nhuận của công ty xuất khẩu cá tra hầu như đi ngang so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh bị ảnh hưởng mạnh bởi giá cước vận biến động. Chi phí vận chuyển trong quý 3/2024 của ANV đã tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ còn VHC tăng khoảng 233% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy đã có sự bùng nổ xuất khẩu cá tra trong quý 3/2024, mang lại tín hiệu lạc quan cho ngành trong năm sau. Riêng trong Q3/2024, VHC đã ghi nhận mức lợi nhuận cao nhất trong 4 quý trở lại đây

- Doanh nghiệp xuất khẩu tôm: Trong 9T/2024, lợi nhuận của công ty xuất khẩu tôm diễn biến thuận lợi hơn, tuy nhiên các doanh nghiệp cũng phải chịu chi phí vận chuyển tăng. Riêng Q3/2024, FMC ghi nhận mức doanh thu kỷ lục. MPC ghi nhận lợi nhuận lỗ do kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh các công ty nuôi tôm giống và tôm thương phẩm đạt hiệu quả thấp hơn so với cùng kỳ.

Sự phân hóa tăng trưởng lợi nhuận giữa các doanh nghiệp logistics

Kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp lớn trong ngành logistics



Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

- Doanh nghiệp cảng biển: Trong 9T/2024, nhóm cảng biển ghi nhận kết quả kinh doanh khởi sắc. Nếu loại trừ khoản thoái vốn đột biến trong 2023, mảng kinh doanh cốt lõi của GMD ước tính tăng trưởng 20% YoY. VSC tăng trưởng bứt phá sau khi mua lại cảng Nam Hải Đình Vũ của GMD và thoái vốn khỏi khoản đầu tư ngoài ngành. PHP ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng và khoản lợi nhuận khác đến từ việc nhận đền bù từ TP. Hải Phòng cho việc di dời cảng Hoàng Diệu.
- Doanh nghiệp vận tải: Nhờ hoạt động vận tải biển sôi nổi và giá cước vận tải neo ở mức cao, nhóm vận tải biển đã đạt kết quả kinh doanh tích cực. HAH còn có sự đóng góp từ các tàu mới từ cuối năm 2023 đến giữa năm 2024, mang lại nguồn thu lớn cho công ty. VOS ghi nhận lợi nhuận đột biến từ bán tàu.
- Doanh nghiệp kho vận: Lợi nhuận TMS chưa có nhiều đột biến khi chi tài chính liên tục tăng cao và và phần lãi trong công ty liên doanh liên kết giảm.

Các doanh nghiệp dệt may niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Dự phóng kết quả kinh doanh		Định giá 25F	
No.	Mã	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (*) (VND)	Upside (%)	GPM TTM (%)	ROA TTM (%)	ROE TTM (%)	LNST 2025 (tỷ VND)	T.Trg LNST 2024 (% YoY)	P/E (x)	P/B (x)
1	VGT	Dệt may	7,600	15,200	-	-	9.5	1.0	2.9	-	-	-	-
2	TCM	Dệt may	4,878	47,900	59,400	24.0	16.4	6.7	11.3	297	8.0	20.3	1.6
3	STK	Dệt may	2,377	24,600	28,544	16.0	12.7	1.7	3.5	215	489.2	11.9	1.4
4	MSH	Dệt may	4,005	53,400	58,000	8.6	14.0	8.9	19.9	390	20.3	11.1	2.6
5	TNG	Dệt may	3,248	26,500	31,500	18.8	15.3	5.4	16.7	347	14.1	11.0	1.8
6	ADS	Dệt may	676	8,850	-	-	7.7	1.2	3.5	-	-	-	-

(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Các doanh nghiệp thủy sản niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Dự phóng kết quả kinh doanh		Định giá 25F	
No.	Mã	Sản phẩm chính	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (*) (VND)	Upside (%)	GPM TTM (%)	ROA TTM (%)	ROE TTM (%)	LNST 2025 (tỷ VND)	T.Trg LNST 2024 (% YoY)	P/E (x)	P/B (x)
1	VHC	Cá tra	16,609	74,000	84,000	13.5	12.8	7.0	10.2	1,253	16.9	15.0	2.3
2	ANV	Cá tra	5,431	20,400	22,200	8.8	11.5	0.8	1.4	230	130	20.6	1.8
3	MPC	Tôm	6,014	15,000	-	-	9.3	0.5	1.0	-	-	-	-
4	FMC	Tôm	3,102	47,450	53,200	12.1	10.0	7.8	13.6	401	29.3	8.6	1.9

(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

Các doanh nghiệp logistics niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu			Chỉ số tài chính			Dự phóng kết quả kinh doanh		Định giá 25F		
No.	Mã	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT (*) (VND)	Upside (%)	GPM TTM (%)	ROA TTM (%)	ROE TTM (%)	LNST 2025 (tỷ VND)	T.Trg LNST 2024 (% YoY)	P/E (x)	P/B (x)	EV/EBIT DA (x)
1	GMD	Dịch vụ cảng	27,918	65,700	70,000	6.5	43.9	9.4	14.7	1,758	11.9	18.1	2.2	10.4
2	HAH	Dịch vụ cảng	6,164	50,800	54,000	6.2	25.0	7.3	15.5	758	19.6	9.6	1.6	2.2
3	VSC	Dịch vụ cảng	4,631	16,150	18,100	12.0	31.6	3.4	5.9	370	17.0	20	1.3	2.5
4	ILB	Dịch vụ kho bãi	820	33,500	-	-	40.2	6.2	19.5	-	-	-	-	-
5	TMS	Dịch vụ kho bãi	7,230	42,700	-	-	16.8	3.4	6.7	-	-	-	-	-
6	VOS	Vận tải nội địa	2,506	17,900	-	-	3.0	15.2	24.1	-	-	-	-	-
7	VIP	Vận tải nội địa	1,027	15,000	-	-	20.8	4.6	5.1	-	-	-	-	-
8	VTO	Vận tải nội địa	1,233	15,450	-	-	24.5	7.2	10.3	-	-	-	-	-

(*) Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới

(**) Chúng tôi loại bỏ lợi nhuận đột biến từ thanh lý tài sản

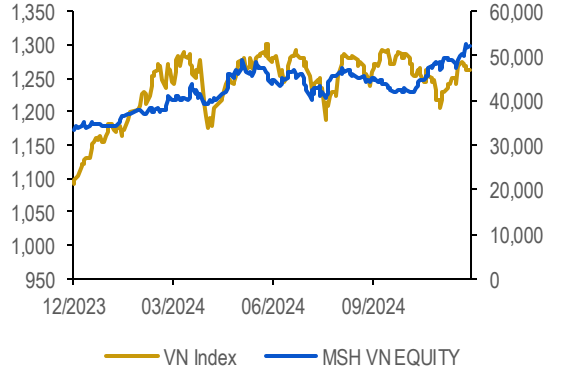
Nguồn: Fiinpro, Shinhan Securities Vietnam

Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

CTCP May Sông Hồng (HOSE: MSH)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**58,000 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	53,400 VND
Suất sinh lời (%)	8.6%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	4,005
SLCP lưu hành (triệu CP)	75
Tự do giao dịch (triệu CP)	37
52-tuần cao/thấp (VND)	54,100/36,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.18
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	10
Cổ đông lớn (%) Bùi Đức Thịnh	23.9
Cổ đông lớn (%) CTCP Chứng khoán FPT	12.79

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	10.5	13.3	45.4
So với VNIndex(%)	12.0	12.9	31.4



Thuận sông, ra biển

MSH là một trong những nhà máy sản xuất hàng may mặc và chăn ga gối đệm lớn hàng đầu Việt Nam. Với năng lực sản xuất hiện tại khoảng 96 triệu sản phẩm/năm (chưa bao gồm nhà máy Xuân Trường), kim ngạch xuất khẩu của May Sông Hồng hiện đứng top đầu trong tổng số hơn 6,500 doanh nghiệp dệt may cả nước, đạt trên 300 triệu USD. Riêng xuất khẩu sang Mỹ xếp hàng thứ hai ở Việt Nam, đạt trên 200 triệu USD. Sau 35 năm, MSH đã trở thành nhà sản xuất uy tín của các hãng thời trang nổi tiếng như Columbia Sportswear, Haddad Brands,GIII,…

Quan điểm đầu tư

- Nhà máy mới Xuân Trường sẽ là động lực tăng trưởng trong trung và dài hạn. Nhà máy dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2025 và đạt công suất tối đa từ năm 2027. Dự án này dự kiến có thể mang về doanh thu khoảng 1,500 tỷ đồng, tương đương 30% doanh thu hiện tại và gia tăng công suất thêm khoảng 25% so với trước đó.
- Nhà máy ở Ai Cập đã hoàn thành xây dựng, dự kiến bắt đầu sản xuất đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ từ tháng 4/2025. Chúng tôi đánh giá dự án này sẽ tận dụng được(1) lợi thế về chi phí nhân công, (2) khoảng cách địa lý thuận lợi giúp rút ngắn vận chuyển hàng hóa đến thị trường như Mỹ, EU và (3) Hiệp định thương mại tự do với Israel mang lại cơ hội xuất khẩu hàng hóa từ Ai Cập sang Mỹ với thuế suất 0%
- Duy trì chính sách trả cổ tức cao với mức lợi suất hàng năm khoảng 6%.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, MSH ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,852 tỷ đồng (+14% YoY) và LNST đạt 260 tỷ đồng (+57% YoY). Lượng đơn hàng gia tăng và ký được nhiều đơn hàng có giá trị cao là yếu tố chủ đạo cho sự phục hồi lợi nhuận của MSH. Trong năm 2025, chúng tôi kì vọng kết quả hoạt động kinh doanh của MSH sẽ tiếp tục tăng trưởng, nhờ (1) nhà máy mới Xuân Trường II và nhà máy tại Ai Cập đi vào hoạt động, (2) lượng đơn hàng dồi dào và (3) tập trung xuất khẩu các mặt hàng có giá trị cao.

Rủi ro: (1) Rủi ro tỷ giá, (2) Sức mua suy giảm, (3) Rủi ro đứt gãy nguồn cung nguyên liệu và (4) Rủi ro thanh toán.

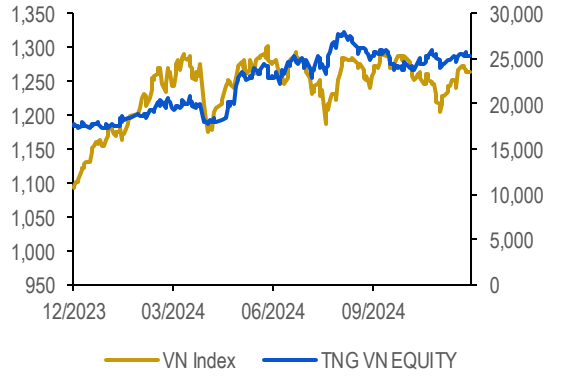
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4,478	5,521	4,452	5,817	6,398
LN từ HĐKD (tỷ VND)	487	359	187	277	370
LNST (tỷ VND)	442	375	245	324	390
EPS (đồng)	5,897	4,998	3,260	4,303	5,200
OPM (%)	10.3	6.5	4.1	5.3	5.8
NPM (%)	9.3	6.8	5.4	6.2	6.1
ROE (%)	31.7	24.7	15.0	16.4	17.1
P/E (x)	8.9	6.6	11.1	15.4	11.1
P/B (x)	2.8	1.5	1.7	2.3	2.6

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (HNX: TNG)

TNG

Giá mục tiêu (12 tháng)	**31,500 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	26,500VND
Suất sinh lời (%)	18.8%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	3,248
SLCP lưu hành (triệu CP)	123
Tự do giao dịch (triệu CP)	58
52-tuần cao/thấp (VND)	29,000/16,667
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	205
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	49
Cổ đông lớn (%) Nguyễn Văn Thời	18.53
Nguyễn Đức Mạnh	7.12

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	0.0	13.2	42.5
So với VNIndex(%)	1.5	12.9	28.5



Cuộc đua trường kỳ

TNG là một trong các doanh nghiệp dệt may xuất khẩu lớn nhất Việt Nam, hoạt động chính trong lĩnh vực may công nghiệp xuất khẩu, sản xuất hàng nội địa thương hiệu TNG, ngoài ra chính thức mở rộng sang lĩnh vực bất động sản. TNG chuyên cung cấp hàng may mặc cho các đối tác như Decathlon, Columbia, Costco, Nike,...., đồng thời xuất khẩu bông phục vụ cho nguồn nguyên liệu sản xuất các sản phẩm jacket của các khách hàng đối tác sang thị trường Ấn Độ, Indo, …Hiện tại, TNG là doanh nghiệp dệt may duy nhất đáp ứng đầy đủ bộ 17 tiêu chí của Liên Hợp Quốc về ESG, điều này đã giúp cho TNG nhận được thêm nhiều hợp đồng sản xuất cho các thương hiệu lớn.

Quan điểm đầu tư

- Thị trường chủ lực phục hồi kéo theo số lượng đơn hàng gia tăng. Cụ thể với 2 thị trường chính Mỹ và EU, đơn hàng dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng nhờ tồn kho của đối tác ở mức thấp thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu.
- Mở rộng thị trường xuất khẩu mới sang Mexico, Singapore nhờ ưu đãi thuế quan và cam kết mở cửa thị trường từ Hiệp định Thương mại tự do CPTPP.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ khai thác dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao (như sản phẩm áo Jacket). Ngoài ra, TNG tập trung vào các đơn hàng FOB (biên lợi nhuận tốt hơn đơn hàng CMT), đơn hàng có giá trị cao trong bối cảnh ngành dệt may đang dần phục hồi cũng như liên tục hợp tác với các khách hàng mới.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, TNG ghi nhận doanh thu thuần đạt 5,884 tỷ đồng (+8% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 241 tỷ đồng (+47% YoY). Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh nhờ mở rộng thành công vào các thị trường xuất khẩu mới; những đơn hàng tại Mỹ và EU phục hồi và tập trung khai thác các dòng hàng khó, phức tạp. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của TNG sẽ tiếp tục bứt phá trong năm 2025, nhờ (1) thị trường xuất khẩu chủ lực phục hồi và (2) biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ những dòng sản phẩm có giá trị cao.

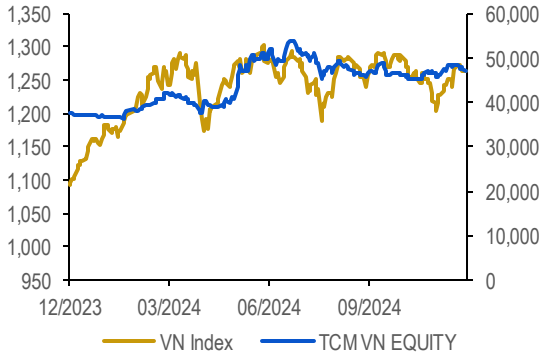
Rủi ro: (1) Rủi ro tỷ giá, (2) Sức mua suy giảm, (3) Rủi ro đứt gãy nguồn cung nguyên liệu và (4) Rủi ro thanh toán.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,444	6,772	7,095	7,780	8,869
LN từ HĐKD (tỷ VND)	398	553	519	590	670
LNST (tỷ VND)	232	293	218	304	347
EPS (đồng)	2,312	2,332	1,775	2,307	2,844
OPM (%)	7.3	8.2	7.3	7.5	7.5
NPM (%)	4.3	4.3	3.1	3.9	4.0
ROE (%)	17.8	18.5	13.0	14.5	15.2
P/E (x)	11.3	4.9	10.4	13.6	11.0
P/B (x)	2.1	0.9	1.3	1.6	1.8

CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công (HSX: TCM)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**59,400 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	47,900 VND
Suất sinh lời (%)	24.0%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	4,878
SLCP lưu hành (triệu CP)	102
Tự do giao dịch (triệu CP)	44
52-tuần cao/thấp (VND)	54,400/36,091
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.95
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	93
Cổ đông lớn (%) E-land	47.02
Nguyễn Văn Nghĩa	10.0

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	1.9	-1.7	27.7
So với VNIndex(%)	3.4	-2.0	13.6



Thành Công trở lại

TCM là một trong số ít những doanh nghiệp dệt may tại Việt Nam có quy trình sản xuất khép kín từ sợi - đan/dệt - nhuộm - may. Điều này giúp TCM tự chủ nguồn cung vải, nhờ đó hưởng lợi nhiều nhất từ hai hiệp định thương mại CPTPP (hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương) và EVFTA (hiệp định Thương mại tự do Việt Nam – EU). Ngoài ra, TCM là một trong những doanh nghiệp hàng đầu dệt may Việt Nam với công suất nhà máy may lên đến 18 triệu sản phẩm/năm. Sản phẩm của TCM chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Nhật Bản, Châu Âu, Hàn Quốc và Trung Quốc.

Quan điểm đầu tư

- Dự án bất động sản TC Tower được tái khởi động với sự hợp tác của CTCP DBFS mang lại triển vọng tăng trưởng cho TCM trong trung và dài hạn. Dự án dự kiến sẽ bắt đầu triển khai vào đầu 2026, dự kiến đạt 2,800 tỷ đồng doanh thu và 1,100 tỷ đồng lợi nhuận.
- Thương vụ M&A SY Vina giúp TCM củng cố quy trình sản xuất khép kín và mở rộng năng lực sản xuất. Với công suất trên 8 triệu mét vải/năm sẽ bổ sung thêm cho vải đan truyền thống tại Dệt may Thành Công, nhà máy nhuộm với công suất hơn 19.5 triệu mét vải/năm và nhà máy may với công suất 69.6 triệu sản phẩm khăn/năm, chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ góp phần gia tăng doanh thu và lợi nhuận cho công ty trong trung và dài hạn.
- Lượng đơn hàng dồi dào từ thị trường châu Á, đặc biệt là thị trường Hàn Quốc. Khách hàng lớn của TCM là Tập đoàn E-land (Hàn Quốc) dự kiến tiếp tục gia tăng đơn đặt hàng trong năm 2025 sẽ giúp công ty duy trì lượng đơn hàng ổn định.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, TCM ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,885 tỷ đồng (+15% YoY) và LNST đạt 215 tỷ đồng (+95% YoY). Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh nhờ đơn hàng lớn từ đối tác Hàn Quốc Eland và Trung Quốc. Chúng tôi kì vọng lợi nhuận của TCM sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025, nhờ (1) thị trường xuất khẩu chủ lực phục hồi và (2) gia tăng công suất sản xuất và tối ưu quy trình sản xuất khép kín từ sợi-đan/dệt - nhuộm - may.

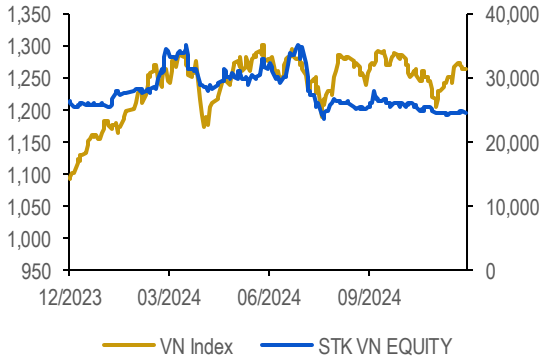
Rủi ro: (1) Rủi ro tỷ giá, (2) Sức mua suy giảm, (3) Rủi ro đứt gãy nguồn cung nguyên liệu và (4) Rủi ro thanh toán.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,535	4,337	3,325	4,465	4,911
LN từ HĐKD (tỷ VND)	159	363	215	384	422
LNST (tỷ VND)	143	279	132	275	297
EPS (đồng)	1,189	2,331	1,101	2,696	2,915
OPM (%)	4.5	8.4	6.5	8.2	8.5
NPM (%)	4.0	6.4	4.0	5.9	6.0
ROE (%)	7.3	12.9	5.6	13.9	13.8
P/E (x)	38.4	18.3	33.6	17.4	20.3
P/B (x)	2.7	2.2	1.9	1.3	1.6

CTCP Sợi Thế Kỷ (HSX: STK)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**28,544 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	24,600 VND
Suất sinh lời (%)	16.0%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	2,377
SLCP lưu hành (triệu CP)	97
Tự do giao dịch (triệu CP)	59
52-tuần cao/thấp (VND)	36,600/23,050
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.05
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	1
Cổ đông lớn (%) CTCP Tư vấn Đầu tư Hướng Việt	20.19
Cổ đông lớn (%) Đặng Triệu Hòa	14.57

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-8.6	-17.9	-3.5
So với VNIndex(%)	-7.1	-18.3	-17.6



Bước qua khó khăn

STK là một trong những nhà sản xuất sợi tổng hợp hàng đầu với thị phần doanh số và giá trị xuất khẩu đứng thứ ba Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty là các loại sợi tơ tổng hợp Polyester Filament bao gồm sợi DTY (Drawn Textured Yarn), sợi FDY (Fully Drawn Yarn) và sợi tái chế. Trong đó, STK nổi bật với việc sản xuất sợi tái chế cùng công nghệ Chips Spinning, chiếm khoảng 50% doanh thu của toàn công ty. Khách hàng chính của Sợi Thế Kỷ là các doanh nghiệp FDI (chiếm 70%) đặt nhà máy tại Việt Nam và các nhà máy dệt có trụ sợ tại Thái Lan, Hàn Quốc, Nhật Bản (chiếm 17%).

Quan điểm đầu tư

- Sản phẩm sợi tái chế là động lực giúp cho Sợi Thế Kỷ tăng trưởng trong trung và dài hạn. Chiến lược tập trung phát triển sợi tái chế chất lượng cao của STK phù hợp với xu thế xanh hóa dệt may của thế giới, đem lại lợi thế cạnh tranh do tập trung sản phẩm chất lượng cao và giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Nhà máy Unitex giai đoạn 1 sẽ đi vào hoạt động từ đầu năm 2025, nâng 60% công suất so với hiện tại. Sau khi đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận gộp của STK sẽ tăng lần lượt 45% và 46% so với trung bình 5 năm gần nhất.
- Nhu cầu hàng dệt may hồi phục tích cực

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, STK ghi nhận doanh thu đạt 876 tỷ đồng (-18% YoY), LNST đạt 27 tỷ đồng (-52% YoY). Nhu cầu nguyên liệu xơ sợi suy yếu và lỗ chênh lệch tỷ giá là nguyên nhân khiến doanh thu và lợi nhuận sau thuế của STK giảm mạnh. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của STK sẽ tăng trưởng trở lại trong năm 2025, nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp cải thiện, (2) Nhà máy Unitex GĐ1 đi vào hoạt động và (3) Nhu cầu hàng dệt may hồi phục tích cực.

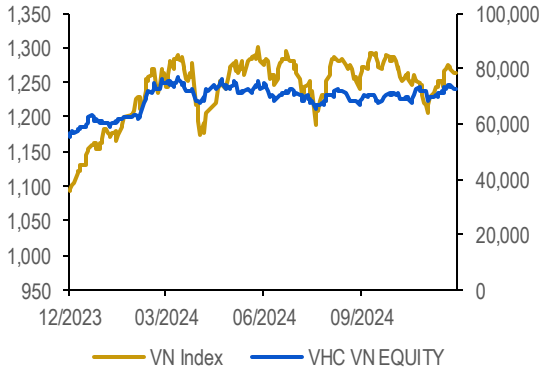
Rủi ro: (1) Rủi ro nhu cầu hồi phục không được như kỳ vọng; (2) Rủi ro biến động giá dầu; (3) Rủi ro bán phá giá từ Trung Quốc; (4) Rủi ro tỷ giá tăng.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,042	2,115	1,425	1,120	2,450
LN từ HĐKD (tỷ VND)	276	290	112	81	270
LNST (tỷ VND)	278	242	88	37	215
EPS (đồng)	4,084	3,341	993	378	2,228
OPM (%)	19.1	13.7	7.9	7.3	11.0
NPM (%)	13.6	11.5	6.2	3.3	8.8
ROE (%)	22.1	15.7	5.4	2.2	11.7
P/E (x)	13.9	11.7	30.5	70.1	11.9
P/B (x)	2.5	2.5	1.6	1.5	1.4

CTCP Vĩnh Hoàn (HOSE: VHC)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**84,000 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	74,000 VND
Suất sinh lời (%)	13.5%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	16,609
SLCP lưu hành (triệu CP)	224
Tự do giao dịch (triệu CP)	112
52-tuần cao/thấp (VND)	82,200/60,333
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.62
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	49
Cổ đông lớn (%) Trương Thị Lệ Khanh	42.3
Dragon Capital	6.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	2.2	2.9	22.0
So với VNIndex(%)	3.7	2.6	7.9



Từng bước phục hồi

CTCP Vĩnh Hoàn là doanh nghiệp đầu ngành cá tra của Việt Nam với tỷ trọng xuất khẩu lên đến hơn 15% tổng kim ngạch xuất khẩu cá tra cả nước. Thị trường VHC xuất khẩu chủ yếu bao gồm Mỹ, EU và Trung Quốc.

Quan điểm đầu tư

- Sản lượng tự nhiên của cá thịt trắng cạnh tranh trực tiếp với cá tra giảm mạnh. Ngoài ra, tình trạng nuôi trồng cá rô phi thua lỗ ở Trung Quốc có thể mở ra cơ hội lớn để cá tra trở thành lựa chọn thay thế hấp dẫn tại thị trường Mỹ.
- Biên lợi nhuận gộp kì vọng cải thiện nhờ chi phí nuôi trồng và chi phí vận chuyển dự kiến sẽ giảm. Chúng tôi kỳ vọng giá bột đậu nành sẽ hạ nhiệt dần, điều đó sẽ tiết giảm được chi phí thức ăn thủy sản trong 2025. Ngoài ra, chi phí vận chuyển cũng được đánh giá sẽ không có mức tăng quá đột biến trong năm 2025, qua đó cải thiện biên lợi nhuận của VHC.
- Câu chuyển mở rộng hệ sinh thái như sản xuất bánh phồng tôm, các sản phẩm từ gạo,… sẽ tiếp tục là điểm sáng trong trung và dài hạn, giúp giảm phụ thuộc vào sự biến động của mảng kinh doanh xuất khẩu cá tra.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, VHC ghi nhận doanh thu thuần đạt 9,329 tỷ đồng (+22.1% YoY), lãi sau thuế 870 tỷ đồng (-1% YoY). Doanh thu ghi nhận tăng trưởng ở hầu hết các mảng kinh doanh, trong đó doanh thu mảng cá tra đạt 5,099 tỷ (+17.8% YoY), chủ yếu đến từ sản lượng tăng 21% YoY. Tuy nhiên, lợi nhuận 9T/2024 bị bào mòn bởi chi phí vận chuyển và chi phí tài chính (lỗ tỷ giá). Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng lợi nhuận VHC sẽ tăng trưởng 18% YoY nhờ vào (1) sản lượng tiêu thụ cá tra tại Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới khi lượng tồn kho đang ở mức thấp và sản lượng cá rô phi từ Trung Quốc sụt giảm, (2) giá bán cá tra dự kiến tăng khoảng 4% YoY và (3) giá cước vận tải hạ nhiệt.

Rủi ro: (1) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (2) Rủi ro thiếu nguồn cung cá tra nguyên liệu, (3) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao

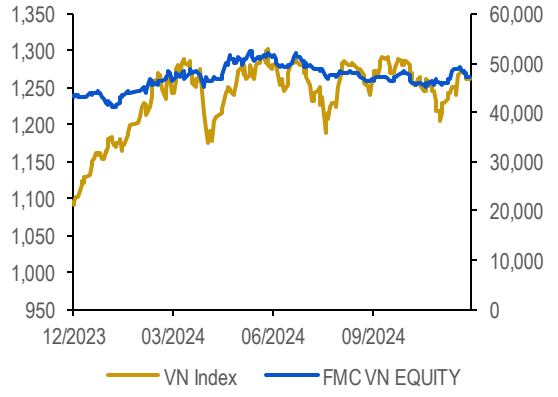
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	9,054	13,231	10,039	12,147	13,361
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,199	2,254	928	974	1,129
LNST (tỷ VND)	1,107	2,013	974	1,071	1,226
EPS (đồng)	5,933	10,771	3,994	4,513	5,159
OPM (%)	13.2	17.0	9.2	8.0	8.4
NPM (%)	12.2	15.2	9.5	8.8	9.3
ROE (%)	20.0	29.6	11.7	13	14.1
P/E (x)	10.5	6.5	15.1	17.4	15.0
P/B (x)	2.0	1.7	1.6	2.1	2.3

CTCP Thực phẩm Sao Ta (HOSE: FMC)

FIMEX VN
A MEMBER OF THE PAN GROUP
THE PAN GROUP

Giá mục tiêu (12 tháng)	**53,200 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	47,750 VND
Suất sinh lời (%)	11.4%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	3,102
SLCP lưu hành (triệu CP)	65
Tự do giao dịch (triệu CP)	15
52-tuần cao/thấp (VND)	55,000/42,500
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.04
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	2
Cổ đông lớn (%) CTCP Tập đoàn PAN	37.75
Cổ đông lớn (%) CTCP Chăn nuôi CP Việt Nam	24.9

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-1.3	-5.7	3.6
So với VNIndex(%)	0.2	-6.0	-10.5



Xây dựng sức bền

CTCP Thực phẩm Sao ta (HoSE: FMC) là một trong những doanh nghiệp xuất khẩu tôm hàng đầu Việt Nam khi vẫn luôn giữ vững vị trí trong top 5 nhà xuất khẩu tôm lớn nhất Việt Nam. FMC hiện tự chủ được 30% tôm nguyên liệu cùng với vùng nuôi rộng 505ha.

Quan điểm đầu tư

- Chúng tôi kì vọng Nhà máy Thủy sản Sao Ta và Tam An 2 (đi vào hoạt động trong nửa đầu năm 2023) sẽ dần hoạt động hết công suất, đáp ứng nhu cầu và gia tăng thị phần tại các thị trường xuất khẩu.
- Chế biến sâu giúp FMC duy trì hiệu quả kinh doanh, nâng cao giá trị sản phẩm tôm xuất khẩu trên thế giới, qua đó, duy trì được thị phần tại Nhật Bản (thị trường đòi hỏi kỹ thuật chế biến tỉ mỉ) và Mỹ (trước sức ép tôm sơ chế của Ecuador, Ấn Độ, Indonesia).
- "Sản xuất xanh" và áp dụng công nghệ trong nuôi tôm. Vùng nuôi 200 ha của FMC có chứng nhận ASC (Hội đồng Quản lý Nuôi trồng thủy sản) sẽ thuận lợi thâm nhập thị trường Tây Âu. Bên cạnh đó, áp dụng công nghệ để nâng tỷ lệ nuôi thành công và giảm giá thành chi phí sản xuất, qua đó nâng cao sức cạnh tranh so với tôm của Ecuador, Ấn Độ.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, FMC ghi nhận doanh thu thuần đạt 5,549 tỷ đồng (+44.7% YoY), lãi sau thuế 235 tỷ đồng (+10.3% YoY). Doanh thu tăng mạnh chủ yếu nhờ đóng góp tích cực của mảng Tôm, trong đó sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 32% YoY và giá bán tăng khoảng 11% YoY. Tuy nhiên, đà tăng của LNST thấp hơn do chi phí bán hàng tăng cao +131% YoY (FMC phải trích lập khoảng 50 tỷ đồng cho thuế CBPG (POR 20) và 23 tỷ đồng cho thuế chống lẩn tránh đối với sản phẩm Tôm xuất khẩu vào thị trường Mỹ).
- Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng lợi nhuận cốt lõi của FMC sẽ tăng trưởng nhờ vào (1) nhà máy Thủy sản Sao Ta 2 và nhà máy Tam An gia tăng công suất giúp gia tăng sản lượng, (2) hoàn nhập 42 tỷ đồng thuế CBPG POR19 trích trong năm 2023 và (3) giá cước vận tải hạ nhiệt.

Rủi ro: (1) Rủi ro cạnh tranh, (2) Rủi ro dịch bệnh, điều kiện thời tiết không thuận lợi cho nuôi trồng, (3) Rủi ro nguồn nguyên liệu đầu vào, (4) Rủi ro chi phí vận chuyển tăng cao

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5,199	5,702	5,087	6,700	7,618
LN từ HĐKD (tỷ VND)	265	307	292	300	385
LNST (tỷ VND)	287	321	302	310	401
EPS (đồng)	4,677	4,605	4,221	4,301	6,169
OPM (%)	5.1	5.4	5.7	4.5	5.0
NPM (%)	5.5	5.6	5.9	4.6	5.3
ROE (%)	22.4	15.7	13.9	13.9	14.2
P/E (x)	10.8	7.0	7.6	12.6	8.6
P/B (x)	1.7	1.0	0.9	1.6	1.9

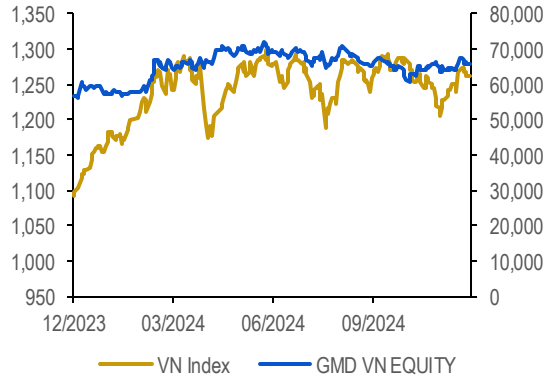
Shinhan Securities

CTCP Gemadept (HOSE: GMD)

GEMADEPT CORPORATION

Giá mục tiêu (12 tháng)	**70,000 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	65,700 VND
Suất sinh lời (%)	11.6%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	27,198
SLCP lưu hành (triệu CP)	413
Tự do giao dịch (triệu CP)	388
52-tuần cao/thấp (VND)	74,778/57,318
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.01
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	65
Cổ đông lớn (%) VII FUND II,LP	13.81
Cổ đông lớn (%) SSJ Consulting VN	7.17

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	-2.9	-6.5	12.3
So với VNIndex(%)	-1.5	-6.8	-1.8



Nền tảng vững chắc

CTCP Gemadept là một trong những công ty logistic hàng đầu Việt Nam, có mạng lưới Cảng và Logistics, hệ thống hiện đại bậc nhất. Các hoạt động kinh doanh chính: Khai thác cảng; Logistic. Gemadept sở hữu tổng cộng 7 cảng biển với công suất hằng năm lên đến 5 triệu TEUs và 5 triệu tấn hàng rời.

Quan điểm đầu tư

- Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tích cực trong năm 2025 khi Mỹ, EU đang bước vào mùa cao điểm và nhu cầu tích trữ hàng hóa trước những biến động của chính sách thuế quan mới.
- Lợi nhuận cốt lõi kì vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ giá dịch vụ cảng kì vọng duy trì đà tăng từ 5-8%/năm. Năm 2025, chúng tôi kì vọng sản lượng GMD tăng trưởng 9.5% YoY do cảng Nam Đình Vũ giai đoạn 2 và cảng Gemalink đã hoạt động gần ở mức tối đa công suất ở năm 2024. Ngoài ra, Gemalink đang liên tục kí kết hợp tác với các hãng tàu, bổ sung thêm nhiều tuyến tàu mới, kì vọng sẽ đem đến nhiều tuyến tàu mới ghé cảng.
- Ngoài ra, cũng trong năm 2025, GMD sẽ tiến hành thủ tục pháp lý và thi công giai đoạn 3 của cảng Nam Đình Vũ và Gemalink 2A để kịp đưa vào hoạt động quý 1 và quý 3/2026, đóng góp hơn 1.4 triệu TEU công suất cho GMD từ 2026, qua đó giúp nâng công suất tăng 20% so với hiện tại.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, GMD ghi nhận doanh thu thuần đạt 3,241 tỷ đồng (+22% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt (-45.5% YoY). Nếu loại trừ khoản thoái vốn, lợi nhuận cốt lõi GMD ước tính tăng khoảng 35% YoY. Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt nhờ vào sản lượng container phục hồi, trong đó sản lượng qua cảng Nam Đình Vũ và Gemalink lần lượt tăng trưởng 12% và 97% YoY. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận cốt lõi của GMD sẽ tăng trưởng trong năm 2024 nhờ vào (1) phí dịch vụ tăng từ 5% - 8%, trong khi sản lượng hàng hóa qua cảng sẽ tăng nhẹ ở mức 9.5% YoY

Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới và (2) Sức mua suy giảm.

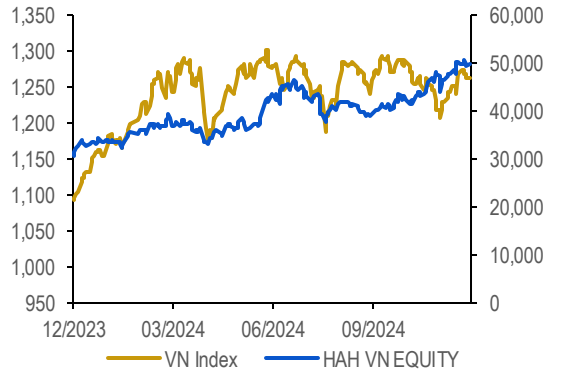
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	3,206	3,916	3,846	4,181	4,621
LN từ HĐKD (tỷ VND)	693	1,104	1,116	1,322	1,500
LNST (tỷ VND)	721	1,157	1,061	1,540	1,758
EPS (đồng)	1,869	3,054	2,366	3,876	4,373
OPM (%)	21.6	28.2	29.0	31.6	32.5
NPM (%)	19.1	25.4	27.6	29.8	31.2
ROE (%)	10.0	15.0	10.1	14.2	14.1
P/E (x)	33.7	20.6	26.6	20.0	18.1
P/B (x)	2.9	2.6	2.2	2.5	2.2

Shinhan Securities

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HOSE: HAH)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**54,000 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	50,800VND
Suất sinh lời (%)	6.2%
VNINDEX	1,260
HNXINDEX	228
Vốn hóa (tỷ VND)	6,164
SLCP lưu hành (triệu CP)	121
Tự do giao dịch (triệu CP)	46
52-tuần cao/thấp (VND)	51,300/32,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.48
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	116
Cổ đông lớn (%) CTCP Đầu tư và Vận tải Hải Hà	16.8

Biến động giá	3T	6T	12M
Tuyệt đối (%)	23.1	20.4	53.1
So với VNIndex(%)	24.6	20.1	39.1



Tiếp đà thăng hoa

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An là một trong những doanh nghiệp vận tải biển hàng đầu Việt Nam. Hải An là một trong số ít công ty có chuỗi giá trị hoàn chỉnh trong ngành vận tải biển. Hải An cung cấp dịch vụ đầy đủ mảng vận tải biển bao gồm các dịch vụ vận tải hàng hóa (cho các tuyến Bắc Nam và các tuyến hàng hải quốc tế), đại lý hàng hải (hợp tác với các hãng tàu quốc tế trong việc cung cấp dịch vụ vận tải), dịch vụ cảng biển (cung cấp dịch vụ cảng như đón tàu, bốc dỡ hàng hóa), dịch vụ kho bãi và dịch vụ logistic. Chuỗi giá trị hoàn chỉnh giúp Hải An hoạt động hiệu quả, góp phần tối ưu hóa chi phí.

Quan điểm đầu tư

- Chúng tôi kì vọng hoạt động xuất nhập khẩu sẽ tích cực trong năm 2025 khi Mỹ, EU đang bước vào mùa cao điểm và nhu cầu tích trữ hàng hóa trước những biến động của chính sách thuế quan mới.
- Mở rộng đội tàu giúp gia tăng công suất. HAH đã hoàn thiện bổ sung thêm 4 tàu mới trong 7T/2024 và tiếp tục thông qua kế hoạch mua tàu trong tháng 10/2024. Sau khi hoàn tất, quy mô đội tàu của HAH sẽ đạt 16 chiếc với tổng sức chở tăng thêm tới 15%, đạt 26,500 TEU.
- HAH tích cực liên doanh với các hãng tàu ZIM và ONE (dự kiến Q4/2024) để khai thác các tuyến hàng mới và gia tăng sản lượng khai thác. Hoạt động hợp tác với ZIM và ONE đã bắt đầu có lãi từ Q2/2024 và kỳ vọng lợi nhuận sẽ tiếp tục cải thiện trong những năm sau.

Dự phóng 2025

- Trong 9T/2024, HAH ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,781 tỷ đồng (+43% YoY), lãi sau thuế 452 tỷ đồng (+42.1% YoY). HAH đã đưa 3 tàu mới vào khai thác sử dụng cùng với sản lượng và giá cước vận tải tăng. Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng lợi nhuận cốt lõi của HAH sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào (1) các tàu mới nhận trong 2024 có giá cước ở mức tốt với giá tăng khoảng 10% so với đầu năm 2024, (2) mở thêm các tuyến nội Á mới và (3) nhu cầu vận chuyển tàu container tuyến nội Á dự kiến tích cực trước những chính sách thuế quan mới.

Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới, (2) Sức mua suy giảm và (3) Chi phí nhiên liệu tăng.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,955	3,206	2,613	3,844	4,042
LN từ HĐKD (tỷ VND)	629	1,308	447	803	950
LNST (tỷ VND)	551	1,041	358	634	758
EPS (đồng)	9,133	11,699	3,648	4,712	5,635
OPM (%)	32.2	40.8	17.1	20.9	23.5
NPM (%)	28.2	32.5	13.7	16.5	18.8
ROE (%)	28.9	36.1	11.2	16.3	16.1
P/E (x)	5.4	4.2	13.6	10.1	9.6
P/B (x)	1.6	1.5	2.0	1.7	1.6

Shinhan Securities

Thực phẩm và Đồ uống

Tiêu dùng phục hồi



Nhi Nguyễn
☎ (84-28) 6299 8000
✉ nhi.ntt@shinhan.com

Nội dung

Thực phẩm & Đồ uống: Tiêu dùng phục hồi

1. Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

   Xu hướng thắt chặt chi tiêu vẫn là đặc điểm nổi trội trong năm 2024, tuy nhiên triển vọng dài hạn mở ra nhiều cơ hội tươi sáng cho thị trường F&B tại Việt Nam

2. Triển vọng ngành F&B 2025

   Ngành đường: Giá bán duy trì ở mức cao hỗ trợ lợi nhuận cho các doanh nghiệp mía đường

   Ngành bia: Thuế tiêu thụ đặc biệt chỉ ảnh hưởng trong ngắn hạn nhưng sẽ sớm phục hồi

   Ngành sữa: Dự kiến tăng trưởng kép 4.1%/năm cho đến 2028 trong khi đà tăng giá nguyên vật liệu khó duy trì

3. Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu trong ngành F&B

   QNS, SAB, MSN & VNM

01

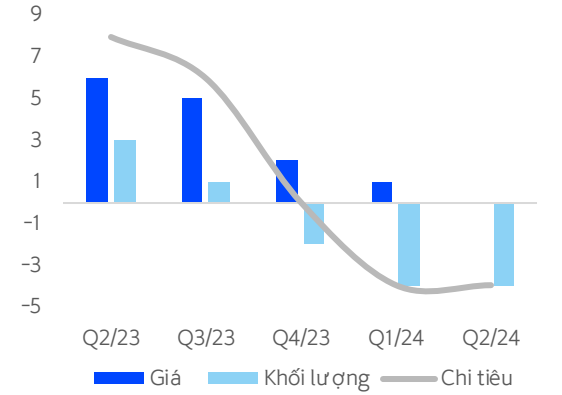
Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

Xu hướng thắt chặt chi tiêu vẫn là đặc điểm nổi bật trong năm 2024, tuy nhiên triển vọng dài hạn mở ra nhiều cơ hội tươi sáng cho thị trường F&B tại Việt Nam

1. Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

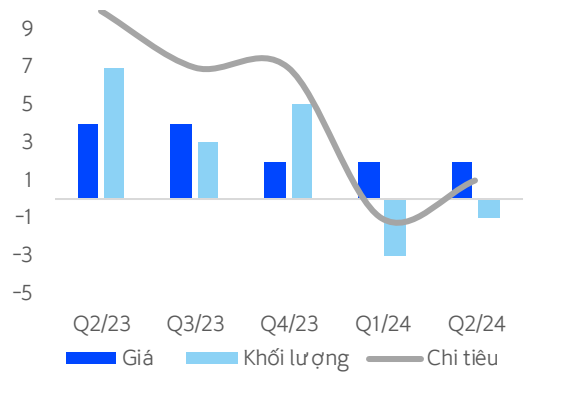
Tiêu thụ FMCG sụt giảm ở 2 khu vực thành thị và nông thôn so với cùng kỳ năm ngoái

Thay đổi tiêu thụ FMCG tại thành thị (% YoY)



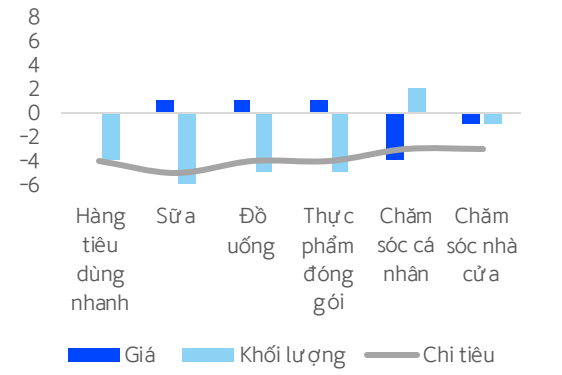
Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam

Thay đổi tiêu thụ FMCG tại nông thôn (% YoY)



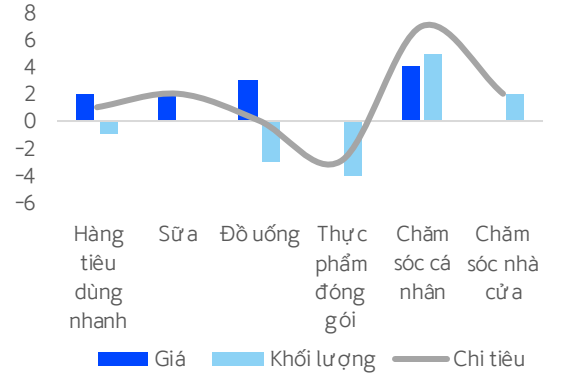
Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam

Thay đổi tiêu thụ tại thành thị Q2 (% YoY)



Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam

Thay đổi tiêu thụ tại nông thôn Q2 (% YoY)



Nguồn: Kantar World Panel, Shinhan Securities Vietnam

Số liệu cho thấy lượng tiêu thụ FMCG tại nhà sụt giảm kể từ đầu năm ở cả hai khu vực. Mức tăng giá bán không bù đắp được cho sự sụt giảm khối lượng tiêu dùng, dẫn đến tổng chi tiêu giảm. Khu vực thành thị bị tác động mạnh hơn bởi khó khăn của nền kinh tế khi lượng chi tiêu giảm 4% YoY trong cả hai quý, trong khi khu vực nông thôn cho tín hiệu phục hồi trong Q2.

Tăng trưởng âm đến nhiều hơn từ ngành thực phẩm và đồ uống. Những lý do ảnh hưởng đến ngành hàng sữa phải kể đến như tỷ lệ sinh giảm, tỷ lệ cho con bú tăng và sự cạnh tranh khốc liệt với các lựa chọn thay thế dinh dưỡng. Với đồ uống, **Nghị định 100*** với điều khoản phạt vi phạm nồng độ cồn tiếp tục kìm hãm tăng trưởng ngành bia. Với thực phẩm đóng gói, gia vị nấu ăn cơ bản đang cạnh tranh với sản phẩm nấu ăn tiện lợi, hiện đại hơn.

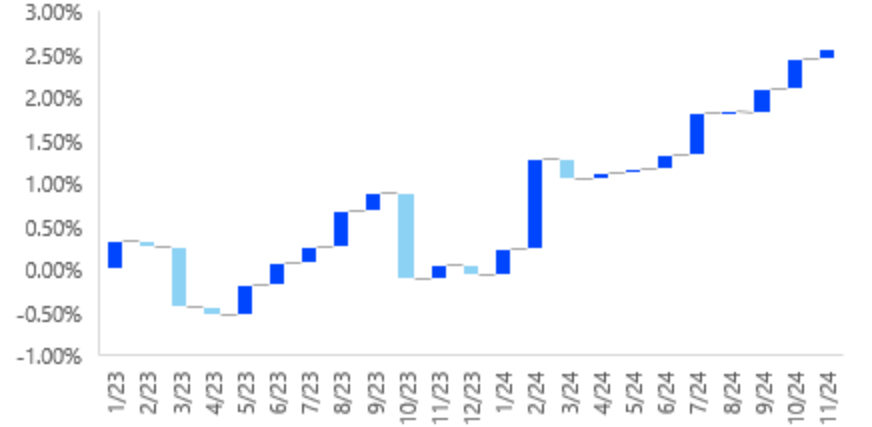
Ngược lại, Chăm sóc cá nhân và Chăm sóc nhà cửa đều có sự gia tăng trong tiêu dùng ở cả hai khu vực khi xu hướng ngày càng chú trọng nhiều hơn tới sức khỏe và môi trường sống.

**Nghị định 100/2019/NĐ-CP là quy định xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực giao thông đường bộ và đường sắt.*

1. Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

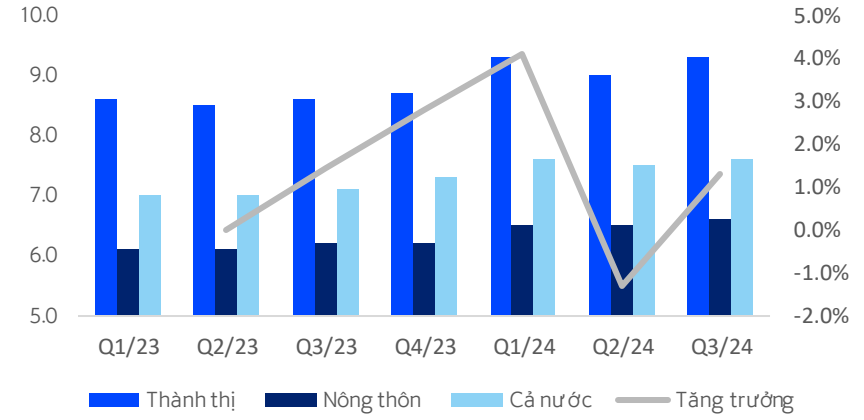
Tốc độ tăng trưởng thu nhập không tương xứng với mức tăng giá hàng hóa là nguyên nhân chính khiến người tiêu dùng giảm chi tiêu cho các mặt hàng FMCG

Chỉ số giá tiêu dùng CPI (%)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Shinhan Securities Vietnam

Thu nhập bình quân đầu người (triệu đồng/tháng)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Shinhan Securities Vietnam

CPI 11 tháng đầu năm tăng trưởng 2.64%. Chỉ số giá nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống bình quân 11 tháng tăng 4.05% YoY, tác động làm CPI chung tăng 1.36 điểm phần trăm. Trong đó, chỉ số giá:

- Nhóm lương thực tăng 12.91%, tác động làm CPI tăng 0.47 điểm phần trăm (giá gạo tăng 16.96%, làm CPI chung tăng 0.43 điểm phần trăm);
- Nhóm ăn uống ngoài gia đình tăng 4% do nhu cầu tiêu dùng và chi phí nhân công tăng;
- Nhóm thực phẩm tăng 2.61%, làm CPI chung tăng 0.56 điểm phần trăm;

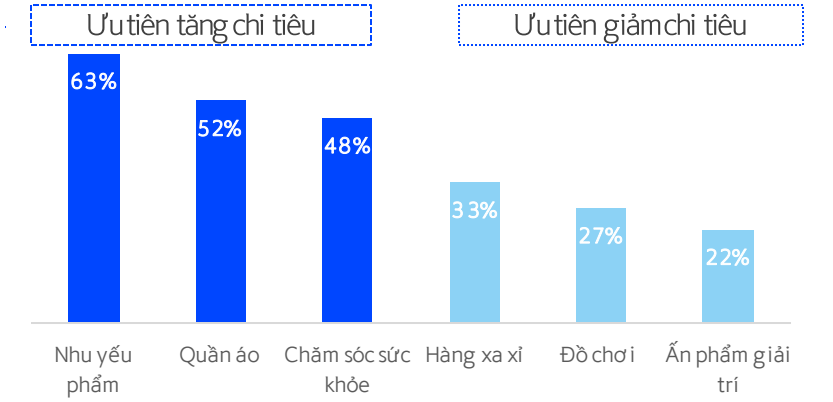
Tuy nhiên, mức tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người chỉ đạt mức nhẹ, dẫn đến áp lực lên ngân sách của hộ gia đình, kết hợp với tâm lý thận trọng vì nỗi lo suy thoái đã làm suy giảm sức mua của người tiêu dùng. Thu nhập bình quân đầu người cả nước tính đến cuối quý 3 là 7.6 triệu VNĐ/tháng, chỉ tăng trưởng khoảng 4% so với con số đầu năm là 7.3 triệu đồng/tháng.

1. Ngành F&B 2024: Thắt chặt chi tiêu vẫn là xu hướng nổi trội

Giá cả tăng và việc đảm bảo khả năng chi trả là những thách thức hàng đầu mà người tiêu dùng Việt Nam đang phải đối mặt

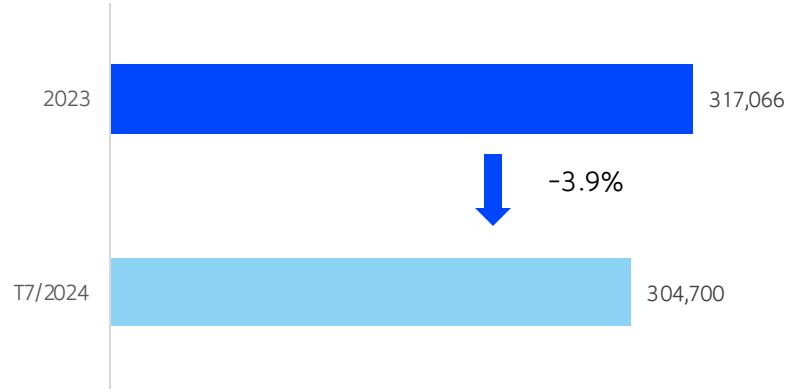
Theo một báo cáo khảo sát vào tháng 8/2024 của PwC, mối lo ngại chính của người tiêu dùng Việt Nam là giá cả tăng và đảm bảo khả năng chi tiêu. Nhìn chung, họ có xu hướng chi tiêu thận trọng hơn thông qua việc (1) cắt giảm chi tiêu cho các mặt hàng không thiết yếu như xa xỉ phẩm, sản phẩm giải trí, sách/báo; (2) ưu tiên các sản phẩm/dịch vụ thiết yếu như nhu yếu phẩm, quần áo và chăm sóc sức khỏe.

Mức dự kiến chi tiêu của người tiêu dùng



Nguồn: PwC, Shinhan Securities Vietnam

Số lượng doanh nghiệp F&B



Nguồn: iPos, Shinhan Securities Vietnam

Tính đến tháng 7/2024, Việt Nam ghi nhận 304,700 doanh nghiệp F&B, giảm 3.09% so với thời điểm cuối năm 2023. Có ít nhất 30,000 cửa hàng trên toàn quốc đã đóng cửa, cùng với số lượng mở mới có phần hạn chế. Trong đó, TP.HCM là khu vực chịu ảnh hưởng nặng nề nhất khi số cửa hàng giảm tới 5.97%, Tại Hà Nội, số lượng cửa hàng đạt mức tăng trưởng nhẹ khoảng 0.1%. Điều này phần nào nói lên những khó khăn và áp lực cạnh tranh lớn trong ngành, nhưng đồng thời cũng đóng vai trò cải thiện cấu trúc ngành khi những doanh nghiệp yếu kém bị loại bỏ.

Đây cũng là cơ hội mở rộng thị phần cho các doanh nghiệp có tiềm lực vững mạnh và có chiến lược phát triển đáp ứng được các xu hướng tiêu dùng mới.

02

Triển vọng ngành F&B 2025: Tiêu dùng phục hồi

Ngành đường: Giá bán duy trì ở mức cao hỗ trợ lợi nhuận cho các doanh nghiệp mía đường

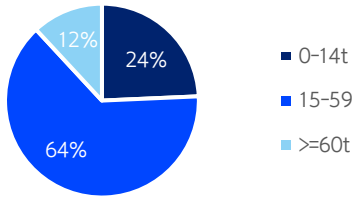
Ngành bia: Thuế tiêu thụ đặc biệt chỉ ảnh hưởng trong ngắn hạn nhưng sẽ sớm phục hồi

Ngành sữa: Dự kiến tăng trưởng kép 4.1%/năm cho đến 2028 trong khi đà tăng giá nguyên vật liệu khó duy trì

Trong trung dài hạn, F&B vẫn là một ngành tiềm năng nhờ các yếu tố nhân khẩu học thuận lợi

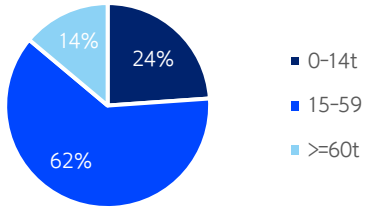
Tiếp tục hưởng lợi từ cơ cấu dân số vàng được duy trì cho đến ít nhất năm 2036

Cơ cấu dân số theo độ tuổi năm 2019



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Shinhan Securities Vietnam

Cơ cấu dân số theo độ tuổi năm 2023



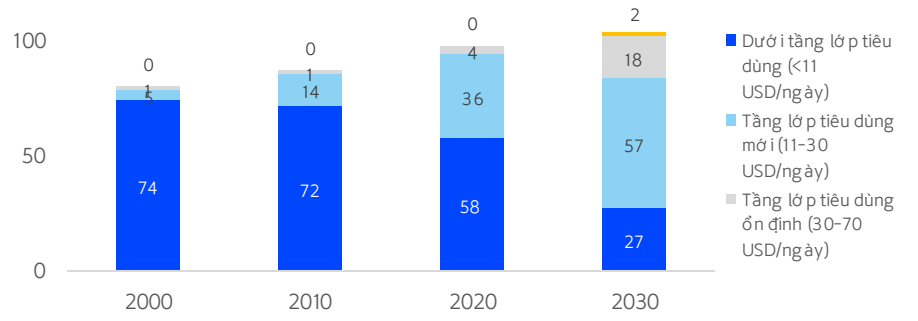
Nguồn: Tổng cục Thống kê, Shinhan Securities Vietnam

Tuy đang có xu hướng già hóa, Việt Nam vẫn đang trong cơ cấu dân số vàng và dự kiến được duy trì cho đến ít nhất là 2036 (theo Quỹ Dân số Liên hợp quốc).

Tỷ trọng dân số trong độ tuổi 15-59 tuổi ở mức cao (62.2% tính tới cuối năm 2023) sẽ mang lại nhiều động lực cho tăng trưởng nói chung và ngành Thực phẩm và Đồ uống nói riêng nhờ nhu cầu tiêu dùng đa dạng, khả năng gia tăng thu nhập và thói quen tiêu dùng hiện đại. Đi kèm là những thách thức về đổi mới và nâng cấp sản phẩm để đáp ứng được nhu cầu không ngừng thay đổi của người tiêu dùng.

Sự mở rộng của tầng lớp trung lưu tạo động lực cho tiêu dùng trong dài hạn

Cơ cấu dân số theo thu nhập (triệu người)



Nguồn: McKinsey, Shinhan Securities Vietnam

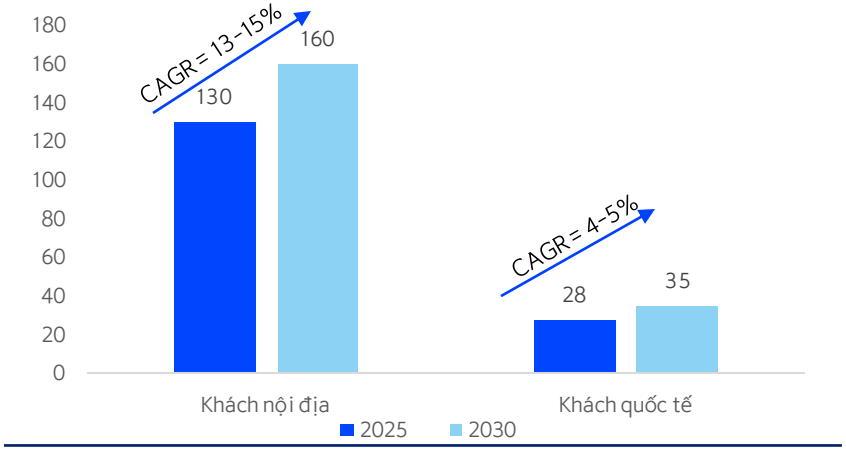
Theo McKinsey, Việt Nam có thể đón thêm 37 triệu người vào tầng lớp tiêu dùng cho đến năm 2030 (theo định nghĩa là những người tiêu dùng tối thiểu 11 USD/ngày tính theo phương pháp ngang giá sức mua).

Năm 2000, chưa đầy 10% dân số Việt Nam nằm trong tầng lớp tiêu dùng, nhưng đến nay con số này đã tăng lên 40%. Đến năm 2030, con số này có thể đạt gần 75%. Sức mua tăng thêm không chỉ đến từ những người lần đầu gia nhập tầng lớp tiêu dùng mà còn đến từ sự mở rộng thu nhập lên những tầng tiêu dùng cao hơn.

2. Triển vọng ngành F&B 2025

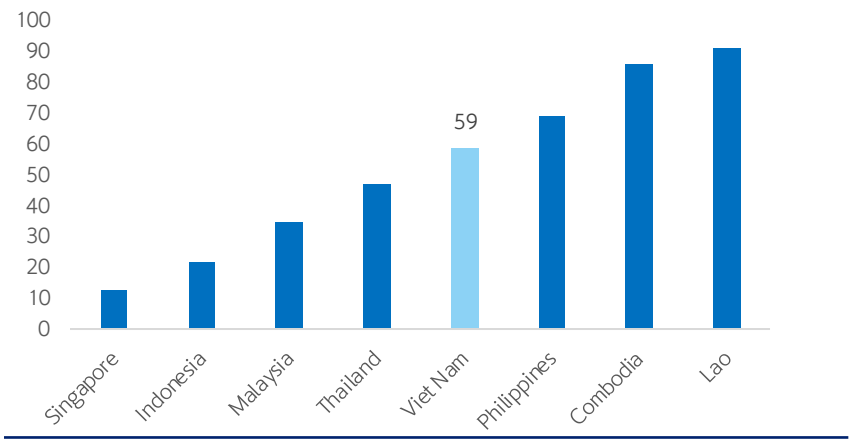
Bên cạnh đó, tiềm năng phát triển du lịch cũng là một động lực quan trọng không kém để thúc đẩy tiêu dùng và quảng bá gương mặt F&B Việt Nam ra thị trường thế giới

Lượng khách du lịch theo quy hoạch Chính phủ (triệu lượt)



Nguồn: Chính phủ, Shinhan Securities Vietnam

Chỉ số Phát triển Du lịch & Lữ hành 2024



Nguồn: WEF, Shinhan Securities Vietnam

Theo Xếp hạng chỉ số Phát triển Du lịch & Lữ hành (TTDI) năm 2024 của Diễn đàn Kinh tế Thế giới (WEF) gần đây, Việt Nam xếp thứ 59/119 toàn cầu và xếp thứ 5 trong khu vực Đông Á – Thái Bình Dương.

Theo phê duyệt quy hoạch hệ thống du lịch thời kỳ 2021 – 2030 của Thủ tướng Chính phủ, mục tiêu 2025 phấn đấu đón từ 25-28 triệu lượt khách quốc tế, 130 triệu lượt khách nội địa. Năm 2030 phấn đấu đón 35 triệu lượt khách quốc tế và 160 triệu lượt khách nội địa, đóng góp 13-14% trong cơ cấu GDP.

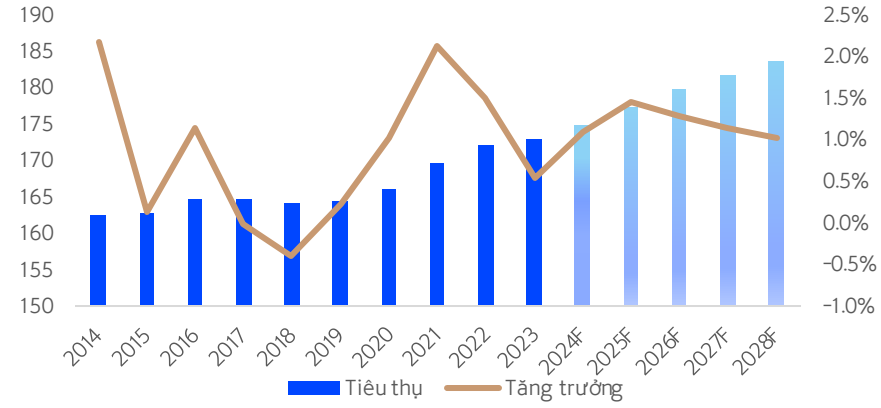
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Ngành đường trên thế giới: Dự kiến duy trì tốc độ tăng trưởng tiêu thụ kép 1.2% mỗi năm trong giai đoạn 2024 – 2033

Tiêu thụ đường toàn cầu tăng trưởng với tốc độ 0 – 2% trong vòng mười năm qua. Theo OECD, tiêu thụ đường toàn cầu dự kiến tăng trưởng với tốc độ kép 1.2% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2033 và đạt mốc 198 triệu tấn, tương ứng mức tiêu thụ bình quân đầu người là 22.8 kg/người vào năm 2033. Động lực tăng trưởng đến từ các quốc gia có thu nhập vừa và thấp ở châu Á và châu Phi, nơi lượng tiêu thụ theo đầu người đang ở ngưỡng thấp.

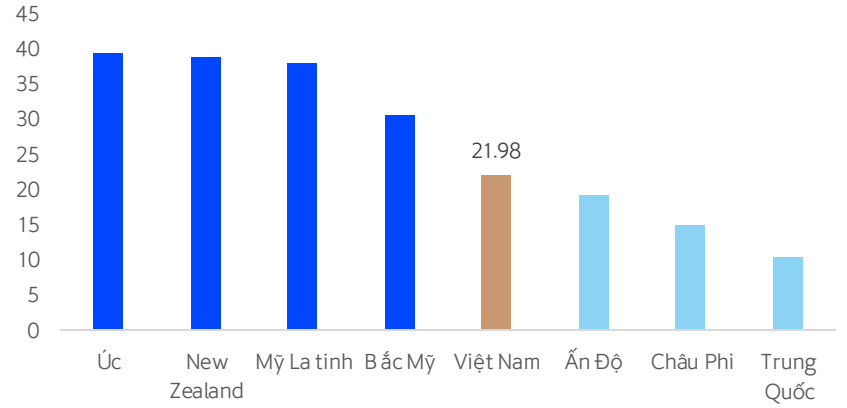
Bất chấp những nỗ lực tìm sản phẩm thay thế, đường vẫn sẽ là nguồn chất tạo ngọt cung cấp năng lượng chính với tỷ trọng lên đến 80% trong thập kỷ tới (OECD dự báo).

Tiêu thụ đường toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

Tiêu thụ đường trên đầu người 2023 (kg/người)



Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

Hiện nay khoảng cách chênh lệch trong tiêu thụ đường giữa các quốc gia khá lớn. Ở châu Phi, châu Á (Trung Quốc và Ấn Độ), lượng tiêu thụ đường trên đầu người vẫn ở mức thấp (dưới 20 kg/người). Trong khi đó tại các khu vực phát triển khác như châu Âu, châu Mỹ và châu Đại Dương, lượng tiêu thụ bình quân đầu người tuy cao nhưng lại có xu hướng giảm trong tương lai vì những lo ngại liên quan đến sức khỏe.

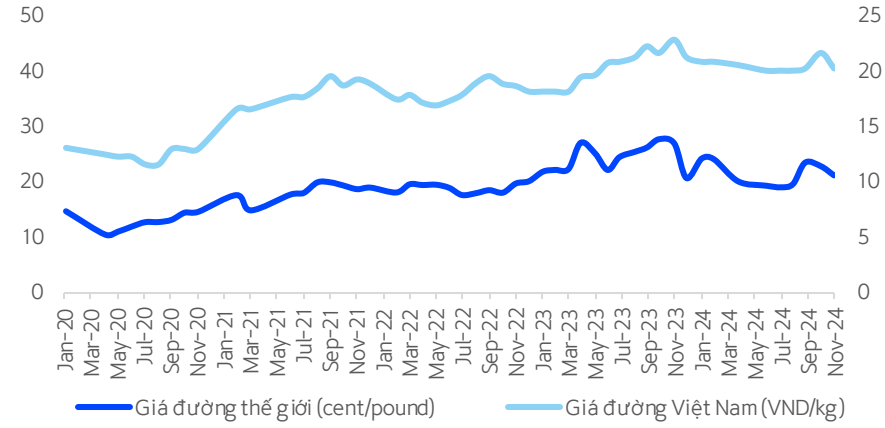
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Giá đường duy trì ở nền cao hỗ trợ lợi nhuận cho các doanh nghiệp mía đường

Giá đường thế giới nhìn chung được neo ở vùng khá cao trong vài năm trở lại đây. Sau khi tạo đỉnh vào tháng 11 năm 2023, giá đường thế giới hạ nhiệt trong năm 2024 với nguyên nhân chủ yếu đến từ sự phục hồi của nguồn cung đường tại Brazil khi thời tiết thuận lợi hơn, El Nino suy yếu giúp sản lượng sản xuất đường gia tăng trở lại. Mặt khác, sản lượng đường niên vụ 2023/2024 của Thái Lan và Ấn Độ cũng cho thấy con số khả quan hơn so với dự báo.

Tuy vậy, việc Ấn Độ (nước sản xuất đường lớn thứ hai thế giới, sau Brazil) cấm xuất khẩu đường vô thời hạn bắt đầu từ tháng 10/2024 vì nỗi lo an ninh lương thực, kết hợp với cháy rừng và hạn hán tàn phá các cánh đồng mía tại Brazil đã làm cho giá đường thế giới bật tăng trở lại từ tháng 9/2024 và hiện đang duy trì ở mức 20-21 cent/pound (tương ứng khoảng 11-12 nghìn VND/kg).

Diễn biến giá đường thế giới (trái) và giá đường trong nước (phải)



Nguồn: Bloomberg, Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Giá đường trong nước tương đối đồng pha với giá đường thế giới khi tăng trở lại từ tháng 7 và hiện tại đã tăng khoảng 4% tính từ đầu năm, duy trì ở mức 21-22 nghìn VND/kg.

Theo dự báo của OECD, giá đường thế giới năm 2025 có thể giảm nhẹ nhờ canh tác thuận lợi, tuy nhiên giá đường trong nước vẫn sẽ duy trì ở mức khá cao so với lịch sử. Các doanh nghiệp trong ngành được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhờ sự neo cao của giá đường.

Lưu ý rằng ngoài ảnh hưởng bởi giá đường thế giới thì giá đường trong nước còn bị tác động bởi các yếu tố mùa vụ, chính sách chống bán phá giá đối với đường Thái Lan và tình trạng nhập lậu đường.

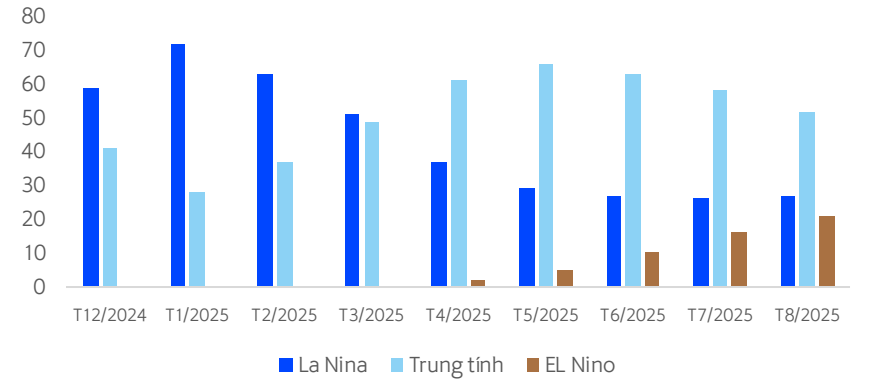
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Giá đường duy trì ở nền cao hỗ trợ lợi nhuận cho các doanh nghiệp mía đường

Theo dự báo chính thức của CPC (Trung tâm Dự báo Thời tiết Hoa Kỳ) đưa ra vào tháng 11, La Nina sẽ khởi phát vào giai đoạn tháng 10-12 năm 2024 với xác suất 57%. Tình trạng này có thể kéo dài cho đến tháng 2, tuy nhiên phần lớn năm 2025 vẫn ở trong pha ENSO trung tính. Như vậy, điều kiện khí hậu cho năm tới sẽ tương đối thuận lợi cho canh tác và thu hoạch mía trên toàn cầu.

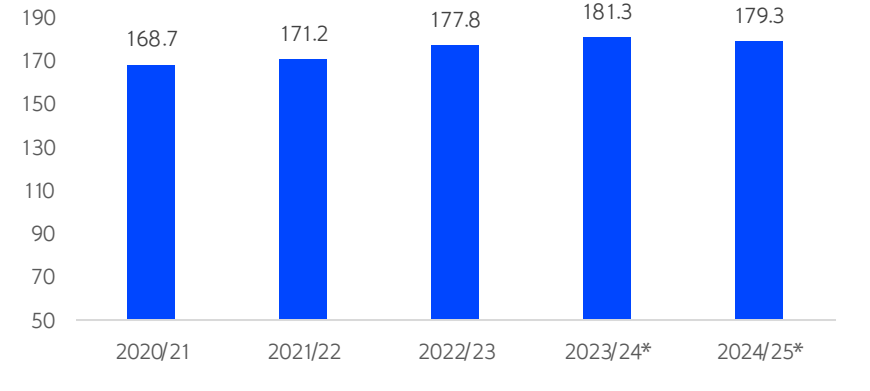
Sản lượng đường toàn cầu dự kiến đạt 179.3 triệu tấn cho niên vụ 2024/25, giảm nhẹ so với con số 181.3 triệu tấn của niên vụ trước nhưng vẫn ở mức cao trong vài năm gần đây. Giá đường thế giới được dự báo sẽ giảm nhẹ nhờ canh tác thuận lợi hơn, tuy nhiên vẫn neo khá cao so với lịch sử 5 năm trở lại đây.

Xác suất xảy ra ENSO (%)



Nguồn: CPC, Shinhan Securities Vietnam

Ước tính sản lượng đường toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Một yếu tố cần theo dõi là giá dầu tăng có thể là rủi ro ảnh hưởng tới dự báo, vì giá dầu cao sẽ khuyến khích sử dụng mía để sản xuất ethanol thay vì đường.

Lưu ý rằng tại Brazil, khi giá ethanol thấp hơn 70% giá xăng thì sử dụng ethanol thay vì xăng sẽ có lợi hơn nhiều. Ở Ấn Độ, việc thực hiện các chính sách thúc đẩy phát triển nhiên liệu sinh học sẽ gây thêm áp lực lên nguồn nguyên liệu mía, với Chương trình Ethanol Blended Petrol (EBP) nhằm đạt tỷ lệ pha trộn 20% ethanol trong xăng (E20) vào năm 2025/26. Bất kỳ sự phát triển chính sách nào khác thúc đẩy sản xuất ethanol đều có thể gây ảnh hưởng đến sản xuất đường.

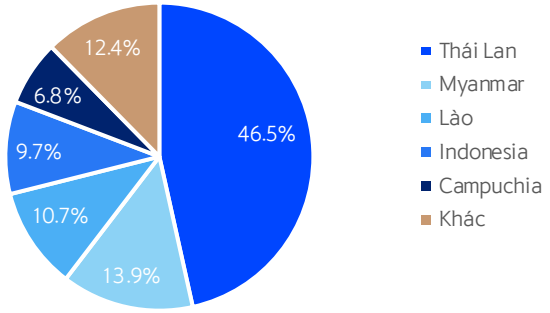
2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Chính sách áp thuế lên đường nhập khẩu hỗ trợ cho các doanh nghiệp nội địa

Cơ cấu hiện tại ngành đường trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 1/3 nhu cầu sử dụng, còn lại vẫn phải phụ thuộc vào đường nhập khẩu, bao gồm nhập khẩu chính ngạch (chủ yếu đường Thái Lan với tỷ trọng gần 50%) và đường nhập lậu.

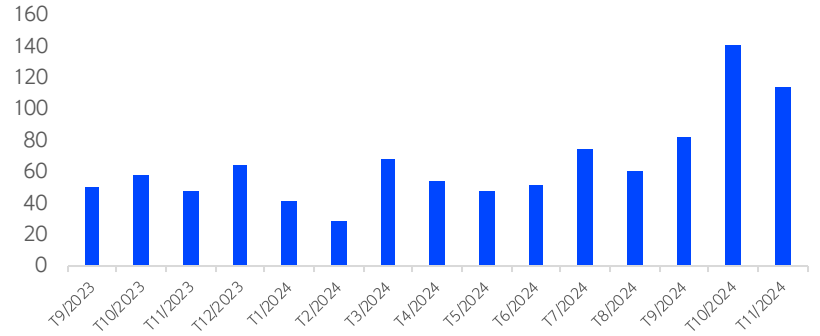
Giá đường Thái Lan rẻ hơn đường Việt Nam do những ưu thế về nguồn nguyên liệu và chi phí sản xuất thấp hơn. Dưới áp lực bán phá giá và trợ cấp của đường nhập khẩu gây thiệt hại cho các doanh nghiệp nội địa, chính phủ Việt Nam đã áp dụng một số chính sách để bảo hộ ngành đường trong nước.

Cơ cấu nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện 9T/2024



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Sản lượng đường nhập khẩu chính ngạch (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Những chính sách bảo hộ đang được áp dụng là:

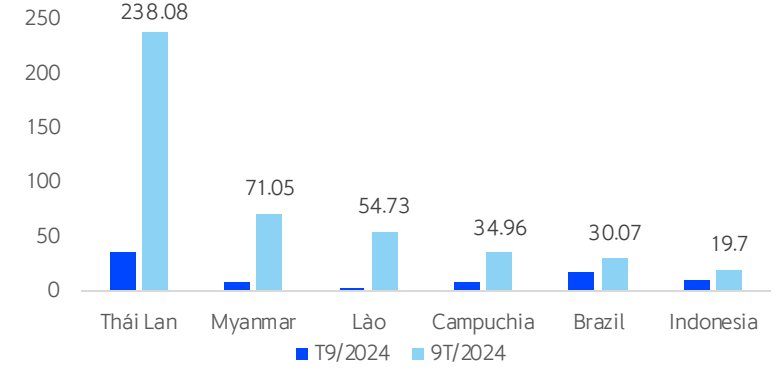
- Hạn ngạch thuế quan nhập khẩu: Năm 2024, Việt Nam đặt mức hạn ngạch nhập khẩu đường là 126,000 tấn, trong đó 121,000 tấn đã được phân bổ thông qua đấu giá.
- Thuế nhập khẩu đường: Đường nhập khẩu trong hạn ngạch chịu mức thuế ưu đãi theo các cam kết (Ví dụ: 5% đối với mặt hàng đường tinh luyện theo ATIGA*). Đường ngoài hạn ngạch bị áp mức thuế cao hơn, lên tới 80–85% để hạn chế nhập khẩu ngoài kiểm soát.
- Biện pháp chống lẩn tránh thuế: Việt Nam áp thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp đối với đường từ Thái Lan từ năm 2021. Ngoài ra, nếu đường nhập khẩu từ Campuchia, Indonesia, Lào, Malaysia và Myanmar có sử dụng nguyên liệu đường Thái Lan cũng sẽ bị áp dụng mức thuế tương tự như đối với Thái Lan (bắt đầu từ 2022). Tổng mức thuế áp dụng là 47.64%, trong đó thuế chống bán phá giá là 42.99% và thuế chống trợ cấp là 4.65%.

ATIGA: Hiệp định Thương mại hàng hóa ASEAN*

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành đường

Thái Lan vẫn giữ vị trí áp đảo về số liệu nhập khẩu trong 9T/2024

Nhập khẩu đường thô và đường tinh luyện theo quốc gia (nghìn tấn)



Nguồn: Agromonitor, Shinhan Securities Vietnam

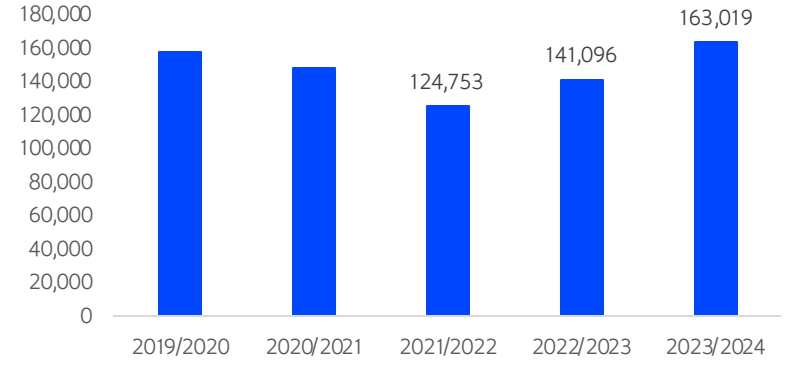
Trong tháng 9, nhập khẩu đường thô của Việt Nam đạt khoảng gần 51 nghìn tấn, tăng so với tháng trước nhưng vẫn giảm 43% YoY (T9/2023: 89.3 nghìn tấn). Nhập khẩu đường tinh luyện khoảng 31.59 nghìn tấn, quay đầu tăng 34.59% MoM và tăng 40.4% YoY (T9/2023: 22.5 nghìn tấn).

Giá nhập khẩu dao động khoảng 483-559 USD/ tấn CFR đối với đường thô và 594-764 USD/tấn CFR đối với đường tinh luyện.

Lũy kế 9T, Thái Lan vẫn giữ vị trí dẫn đầu với tổng lượng nhập khẩu từ đầu năm khoảng 238.08 nghìn tấn. Xếp sau đó lần lượt là Myanmar, Lào và Campuchia…

Diện tích trồng mía cải thiện và áp dụng chuyển đổi số trong canh tác để nâng cao năng suất

Diện tích mía thu hoạch qua các niên vụ (ha)



Nguồn: Hiệp hội Mía đường Việt Nam VSSA, Shinhan Securities Vietnam

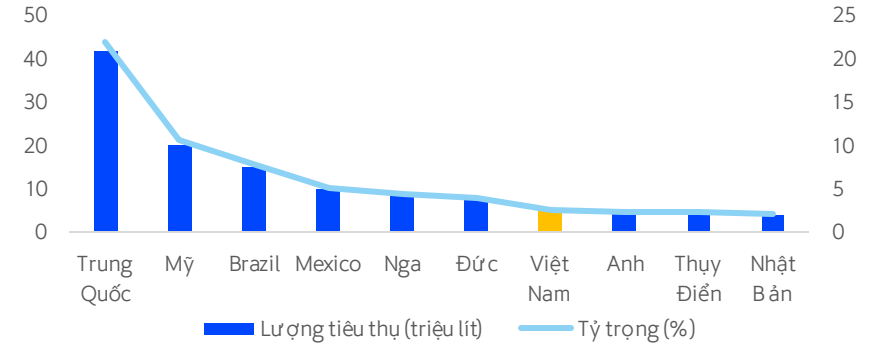
Từ sau khi phục hồi từ dịch COVID và bắt đầu áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại từ 2021, ngành mía đường trong nước đã và đang ghi nhận sự hồi sinh. Diện tích trồng mía đã tăng mạnh mẽ trở lại trong giai đoạn niên vụ 2021-2024. Diện tích mía thu hoạch niên vụ 2023/2024 là 163,019 ha, tăng 11.4% so với niên vụ trước. Nguyên nhân là giá thu mua mía tăng lên, giúp đảm bảo ổn định nguồn thu nhập cho bà con nông dân.

Nhờ việc áp dụng chuyển giao công nghệ và tài trợ từ nước ngoài, chuyển đổi số trong công tác quản lý chuỗi giá trị mía đường đang được thực hiện để nâng cao năng suất và chất lượng mía. Cơ giới hóa đã được áp dụng trong nhiều khâu như làm đất (tỷ lệ cơ giới trên 90%), tưới tiêu, tuy vẫn còn hạn chế ở khâu chăm sóc, làm cỏ…

Việt Nam nằm trong top 10 quốc gia tiêu thụ bia nhiều nhất thế giới

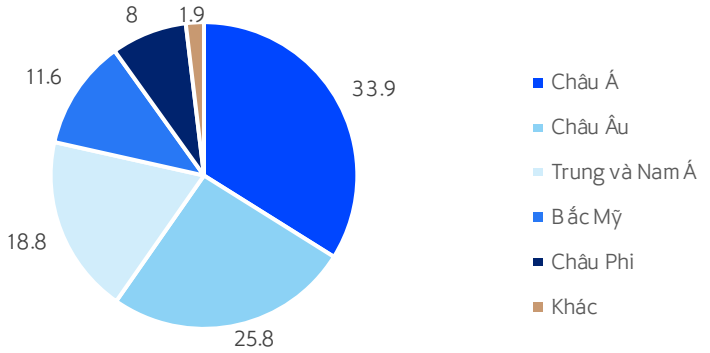
Theo World Population Review, Việt Nam nằm trong top 10 nước có mức tiêu thụ bia lớn nhất trên thế giới (2022). Cụ thể, lượng tiêu thụ bia tại Việt Nam chiếm 2.7% tổng tiêu thụ bia toàn cầu. Tuy vậy, mức độ tiêu thụ bia trên đầu người tại Việt Nam chỉ bằng 43% so với trung bình 10 quốc gia tiêu thụ bia lớn nhất thế giới. Vì vậy, chúng tôi nhận định Việt Nam vẫn là thị trường tiêu thụ bia hấp dẫn. Bên cạnh đó, châu Á cũng là thị trường tiêu thụ bia lớn nhất thế giới xét theo khu vực địa lý với tỷ trọng 33.9% vào năm 2022.

Lượng tiêu thụ bia năm 2022 (triệu tấn)



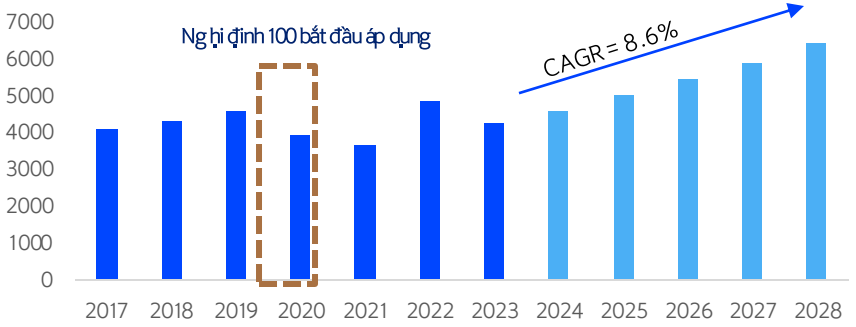
Nguồn: World Population Review, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia theo khu vực 2022 (%)



Nguồn: World Population Review, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia qua các năm (triệu lít)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Lượng tiêu thụ bia năm 2023 sụt giảm 12% còn 4.2 tỷ lít do ảnh hưởng kép của Nghị định 100 và xu hướng thắt chặt chi tiêu trong bối cảnh kinh tế còn nhiều khó khăn, trong đó phân khúc bia phổ thông chịu ảnh hưởng nhiều hơn so với dòng bia cao cấp.

Tuy nhiên, ngành bia vẫn được dự báo tăng trưởng kép với tốc độ 8.6%/năm trong giai đoạn 2024-2028 và đạt mốc 6.4 tỷ lít vào năm 2028 (theo Euromonitor) nhờ vào sự phục hồi kinh tế và người dân thích nghi dần với quy định phạt nồng độ cồn, kết hợp với sự bành trướng nhanh chóng của các hãng xe công nghệ như Grab, XanhSM, Be…

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Những đặc tính và xu hướng trong tiêu dùng bia tại Việt Nam

Với người Việt Nam, bia không chỉ đơn thuần là một thức uống giải khát chứa cồn mà còn gắn với nhiều yếu tố liên quan đến văn hóa, xã hội.

Việc uống bia trở thành một phần trong văn hóa giao tiếp để xây dựng mối quan hệ. Bên cạnh đó, khí hậu nóng ẩm khiến bia, đặc biệt là bia lạnh trở thành một lựa chọn phổ biến để giải khát – đối với cả người dân nội địa và khách du lịch.









Xu hướng bia không cồn và ít cồn lên ngôi

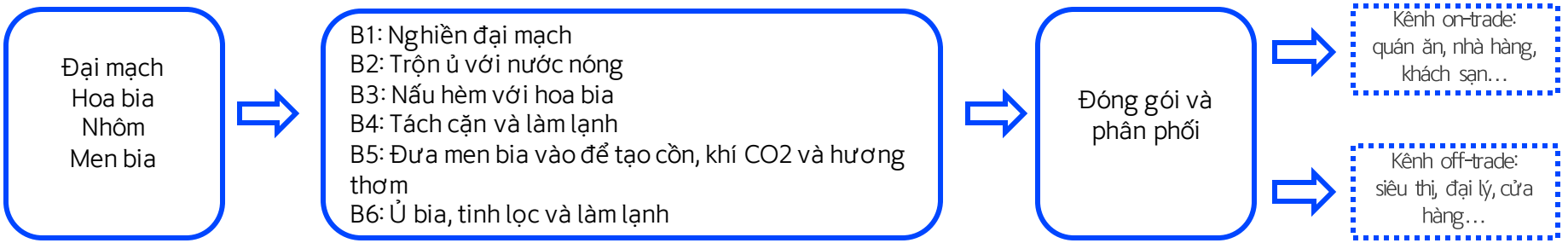
Người tiêu dùng ngày càng quan tâm đến vấn đề sức khỏe và ưu tiên những sản phẩm mang lại "độ say xỉn" thấp hơn. Theo một nghiên cứu của công ty phân tích thị trường đồ uống toàn cầu International Wine and Spirits Record (IWSR) cho thấy Thế hệ Z uống ít hơn so với thế hệ Millennials. Nhận thấy nhu cầu này, các doanh nghiệp đã cho ra đời các sản phẩm đáp ứng nhu cầu người dùng, chẳng hạn như Heneiken 0.0, bia Sagota của Sabibeco hay Bia Lạc Việt của Sabeco.

Phân khúc và sản phẩm

Bình dân	Phổ thông	Cao cấp và siêu cao cấp
• Tầng lớp bình dân thu nhập trung bình thấp với giá cả từ dưới 30 nghìn/lít (tương đương 10,000 -12,000 VND/lon) • Huda và Larue, ngoài ra còn có bia hơi Việt Nam	• Người lao động thu nhập trung bình với giá cả từ 30,000 VND – 40,000 VND/lít • Habeco, Sabeco, Heineken và Carlsberg	• Người tiêu dùng có thu nhập trung bình cao với giá bán khoảng 40,000 VND/lít • Heniken với hai sản phẩm Heineken và Tiger có thị phần khoảng 68% và tiếp đến là Sabeco với Saigon Chill và Saigon Gold

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

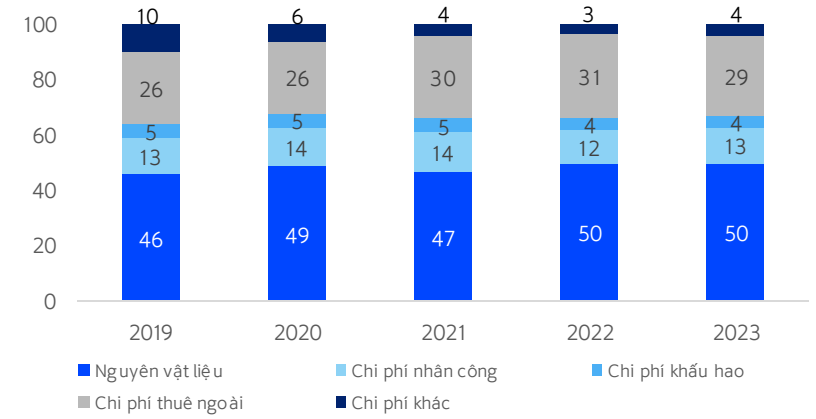
Chuỗi giá trị ngành bia: Nguyên liệu nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn



Do điều kiện thổ nhưỡng và khí hậu nhiệt đới không thích hợp cho trồng trọt, các nguyên liệu đại mạch và hoa bia đều phải được nhập khẩu từ các quốc gia tại châu Âu, Úc và Mỹ – nơi có khí hậu ôn đới mát mẻ. Các nguyên liệu này thường chiếm phần lớn trong cơ cấu giá vốn của các doanh nghiệp sản xuất bia (tỷ lệ này ở SAB xấp xỉ 50%), vì vậy những biến động về giá nguyên liệu có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp.

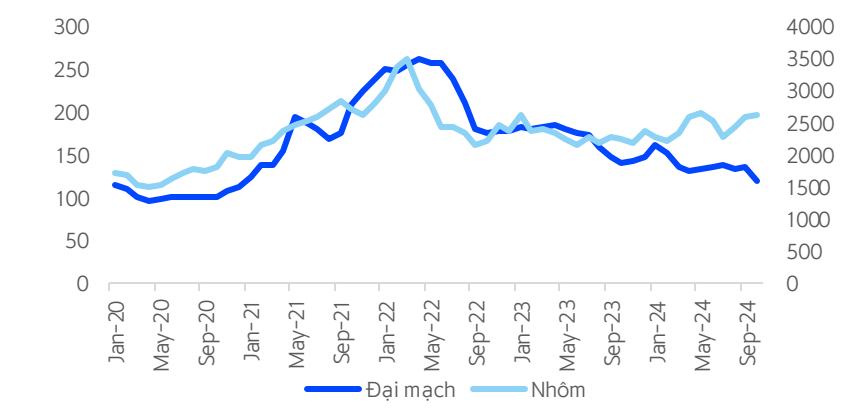
Gần đây, giá nhôm trên thị trường quốc tế đang trong xu hướng tăng, chủ yếu do nguồn cung thắt chặt và nhu cầu cao từ các dự án chuyển đổi năng lượng và sản xuất xe điện ở Trung Quốc. Ngược lại, giá đại mạch có xu hướng giảm nhờ sản lượng tăng từ các quốc gia như Úc và Canada giúp cải thiện nguồn cung.

Cơ cấu chi phí giá vốn sản xuất của SAB (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá đại mạch (USD/tấn – trái) và giá nhôm (USD/tấn – phải)

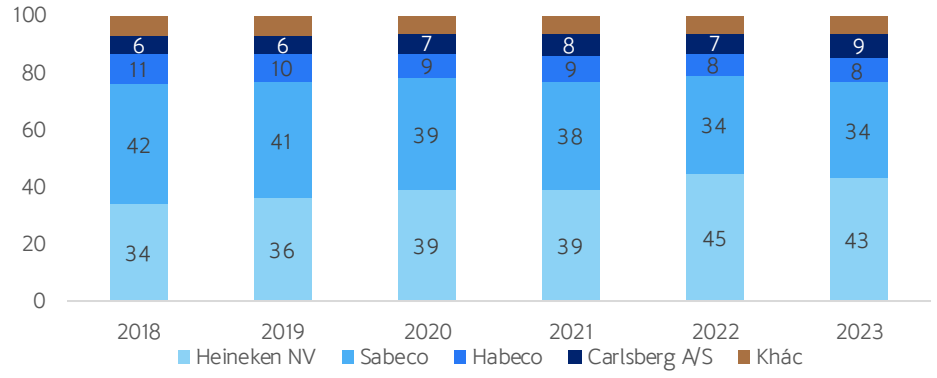


Nguồn: IMF, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

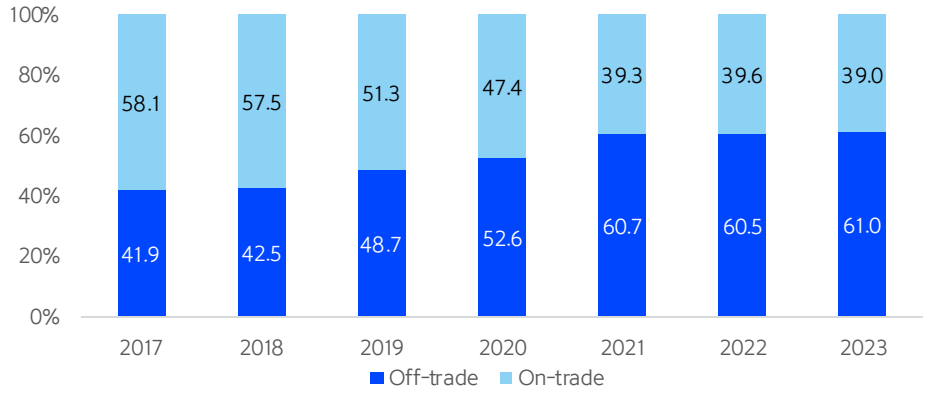
Thị phần cô đặc và sự chuyển dịch trong xu hướng tiêu dùng khi tỷ trọng bán hàng qua kênh Off-trade tăng dần qua các năm

Thị phần bia Việt Nam qua các năm (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Phân phối bia qua các kênh bán hàng (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần ngành bia khá cô đặc với khoảng 80% vào tay hai ông lớn là Heineken và Sabeco

Nhìn chung, thị phần của Heineken có xu hướng tăng qua các năm (trừ năm 2023). Điều này có thể được lý giải bởi những chiến lược hiệu quả của Heineken trong thời gian đại dịch, trong khi thị phần của Sabeco phản ánh tình hình chung của thị trường.

Vị thế thống trị này dự kiến sẽ tiếp tục được duy trì cho giai đoạn sắp tới, trong khi đó Carlsberg cũng đang giành thêm được thị phần trong 5 năm qua.

Tỷ trọng bán hàng qua kênh Off-trade tăng dần

Bia được phân phối qua hai kênh là On-trade (tiêu dùng tại chỗ tại các quán nhậu, nhà hàng, khách sạn) và Off-trade (mua mang về tại siêu thị, cửa hàng tiện lợi và đại lý).

Dù kênh On-trade phục hồi, song kênh Off-trade vẫn chiếm thị phần lớn hơn do sự tiện lợi và giá cả, đặc biệt là từ sau đại dịch COVID và Nghị định 100 gây ảnh hưởng đến thói quen tiêu dùng. Xu hướng này dự kiến sẽ được duy trì, đặc biệt là với sự bùng nổ mạnh mẽ của thương mại điện tử và mua sắm trực tuyến.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Dự thảo luật Thuế tiêu thụ đặc biệt có thể ảnh hưởng đến các doanh nghiệp trong ngành trong ngắn hạn



Theo báo cáo Global Excise Tax Application and Trends 2023, Việt Nam nằm trong nhóm 27% quốc gia trên thế giới chủ yếu áp dụng cách tính thuế tiêu thụ đặc biệt theo tỷ lệ phần trăm.

Hiện nay, có hai luồng ý kiến xoay quanh phương pháp tính thuế tiêu thụ đặc biệt:

(1) tiếp tục áp dụng phương pháp tính thuế tương đối theo tỷ lệ phần trăm (tương đối) và điều chỉnh tăng thuế suất theo lộ trình;

(2) chuyển đổi sang phương pháp tính thuế hỗn hợp (cả tương đối và tuyệt đối).

Lý giải đằng sau nhu cầu chuyển đổi phương pháp tính thuế như sau: Đối với mặt hàng như rượu bia, yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến sức khỏe người tiêu dùng là lượng tiêu thụ và hàm lượng cồn, thay vì giá thành sản phẩm. Việc chỉ đánh thuế dựa trên giá bán có thể tạo cơ hội cho người tiêu dùng chuyển sang các sản phẩm giá rẻ hơn nhằm giảm nghĩa vụ thuế. Đồng thời, thuế theo giá trị cũng có thể làm giảm động lực của nhà sản xuất trong việc phát triển các sản phẩm chất lượng cao với giá thành cao, bởi mức giá cao hơn sẽ kéo theo mức thuế cao hơn.

Phương pháp	Định nghĩa	Lợi thế	Hạn chế
Tỷ lệ phần trăm	Xác định thuế theo phần trăm của trị giá tính thuế hàng hóa	• Thuế lũy tiến • Tự điều chỉnh theo lạm phát	• Không ổn định, không dự báo trước về nguồn thu • Không công bằng, dẫn tới khuyến khích dùng sản phẩm giá rẻ, chất lượng thấp • Bị ảnh hưởng từ chiến lược giá của nhà sản xuất
Tuyệt đối	Ấn định số tiền thuế nhất định trên một đơn vị hàng hóa	• Rõ ràng, nhất quán • Đảm bảo sự ổn định về số thuế dự thu	• Không bắt kịp biến động giá cả khi lạm phát và giảm phát • Phải điều chỉnh thường xuyên
Kết hợp	Áp dụng đồng thời phương pháp tính thuế theo tỷ lệ phần trăm và phương pháp tính thuế tuyệt đối.	• Khắc phục được điểm bất lợi của cả hai phương pháp • Đảm bảo được các mục tiêu về sức khỏe cộng đồng	• Hệ thống thuế phức tạp dẫn đến phát sinh chi phí lớn • cho cả quản lý nhà nước và các nhà sản xuất

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Dự thảo lộ trình tăng Thuế tiêu thụ đặc biệt đối rượu, bia và nước giải khát có đường

Mặt hàng	Thuế suất hiện hành	Phương án 1	Phương án 2
Rượu từ 20 độ trở lên	65%	Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%).	Tăng từ 80% lên 100% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%).
Rượu dưới 20 độ	35%	Tăng từ 40% lên 60% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%).	Tăng từ 50% lên 70% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%).
Bia	65%	Tăng từ 70% lên 90% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%).	Tăng từ 80% lên 100% trong giai đoạn 2026-2030 (mỗi năm tăng 5%).
Nước giải khát hàm lượng đường trên 5g/100ml	Không áp dụng	10%	10%

Nguồn: Chính phủ, Shinhan Securities Vietnam

Trong đó, Chính phủ nghiêng về phương án 2, bởi vì theo phương án này thì giá bán rượu, bia năm 2026 sẽ tăng khoảng 10% so với năm 2025, và các năm tiếp theo mỗi năm giá bán sẽ tăng 2-3% so với năm trước để đảm bảo giá sản phẩm tăng tương ứng theo mức độ lạm phát và gia tăng thu nhập của các năm tiếp theo.

Dự thảo luật này đã được trình Quốc hội trong kỳ họp tháng 10/2024, sẽ được thông qua tại kỳ họp tháng 5/2025 và bắt đầu áp dụng vào tháng 1/2026.

2. Triển vọng ngành F&B 2025: Ngành bia

Tăng thuế tiêu thụ đặc biệt có thể ảnh hưởng tới KQKD các doanh nghiệp trong ngắn hạn nhưng sẽ sớm phục hồi

Chúng tôi chưa thể định lượng được tác động của luật thuế mới đối với lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng tác động có thể sẽ có trong ngắn hạn, sau đó ngành sẽ nhanh chóng quay trở lại tăng trưởng bởi vì ba lý do:

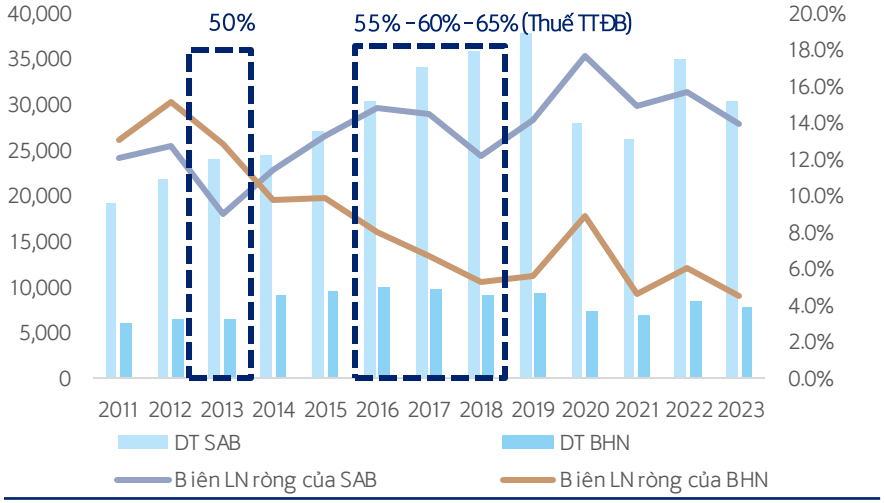
(1) Do nhiều yếu tố văn hoá nên rượu, bia không chỉ đơn thuần là một loại đồ uống mà còn là thói quen với nhiều người, không thể thiếu trong các bữa tiệc hay các buổi gặp mặt thân mật;

(2) Xu hướng tiêu dùng, hành vi tiêu dùng không chỉ chịu tác động bởi giá sản phẩm mà còn có những yếu tố khác như nhân khẩu học, vùng miền, văn hóa;

(3) Các công ty có thể chuyển phần thuế tăng thêm cho người tiêu dùng thông qua tăng giá bán.

Nhìn lại những lần tăng thuế tiêu thụ đặc biệt trước đây đối với mặt hàng bia

Doanh thu (tỷ đồng) và biên LN của các doanh nghiệp bia



Việt Nam đã trải qua 4 lần tăng thuế TTĐB đối với bia. Mức thuế suất áp dụng là 45% ở giai đoạn 2010-2012, sau đó tăng đều lên 50% từ năm 2013, 55% từ năm 2016, 60% từ năm 2017 và 65% từ 2018.

- Với Sabeco (SAB), doanh thu hầu như không bị ảnh hưởng nhiều bởi việc tăng thuế (loại trừ ảnh hưởng của dịch COVID 2020-2021), trừ DT năm 2014 không tăng trưởng, còn giai đoạn 2016-2018 vẫn tăng với tốc độ lần lượt 12%/12%/5%. Biên lợi nhuận ròng giảm trong các năm tăng thuế và sau đó nhanh chóng hồi phục trở lại.
- Bia Hà Nội (BHN) có vẻ như chịu ảnh hưởng nặng hơn từ việc tăng thuế TTĐB. Doanh thu và biên LN đều sụt giảm trong giai đoạn tăng thuế. Một phần cũng đến từ việc BHN dần lép về trong cuộc đua thị phần khi không thể cạnh tranh trong phân khúc trung và cao cấp.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

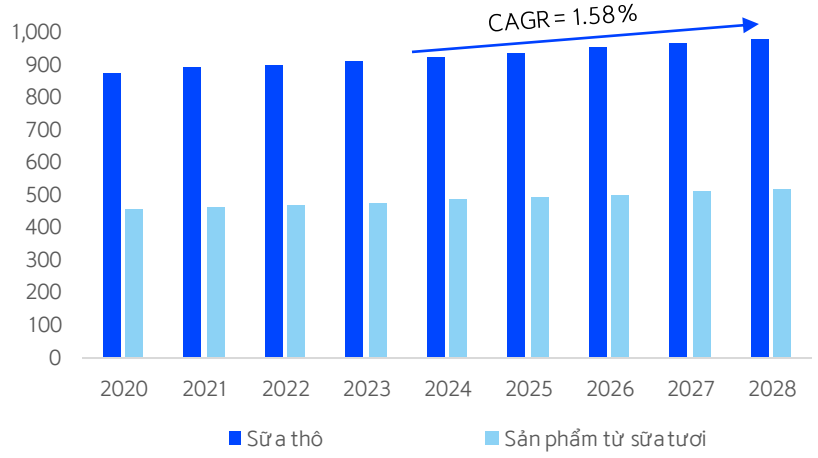
2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

Sản lượng sữa toàn cầu: Dự kiến duy trì tốc độ tăng trưởng kép 1.58% trong giai đoạn 2024-2028

Tăng trưởng sản lượng sữa toàn cầu (81% là sữa bò, 15% sữa trâu, 4% cho sữa dê, cừu và lạc đà) dự kiến tăng trưởng với tốc độ kép 1.58% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2028 và đạt mốc 981 triệu tấn vào năm 2028. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ Ấn Độ và Pakistan, tổng cộng chiếm khoảng 30% sản lượng sữa toàn cầu.

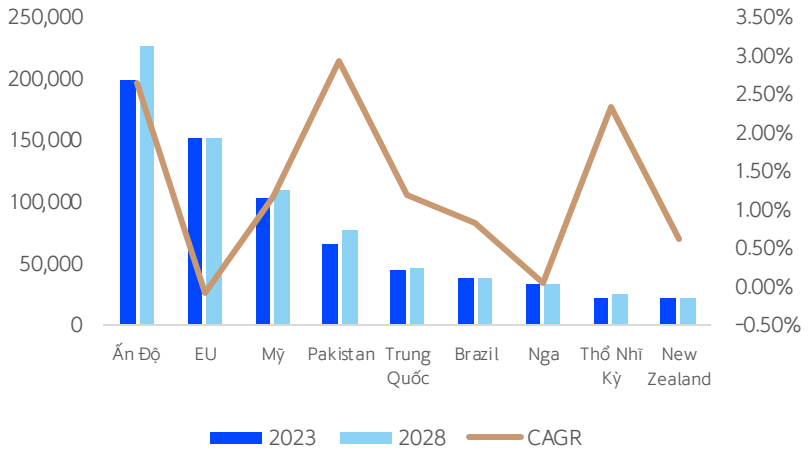
Ấn Độ – nước sản xuất sữa lớn nhất thế giới dù hầu như chỉ phục vụ tiêu thụ nội địa dự kiến sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng kép 2.5%/năm cho đến 2028. Ở vị trí thứ 2, sản lượng sữa của EU có khả năng tăng trưởng âm do số lượng đàn bò và năng suất sữa giảm. Bên cạnh đó, Mỹ và Pakistan cũng được cho là sẽ tăng sản lượng sản xuất sữa. Do cầu nội địa của Mỹ chủ yếu là sữa béo, nước này sẽ tiếp tục mở rộng xuất khẩu bột sữa gầy (SMP).

Sản lượng sữa toàn cầu (triệu tấn)



Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

Top 10 quốc gia có sản lượng sữa lớn nhất thế giới (nghìn tấn)



Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

New Zealand đi đầu trong xuất khẩu, Trung Quốc giữ vững vị thế nhập khẩu hàng đầu tuy nhiên sản lượng dự kiến giảm

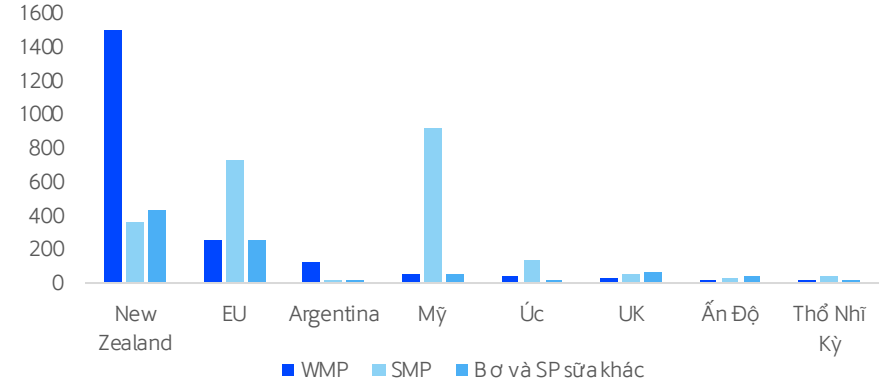
Dù chỉ chiếm khoảng 2.5% sản lượng sữa toàn cầu, New Zealand lại là quốc gia xuất khẩu sữa đứng đầu thế giới với sản lượng xuất khẩu năm 2023 là 2.3 triệu tấn, tương đương 35% tổng xuất khẩu toàn cầu.

New Zealand, Mỹ và EU là top 3 nhà xuất khẩu các sản phẩm sữa qua chế biến lớn nhất, chiếm khoảng 70% tỷ trọng toàn cầu. New Zealand đứng đầu trong xuất khẩu bơ và bột sữa nguyên kem (WMP), trong khi EU là khu vực xuất khẩu phô mai chính. Kể từ năm 2021, Hoa Kỳ đã vượt qua EU để trở thành nước xuất khẩu bột sữa tách béo (SMP) thống trị thế giới và xu hướng này dự kiến sẽ tiếp tục trong trung hạn.

Trung Quốc dự kiến vẫn giữ vị trí nước nhập khẩu các sản phẩm từ sữa lớn nhất thế giới, bao gồm SMP, WMP, phô mai và bơ. Tuy nhiên, dự kiến quốc gia này sẽ nhập khẩu ít WMP hơn vì lý do hàng tồn kho, trợ cấp chính phủ để ổn định ngành chế biến trong nước và sở thích của người tiêu dùng chuyển sang ưa chuộng các sản phẩm sữa thô hơn sữa hoàn nguyên.

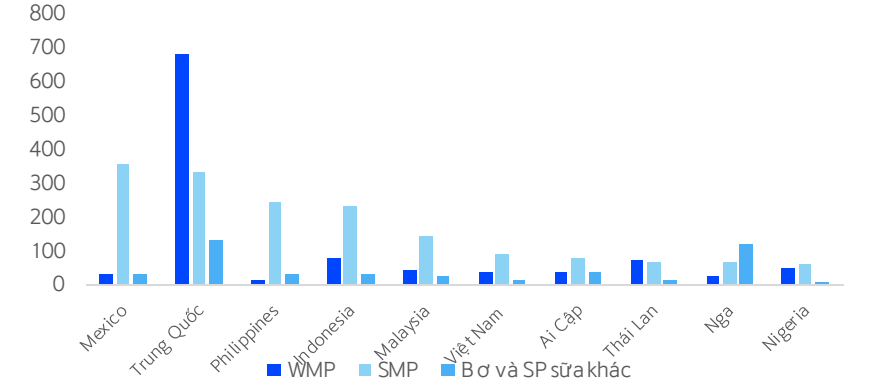
Việt Nam cũng nằm trong nhóm các quốc gia đứng đầu về nhập khẩu do thiếu hụt nguồn nguyên liệu trong nước. Các nguyên liệu này sẽ được dùng trong chế biến sữa nước, sữa chua, hay các chế phẩm khác như phô mai, dùng pha trộn sữa công thức…

Xuất khẩu theo quốc gia năm 2023 (nghìn tấn)



Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

Nhập khẩu theo quốc gia năm 2023 (nghìn tấn)

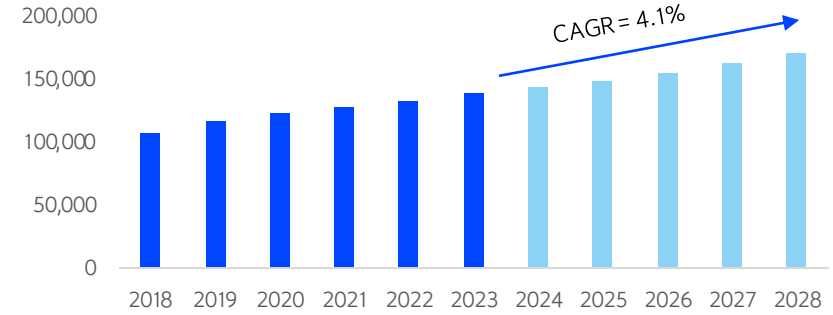


Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

Thị trường sữa Việt Nam: Dự kiến tăng trưởng kép ở mức 4.1%năm trong giai đoạn 2024-2028

Quy mô thị trường sữa Việt Nam (tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Theo Euromonitor, nhu cầu tiêu thụ sữa và các sản phẩm từ sữa được dự báo tăng trưởng kép ở mức 4.1% trong giai đoạn 2024 – 2028, cao hơn so với mức tăng trưởng chung của thế giới.

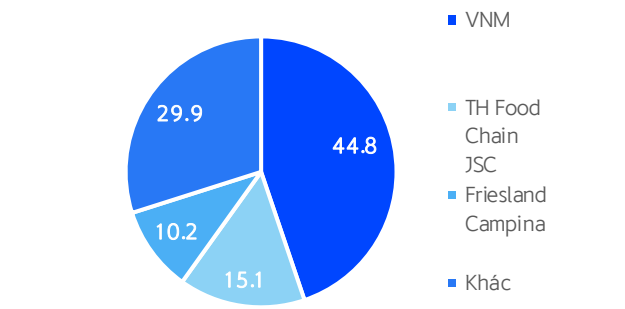
Động lực tăng trưởng đến từ sự cải thiện thu nhập thúc đẩy chi tiêu cho các thực phẩm vì sức khỏe, và tiềm năng tiêu dùng trong bối cảnh mức tiêu thụ sữa của người Việt còn ở mức thấp so với các nước Đông Nam Á, chỉ đạt 26-28 lít/người/năm (Thái Lan là 35 lít và Singapore là 45 lít).

Thị phần ngành sữa khá cô đặc và tập trung vào một số doanh nghiệp lớn

Thị trường sữa Việt Nam khá cô đặc và tập trung vào một số công ty lớn như VNM, Friesland hay TH Food Chain JSC. VNM giữ vị thế đứng đầu trong ngành hàng sữa nước, sữa chua và sữa đặc, thứ hai trong ngành hàng sữa trẻ em.

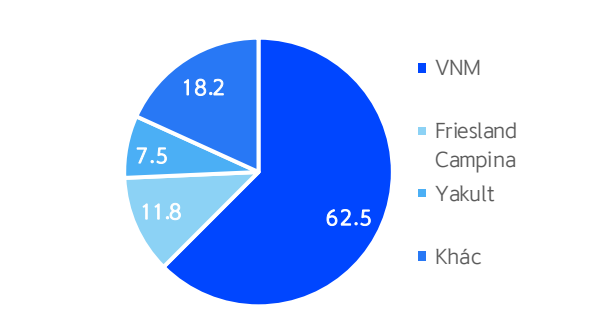
Ngành sữa Việt Nam chỉ mới đáp ứng 40-50% nhu cầu sữa trong nước, dư địa tăng trưởng vẫn còn, nhưng phải chịu áp lực cạnh tranh lớn từ sữa nhập khẩu.

Thị phần Ngành sữa nước 2023 (%)



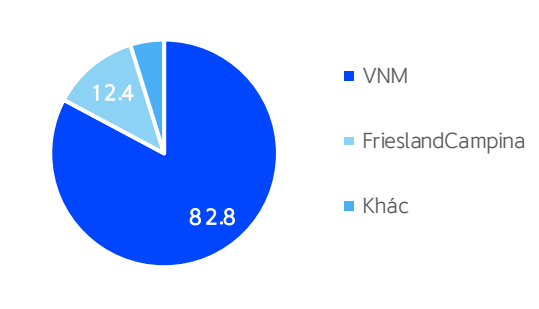
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Ngành sữa chua 2023 (%)



Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần Ngành sữa đặc 2023 (%)



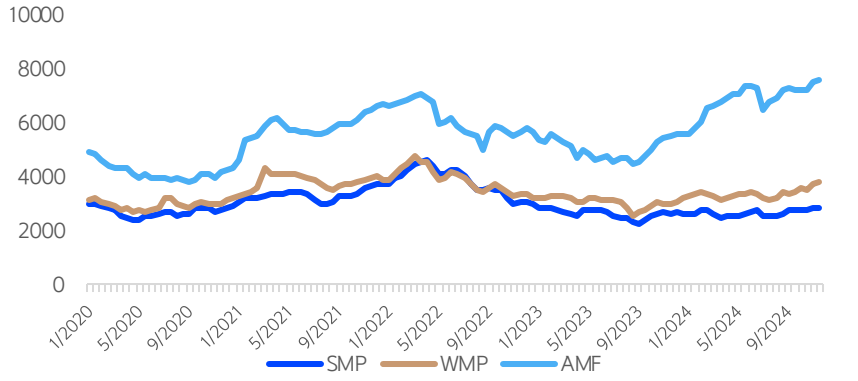
Nguồn: Euromonitor, Shinhan Securities Vietnam

2. Triển vọng 2025 với một số nhóm ngành: Ngành Sữa

Giá nguyên vật liệu nhập khẩu đang trên đà tăng trở lại nhưng đà tăng sẽ khó duy trì

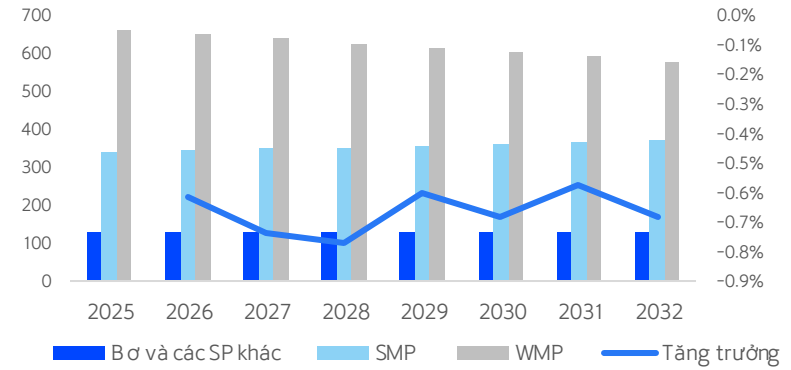
Do đặc tính khí hậu và thổ nhưỡng không quá thuận lợi cho chăn nuôi bò sữa cũng như những hạn chế về việc xin đất thuê để mở rộng nguồn nguyên liệu, ngành sữa Việt Nam vẫn phải phụ thuộc nhiều vào nguồn sữa nhập khẩu. Các doanh nghiệp nội địa phải nhập khẩu thêm các nguyên liệu gồm sữa bột nguyên kem (WMP), bột sữa tách béo (SMP) và bơ khan (AMF) từ các quốc gia như Mỹ, châu Âu và New Zealand, khiến biên lợi nhuận gộp chịu ảnh hưởng bởi giá nguyên vật liệu nhập khẩu.

Giá nguyên vật liệu (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng nhập khẩu của Trung Quốc (nghìn tấn)



Nguồn: OECD, Shinhan Securities Vietnam

Giá bơ khan (AMF) duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với giá bột sữa do nhu cầu về chất béo sữa tăng lên so với các chế phẩm dạng rắn từ sữa khác. Sau khoảng thời gian đi ngang và sụt giảm trong nửa đầu năm, giá bột sữa bao gồm Bột sữa tách béo (SKM), Bột sữa nguyên kem (WMP) và Bơ khan (AMF) đều tăng trở lại từ tháng 7.

Với vị thế là nước nhập khẩu nhiều nhất thế giới, Trung Quốc đã định hướng phát triển ngành sản xuất sữa nội địa để hướng tới mục tiêu tự chủ nguồn cung. Quốc gia này đặt mục tiêu tăng sản lượng sữa sản xuất lên 10 triệu tấn trong giai đoạn 2018-2025 và thực tế đã đạt mục tiêu này vào năm 2023. Dưới bối cảnh Trung Quốc đang trong tiến trình giảm nhập khẩu (đặc biệt là đối với bột sữa nguyên kem WMP) trong khi nguồn cung sữa toàn cầu được dự báo tăng; chúng tôi cho rằng đà tăng giá bột sữa sẽ khó có thể duy trì.

03

Cơ hội đầu tư với các cổ phiếu ngành F&B

VNM, SAB, QNS & MSN

Các doanh nghiệp niêm yết lớn

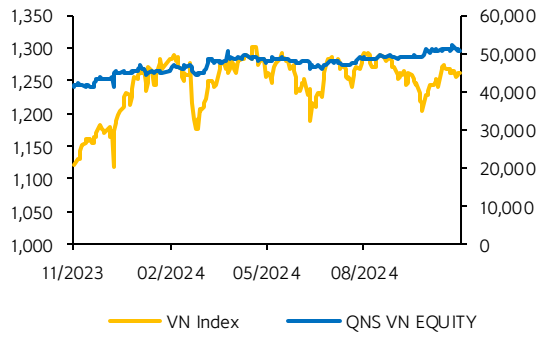
Mã	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại (VND)	Giá mục tiêu cuối năm 2025 (VND)	Upside (%)	Dự phóng doanh thu 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng doanh thu (YoY) (%)	Dự phóng lợi nhuận 2025 (tỷ đồng)	Tăng trưởng lợi nhuận (YoY) (%)	Nợ/VCSH	P/B (2025F)	P/E (205F)
VNM	134,175	64,300	76,100	18.4%	64,021	2.4	10,025	2.9	0.5	4.7	17.7
SAB	73,747	57,200	71,300	24.7%	34,238	5.8	4,857	4.7	0.3	3.5	21
QNS	18,750	50,800	68,700	35.2%	11,248	4.8	2,357	3.3	0.4	2.3	8.8
MSN*	105,719	70,200	99,100	41.2%	91,732	7.4	5,737	31.3	2.7	4.4	40.2
SBT*	9,441	12,750	14,800	16.1%	31,343	8	871	8.1	2.1	1.1	10.8
	Tổng				**232,582**	**5.7%**	**23,847**	**9.2%**			

(*) Số liệu consensus
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam
Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCom: QNS)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**68,700 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	50,800 VND
Suất sinh lời (%)	35.2%
VNINDEX	1,260
P/E thị trường (25F,x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	18,677
SLCP đang lưu hành (triệu)	368
SLCP tự do giao dịch (triệu)	247
52 tuần cao/thấp (VND)	52,300/43,600
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.34
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	17
Sở hữu nước ngoài (%)	13.43
Cổ đông lớn (%) Thương mại Thành Phát	15.56
Cổ đông lớn (%) Vinacapital	6.54

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	4.3	4.7	13.4
Tg đối với VNIndex (%)	5.6	4.2	-0.9



Mảng mía đường tích cực nhờ giá đường neo cao

Luận điểm đầu tư

CTCP Đường Quảng Ngãi (UpCOM: QNS) là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sữa đậu nành và đứng thứ hai về sản xuất đường mía tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng: (1) Doanh thu và lợi nhuận mảng đường 2024 khả quan nhờ giá đường trong nước tiếp tục duy trì ở mức cao 20-21 VND/kg tuy giá đường thế giới biến động (2) QNS tiếp tục củng cố vị thế đầu ngành sữa đậu nành nhờ dư địa tăng trưởng lớn và biên lợi nhuận gộp được cải thiện; (3) Nỗ lực kiểm soát tốt chi phí bán hàng giúp cải thiện biên lợi nhuận; và (4) Duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn 30-40%/năm (tương ứng mức lợi suất khoảng 6%). Dựa trên phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua QNS với giá mục tiêu 68,700 đồng

Cập nhật KQKD và dự phóng

Quý 3/2024, QNS ghi nhận DT 2,726 tỷ, tăng trưởng 10.5% YoY và giảm -3.3% QoQ. LNST đạt 531.95 tỷ, giảm -25.3% YoY và -23% QoQ. Tuy LNST Q3 giảm so với cùng kỳ, lũy kế 3 quý đầu năm DT vẫn đạt 8,069 tỷ và LNST đạt 1,754 tỷ, tăng trưởng lần lượt 4.1% YoY và 14.3% YoY. Kết quả này có được là nhờ biên lợi nhuận gộp 9T tăng tốt, đạt 33.5%, và cải thiện so với cùng kỳ là 31.7%. Như vậy, sau 3 quý thì doanh nghiệp đã hoàn thành 90% mục tiêu doanh thu và 131% mục tiêu lợi nhuận năm.

Kết quả kinh doanh có được là nhờ sản lượng đường tăng và giá đường neo khá cao. Chúng tôi kỳ vọng giá đường vẫn sẽ thuận lợi trong quý cuối năm, và dự phóng DT và LNST cho tổng thể năm 2024 là 10,737 tỷ đồng và 2,281 tỷ đồng (lần lượt +7% YoY và +4% YoY). DT và LNST dự phóng cho năm 2025 là 11,248 tỷ đồng (+5% YoY) và 2,357 tỷ đồng (+3% YoY).

Rủi ro

(1) Rủi ro giá đường;, (2) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu hơn so với dự phóng đối với mảng sữa đậu nành (3) Rủi ro đường nhập lậu ảnh hưởng tới mảng đường.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**7,335**	**8,255**	**10,021**	**10,736**	**11,248**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,392	1,466	2,356	2,450	2,498
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**1,254**	**1,287**	**2,183**	**2,281**	**2,357**
EPS (VND)	4,117	4,226	7,172	7,578	7,831
BPS (VND)	19,877	20,914	24,039	26,596	29,246
OPM (%)	19	18	24	23	22
NPM (%)	17	16	22	21	21
ROE (%)	**18**	**18**	**27**	**25**	**24**
PER (x)	9.3	7.2	5.9	9.1	8.8
PBR (x)	1.9	1.5	1.8	2.6	2.3

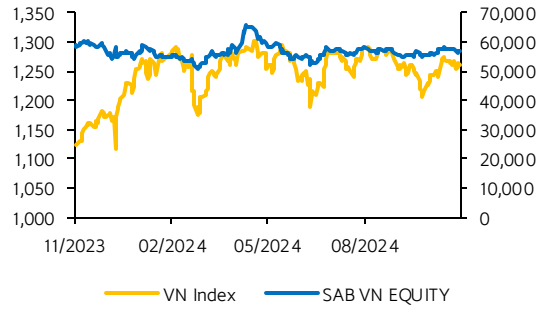
Shinhan Securities

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (HOSE: SAB)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**71,300 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	57,200 VND
Suất sinh lời (%)	24.7
VNINDEX	1,260
P/E thị trường (25F, x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	73,363
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,283
SLCP tự do giao dịch (triệu)	134
52 tuần cao/thấp (VND)	69,400/52,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.58
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	29
Sở hữu nước ngoài (%)	60.75
Cổ đông lớn (%)	CTTNHH Vietnam Beverage 53.59

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-0.5	-7.0	-7.0
Tg đối với VNIndex (%)	0.8	-7.5	-21.3



Kỳ vọng từ sự phục hồi tiêu dùng

Luận điểm đầu tư

Tổng CTCP Bia – Rượu – Nước giải khát Sài Gòn (Sabeco, HOSE: SAB) là doanh nghiệp đứng thứ 2 về sản xuất bia tại Việt Nam với thị phần đạt 34%. SAB đứng đầu về số lượng nhà máy bia (26 nhà máy) với công suất 2.4 tỷ lít/năm, cung cấp các sản phẩm từ phổ thông đến cao cấp. Chúng tôi kì vọng (1) tiêu thụ bia được cải thiện vào Q4 nhờ xu hướng mua sắm chuẩn bị cho dịp lễ tết cuối năm và người tiêu dùng chuyển đổi dần thói quen từ tiêu thụ tại chỗ (on-trade) sang mua mang về (off-trade) dưới ảnh hưởng của Nghị định 100 phạt vi phạm nồng độ cồn, (2) SAB tiếp tục duy trì cổ tức tiền mặt ổn định và (3) kế hoạch nâng tỷ lệ sở hữu ở Sabibeco (UPCOM: SBB) từ 16.4% lên 65.9% vào năm 2025 mang lại lợi thế mở rộng năng suất dây chuyền đóng gói, mặc dù không tác động nhiều tới lợi nhuận. Dựa trên phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua SAB với giá mục tiêu ở mức 71,300 đồng,

Cập nhật KQKD và dự phóng

Quý 3/2024, Sabeco ghi nhận DT 7,670 tỷ đồng, tăng trưởng 3.4% YoY và giảm -5.1% QoQ. LNST đạt 1,161 tỷ đồng, tăng trưởng 8.1% YoY và -11.9% QoQ. Lũy kế 9T, DT đạt 22,940 tỷ đồng (+4.6% YoY) và LNST đạt 3,504 tỷ đồng (+6.6% YoY), lần lượt hoàn thành 66.7% và 76.5% kế hoạch năm. Ban lãnh đạo chia sẻ công ty đã dành thêm được thị phần trong 9T đầu năm nhờ các khu vực nông thôn với số lượng điểm phân phối và doanh thu trên mỗi điểm phân phối tăng.

Chúng tôi dự phóng KQKD Q4 có thể tiếp tục duy trì tăng trưởng tốt do là mùa cao điểm tiêu dùng và tổng thể 2024 Sabeco sẽ ghi nhận DT 32,348 tỷ đồng (+6.2% YoY) và LNST 4,638 tỷ đồng (+9.0%). Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng DT và LNST sẽ lần lượt đạt 34,238 tỷ đồng (+5.8% YoY) và 4,857 tỷ đồng (+4.7% YoY).

Rủi ro

(1) Rủi ro chính sách; (2) Rủi ro tăng giá nguyên vật liệu; (3) Rủi ro nhu cầu tiêu thụ yếu trong ngắn hạn; (4) Rủi ro thuế tiêu thụ đặc biệt.

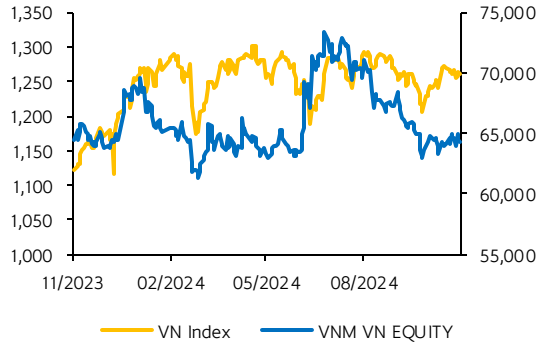
Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**26,374**	**34,979**	**30,461**	**32,348**	**34,238**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	4,780	6,830	5,403	5,801	6,093
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**3,929**	**5,500**	**4,255**	**4,638**	**4,857**
EPS (VND)	5,471	7,961	3,121	3,367	3,555
BPS (VND)	33,092	36,083	18,877	20,059	21,289
OPM (%)	18	20	18	18	18
NPM (%)	14.9	15.7	14.0	14.3	14.2
ROE (%)	**18**	**23**	**17**	**18**	**17**
PER (x)	26	21	20	22	21
PBR (x)	4.3	4.6	3.3	3.8	3.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Sữa Việt Nam (HOSE: VNM)

Giá mục tiêu (12 tháng)		**76,100 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)		64,300 VND
Suất sinh lời (%)		18.4
VNINDEX		1,260
P/E thị trường (25F, x)		11.8
Vốn hóa (tỷ VND)		134,384
SLCP đang lưu hành (triệu)		2,090
SLCP tự do giao dịch (triệu)		737
52 tuần cao/thấp (VND)		76,200/62,900
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)		2.90
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)		165
Sở hữu nước ngoài (%)		51.65
Cổ đông lớn (%)	F&N Dairy Investment Pte	17.69
	Platinum Victory Pte	10.62

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.5	-1.8	-4.9
Tg đối với VN-Index (%)	-7.2	-2.3	-19.1



Động lực từ thị trường nước ngoài

Luận điểm đầu tư

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HOSE: VNM) là doanh nghiệp sữa có thị phần đứng đầu Việt Nam với hệ thống phân phối cùng đàn bò sữa lớn nhất cả nước. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng liên tục bành trướng sang các quốc gia và vùng lãnh thổ lớn như Trung Quốc và Trung Đông. Với mức giá hiện tại, VNM xứng đáng là một khoản đầu tư được cân nhắc bởi: (1) Tỷ lệ chi trả cổ tức cao và tiềm lực tài chính khỏe mạnh đủ để đáp ứng cho những nhu cầu đầu tư mở rộng trong tương lai, (2) Động lực tăng trưởng đến từ thị trường xuất khẩu và các công ty ở nước ngoài và (3) Dư địa tăng trưởng ở ngành sữa Việt Nam vẫn còn khi tăng trưởng kép dự báo ở mức 4.1%/năm trong giai đoạn 2024-2028 (theo Euromonitor) và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp.

Cập nhật KQKD và dự phóng

DT thuần Q3 đạt 15,537 tỷ đồng, giảm -6.7% QoQ và xấp xỉ cùng kỳ năm ngoái. LNST đạt 2,403 tỷ đồng, -11% QoQ và -4% YoY. Lũy kế 9 tháng, VNM đã ghi nhận hơn 46,000 tỷ đồng DT và 7,300 tỷ đồng LNST, hoàn thành lần lượt 73% và 71% kế hoạch năm.

Kết quả kinh doanh sụt giảm trong quý 3 đến từ mảng kinh doanh nội địa (chiếm tỷ trọng hơn 83% trong cơ cấu doanh thu) với sự sụt giảm mạnh nhất ở mặt hàng sữa nước, nguyên nhân là do (1) ảnh hưởng của cơn bão Yagi ảnh hưởng tới tiêu dùng trong nước và (2) tốc độ phục hồi của thị trường FMCG vẫn còn chậm.

Chúng tôi dự phóng DT 2024 đạt 62,552 tỷ đồng (+3.6% YoY) và LNST đạt 9,742 tỷ đồng (+8.0% YoY); DT và LNST năm 2025 sẽ đạt lần lượt 64,021 tỷ đồng (+2.4% YoY) và 10,025 tỷ đồng (+2.9% YoY). Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa 2024 sẽ tăng trưởng khoảng 2% và doanh thu từ thị trường nước ngoài sẽ tăng 12% dựa trên kết quả tích cực đạt được trong 3 quý đầu năm và duy trì ở mức 4-5% cho những năm tiếp theo.

Rủi ro

(1) Giá nguyên liệu nhập khẩu tăng làm giảm biên LN gộp; (2) Hạn chế về địa lý trong việc mở rộng trang trại và gia tăng năng suất; (3) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**60,919**	**59,956**	**60,369**	**62,552**	**64,021**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	11,760	9,753	9,771	10,989	11,471
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**10,633**	**8,577**	**9,019**	**9,742**	**10,025**
EPS (VND)	4,517	3,632	3,796	4,148	4,269
BPS (VND)	15,829	14,282	15,166	15,627	16,101
OPM (%)	19.3	16.3	16.2	17.6	17.9
NPM (%)	17.5	14.3	14.9	15.6	15.7
ROE (%)	**30.6**	**25.0**	**26.6**	**27.4**	**27.5**
PER (x)	16.4	19.2	17.0	18.2	17.7
PBR (x)	4.7	4.9	4.3	4.8	4.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

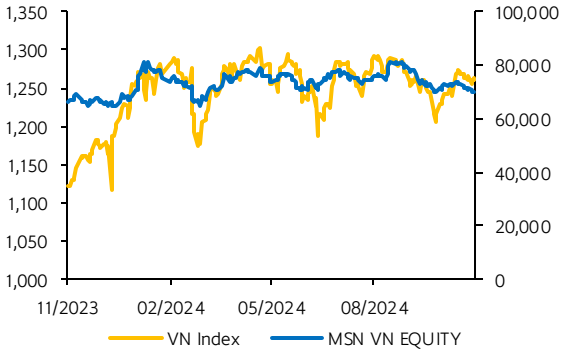
CTCP Tập đoàn Masan (HOSE: MSN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**99,100 VND**
Giá hiện tại (24/12/24)	70,200 VND
Suất sinh lời (%)	41.2%

VNINDEX	1,260
P/E thị trường (25F, x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	100,972
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,438
SLCP tự do giao dịch (triệu)	664
52 tuần cao/thấp (VND)	82,300/63,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.86
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	379
Sở hữu nước ngoài (%)	26.25

Cổ đông lớn (%)	CTCP Masan	31.19
	CTTNHH MTV Xây dựng Hoa Hướng Dương	13.21

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-6.1	-4.7	11.4
Tg đối với VNIndex (%)	-4.8	-5.2	-2.8



Shinhan Securities

Mảng tiêu dùng bán lẻ tăng trưởng vượt kỳ vọng

Luận điểm đầu tư

CTCP Tập đoàn Masan (Masan, HOSE:MSN) là một doanh nghiệp đa ngành kinh doanh trong lĩnh vực tiêu dùng bao gồm FMCG, bán lẻ và chuỗi giá trị thịt. Ngoài ra công ty còn tham gia vào các mảng khác là vật liệu từ kim loại và có cổ phần công ty liên kết tại TCB. Với mức giá hiện tại, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua cho cổ phiếu MSN với kỳ vọng: (1) Mảng tiêu dùng bán lẻ tăng trưởng tích cực là động lực cho tăng trưởng lợi nhuận; (2) Tái cơ cấu HĐKQ không cốt lõi giúp giảm đòn bẩy và củng cố trọng tâm vào mảng chính và (3) tăng trưởng KQKD 2024 đạt mức cao nhờ mức nền thấp cùng kỳ. Giá mục tiêu dự kiến là 99,100 đồng

Cập nhật KQKD và dự phóng

DT thuần Q3 đạt 21,486 tỷ đồng (+7% YoY) và NPATMI tăng 14.5 lần YoY, đạt 701 tỷ đồng. Lũy kế 9 tháng, MSN ghi nhận hơn 60,476 tỷ đồng DT và 1,308 tỷ đồng NPATMI, hoàn thành 130.8% kế hoạch LNST kịch bản cơ sở. Kết quả này có được là nhờ mảng kinh doanh tiêu dùng bán lẻ duy trì đà tăng trưởng tích cực kết hợp với lợi nhuận cao hơn của các hoạt động ngoài ngành, trong đó: (1) WCM có quý đầu tiên báo lãi kể từ thời kỳ COVID với mức tăng trưởng DT 9.1% YoY, được đóng góp chủ yếu bởi các mô hình cửa hàng mới Winstore thành thị và WinMart + Rural ở nông thôn, (2) MML báo lãi sau nhiều quý lỗ nhờ giá heo, gà tăng và DT thịt chế biến tăng trưởng tốt, (3) MCH đạt mức tăng trưởng DT 10.4% và duy trì biên LN gộp ở mức cao là 46.8%, (4) DT Phúc Long Heritage (PLH) cũng tăng 12.8% YoY nhờ đóng góp từ 21 cửa hàng mới ngoài WCM được mở trong cùng quý và (5): công ty liên kết TCB cũng đóng góp 1,136 tỷ đồng vào EBITDA Q3 (+8.7% YoY).

Ban lãnh đạo kỳ vọng rằng MCH sẽ tiếp tục đà tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận hai con số và bước vào giai đoạn tăng tốc khi xu hướng cao cấp hóa và tiêu dùng ngoài gia đình tăng lên. Trên cơ sở này, chúng tôi dự phóng DT và NPATMI năm 2024 lần lượt đạt 85,433 tỷ đồng và 2,326 tỷ đồng (+9.2% và tăng 5.5 lần YoY). Cho năm 2025, chúng tôi dự phóng DT và NPATMI lần lượt đạt 91,732 tỷ đồng (+7.4%) và 3,625 tỷ đồng (+55.8%).

Rủi ro

(1) Tiêu dùng yếu hơn dự kiến; (2) Biên lợi nhuận mảng chăn nuôi biến động và (3) MSR đạt lợi nhuận thấp hơn dự kiến.

Năm	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**88,629**	**76,189**	**78,252**	**85,433**	**91,732**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	11,273	5,223	2,350	7,096	8,557
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**10,101**	**4,754**	**1,870**	**4,369**	**5,737**
EPS (VND)	2,028	2,511	129	1,565	2,467
BPS (VND)	23,161	18,369	18,562	20,450	22,405
OPM (%)	12.7	6.9	3.0	8.3	9.3
NPM (%)	11.4	6.2	2.4	5.1	6.3
ROE (%)	**35.1**	**12.1**	**1.6**	**7.9**	**11.5**
PER (x)	74.5	22.5	32.2	63.3	40.2
PBR (x)	6.5	5.2	3.6	4.8	4.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Bán lẻ

Bứt phá lợi nhuận



Phúc Nguyễn
☎ (84-28) 6299-8025
✉ phuc.nlh@shinhan.com

Nội dung

Ngành Bán lẻ - Bứt phá lợi nhuận

1. Cập nhật ngành bán lẻ thế giới

   Năm 2024, doanh thu thị trường bán lẻ toàn cầu ước tính đạt 31.5 nghìn tỷ USD (+5% YoY). Dự báo tốc độ tăng trưởng duy trì ổn định 3-4% giai đoạn 2024-2027.

2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

   Năm 2024, đà tăng trưởng của ngành bán lẻ Việt Nam vẫn duy trì ở mức ổn định so với năm 2023. Lũy kế 11T2024, doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 5,822 nghìn tỷ đồng (+8.8% YoY).

3. Triển vọng ngành bán lẻ

   Tăng trưởng ngành bán lẻ kỳ vọng duy trì đà tăng 9-10% trong năm 2025 nhờ vào (1) kỳ vọng tăng trưởng tích cực của nền kinh tế, (2) thu nhập người dân cải thiện, tỷ lệ đô thị hóa cao và (3) tiếp nối động lực tăng trưởng của các ngành hàng bán lẻ mới.

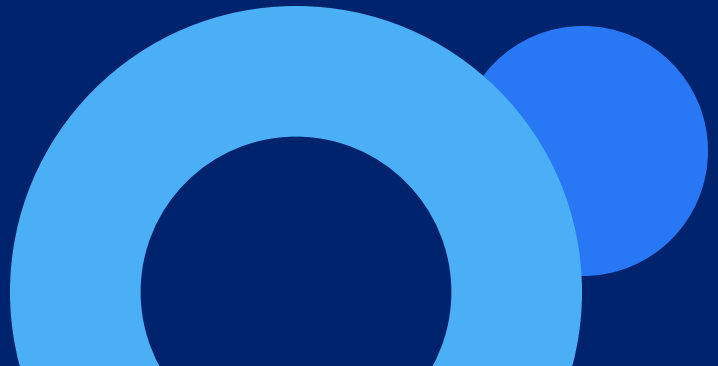
4. Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

   MWG, FRT, DGW

01 Cập nhật ngành bán lẻ Thế giới

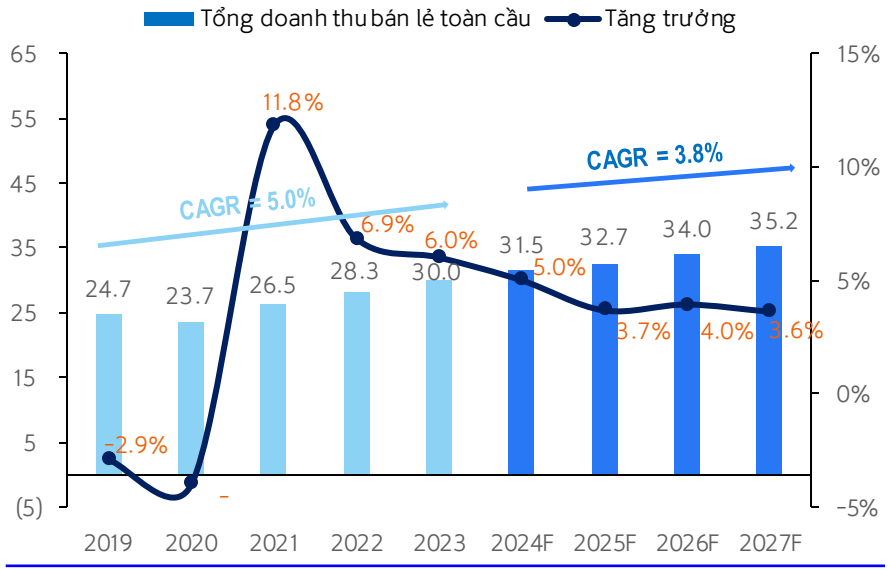
Tăng trưởng của ngành bán lẻ đóng góp rất lớn vào sự phục hồi chung của nền kinh tế sau mỗi sự kiện biến động xảy ra.

Năm 2024, doanh thu thị trường bán lẻ toàn cầu ước tính đạt 31.5 nghìn tỷ USD, tăng 5% so với cùng kỳ năm 2023. Dự báo giai đoạn 2024-2027, tốc độ tăng trưởng duy trì ổn định ở mức 3-4%.



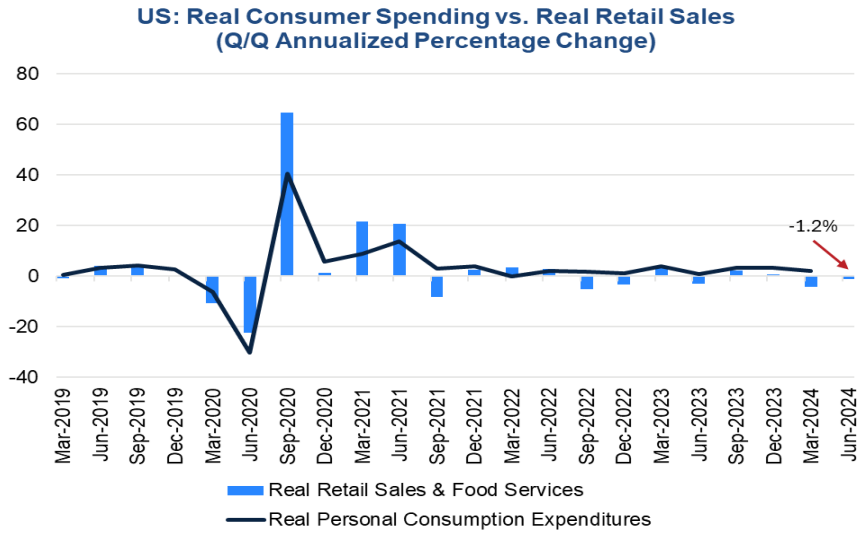
1. Cập nhật ngành bán lẻ thế giới

Tổng Doanh thu Bán lẻ Toàn cầu và dự phóng (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Statista, Shinhan Securities Vietnam

Biến động doanh thu bán lẻ thực và mức chi tiêu thực tế (% QoQ)

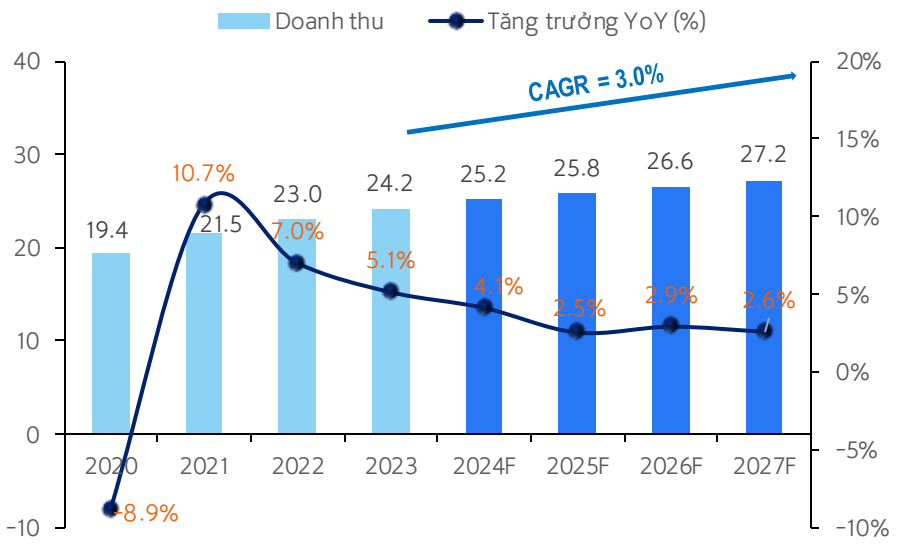


Nguồn: The Conference Board, Shinhan Securities Vietnam

- Tăng trưởng bán lẻ toàn cầu dự kiến sẽ hạ nhiệt khi nền kinh tế chung toàn cầu vẫn trong giai đoạn biến động. Tăng trưởng lương chậm, tiết kiệm cạn kiệt và nợ tín dụng cao dẫn đến hạn chế chi tiêu, đặc biệt với hàng hóa không thiết yếu và có giá trị lớn. Lãi suất cao và giá cả tăng cũng góp phần làm giảm nhu cầu mua sắm.
- The Conference Board ghi nhận doanh thu bán lẻ thực (đã điều chỉnh lạm phát) và mức chi tiêu thực của người tiêu dùng có xu hướng giảm trong năm 2024. Sự suy giảm này cho thấy chi tiêu chuyển hướng từ hàng hóa sang dịch vụ (giải trí, ăn uống, chăm sóc cá nhân, du lịch, giáo dục), ưu tiên trải nghiệm hơn sở hữu vật chất.
- Trong các năm tới, dự phóng tăng trưởng doanh thu bán lẻ toàn cầu sẽ chậm lại, CAGR ở mức 3.8%/năm giai đoạn 2024-2027.

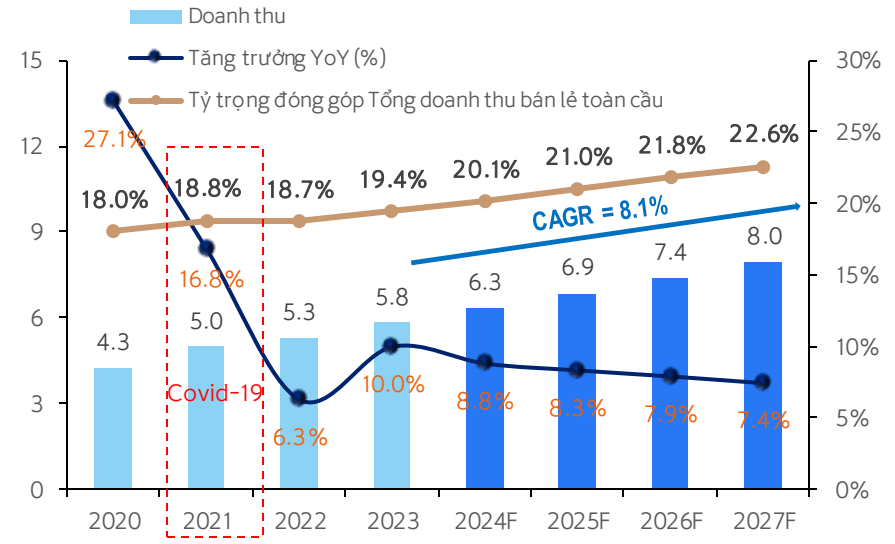
1. Cập nhật ngành bán lẻ thế giới

Doanh thu toàn cầu kênh cửa hàng bán lẻ offline (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu toàn cầu kênh bán lẻ online (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Shinhan Securities Vietnam

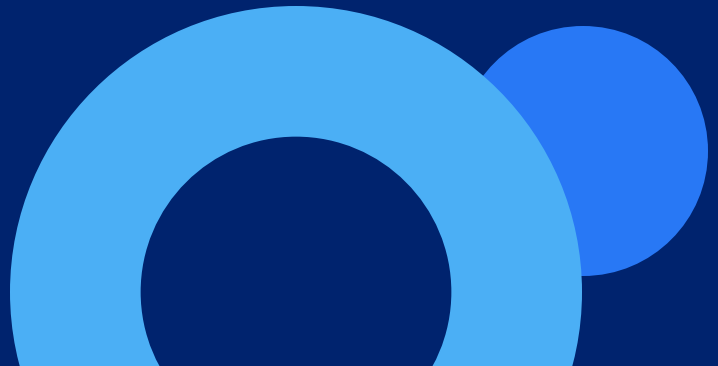
- Doanh thu mô hình cửa hàng bán lẻ vật lý (kênh bán lẻ truyền thống và quen thuộc) ước đạt 25.2 nghìn tỷ USD (+4.1% YoY), chiếm 80% tổng doanh thu bán lẻ toàn thế giới. Dự phóng tăng trưởng kênh bán lẻ này sẽ hạ nhiệt, ước tính CAGR đạt 3%/năm giai đoạn 2023-2027.
- Bên cạnh đó, thương mại điện tử (TMĐT) cũng đang ngày càng trở nên phổ biến trên toàn cầu. Kênh bán lẻ TMĐT (B2C) có sự tăng trưởng ấn tượng từ sau giai đoạn giãn cách xã hội vì dịch Covid-19. Tỷ trọng đóng góp tổng doanh thu bán lẻ toàn cầu cải thiện rõ rệt, dự phóng sẽ duy trì từ 20-23%, tăng trưởng ổn định, tương ứng CAGR đạt 8.1% giai đoạn 2023-2027.

02

Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

Năm 2024, tuy nền kinh tế trong nước và thế giới vẫn chưa hoàn toàn ổn định nhưng đà tăng trưởng của ngành bán lẻ Việt Nam vẫn được duy trì ở mức ổn định so với năm 2023.

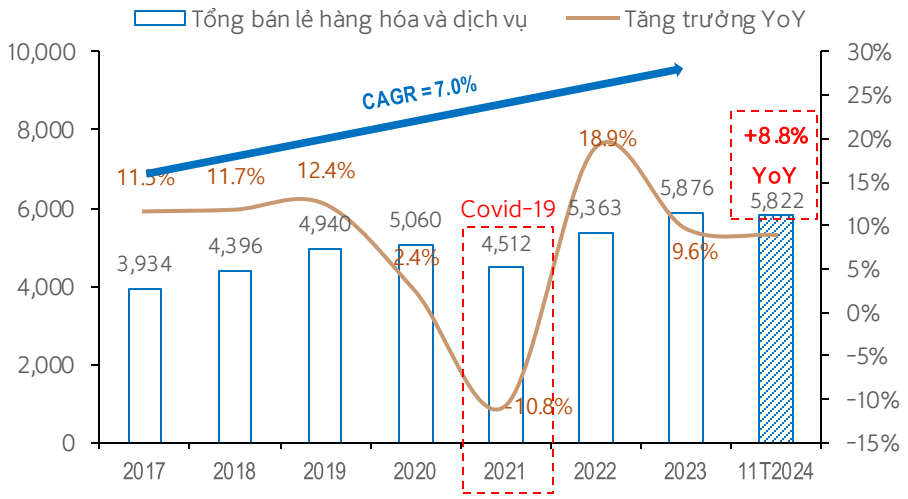
Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ Việt Nam năm 2024 ước tính đạt 6,400 nghìn tỷ đồng, tương ứng quy mô thị trường đạt ~272 tỷ USD, tương đương trên 60% GDP cả nước.



2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

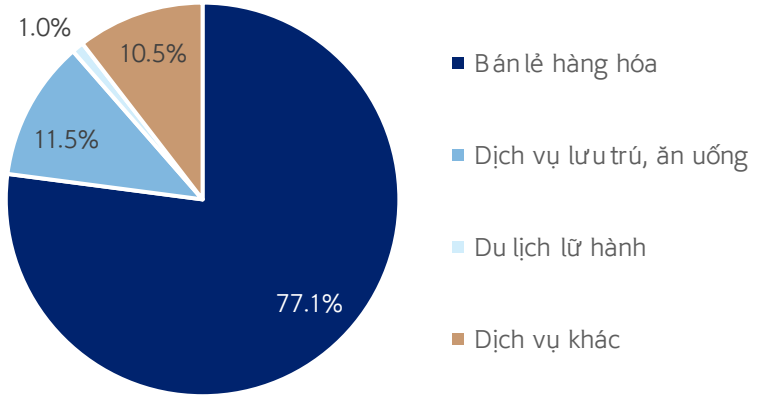
Cập nhật Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ

Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ở Việt Nam (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ trọng doanh thu các mảng đóng góp ngành bán lẻ 11T2024



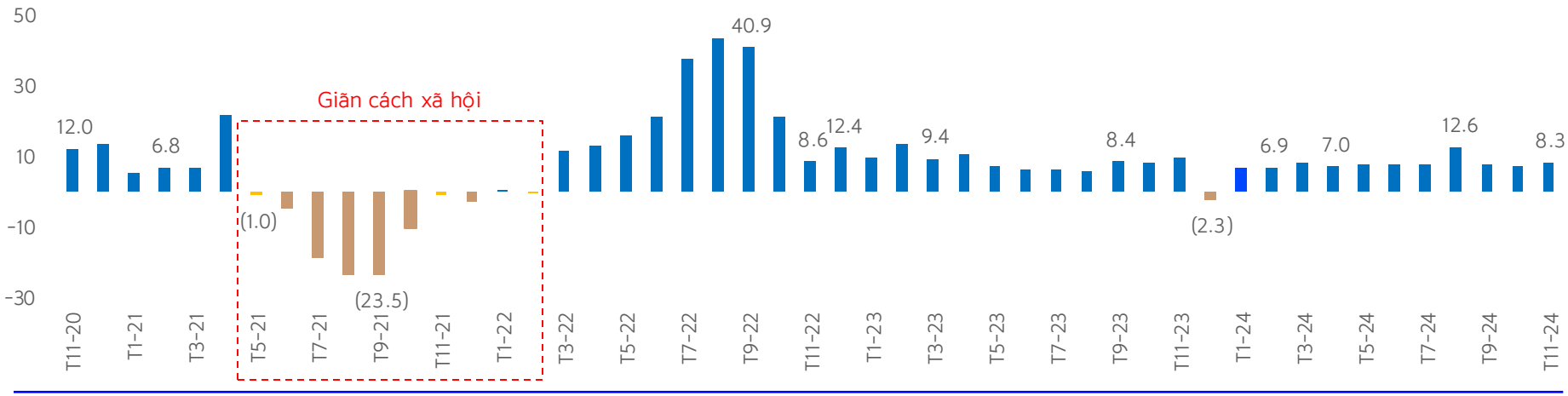
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Bán lẻ là một trong những ngành quan trọng của Việt Nam; có quy mô thị trường khoảng 272 tỷ USD năm 2024; kỳ vọng đạt 300 tỷ USD vào năm 2025 – tương đương trên 60% GDP cả nước.
- Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ở Việt Nam gồm 4 mảng: (i) Bán lẻ hàng hóa; (ii) Dịch vụ lưu trú, ăn uống; (iii) Du lịch lữ hành; (iv) Dịch vụ khác. Trong đó, nhóm "Bán lẻ hàng hòa" luôn đóng góp trên 75% doanh thu toàn ngành bán lẻ.
- Lũy kế 11T2024, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ đạt 5,822 nghìn tỷ đồng (+8.8% YoY). Năm 2024, dù nền kinh tế trong nước và thế giới có nhiều biến động nhưng đà tăng trưởng của ngành bán lẻ vẫn được duy trì ở mức ổn định so với năm 2023.

2. Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

Cập nhật nhóm Bán lẻ hàng hóa

Tăng trưởng doanh thu theo tháng của mảng Bán lẻ hàng hóa (% YoY)

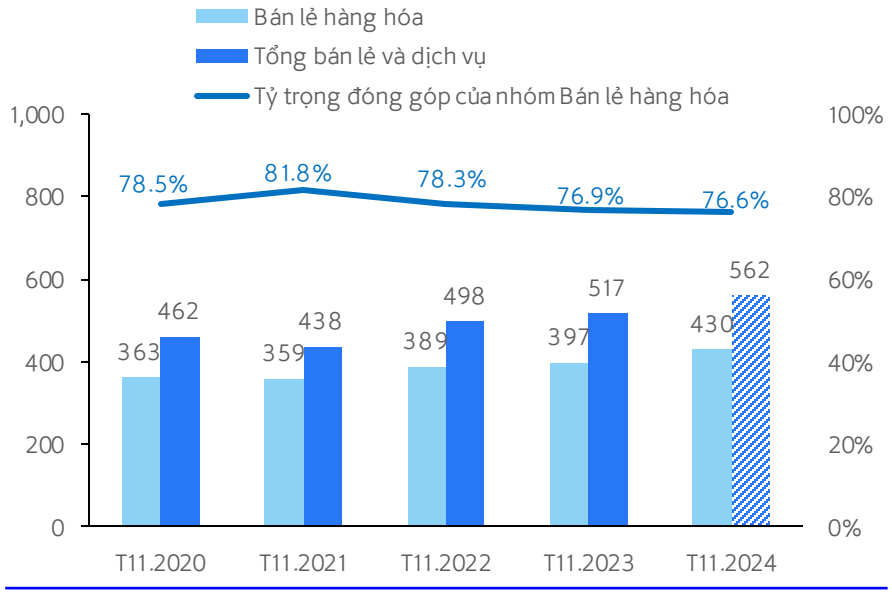


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Sau giai đoạn hồi phục do ảnh hưởng từ dịch COVID-19, nhờ các hỗ trợ kịp thời từ các chính sách kích cầu của Nhà nước đã giúp ngành bán lẻ dần hồi phục và tiếp tục duy trì ổn định.
- Tốc độ tăng trưởng của ngành bán lẻ có dấu hiệu tích cực trong năm 2022 và duy trì ổn định trong năm 2023 và 2024. Tuy sự bùng nổ và cải thiện hạ nhiệt dần từ cuối năm 2022 do tình hình kinh tế biến động và người dân có xu hướng ưu tiên chi tiêu cho các mặt hàng thiết yếu, nhóm "Bán lẻ hàng hóa" vẫn duy trì tăng trưởng ở mức ổn định so với năm các năm trước.
- Doanh thu mảng "Bán lẻ hàng hóa" vẫn tăng trưởng ổn định ở mức 8.5-9.0% YoY trong năm 2024, cho thấy mức độ bền vững của ngành bán lẻ Việt Nam.

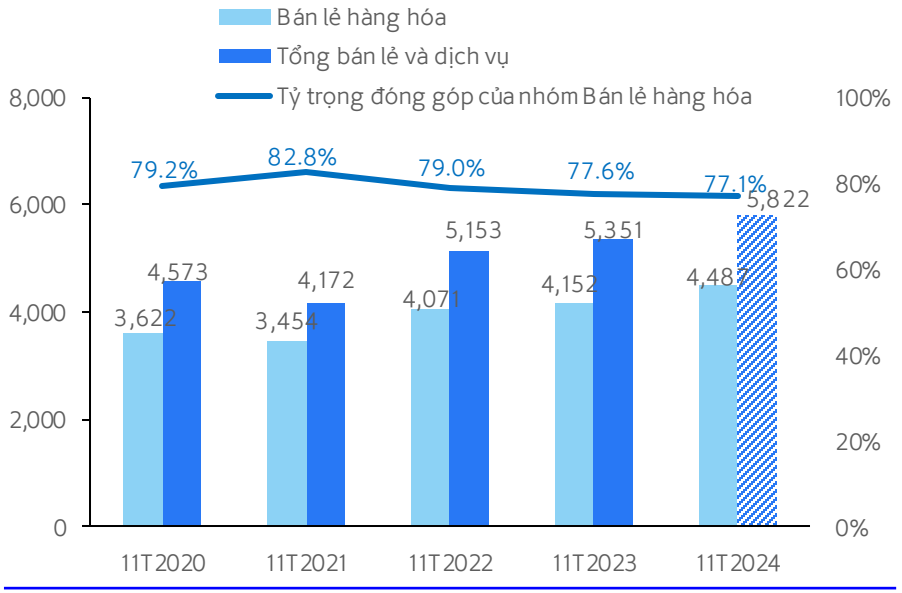
Cập nhật nhóm Bán lẻ hàng hóa

Doanh thu bán lẻ hàng hóa T11/2024 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu lũy kế 11T2024 bán lẻ hàng hóa (nghìn tỷ đồng)

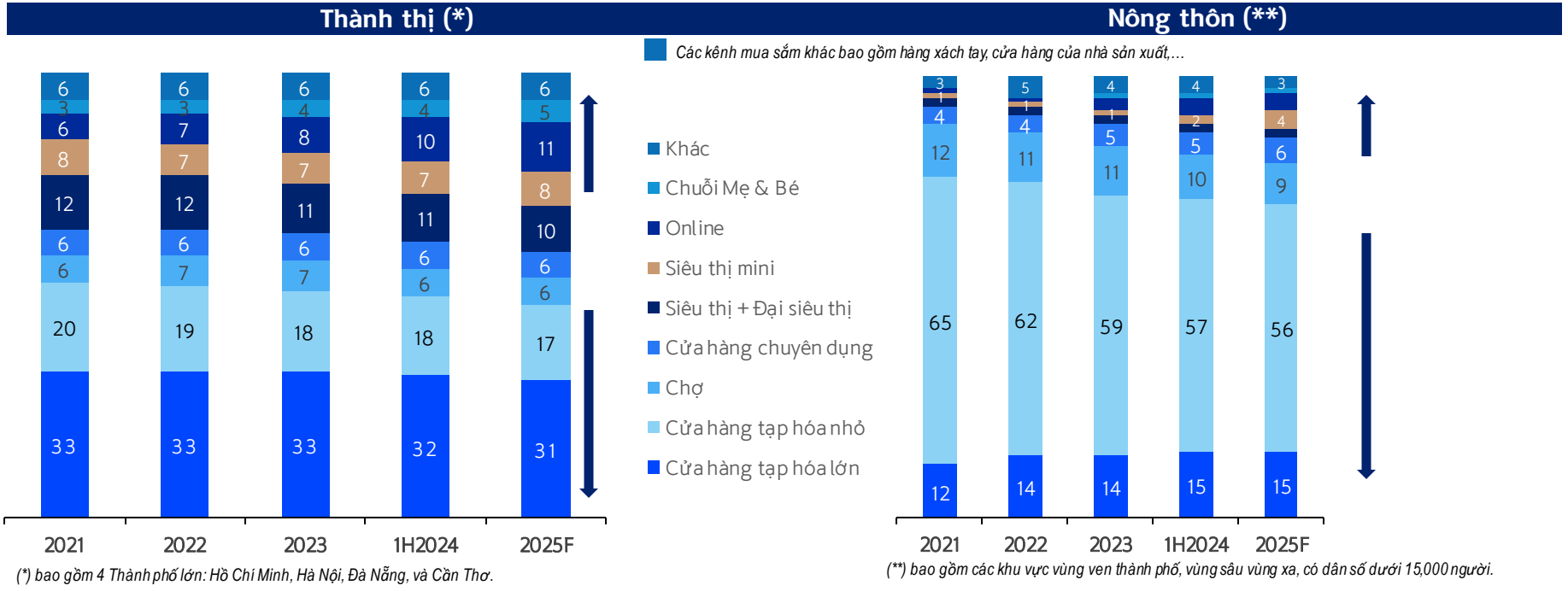


Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Doanh thu "Bán lẻ hàng hóa" T11/2024 ước đạt 430.4 nghìn tỷ đồng (+8.3% YoY); Lũy kế 11T2024, mảng này ghi nhận đạt 4,487.3 nghìn tỷ đồng (+8.1% YoY), chiếm 77.1% tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (11T2023: 77.6%).
- Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ năm 2024 đạt 6,400 nghìn tỷ đồng (+8.9% YoY), trong đó doanh thu từ bán lẻ hàng hóa vẫn tiếp tục đóng góp phần lớn nhất, kỳ vọng đạt 4,901 nghìn tỷ đồng (+8.0% YoY), đóng góp ~77% toàn ngành.

2.Thị trường ngành bán lẻ Việt Nam

Tỷ trọng đóng góp giá trị của các kênh bán lẻ theo khu vực (%)

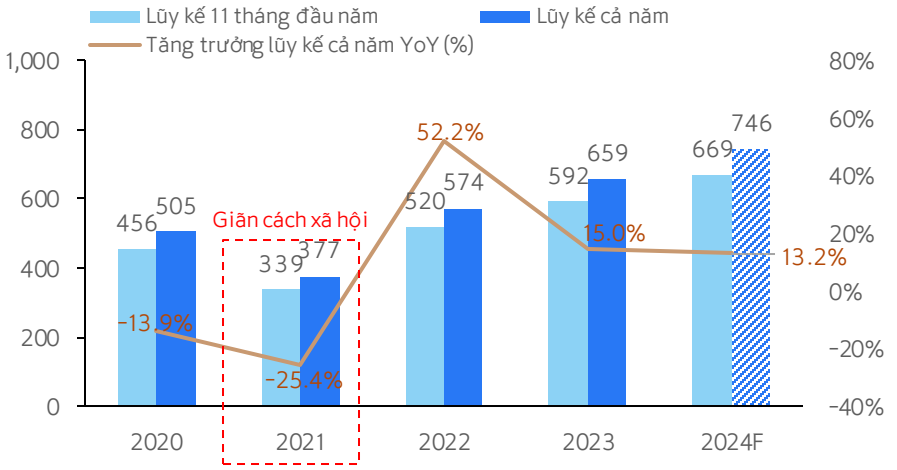


Nguồn: Kantar Worldpanel, Shinhan Securities Vietnam

- Xét tỷ trọng các kênh bán lẻ, cửa hàng tạp hóa vẫn đang chiếm thị phần lớn nhất nhưng có xu hướng thu hẹp dần do sự mở rộng mạnh mẽ của các mô hình kinh doanh, chuỗi bán lẻ hiện đại, dẫn đến thay đổi thói quen người tiêu dùng.
- Nhiều thương hiệu gia tăng sự hiện diện ở nhiều kênh bán hàng, tận dụng tiềm năng của các nền tảng bán hàng trực tuyến, giúp trải nghiệm mua sắm của người tiêu dùng được liền mạch và tiện lợi hơn. Các kênh bán hàng hiện đại cũng đang dịch chuyển sang người tiêu dùng khu vực nông thôn.
- Hạ tầng Internet phát triển, các nền tảng bán lẻ TMĐT (B2C) ngày càng quen thuộc đối với người dân Việt Nam, thúc đẩy tỷ trọng đóng góp từ kênh online ở cả khu vực Thành thị và Nông thôn, mở ra cơ hội cho các thương hiệu từ nhỏ đến lớn thu hút và đa dạng hóa tệp khách hàng trung thành.

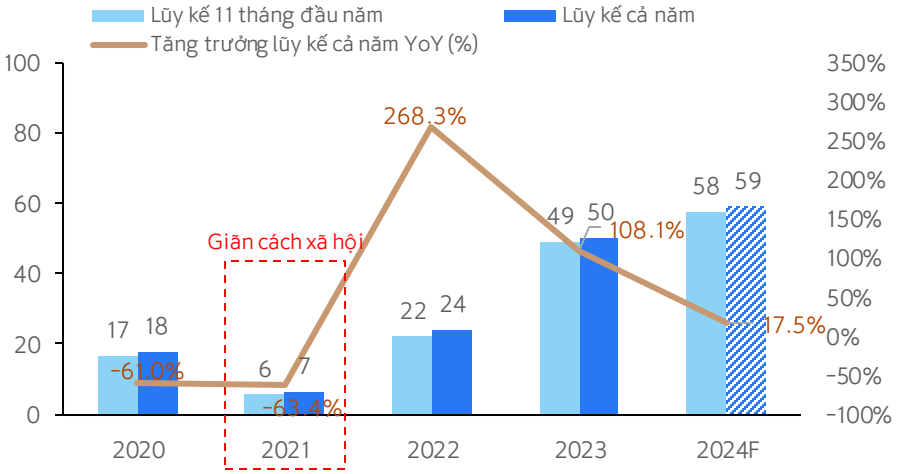
Cập nhật nhóm Dịch vụ lưu trú, ăn uống, và Du lịch lữ hành

Doanh thu nhóm Dịch vụ lưu trú, ăn uống (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu Du lịch lữ hành (nghìn tỷ đồng) (*)



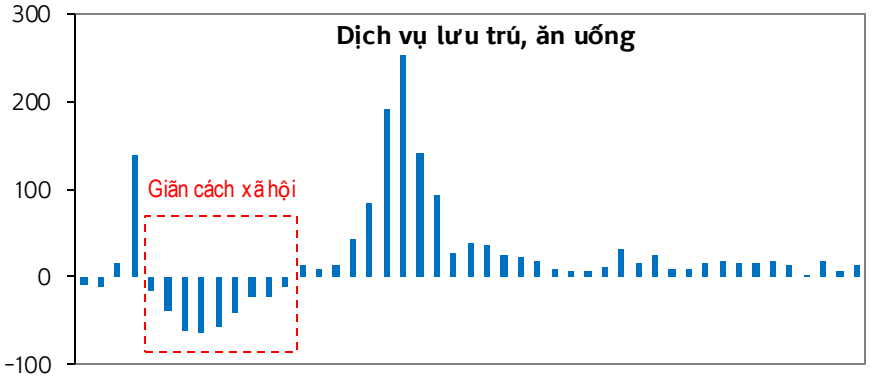
(*) chỉ bao gồm doanh thu dịch vụ của các công ty du lịch lữ hành, không bao gồm các khoản chi tiêu ngoài dịch vụ lữ hành (ăn uống, mua sắm, vận chuyển, các dịch vụ giải trí khác,...)

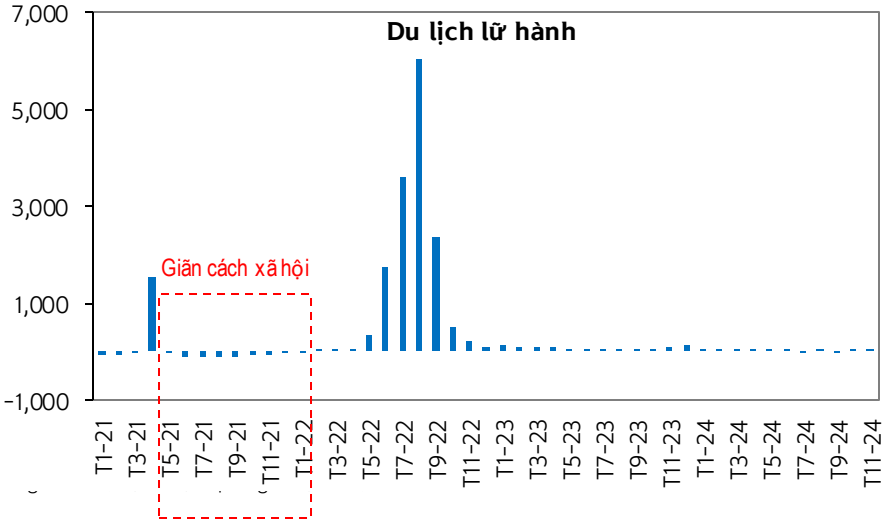
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Sau thời gian bị ảnh hưởng bởi dịch Covid-19, nhu cầu du lịch ngày càng hồi phục mạnh mẽ. Lũy kế 11T2024, doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống đạt 669.1 nghìn tỷ đồng (+13.0% YoY); doanh thu du lịch lữ hành ghi nhận đạt 57.5 nghìn tỷ đồng (+17.3% YoY).
- **Khách du lịch quốc tế:** Lũy kế 11T2024, Việt Nam đón 15.8 triệu lượt khách quốc tế (+41% YoY), tiến sát mục tiêu đề ra (17-18 triệu lượt). Trong đó, T11/2024 ghi nhận lượt khách quốc tế cao nhất từ đầu năm (1.71 triệu khách, +20.5% MoM, +38.8% YoY). Tổng thu 11T2024 khoảng 758 nghìn tỷ đồng.
- **Khách du lịch nội địa:** Phục vụ 105 triệu lượt khách trong 11T2024 (+1.7% YoY). Sức nóng của cầu du lịch nội địa vẫn chưa có dấu hiệu chậm lại. Du lịch nội địa là yếu tố quan trọng giúp phục hồi ngành du lịch Việt Nam sau đại dịch, với nhiều hoạt động giải trí nhằm thúc đẩy du lịch trong nước.
- **Quy hoạch hệ thống du lịch thời kỳ 2021-2030:** Năm 2025, Việt Nam đặt mục tiêu thu hút 25-28 triệu khách quốc tế; 130 triệu khách nội địa (tăng trưởng 8-9%/năm). Về hiệu quả kinh tế, ngành du lịch dự kiến đóng góp 8-9% GDP năm 2025 và 13-14% GDP năm 2030.

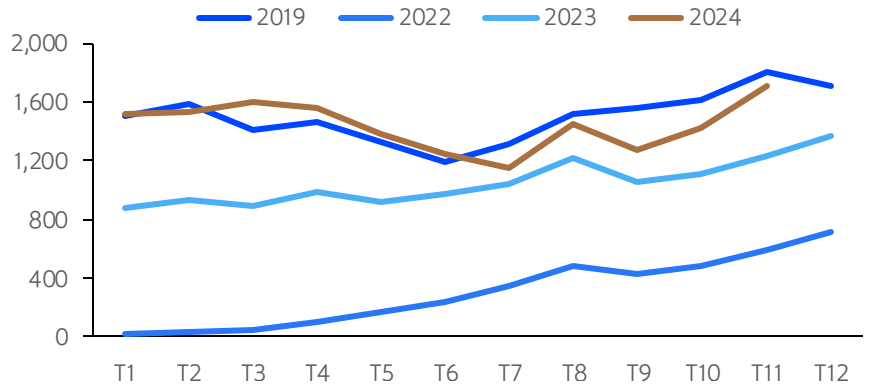
Cập nhật nhóm Dịch vụ lưu trú, ăn uống, và Du lịch lữ hành

Tăng trưởng theo tháng ngành dịch vụ bán lẻ Việt Nam (% YoY)



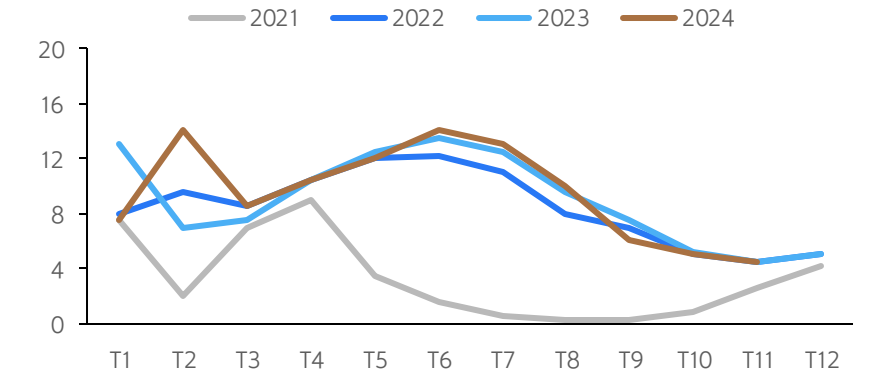


Khách quốc tế đến Việt Nam (nghìn lượt)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Khách nội địa (triệu lượt)



Nguồn: Cục Du lịch Quốc Gia Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

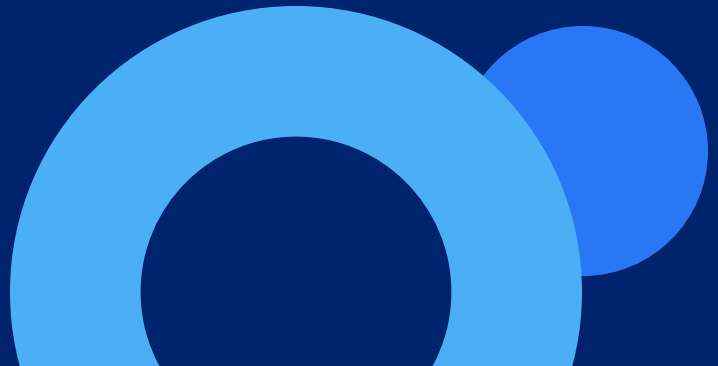
03

Triển vọng ngành bán lẻ 2025

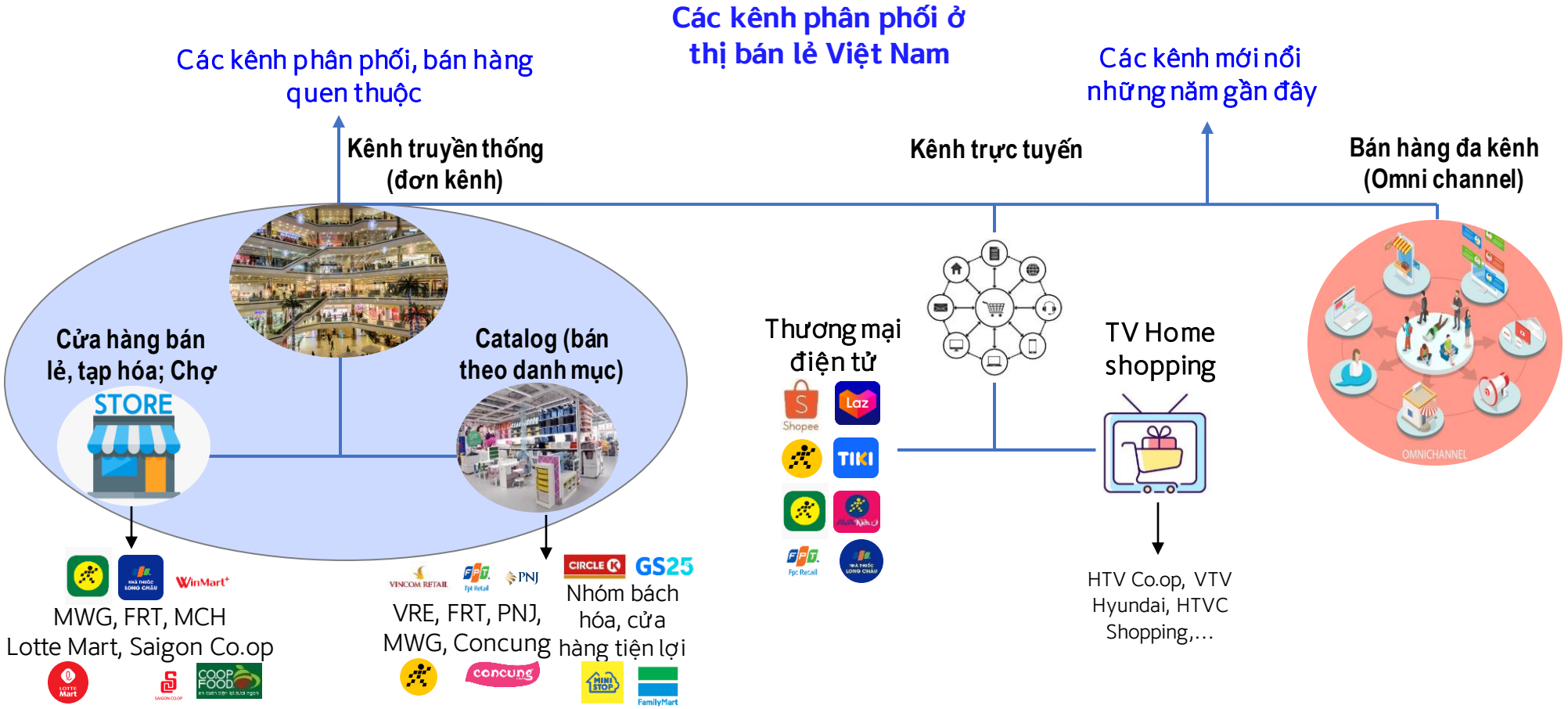
Tăng trưởng ngành bán lẻ kỳ vọng đạt 8.9% YoY trong năm 2024 và tăng trưởng 9-10% trong năm 2025.

Các động lực thúc đẩy ngành bán lẻ:

+ Kỳ vọng tăng trưởng tích cực của nền kinh tế;
+ Thu nhập người dân cải thiện, tỷ lệ đô thị hóa tiếp tục tăng cao;
+ Động lực tăng trưởng từ các ngành hàng bán lẻ mới.



3. Triển vọng ngành bán lẻ



- Nhiều nhà bán lẻ áp dụng mô hình bán hàng đa kênh (Omni channel) nhằm tối ưu khả năng bán hàng từ kênh truyền thống và trực tuyến.
- Theo các đơn vị nghiên cứu thị trường, kênh mua sắm hiện đại sẽ chiếm hơn 30% thị phần toàn ngành bán lẻ vào năm 2025. Hiện ở Việt Nam, trung bình 100,000 dân sẽ cần có 1 đại siêu thị và 1 trung tâm thương mại; cứ 10,000 dân sẽ cần 1 siêu thị cỡ trung bình; 1,000 dân thì cần 1 – 3 cửa hàng tiện lợi. Đây là những yếu tố tiềm năng và là điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp phân phối có thể mở rộng thị phần và có rất nhiều dư địa để phát triển.

3. Triển vọng ngành bán lẻ

Xu hướng thị trường bán lẻ

ĐA DẠNG NHÃN HÀNG BÁN LẺ

Bên cạnh sự gia nhập thị trường và mở rộng của các thương hiệu quốc tế, các thương hiệu trong nước cũng tăng trưởng đáng kể, mở rộng khắp thị trường.

Hình thức mua sắm giải trí, sáng tạo nội dung số cùng với tiếp thị sản phẩm (Shoppertainment) sẽ tiếp tục là xu hướng chủ đạo trong những năm tới.



BÁN HÀNG ĐA KÊNH (OMNI CHANNEL)

Sự tăng trưởng bùng nổ của mảng bán lẻ trực tuyến, TMĐT sẽ không làm giảm nhu cầu ở kênh bán lẻ truyền thống mà còn thúc đẩy hoạt động bán hàng lẫn nhau giữa các kênh.

Lượng bán hàng trung bình liên quan tới các nền tảng giải trí, streaming từ các nhà sáng tạo nội dung sẽ tăng mạnh.

LIÊN TỤC CẢI TIẾN VÀ NÂNG CẤP

Sự cạnh tranh giữa các thương hiệu trong nước và quốc tế, cùng sự bùng nổ của bán lẻ trực tuyến

Các đơn vị bán hàng sẽ liên tục cải thiện sản phẩm, nâng cấp không gian bán hàng nhằm thu hút nhiều nhóm khách hàng.

3. Triển vọng ngành bán lẻ

Dự phóng tăng trưởng GDP của Việt Nam		
	2024F	**2025F**
Chính phủ	**Mục tiêu điều chỉnh: 6.8-7.0%** (9T2024: 6.82%)	6.5-7.0%
Ngân hàng Thế giới (WB)	6.1%	6.5%
Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF)	6.1%	6.1%
Ngân hàng Phát triển châu Á (ADB)	6.4%	6.6%
Moody's	6.0%	6.5%
Fitch Ratings	6.3%	7.0%
UOB	6.4%	6.6%
Standard Chartered	6.8%	6.7%
HSBC Global Research	7.0%	6.5%

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Đánh giá xếp hạng tín nhiệm quốc gia dài hạn của Việt Nam		
	Cập nhật xếp hạng gần nhất	**Ngày cập nhật đánh giá**
Moody's	Ba2 (triển vọng ổn định)	22/08/2024
S&P Global Ratings	BB+ (triển vọng ổn định)	20/06/2024
Fitch Ratings	BB+ (triển vọng ổn định)	28/06/2024

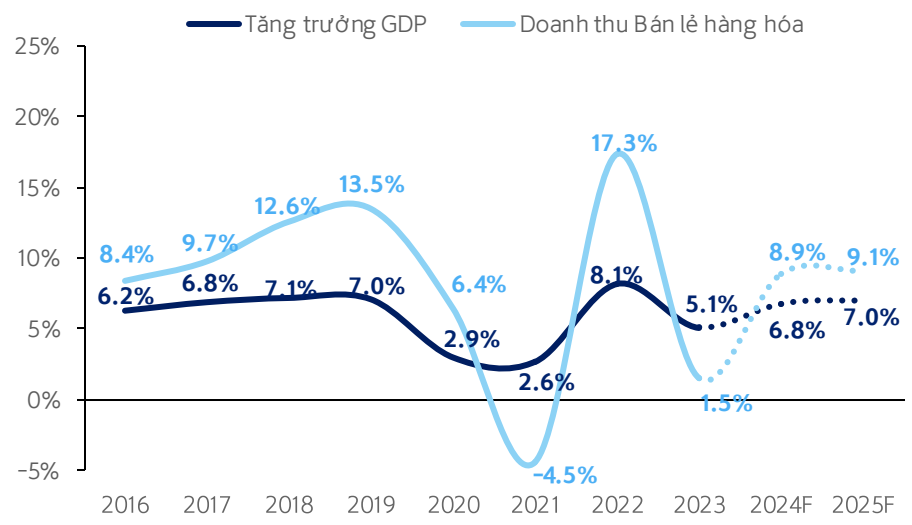
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

- Kết quả tăng trưởng GDP Q1, Q2, Q3.2024 cao hơn kỳ vọng, lần lượt đạt 5.66%, 6.93% và 7.40%. Dự kiến tăng trưởng GDP năm 2024 của Việt Nam sẽ đạt mục tiêu đề ra.
- Năm 2024, quy mô GDP Việt Nam dự kiến sẽ vượt 460 tỷ USD năm 2024, được IMF xếp thứ 5 khu vực Đông Nam Á về giá trị GDP (sau Indonesia, Thái Lan, Singapore, và Philippines); là nền kinh tế lớn thứ 34 trên thế giới (+1 hạng YoY).
- Thu nhập cải thiện, tỷ lệ đô thị hóa tăng, cùng các chính sách hỗ trợ kịp thời của Nhà nước. Xét nhóm bán lẻ ICT cũng đang hồi phục rõ ràng từ mức đáy năm 2023. Ngoài ra, triển vọng từ các ngành hàng bán lẻ mới cũng là động lực thúc đẩy các hoạt động bán lẻ thời gian sắp tới.
- Về triển vọng dài hạn, nhiều tổ chức tài chính đánh giá Việt Nam là quốc gia có nền kinh tế ổn định, dự báo tăng trưởng GDP sẽ duy trì ở mức 6.5-7.0% trong năm 2024 và 2025.

3. Triển vọng ngành bán lẻ

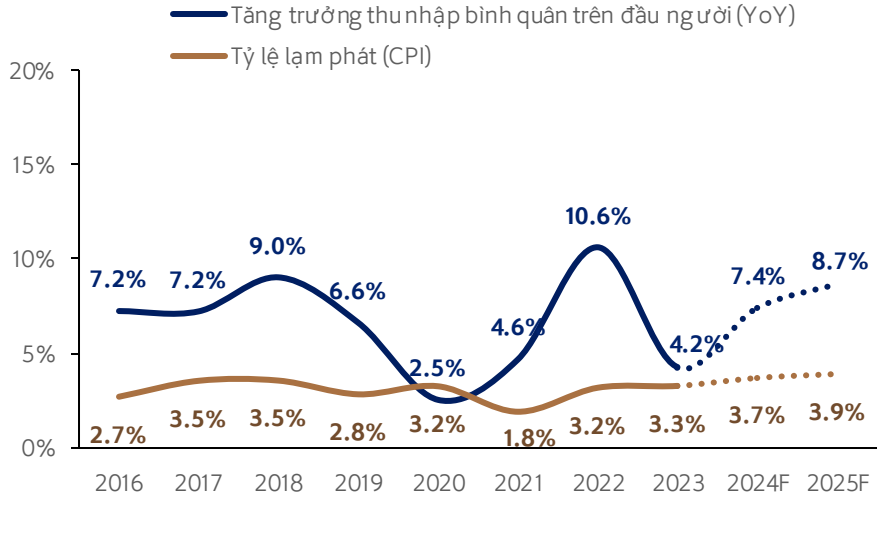
Tác động của nền kinh tế đối với ngành bán lẻ Việt Nam

Tăng trưởng GDP và doanh thu bán lẻ hàng hóa Việt Nam



Nguồn: World Bank, GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng GDP bình quân đầu người và tỷ lệ CPI



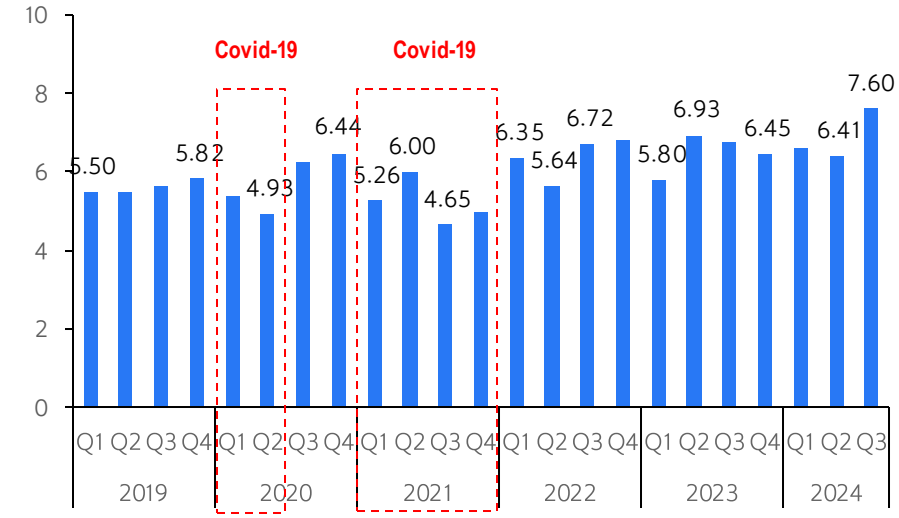
Nguồn: World Bank, IMF, GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2024 tích cực (6.8-7.0%), cùng tăng trưởng doanh thu bán lẻ hàng hóa 11T2024 đạt ~8.8% YoY, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng bán lẻ hàng hóa năm 2024 và 2025 lần lượt ở mức +8.9% YoY và 9-10% YoY. Thu nhập bình quân đầu người liên tục cải thiện, dự kiến đạt 4,600 USD năm 2024 (+7.4% YoY). IMF kỳ vọng con số này sẽ vượt mốc 5,000 USD vào năm 2025.
- Các nỗ lực của Thủ tướng Chính phủ: (i) duy trì tỷ lệ lạm phát ở mức thấp (dưới 4%); (ii) tiếp tục duyệt đề xuất giảm 2% thuế VAT đến ngày 30/6/2025 (lần đầu áp dụng điều chỉnh từ ngày 1/2/2022); (iii) tăng lương tối thiểu vùng. Đây sẽ là chất xúc tác giúp ngành bán lẻ và nền kinh tế Việt Nam tiếp tục tăng trưởng bền vững ở những năm tới.

3. Triển vọng ngành bán lẻ

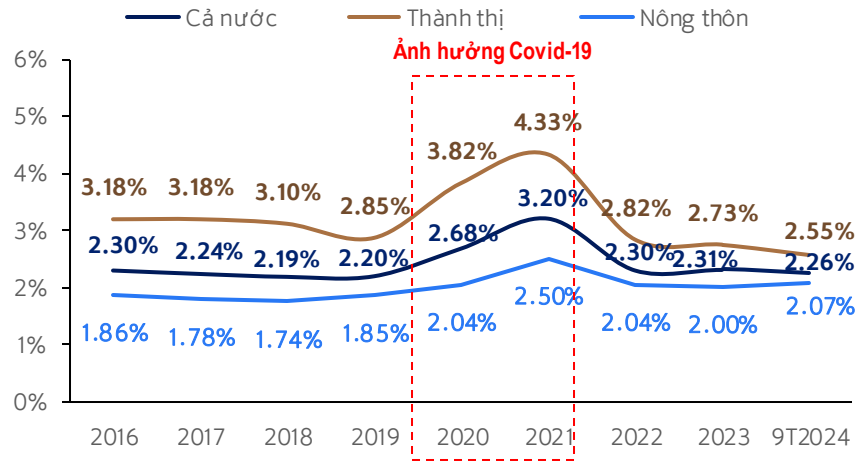
Tác động của nền kinh tế đối với ngành bán lẻ Việt Nam

Ước tính thu nhập trung bình mỗi tháng (triệu đồng/tháng)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ thất nghiệp (%) (*)



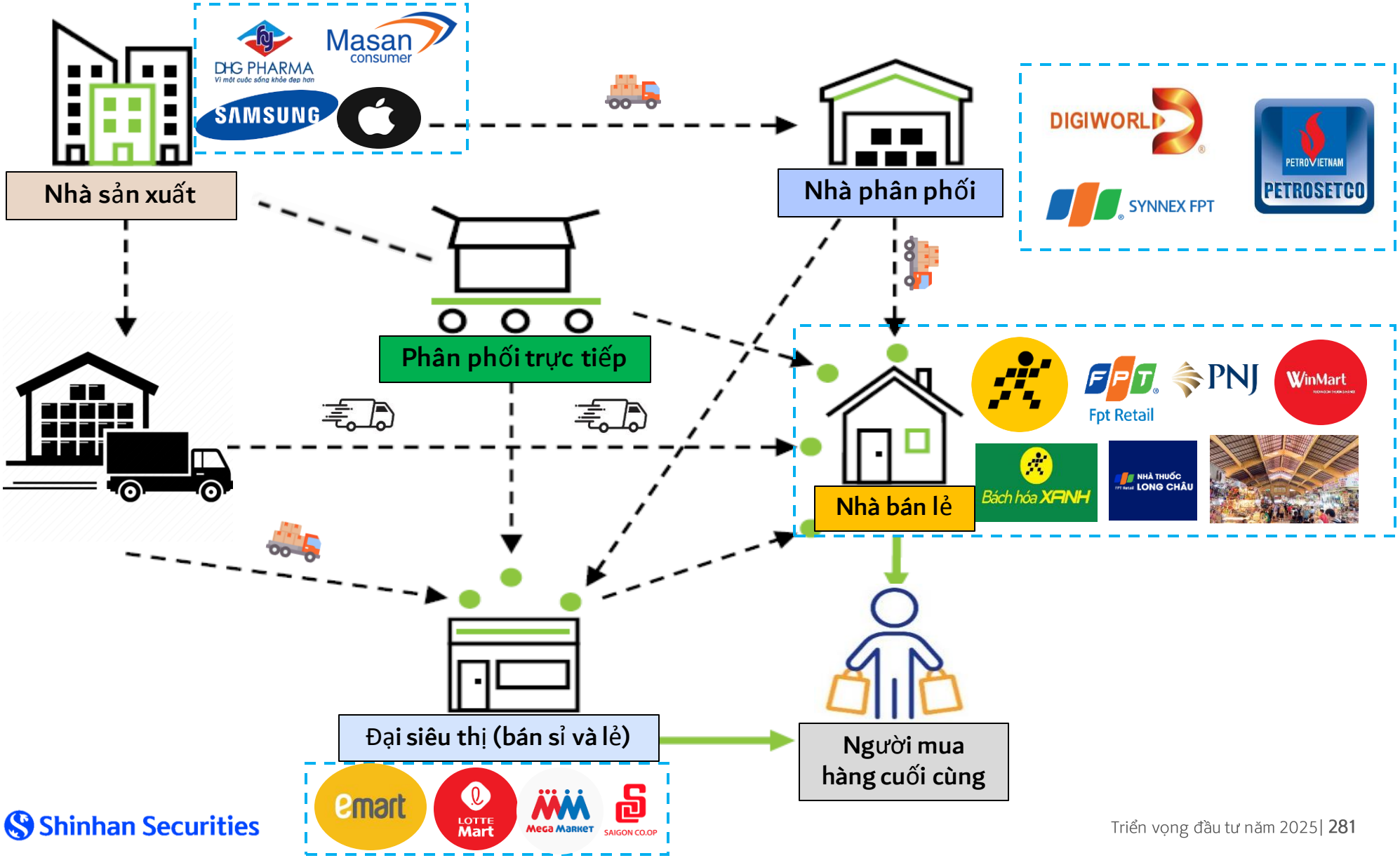
(*) Tỷ lệ phần trăm giữa số người thất nghiệp so với lực lượng lao động.
Người thất nghiệp: Người từ đủ 15-61 tuổi (nam) hoặc 15-56 (nữ) có đầy đủ cả 3 yếu tố: Không làm việc, đang tìm kiếm việc làm và sẵn sàng làm việc.

Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

- Quý 3/2024, thu nhập người dân cải thiện rõ rệt sau khi đề xuất tăng lương tối thiểu các vùng 6% được thông qua, áp dụng từ ngày 1/7/2024. Trừ năm 2021 do ảnh hưởng của đại dịch, Hội đồng Tiền lương Quốc gia đều xem xét và đề xuất tăng lương tối thiểu vùng mỗi năm (bắt đầu từ năm 2012). Điều này có ý nghĩa lớn đối với việc cải thiện đời sống, an sinh của người dân, thúc đẩy sức mua tiêu dùng, ổn định xã hội và tạo cơ hội để người dân phát triển cá nhân, góp phần vào sự phát triển bền vững của nền kinh tế.
- Xét Quý 3/2024, cả nước có khoảng 1.05 triệu người thất nghiệp trong độ tuổi lao động (giảm 22,200 người QoQ, giảm 24,300 người YoY). Tỷ lệ thất nghiệp 9T2024 cả nước ước tính khoảng 2.26%, bám sát mục tiêu giữ tỷ lệ thất nghiệp dưới 3% của Nhà nước.

3. Triển vọng ngành bán lẻ

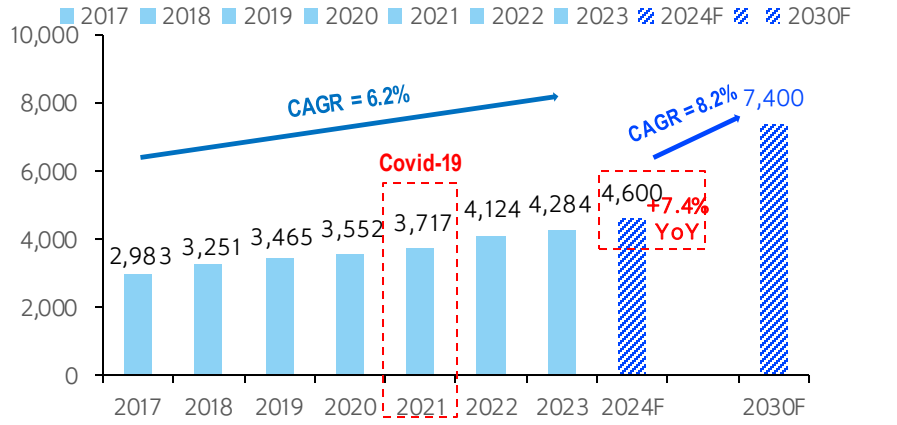
Các doanh nghiệp tiêu biểu tại thị trường bán lẻ Việt Nam



3. Triển vọng ngành bán lẻ

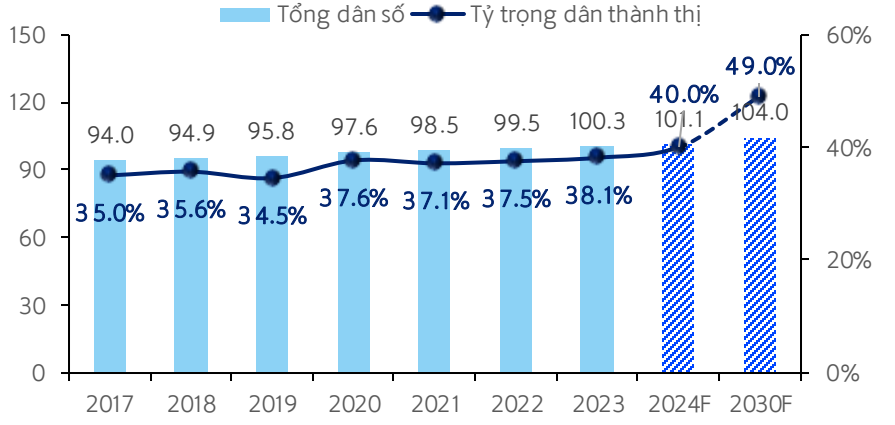
Triển vọng nhóm doanh nghiệp bán lẻ

Thu nhập bình quân đầu người mỗi năm ở Việt Nam (USD)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Thống kê dân số Việt Nam qua các năm (triệu người)



Nguồn: GSO, Bộ Y Tế, Shinhan Securities Vietnam

- Các yếu tố xúc tác giúp tăng giá trị thị trường bán lẻ ở Việt Nam:

1. **Nền kinh tế:** (i) Tỷ lệ đô thị hóa tiếp tục tăng trong các năm tới; (ii) Thu nhập cải thiện, kỳ vọng tăng 8.2%/năm giai đoạn 2024-2030.

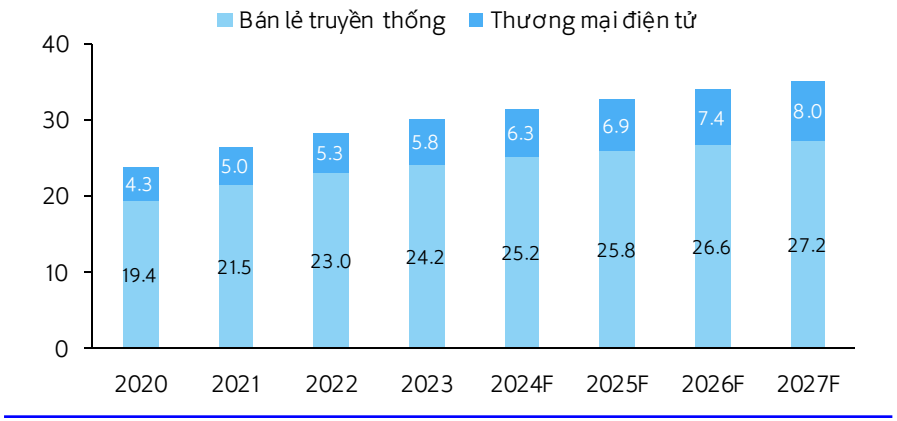
2. **Chu kỳ thay mới các thiết bị ICT:** Sau giai đoạn giãn cách xã hội 2020-2021, nhiều cá nhân đã làm quen với khái niệm học và làm việc tại nhà. Chu kỳ thay mới các thiết bị ICT đã quay lại từ năm 2024 và kỳ vọng mạnh mẽ hơn trong năm 2025 khi có sự đồng thuận từ sức khỏe kinh tế cải thiện cùng các nỗ lực về chính sách của Thủ tướng Chính phủ.

- Năm 2024, lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ ICT như Thế Giới Di Động (MWG) và FPT Retail (FRT) phục hồi rõ rệt từ mức đáy năm 2023 (ảnh hưởng từ cuộc chiến về giá quyết liệt). Bên cạnh đó, KQKD của các mảng kinh doanh bán lẻ khác của MWG và FRT cũng bắt đầu có kết quả tích cực trong năm 2024 (Bách hóa Xanh đã ghi nhận lãi và bắt đầu mở mới trở lại; nhà thuốc Long Châu vẫn duy trì doanh thu trên 1 tỷ/cửa hàng/tháng và tiếp tục mở rộng chuỗi; tiêm chủng Long Châu đi vào vận hành ổn định, bắt đầu tập trung mở rộng trong thời gian tới).

3. Triển vọng ngành bán lẻ

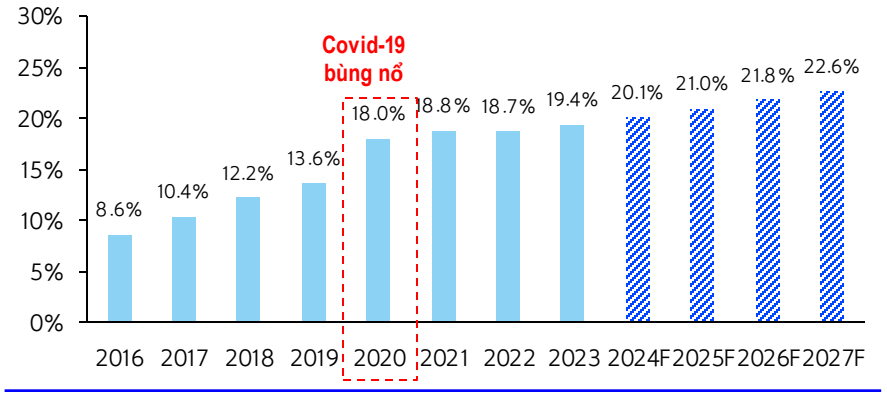
Triển vọng bán lẻ qua kênh thương mại điện tử

Doanh thu bán lẻ tại cửa hàng và kênh TMĐT (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Statista, Shinhan Securities Vietnam

Thị phần bán lẻ TMĐT tử so với tổng doanh thu bán lẻ toàn cầu



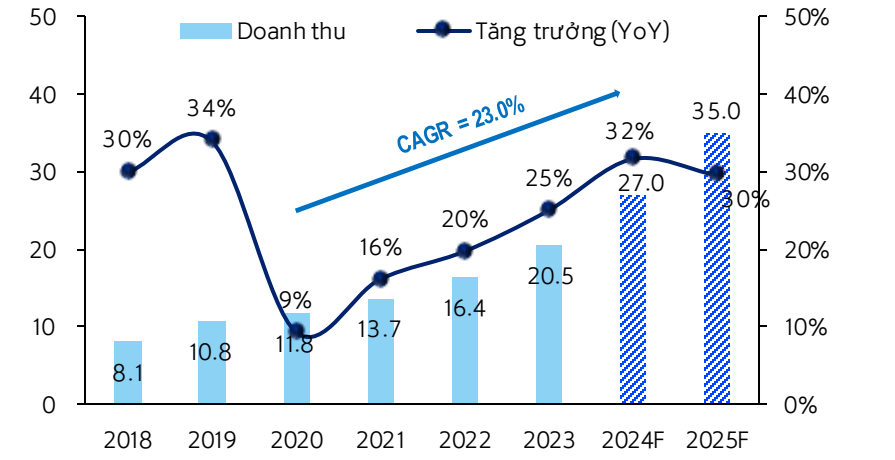
Nguồn: Insider Intelligence, eMarketer (2024), Statista, Shinhan Securities Vietnam

- Năm 2023, doanh thu bán lẻ TMĐT (B2C) toàn cầu ước đạt 5.8 nghìn tỷ USD (+9.4% YoY), trong đó hơn 70% doanh thu có giao dịch được thực hiện qua điện thoại thông minh. TMĐT trở thành một kênh bán lẻ tiềm năng và được nhiều nhà bán lẻ chú ý, tích hợp vào chiến lược bán hàng Omni-channel.
- Đại dịch COVID-19 đã thúc đẩy mạnh mẽ sự chuyển đổi sang các hoạt động trên nền tảng internet, dẫn đến việc người dân Việt Nam hình thành nhiều thói quen mới như làm việc, học tập tại nhà, đặt đồ ăn online, mua sắm trực tuyến,... Việt Nam là một trong những thị trường thương mại điện tử phát triển nhanh nhất thế giới, với dân số trẻ, am hiểu công nghệ và ngày càng ưa chuộng mua sắm trực tuyến.
- Chính phủ cũng khuyến khích sử dụng thanh toán không dùng tiền mặt trong năm 2020, giúp các ví điện tử, sàn TMĐT hàng đầu Việt Nam hưởng lợi mạnh mẽ từ sự thay đổi thói quen mua sắm, thanh toán và lượng người dùng gia tăng trong những năm qua.

3. Triển vọng ngành bán lẻ

Cập nhật thị trường thương mại điện tử Việt Nam

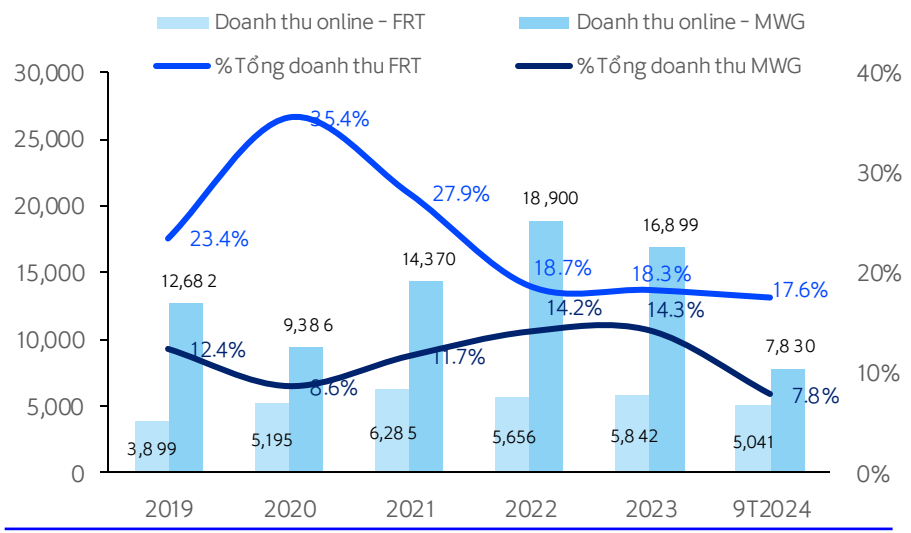
Doanh thu TMĐT bán lẻ ở Việt Nam (tỷ USD) (*)



(*) Doanh thu trên chỉ bao gồm doanh thu hàng hóa bán lẻ (B2C) qua các kênh TMĐT (loại trừ doanh thu online từ hoạt động thanh toán, dịch vụ, ngân hàng, tín dụng, bảo hiểm, trò chơi trực tuyến, quảng cáo,...)

Nguồn: Bộ Công thương, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu online của các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

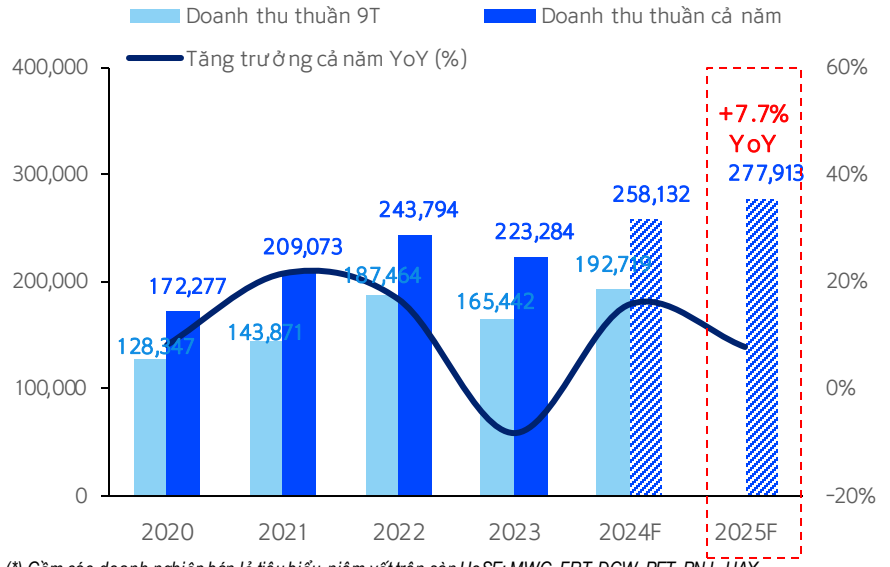
- Doanh thu bán lẻ TMĐT có vai trò quan trọng trong việc đóng góp đà tăng trưởng của ngành bán lẻ, giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng. Lũy kế 6T2024, doanh thu bán lẻ TMĐT ở Việt Nam đạt 13.2 tỷ USD (+28% YoY), kỳ vọng đạt 27 tỷ USD cả năm 2024 (tương ứng CAGR 23%/năm giai đoạn 2020-2024), chiếm 13-14% tổng doanh thu bán lẻ cả nước.
- Bên cạnh các nền tảng TMĐT phổ biến (Shopee, Lazada, Tiktok Shop), các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu tập trung đầu tư kênh bán hàng online: MWG (Điện Máy Xanh, Thế Giới Di Động, Bách hóa Xanh); FRT (FPT Shop, nhà thuốc Long Châu). Chuỗi AvaKids của MWG định hướng không mở rộng quá nhiều cửa hàng vật lý và chỉ tập trung chiến lược đẩy mạnh bán hàng online trong các năm tới.
- Việt Nam hiện xếp hạng 3 về giá trị bán lẻ online tại ĐNA; top 5 quốc gia có tốc độ tăng trưởng TMĐT hàng đầu thế giới. Bộ Công thương đặt mục tiêu doanh thu TMĐT bán lẻ sẽ tiếp tục bùng nổ, kỳ vọng đạt 35 tỷ USD vào năm 2025 (chỉ đứng thứ 2 sau Indonesia).

04 Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

MWG, FRT, DGW

Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

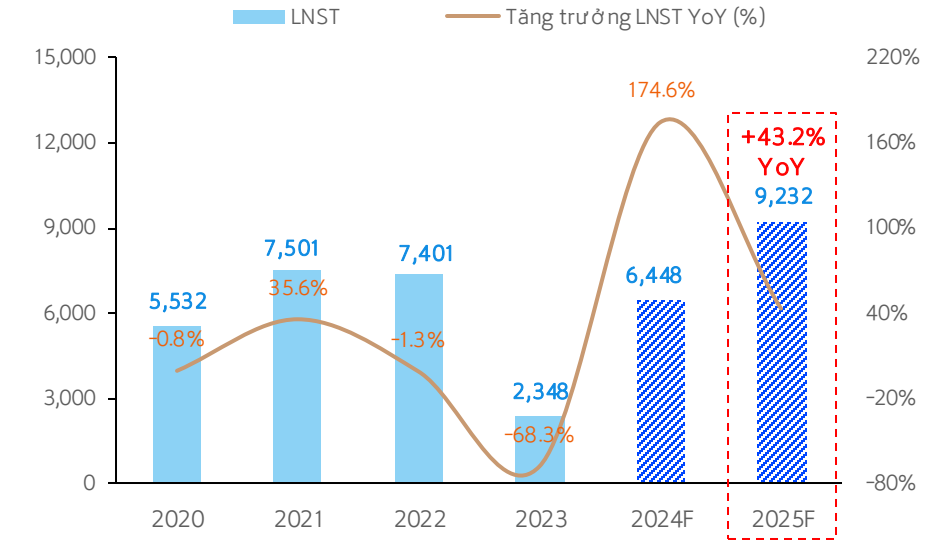
Cập nhật doanh thu các DN bán lẻ tiêu biểu (*) (tỷ đồng)



(*) Gồm các doanh nghiệp bán lẻ tiêu biểu, niêm yết trên sàn HoSE: MWG, FRT, DGW, PET, PNJ, HAX.

Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng lợi nhuận của các DN bán lẻ tiêu biểu (*) (tỷ đồng)

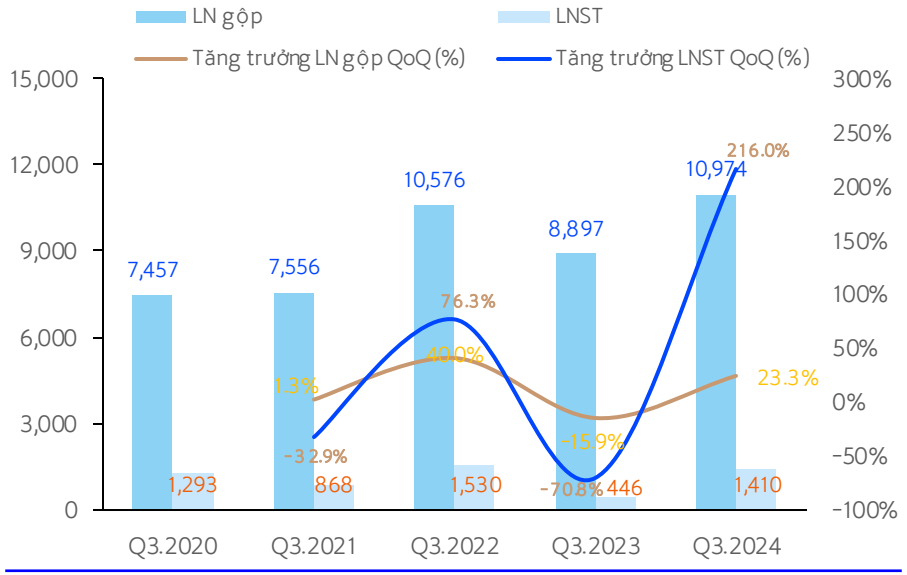


Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Xét 9T2024, doanh thu lẫn biên lợi nhuận của các DN bán lẻ cải thiện rõ rệt, thậm chí có phần vượt trội so với các năm trước. Triển vọng tăng trưởng kinh tế tích cực, thu nhập người dân cải thiện, duy trì thuế VAT ở mức 8%, là những điểm tích cực giúp cải thiện sức mua chung của người tiêu dùng.
- Năm 2024, nhiều DN bán lẻ đạt KQKD tích cực, bật tăng từ mức đáy năm 2023. Dự phóng tăng trưởng doanh thu nhóm DN bán lẻ tiêu biểu năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt đạt 15.6% YoY và 7.7% YoY.
- Chúng tôi đánh giá năm 2024 là năm tiền đề để các mảng kinh doanh mới của các DN bán lẻ bứt tốc lợi nhuận trong năm 2025. Các mảng kinh doanh mới đang trở thành điểm sáng, mang lại hiệu quả cao và thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cho các doanh nghiệp bán lẻ trong những năm tới. Chúng tôi dự phóng tổng LNST của các DN bán lẻ đạt 9,232 tỷ đồng (+43.2% YoY).

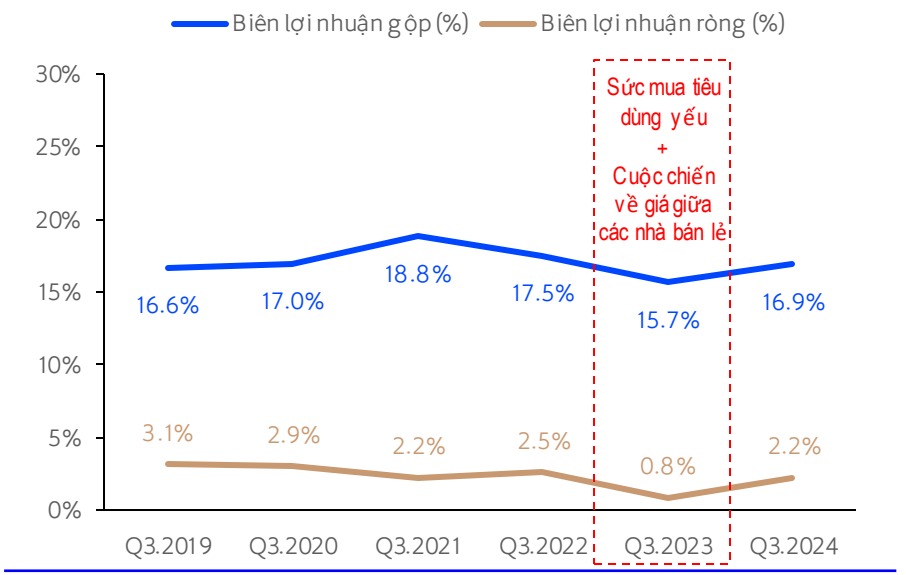
Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành bán lẻ

Lợi nhuận gộp của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận Quý 3 của các DN bán lẻ niêm yết tiêu biểu



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Chuỗi Bách hóa Xanh của MWG ghi nhận lợi nhuận ròng dương và bắt đầu mở rộng chuỗi sau thời gian dài thu hẹp và tái cấu trúc. Bên cạnh đó, MWG công bố triển khai nhiều kế hoạch hợp tác trong thời gian tới giúp cải thiện doanh thu bán hàng và dịch vụ, tối ưu nguồn tiền nhàn rỗi.
- FRT cũng chuyển đổi các cửa hàng bán lẻ điện thoại sang cửa hàng bán lẻ các thiết bị gia dụng, giúp cải thiện biên lợi nhuận mảng ICT. Bên cạnh đó, chuỗi nhà thuốc và tiêm chủng Long Châu tiếp tục mở mới, ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số YoY liên tục trong 3-5 năm tới. Chuỗi Long Châu được dự phóng sẽ đóng góp chính vào KQKD của FRT trong thời gian tới.

4. Cổ phiếu tiêu biểu ngành bán lẻ

Các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính (**)					Định giá (25F)	
No.	Mã	Ngành bán lẻ	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Return (%)	1M (%)	YTD (%)	Doanh thu 24F (tỷ VND)	Doanh thu 25F (tỷ VND)	Biên LN gộp 25F	ROA (25F)	ROE (25F)	P/B (x)	P/E (x)
1	MWG	Hàng ICT	89,615	61,300	71,000	15.8	3.9	44.4	133,580	142,394	21.9%	7.6%	17.7%	3.1	19.0
2	FRT	Hàng ICT, dược phẩm	24,878	182,600	197,100	7.9	5.2	70.7	39,972	46,289	19.8%	6.3%	30.9%	6.1	21.3
3	DGW	Bán buôn, phân phối hàng ICT	9,074	41,400	46,450	12.2	1.6	3.8	22,039	24,499	9.2%	5.0%	13.8%	3.7	23.2
4	PET	Bán buôn, phân phối hàng ICT	2,679	25,100	30,000	19.5	0.6	-9.1	19,258	21,178	4.7%	2.2%	8.7%	n.a	n.a
5	PNJ	Trang sức	32,844	97,200	112,450	15.7	4.6	15.3	38,094	36,970	20.7%	13.5%	19.1%	2.5	13.5
6	HAX	Xe ô tô	1,864	17,350	16,500	-4.9	9.1	46.2	5,189	6,583	8.6%	6.7%	12.3%	1.4	11.9

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
** Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2024

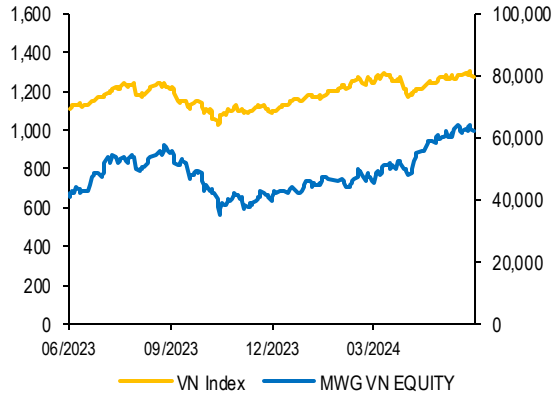
Nguồn: SSV Research, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (HOSE: MWG)

MWG

Giá mục tiêu (12 tháng)	**71,000 VND**
Giá hiện tại (24/12/2024)	61,300 VND
Suất sinh lời (%)	15.3%
VNINDEX	1,260
P/E thị trường (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	89,615
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,462
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,177
52 tuần cao/thấp (VND)	70,800/ 41,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.24
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	462
Beta (12T)	1.2
Cổ đông lớn (%) Công ty Tư Vấn đầu tư Thế giới Bán lẻ	10.49
Cổ đông lớn (%) Nhóm quỹ Dragon Capital	7.95

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-10.0	-1.1	44.7
Tg đối với VN-Index (%)	-8.7	-1.6	30.5



Shinhan Securities

Gặt hái quả ngọt từ Bách hóa Xanh

Luận điểm đầu tư

CTCP Đầu tư Thế Giới Di Động (Mobile World, HSX: MWG) là doanh nghiệp bán lẻ đầu ngành ở Việt Nam, có hệ sinh thái đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng. MWG duy trì vị thế là nhà bán lẻ điện thoại di động, điện máy số 1 Việt Nam (chiếm hơn 50% toàn thị trường); là nhà bán lẻ hàng tiêu dùng, có chuỗi cửa hàng bách hóa đạt doanh số lớn nhất toàn quốc.

KQKD 9T2024: Doanh thu và LNST hợp nhất lần lượt đạt 99,767 tỷ đồng (+14.9% YoY) và 2,881 tỷ đồng (~gấp 4.6x YoY), hoàn thành 79.8% và 120% mục tiêu năm 2024.

Triển vọng năm 2025: MWG tiếp nối đà tăng trưởng cả về doanh thu lẫn lợi nhuận. Năm 2025, doanh thu và LNST dự phóng lần lượt đạt 142,394 tỷ đồng (+6.6% YoY) và 4,959 tỷ đồng (+48.6% YoY). KQKD của Bách hóa Xanh duy trì tăng trưởng tích cực cùng bức tranh ghi nhận lợi nhuận dương ngày càng rõ ràng là động lực tăng trưởng của MWG các năm sắp tới.

Chuỗi ICT: Nền kinh tế tăng trưởng tích cực cùng sức mua cải thiện và chu kỳ thay mới các thiết bị ICT kỳ vọng thúc đẩy doanh thu lẫn lợi nhuận của MWG trong 2025. Doanh thu chuỗi ICT (TGDĐ, Topzone, ĐMX) dự phóng đạt 89,331 tỷ đồng (+1.9% YoY), đóng góp 62.7% tổng doanh thu dự phóng năm 2025 (2024: 65.6%). Sau khi tái cấu trúc các cửa hàng ICT kinh doanh kém hiệu quả, mảng ICT của MWG trở nên tinh gọn hơn, hoạt động ổn định, tập trung mở rộng danh mục bán hàng.

Bách hóa Xanh: Doanh thu dự phóng đạt 49,468 tỷ đồng (+15.3% YoY) trong năm 2025. Sau khi ghi nhận lãi cùng với việc thành công chào bán 5% vốn cho đối tác Trung Quốc, MWG dự định sẽ mở mới 100-200 cửa hàng BHX trong năm 2025 để tiếp cận thêm khách hàng ở các khu vực mới, sau gần 2 năm tập trung cải thiện khả năng sinh lời.

Chuỗi EraBlue: Hiện EraBlue có hơn 80 cửa hàng. EraBlue đã có lãi trong Q3.2024 sau nhiều quý liên tục lỗ. MWG vẫn tiếp tục mở rộng chuỗi này cùng tham vọng IPO vào năm 2027.

Rủi ro: (1) Rủi ro cạnh tranh; (2) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (3) Rủi ro đa dạng hóa kinh doanh ở nhiều chuỗi bán lẻ (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**133,405**	**118,280**	**133,580**	**142,394**	**150,747**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	6,575	1,018	5,024	6,858	8,148
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**4,102**	**168**	**3,338**	**4,959**	**5,912**
EPS (VND)	2,810	115	2,281	3,389	4,040
BPS (VND)	16,321	15,944	17,722	20,618	24,165
OPM (%)	4.9	0.9	3.8	4.8	5.4
NPM (%)	3.1	0.1	2.5	3.5	3.9
ROE (%)	**17.1**	**0.7**	**12.9**	**16.4**	**16.7**
PER (x)	15.1	372.2	29.8	19.0	15.8
PBR (x)	2.6	2.7	3.8	3.1	2.6
EV/EBITDA (x)	5.8	11.5	9.3	7.3	7.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

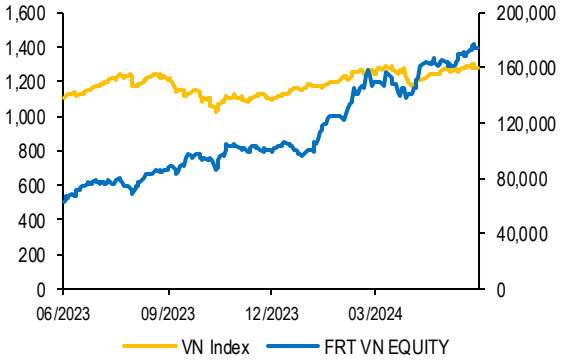
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (HOSE: FRT)

FPT Retail

Giá mục tiêu (12 tháng)	**197,100 VND**
Giá hiện tại (24/12/2024)	182,600 VND
Suất sinh lời (%)	**7.9%**
VNINDEX	1,260
P/E thị trường (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	24,878
SLCP đang lưu hành (triệu)	136
SLCP tự do giao dịch (triệu)	62
52 tuần cao/thấp (VND)	189,100/ 95,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.47
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	77
Beta (12T)	0.9

Cổ đông lớn (%)	CTCP FPT	46.53
	Dragon Capital Fund	13.03

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	2.1	3.8	78.1
Tg đối với VNIndex (%)	3.4	3.3	63.9



Shinhan Securities

Chiến lược dài hạn cùng chuỗi Long Châu

Luận điểm đầu tư

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT Retail, HSX: FRT) là một trong những công ty bán lẻ thiết bị, hàng ICT đầu ngành ở Việt Nam. FRT sở hữu hai chuỗi bán lẻ ICT mang tên FPT Shop và F. Studio, tổng gồm 637 cửa hàng. Bên cạnh đó, chuỗi nhà thuốc Long Châu của FRT cũng trở thành thương hiệu quen thuộc, dẫn đầu thị trường với 1,849 nhà thuốc khắp cả nước.

KQKD 9T2024: Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 28,657 tỷ đồng (+23.7% YoY), 357.6 tỷ đồng (9T2023: lỗ 197.0 tỷ đồng), hoàn thành 76.8% và 286% mục tiêu năm 2024. Biên LN gộp cải thiện từ 15-16% năm 2023 lên 19-20% trong năm 2024.

Triển vọng năm 2025: Doanh thu và LNST dự phóng lần lượt đạt 46,289 tỷ đồng (+15.8% YoY) và 949 tỷ đồng (+94.7% YoY). Chuỗi Long Châu sẽ tiếp tục đóng vai trò là động lực tăng trưởng, giúp FRT bứt phát trong thời gian tới. Bên cạnh đó, FRT đã chọn UBS là đơn vị tư vấn cho kế hoạch bán 10-20% vốn của FPT Long Châu, dự kiến sẽ thực hiện trong năm 2025.

Chuỗi ICT: Lực cầu tiêu dùng cải thiện cùng chiến lược mở mới mô hình cửa hàng FPT Shop điện máy, giúp cải thiện biên LN gộp chung của FRT trong năm 2025. Đáng chú ý, biên LN gộp năm 2024 của chuỗi ICT đã quay về mức đỉnh năm 2020, ước tính ~13.5% (FY2023: 9-10%). FPT Shop đã ghi nhận LNST dương trong Q3/2024 sau chuỗi 6 quý liên tục báo lỗ.

Chuỗi Long Châu: Doanh thu ước tính duy trì đóng góp 2/3 tổng doanh thu FRT năm 2024, 2025. Hiện tại, doanh thu bình quân duy trì kết quả tích cực, đạt 1.1-1.2 tỷ đồng/nhà thuốc/tháng. Biên LN gộp duy trì ở mức 23-24%; biên LNST ở mức 2%.

Trung tâm tiêm chủng vaccine: Mô hình vận hành chuỗi tiêm chủng Long Châu đang thuận lợi đi vào hoạt động. Doanh thu mỗi tháng duy trì ở mức 1.2-1.3 tỷ đồng/trung tâm trong năm 2024. Hiện FRT có 115 trung tâm tại cuối Q3/24 (mở mới 105 YTD), vượt mục tiêu đạt 100 trung tâm cuối năm 2024.

Chiến lược dài hạn: Long Châu đặt kế hoạch mở rộng hệ sinh thái, nền tảng chăm sóc sức khỏe với (i) các HĐKD mới trong chẩn đoán và điều trị (VD: phòng khám) và (ii) tiếp tục mở rộng các HĐKD và dịch vụ hiện tại (dược phẩm, tiêm chủng, theo dõi sức khỏe tại nhà và bảo lãnh thuốc bảo hiểm).

Rủi ro: (1) Tỷ lệ đòn bẩy cao; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

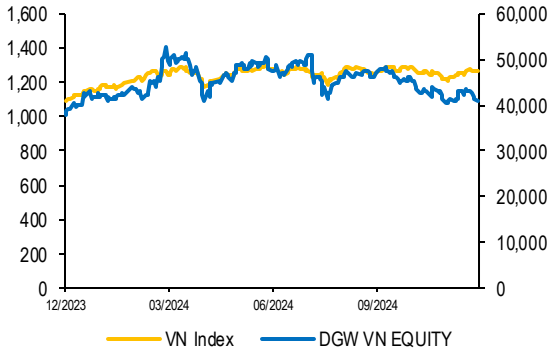
Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**30,166**	**31,850**	**39,972**	**46,289**	**54,048**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	474	-297	625	1,180	1,625
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**398**	**-329**	**487**	**949**	**1,327**
EPS (VND)	2,865	-2,537	3,003	5,700	7,337
BPS (VND)	10,696	10,944	15,311	19,956	25,345
OPM (%)	1.6	-0..9	1.6	2.5	3.0
NPM (%)	1.6	-1.0	1.2	2.0	2.5
ROE (%)	**19.4**	**-19.1**	**22.0**	**30.6**	**31.0**
PER (x)	20.8	-23.5	65.6	21.3	9.3
PBR (x)	5.3	7.3	12.9	6.1	2.7
EV/EBITDA (x)	12.7	62.8	15.8	10.9	8.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Thế Giới Số (HOSE: DGW)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**46,450 VND**
Giá hiện tại (24/12/2024)	41,400 VND
Suất sinh lời (%)	12.2%
VNINDEX	1,260
P/E thị trường (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	9,074
SLCP đang lưu hành (triệu)	219
SLCP tự do giao dịch (triệu)	129
52 tuần cao/thấp (VND)	53,800/ 39,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.26
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	51
Beta (12T)	1.4
Cổ đông lớn (%) Công ty TNHH Created Future	32.02
Công ty TNHH MTV DKP	5.08

Biến động giá	**3T**	**6T**	**12T**
Tuyệt đối (%)	-13.6	-11.5	4.7
Tg đối với VN-Index (%)	-12.3	-12.0	-9.6



Tăng trưởng khả quan trên nền tốt năm 2024

Luận điểm đầu tư

CTCP Thế Giới Số (Digiworld, HSX: DGW) là đơn vị dẫn đầu về cung cấp dịch vụ nghiên cứu, thâm nhập thị trường và phân phối các sản phẩm thương hiệu quốc tế ở thị trường Việt Nam. Ngoài ra, DGW mở rộng phân phối thiết bị gia dụng, hàng tiêu dùng, M&A các doanh nghiệp tiềm năng, là mảnh ghép phù hợp trong chuỗi giá trị của DGW. Đây là động lực tăng trưởng giúp cải thiện biên lợi nhuận của Digiworld trong thời gian tới.

Triển vọng năm 2025: Doanh thu điện thoại di động dự kiến cải thiện rõ rệt nhờ chu kỳ thay mới sản phẩm cũng như chính sách tắt sóng 2G của Nhà nước. Đối với chuỗi cầm đồ Vietmoney, DGW vẫn đang trong quá trình tái cấu trúc và định vị thương hiệu nên chưa thể mở rộng. Hiện đang có 16 cửa hàng Vietmoney; KQKD ghi nhận lãi ở cấp độ cửa hàng.

DGW tiếp tục hợp tác, mở rộng danh mục sản phẩm phân phối: Laptop AI gaming của Gigabyte; thiết bị gia dụng Philips; tủ lạnh & máy lạnh Xiaomi (dự kiến ghi nhận doanh thu từ Q4/24). Ngoài ra, DGW đạt thỏa thuận với đối tác AB Inbev, phát triển kênh on-premise (phân phối trực tiếp đến người tiêu dùng tại các nhà hàng) bên cạnh 2 kênh phân phối GT và MT.

KQKD Q3.2024: Doanh thu đạt 6,226 tỷ đồng (+15% YoY). Biên LN gộp Q3/24 cải thiện, đạt 9.67% (Q3/23: 7.11%). Đáng chú ý, LNST Q3/24 của DGW đạt mức cao nhất trong 7 quý gần nhất, đạt 121.7 tỷ đồng (+19% YoY).

Lũy kế 9T2024: Doanh thu và LNST lần lượt đạt 16,219 tỷ đồng (+16% YoY) và 303 tỷ đồng (+15% YoY), hoàn thành 71% và 62% kế hoạch năm. Cụ thể, điện thoại di động đóng góp phần lớn vào tổng doanh thu DGW, lũy kế 9T24 đạt 6,893 tỷ đồng (+18% YoY), chiếm 42.5% tổng doanh thu. Tuy nhiên, đây cũng là nhóm sản phẩm phân phối có biên lợi nhuận thấp nhất của DGW. Đóng góp sau đó lần lượt là 32% ở nhóm laptop & máy tính bảng (5,135 tỷ đồng, +6% YoY); 19% ở nhóm thiết bị văn phòng (3,019 tỷ đồng, +30% YoY); 4% ở nhóm thiết bị gia dụng (629 tỷ đồng, +27% YoY); và 3% ở nhóm hàng tiêu dùng (543 tỷ đồng, +18% YoY).

Rủi ro: (1) Rủi ro lực cầu tiêu dùng yếu; (2) KQKD của các mảng kinh doanh, nhãn hàng phân phối mới không như kỳ vọng.

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**22,028**	**18,817**	**22,039**	**24,499**	**26,826**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	868	469	561	749	623
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**684**	**354**	**451**	**559**	**675**
EPS (VND)	4,219	2,161	1,393	1,821	1,805
BPS (VND)	11,294	11,946	14,706	11,253	18,231
OPM (%)	3.9	2.5	2.8	2.5	2.8
NPM (%)	3.1	1.9	2.2	1.9	2.2
ROE (%)	**32.8**	**14.2**	**16.2**	**18.3**	**11.7**
PER (x)	6.9	20.1	30.3	23.2	23.4
PBR (x)	2.6	3.2	2.9	3.7	2.3
EV/EBITDA (x)	7.1	13.4	15.8	12.4	n.a

Shinhan Securities

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities

Ngành Công nghệ

Kỷ nguyên vươn mình



Phúc Nguyễn
☎ (84-28) 6299-8025
✉ phuc.nlh@shinhan.com

Nội dung

Ngành Công nghệ - Kỷ nguyên vươn mình

1. Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

   Chi tiêu cho CNTT toàn cầu tăng mạnh trở lại vào năm 2024 và rõ ràng hơn vào năm 2025 sau khi các sự kiện bất ổn về kinh tế hạ nhiệt.

2. Ngành CNTT ở Việt Nam

   Các công ty CNTT Việt Nam dần vươn mình trong chuỗi giá trị ngành công nghiệp phần mềm, giảm bớt vai trò chỉ đơn thuần là đơn vị gia công giá rẻ.

   Tăng trưởng doanh thu các công ty CNTT năm 2025 duy trì 2 chữ số, biên lợi nhuận cải thiện nhờ:

   (i) Nhu cầu chuyển đổi số của nhiều doanh nghiệp tăng;

   (ii) Tham gia sâu hơn vào quá trình phát triển sản phẩm CNTT cho khách hàng trong và ngoài nước;

   (iii) Tiềm năng tăng trưởng mảng Data center ở Việt Nam.

3. Cổ phiếu tiêu biểu ngành CNTT

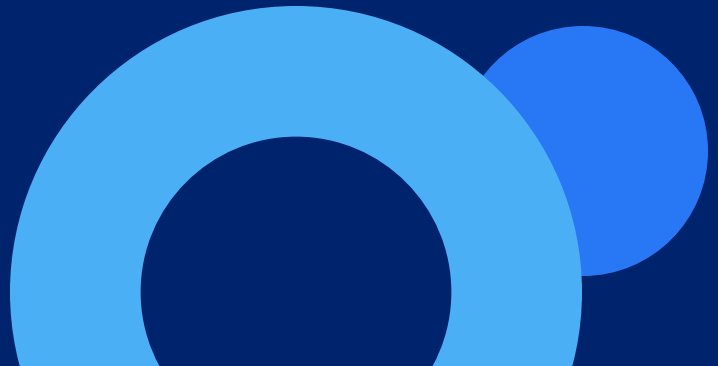
   FPT

01

Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

Chi tiêu cho CNTT toàn cầu tăng mạnh trở lại vào năm 2024 và rõ ràng hơn vào năm 2025 sau khi các sự kiện bất ổn về kinh tế hạ nhiệt.

Dự phóng mức chi này sẽ đạt hơn 5,200 tỷ USD (+7.5% YoY) năm 2024 nhờ động lực tăng trưởng mạnh mẽ đến từ mảng phần mềm (+12.6% YoY) và dịch vụ CNTT (+7.1% YoY)



1. Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

Xu hướng chi tiêu cho CNTT toàn cầu

Chi tiêu toàn cầu cho CNTT giai đoạn 2019 – 2024 (tỷ USD)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Trung tâm dữ liệu	175.1	179.5	194.7	227.0	236.1	318.0	367.2
Thiết bị CNTT	588.0	641.6	790.8	740.9	692.8	735.8	805.7
Phần mềm	707.7	697.1	789.2	873.6	974.1	1,087.8	1,239.8
Dịch vụ CNTT	1,053.0	1,070.9	1,333.4	1,433.5	1,503.7	1,587.9	1,737.8
Dịch vụ Thông tin liên lạc	1,425.1	1,405.1	1,473.5	1,445.5	1,491.7	1,530.3	1,596.9
Tổng chi tiêu	**3,948.9**	**3,994.1**	**4,581.6**	**4,720.5**	**4,898.4**	**5,259.8**	**5,747.3**
Tăng trưởng (% YoY)		Đỉnh điểm dịch Covid-19 và bắt đầu quy định về giãn cách xã hội					
Trung tâm dữ liệu	*1.0*	*2.5*	*6.4*	*16.6*	*4.0*	*34.7*	*15.5*
Thiết bị CNTT	*-0.3*	*9.1*	*14.7*	*-6.3*	*-6.5*	*6.2*	*9.5*
Phần mềm	*11.7*	*-1.5*	*16.0*	*10.7*	*11.5*	*11.7*	*14.0*
Dịch vụ CNTT	*4.8*	*1.7*	*12.8*	*7.5*	*4.9*	*5.6*	*9.4*
Dịch vụ Thông tin liên lạc	*-0.6*	*-1.4*	*3.8*	*-1.9*	*3.2*	*2.0*	*4.4*
Tổng chi tiêu	***2.4***	***0.9***	***10.2***	***2.8***	***3.8***	***7.2***	***9.3***

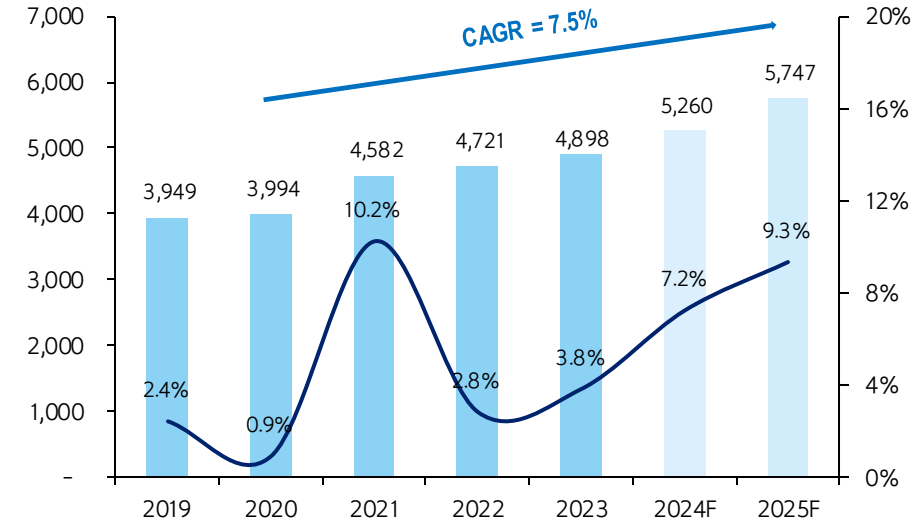
Nguồn: Gartner (10/2024), Shinhan Securities Vietnam

- Đầu tư vào công nghệ là một khoản đầu tư mang lại lợi nhuận bền vững cho doanh nghiệp.
- CNTT đã tham gia vào các hoạt động trực tiếp tạo ra doanh thu, nâng cao hiệu quả hoạt động, tạo ra sản phẩm dịch vụ mới và cải thiện trải nghiệm khách hàng, giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí và tạo ra giá trị gia tăng, thúc đẩy tăng trưởng bền vững.
- Theo Gartner, chi tiêu cho CNTT toàn cầu tăng mạnh trở lại vào năm 2024 và rõ ràng hơn vào năm 2025 sau khi các sự kiện bất ổn về kinh tế dần ổn định.

1. Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

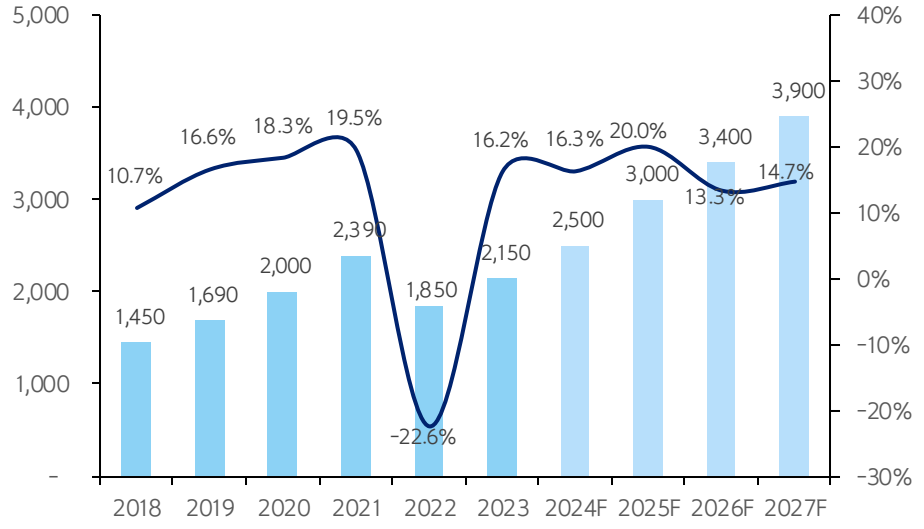
Chuyển đổi số – Cuộc cách mạng công nghệ định hình toàn cầu

Chi tiêu cho ngành CNTT (IT) trên toàn cầu (nghìn tỷ USD)



Nguồn: Gartner (10/2024), Shinhan Securities Vietnam

Chi tiêu toàn cầu cho hoạt động DX (tỷ USD)



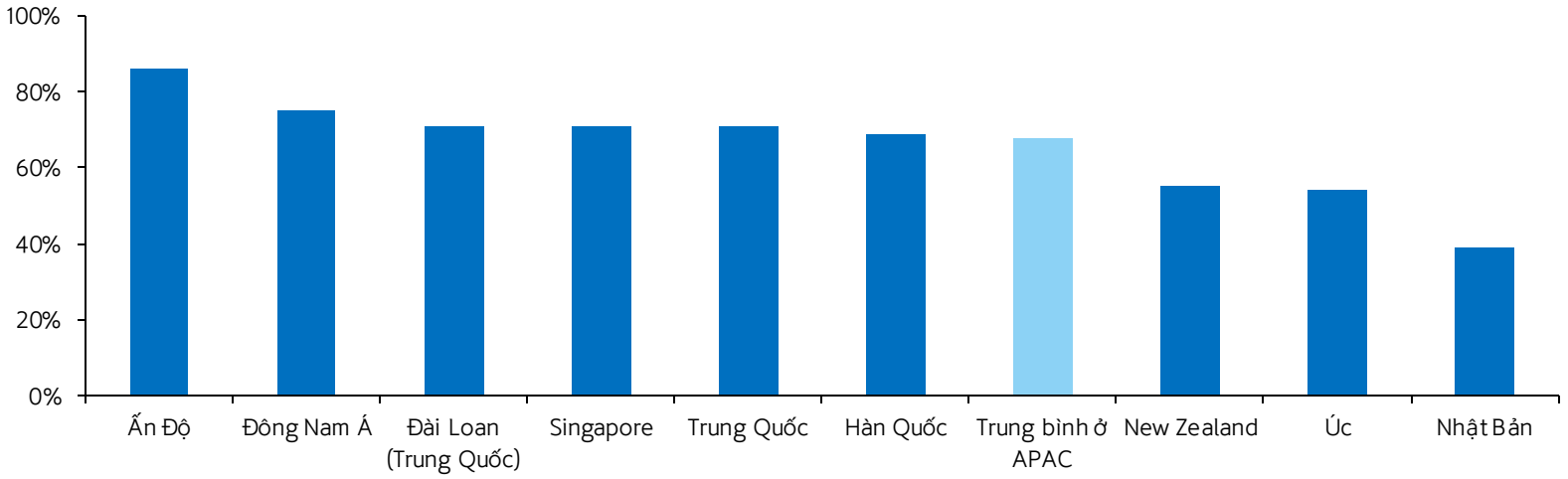
Nguồn: IDC (2024), Shinhan Securities Vietnam

- Dự phóng mức chi tiêu cho CNTT sẽ đạt 5,747.3 tỷ USD (+9.3% YoY) vào năm 2025, tương ứng CAGR 7.5% giai đoạn 2020-2025, nhờ động lực tăng trưởng mạnh mẽ đến từ mảng phần mềm (+14.0% YoY) và dịch vụ CNTT (+9.4% YoY).
- Bên cạnh đó, là một phần của chu kỳ "Phát triển sản phẩm", xu hướng Chuyển đổi số (DX) nổi lên từ năm 2010 khi CNTT và Internet phát triển mạnh mẽ. IDC (International Data Corp.) kỳ vọng chi tiêu Chuyển đổi số toàn cầu sẽ đạt 3.9 nghìn tỷ USD vào năm 2027, tương ứng mức CAGR 16.1% giai đoạn 2023-2027.

1. Cập nhật xu hướng CNTT toàn cầu

Trí tuệ nhân tạo – Nhân tố thay đổi luật chơi trong Kỷ nguyên Chuyển đổi số

Tỷ lệ áp dụng AI ở các khu vực năm 2024 (%)

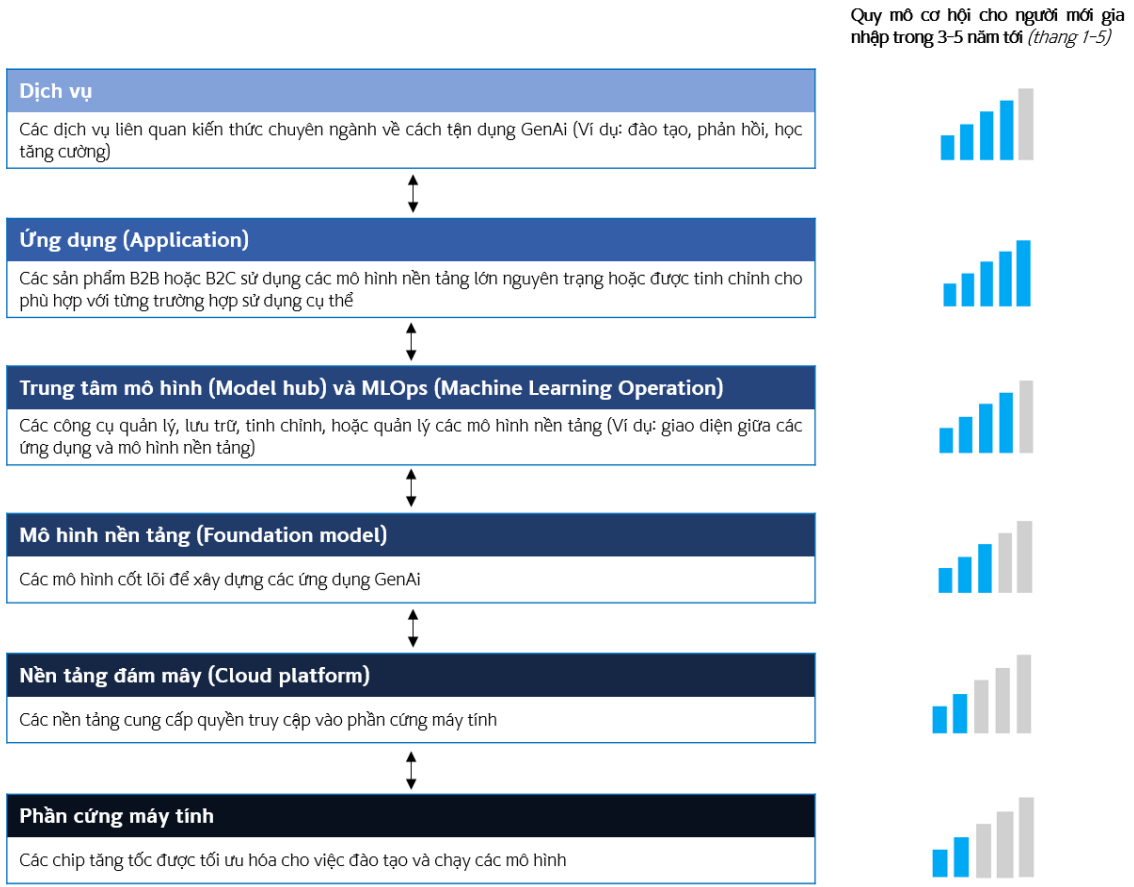


Nguồn: Deloitte Insights 2024, Shinhan Securities Vietnam

- Chuyển đổi số (DX) trở thành xu hướng toàn cầu, và AI đóng vai trò cốt lõi trong việc nâng cao hiệu quả, làm thay đổi quy luật vận hành ở nhiều lĩnh vực, hướng đến 2 đối tượng chính: (i) Cơ quan Nhà nước; (ii) DN tư nhân (lưu trữ, quản lý, phân tích dữ liệu; hỗ trợ đưa ra chiến lược & quyết định kinh doanh). DX đóng vai trò là nền tảng để tạo nên Chính phủ số, Nền kinh tế số, Xã hội số và Thế giới số trong tương lai.
- PwC và Gartner dự phóng DX có thể đóng góp từ 30-40% vào GDP toàn cầu năm 2030 do sự tích hợp ngày càng sâu rộng của công nghệ số vào mọi khía cạnh của nền kinh tế.
- Nhiều DN tiên phong đã dần tích hợp AI vào mọi hoạt động như phân tích hành vi khách hàng, quản lý chuỗi cung ứng, kho bãi,… nhằm đạt được lợi thế cạnh tranh vượt trội. Theo Deloitte, năm 2024, các quốc gia đang phát triển ở khu vực châu Á – Thái Bình Dương (APAC) được đánh giá có tỷ lệ áp dụng AI nhiều nhất so với các nước thuộc khu vực lân cận.

Sự đột phá trong phát triển của Trí tuệ nhân tạo

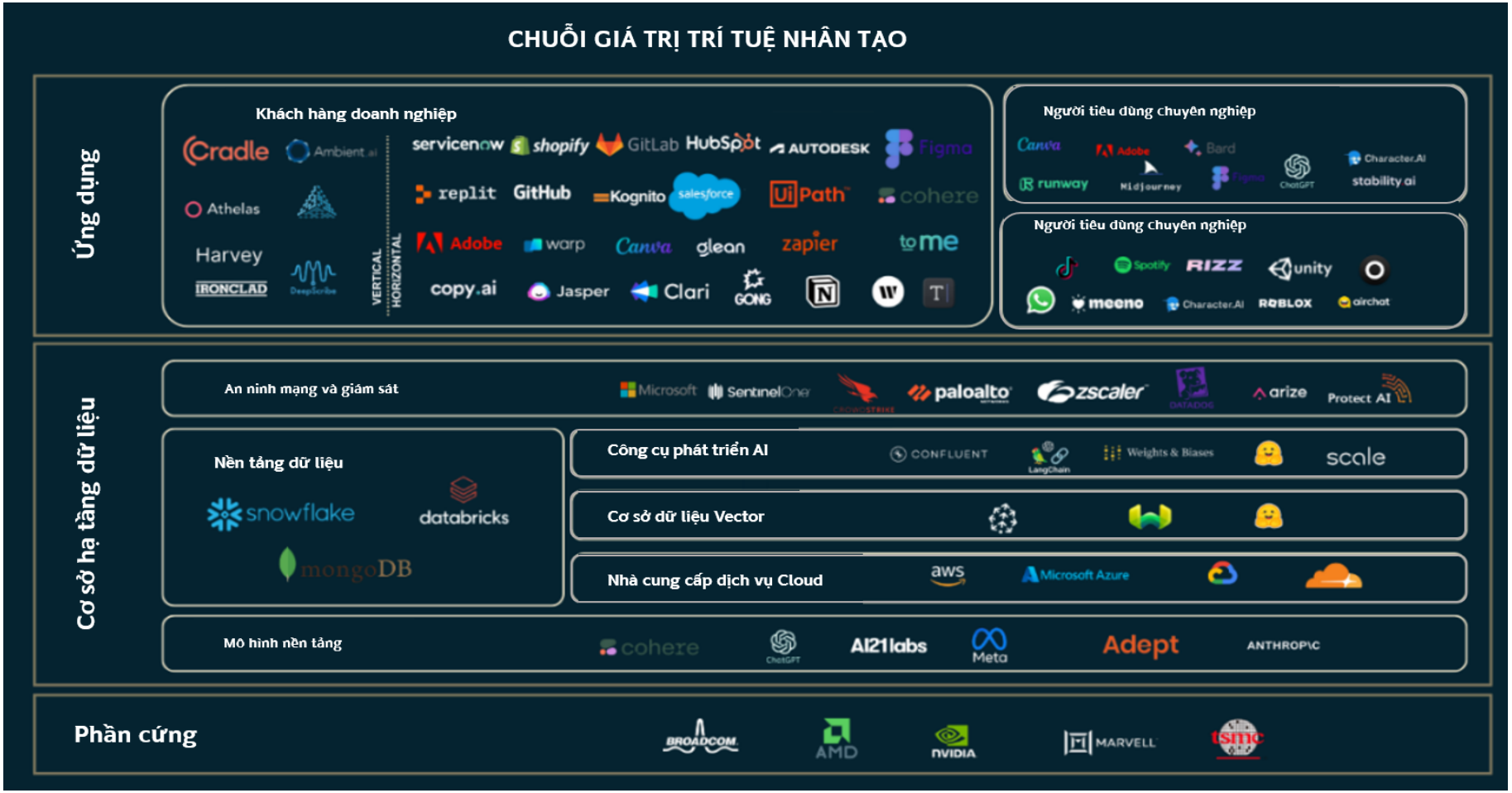
Chuỗi giá trị AI tạo sinh (GenAI)



Nguồn: McKinsey & Company, Shinhan Securities Vietnam

- Ngày nay, AI đã tiến xa hơn khi có khả năng tổng hợp dữ liệu cũ để tạo ra dữ liệu mới, mô phỏng con người hoàn chỉnh và kết hợp các đặc điểm của AI truyền thống.
- Với sự xuất hiện của AI Tạo sinh (GenAI), AI có thể tạo ra hình ảnh và âm thanh mới từ dữ liệu cũ, tiến gần hơn đến việc mô phỏng con người toàn diện.
- Theo IDC, chi tiêu toàn cầu cho AI, bao gồm các ứng dụng hỗ trợ AI, cơ sở hạ tầng và các dịch vụ CNTT liên quan, sẽ tăng gấp đôi vào năm 2028, kỳ vọng đạt 632 tỷ USD. Theo McKinsey, năm 2023, có 55% các DN đang sử dụng AI cho ít nhất 1 chức năng trong hệ thống và 33% các công ty đã sử dụng GenAI. Dự kiến 2024, con số này sẽ lên đến 72% trong hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Trong tương lai, AI sẽ nâng cao đáng kể năng suất lao động trong ngành phát triển phần mềm.

Các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị AI toàn cầu



Nguồn: Nasdaq, Spear Invest, Shinhan Securities Vietnam

02

Ngành CNTT ở Việt Nam

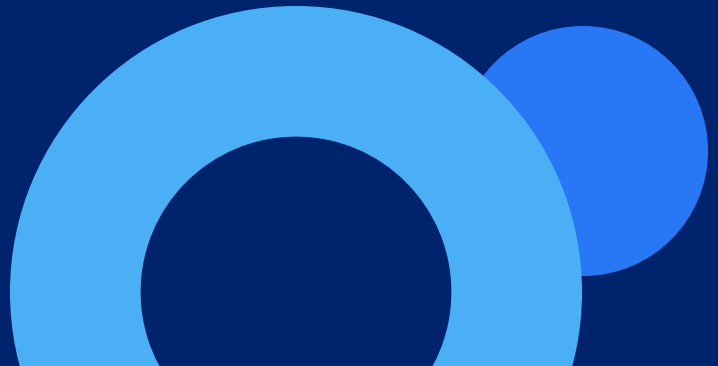
Các công ty CNTT Việt Nam dần vươn mình trong chuỗi giá trị ngành công nghiệp phần mềm, giảm bớt vai trò chỉ đơn thuần là đơn vị gia công giá rẻ.

Tăng trưởng doanh thu các công ty CNTT năm 2025 duy trì 2 chữ số, biên lợi nhuận cải thiện nhờ:

(i) Nhu cầu chuyển đổi số của nhiều doanh nghiệp tăng;

(ii) Tham gia sâu hơn vào quá trình phát triển sản phẩm CNTT cho khách hàng trong và ngoài nước;

(iii) Tiềm năng tăng trưởng mảng Data center ở Việt Nam.



2. Cập nhật ngành CNTT ở Việt Nam

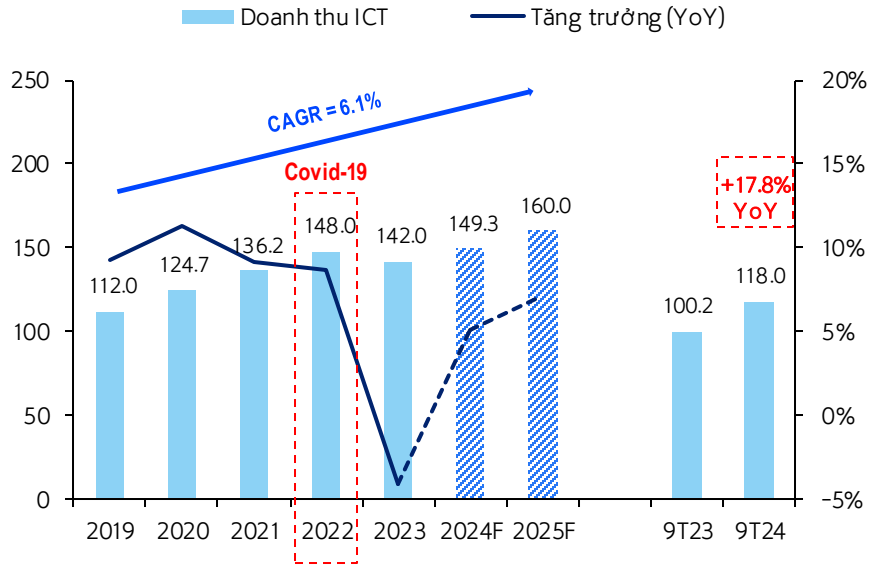
Chu kỳ công nghiệp phần mềm và sự chuyển dịch trong chuỗi giá trị

Chu kỳ công nghiệp phần mềm của Việt Nam



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Doanh thu ngành ICT Việt Nam (tỷ USD)

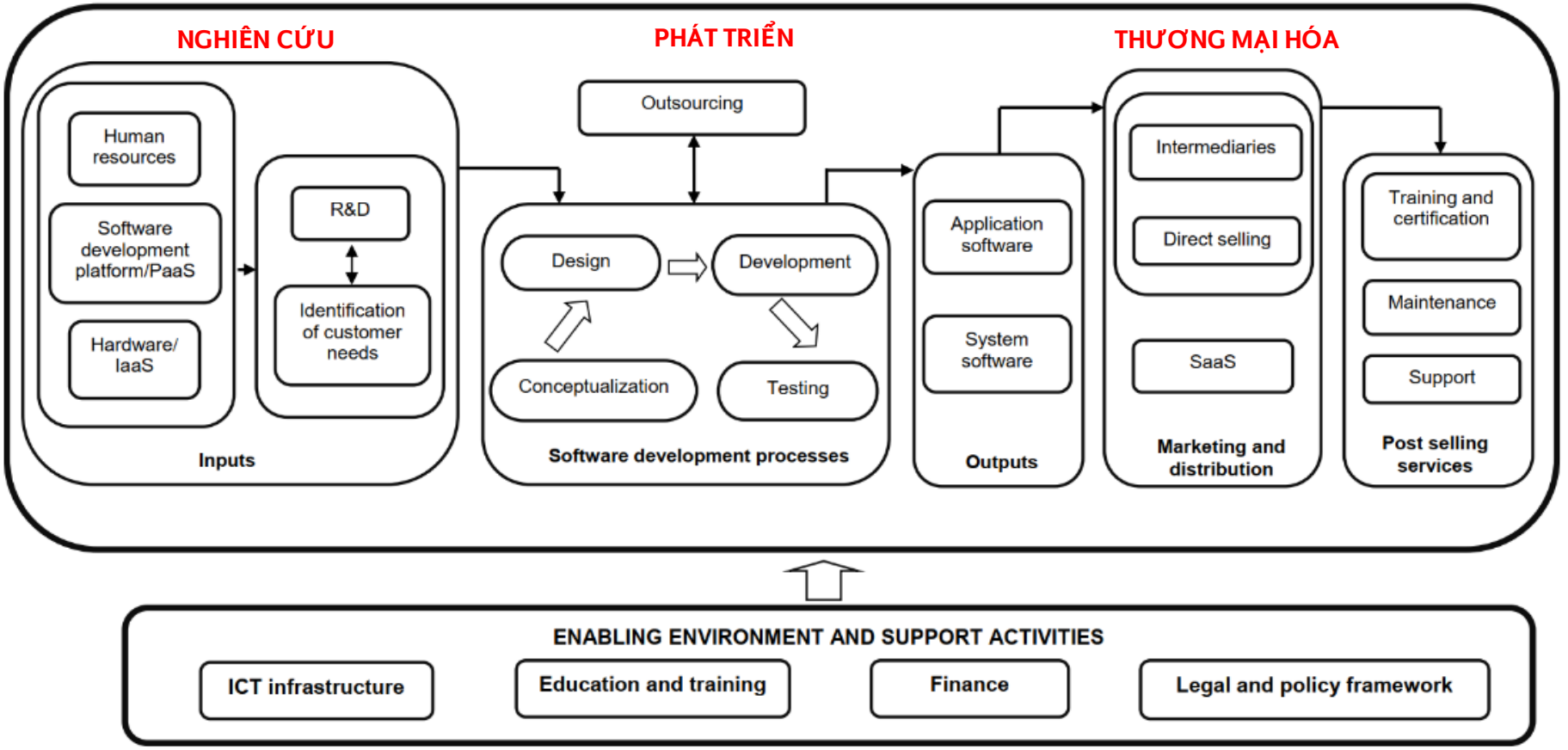


Nguồn: Bộ Thông tin và Truyền thông, Shinhan Securities Vietnam

- Hiện tại, các công ty CNTT lớn ở Việt Nam đang ở giai đoạn "Tăng trưởng" của chu kỳ gia công phần mềm, dần chuyển sang giai đoạn "Tăng tốc" của chu kỳ Phát triển sản phẩm (DX thuộc giai đoạn này).
- Sự chuyển mình này giúp ngành CNTT Việt Nam vươn mình trong chuỗi giá trị của ngành công nghiệp phần mềm, giảm bớt vai trò chỉ đơn thuần là đơn vị gia công, vốn có giá trị gia tăng thấp cùng chi phí rẻ.
- Tổng doanh thu của ngành ICT vào năm 2025 ước đạt 160 tỷ USD (+7.2% YoY). Tăng trưởng kỳ vọng duy trì khi Chính phủ xác định CNTT là một trong những ngành kinh tế trọng điểm quốc gia.

Chuỗi giá trị công nghiệp phần mềm

Khung quy trình phát triển phần mềm CNTT



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

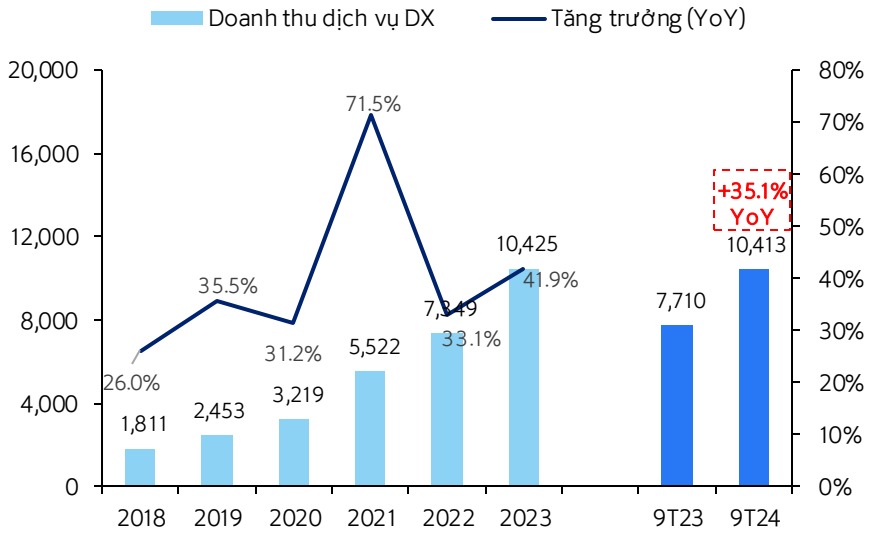
Cuộc đua hoàn thiện chuỗi giá trị Chuyển đổi số (DX)

Tập trung lợi ích đầu ra của khách hàng sau khi chuyển đổi số



Nguồn: FPT, Shinhan Securities Vietnam

Doanh thu chuyển đổi số (DX) của FPT (tỷ USD)

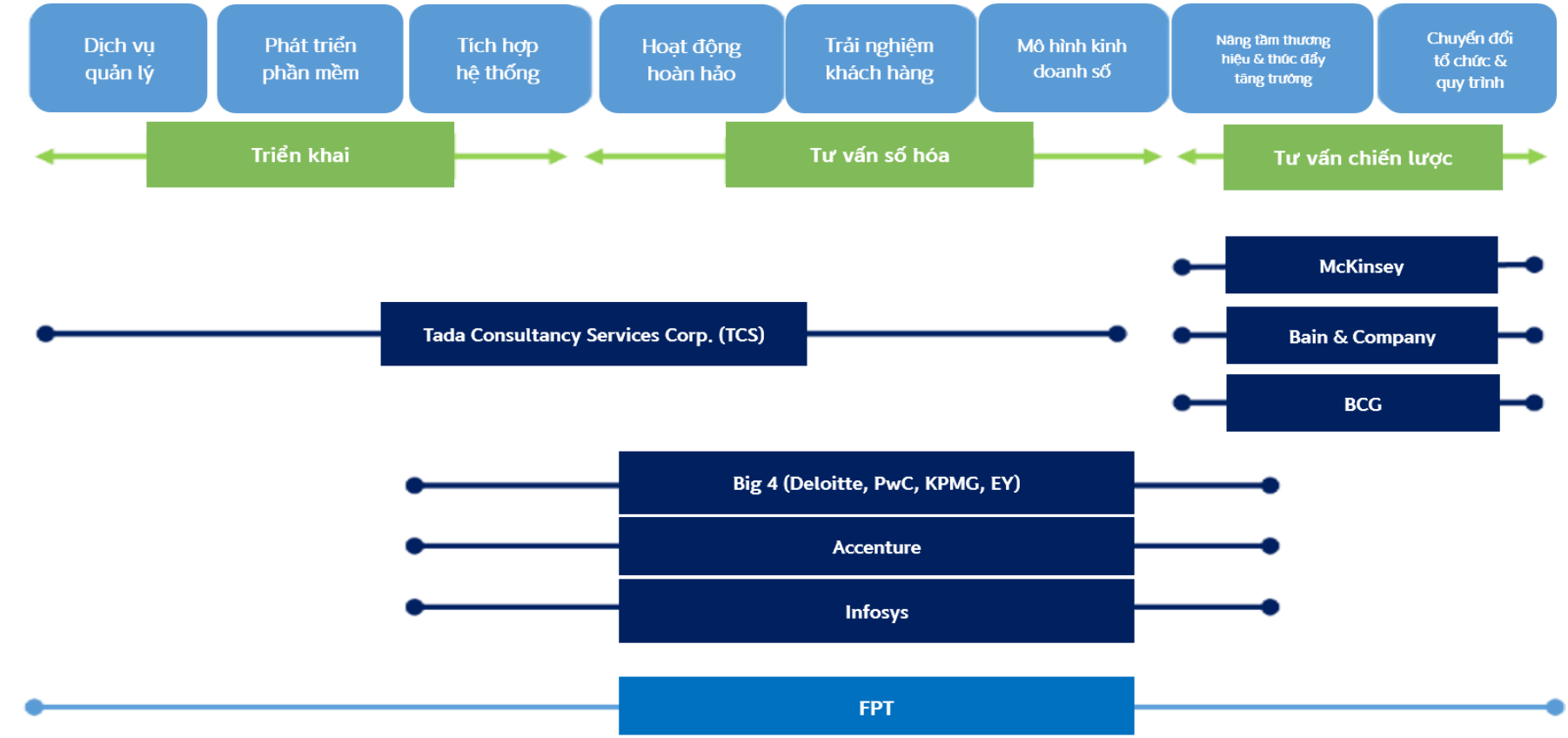


Nguồn: FPT, Shinhan Securities Vietnam

- Dịch vụ DX vẫn đang là ngành kinh doanh mới trên thế giới, dẫn đến các tập đoàn công nghệ lớn (Infosys, Tata ở Ấn Độ) vẫn phải duy trì dịch vụ CNTT truyền thống để đảm bảo tăng trưởng. Mục tiêu của công cuộc DX chính là lợi ích của người dùng cuối, bao gồm: "Sự hoạt động hoàn hảo", "Trải nghiệm khách hàng", và hoàn tất xây dựng "Mô hình kinh doanh số".
- Tiêu biểu, ở Việt Nam, FPT là doanh nghiệp công nghệ tiên phong thích ứng với cuộc cách mạng công nghệ 4.0, đưa các giải pháp số vào thực tiễn, đồng hành cùng khách hàng trong cuộc đua chuyển đổi số (DX).
- Với nguồn lực lao động dồi dào và chất lượng kỹ thuật đã được kiểm chứng qua nhiều năm, Việt Nam sẽ tiếp tục là cái tên được các doanh nghiệp IT trên toàn cầu hướng đến.

Cuộc đua hoàn thiện chuỗi giá trị Chuyển đổi số (DX)

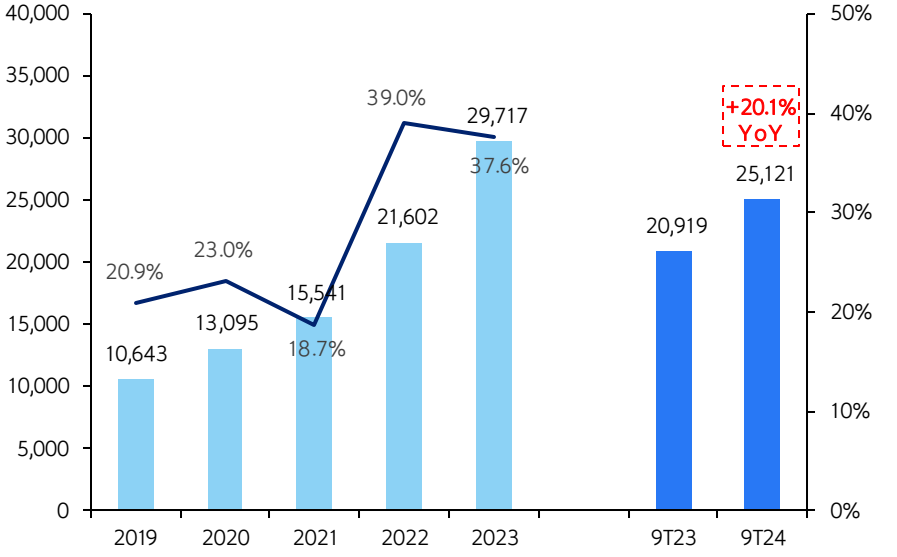
Chuỗi giá trị công nghệ dịch vụ Chuyển đổi số (DX)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

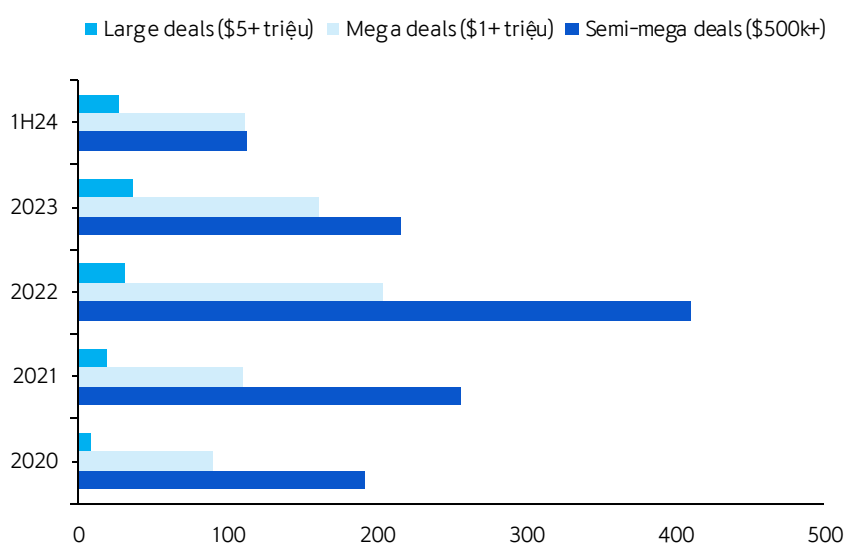
Cuộc đua hoàn thiện chuỗi giá trị Chuyển đổi số (DX)

Doanh thu ký mới của FPT mỗi năm (tỷ đồng)



Nguồn: FPT, Shinhan Securities Vietnam

Phân loại số lượng deals ký mới theo giá trị hợp đồng của FPT

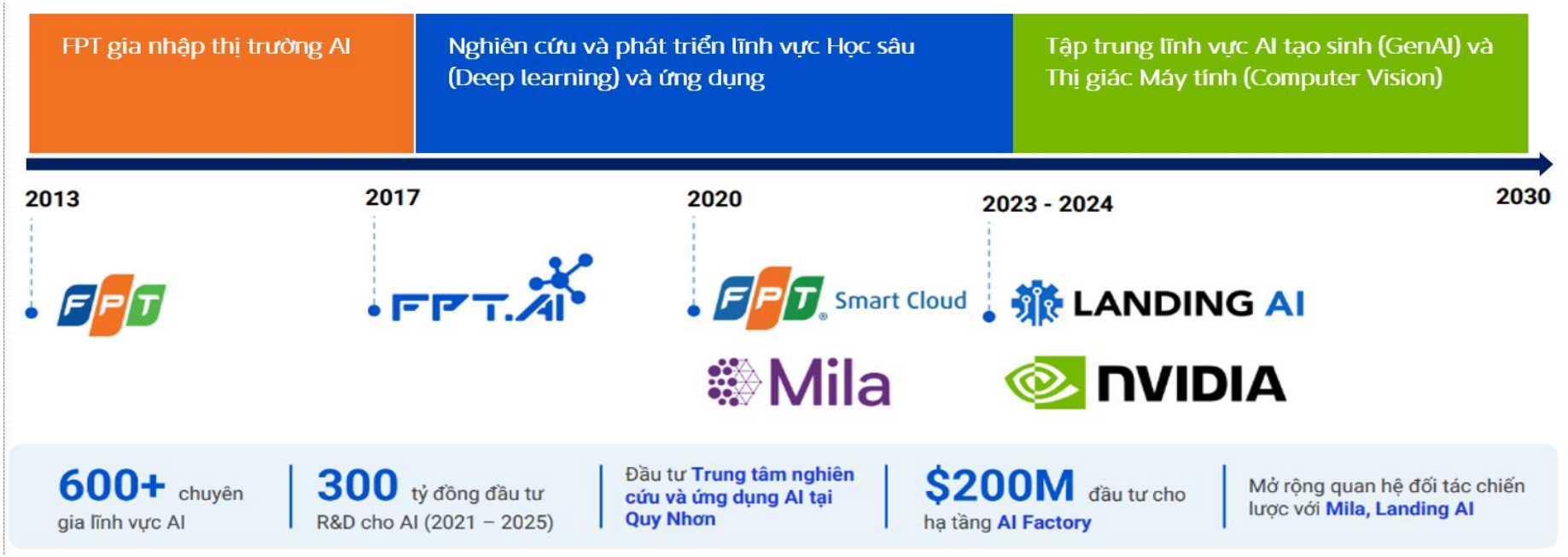


Nguồn: FPT, Shinhan Securities Vietnam

- Sự hoàn thiện chuỗi giá trị DX cho phép các công ty công nghệ như FPT có thể lên kế hoạch và lộ trình DX toàn diện cho khách hàng, giúp FPT giành được nhiều hợp đồng giá trị trên 1 triệu USD và trên 5 triệu USD.
- FPT tập trung vào hai nhóm khách hàng chính trong hệ sinh thái DX. Với doanh nghiệp lớn (LC), FPT cung cấp dịch vụ DX toàn diện từ tư vấn đến triển khai, giúp đảm bảo doanh thu và lợi nhuận bền vững trong dài hạn (3-5 năm hoặc dài hơn).

Cuộc đua phát triển công nghệ Trí tuệ nhân tạo (AI)

Các cột mốc nghiên cứu và phát triển công nghệ AI quan trọng của FPT

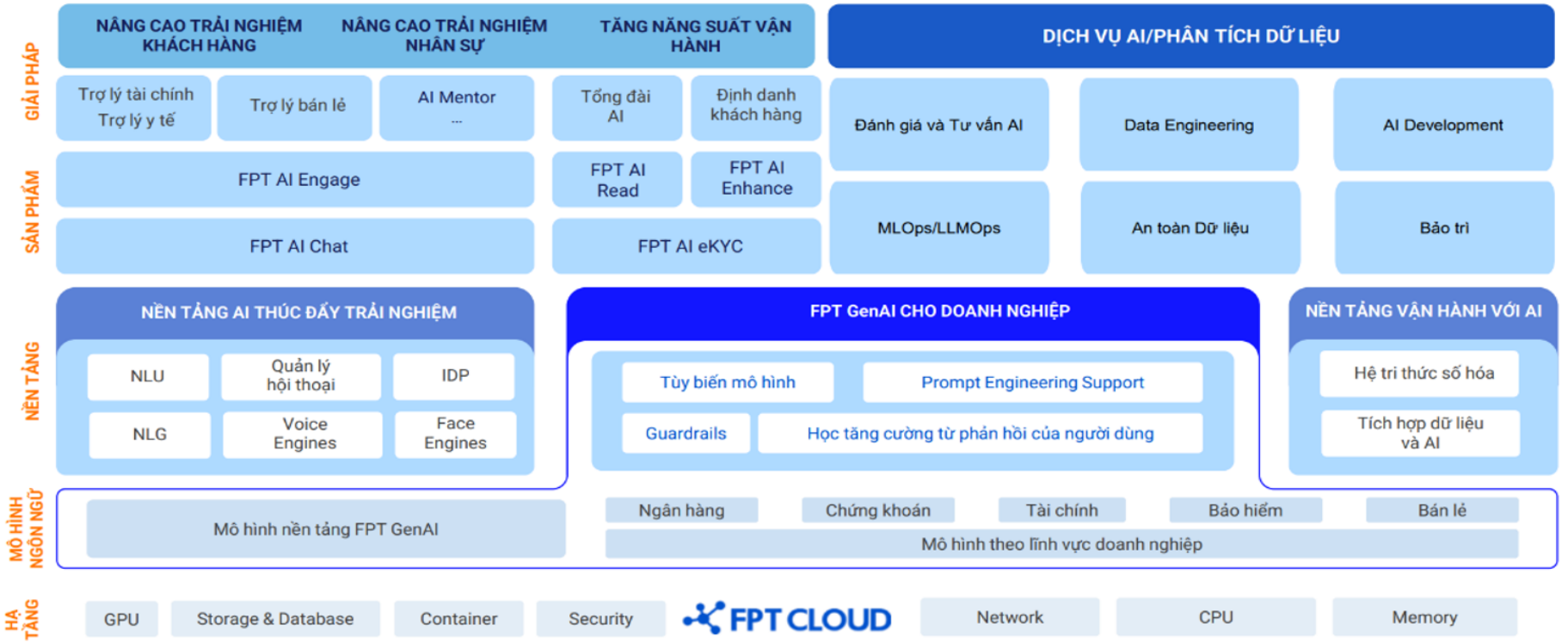


Nguồn: FPT Smart Cloud, Shinhan Securities Vietnam

- Song song việc hoàn thiện chuỗi giá trị chuyển đổi số (DX), FPT cũng là doanh nghiệp tập trung phát triển và hoàn thiện hệ sinh thái công nghệ Trí tuệ nhân tạo (AI) tại Việt Nam. Với mục tiêu gia nhập các AI Lab hàng đầu thế giới, năm 2024, FPT tiếp tục đầu tư dự án Trung tâm AI tại Quy Nhơn, tỉnh Bình Đình, với quy mô 93.24 ha, cùng tổng vốn đầu tư hơn 4,300 tỷ đồng.
- FPT luôn chủ động mở rộng hệ sinh thái AI, sẵn sàng tích hợp công nghệ này vào tất cả các sản phẩm, giải pháp thuộc hệ sinh thái Made-by-FPT giúp mang lại lợi ích cho người dùng cuối.

Cuộc đua phát triển công nghệ Trí tuệ nhân tạo (AI)

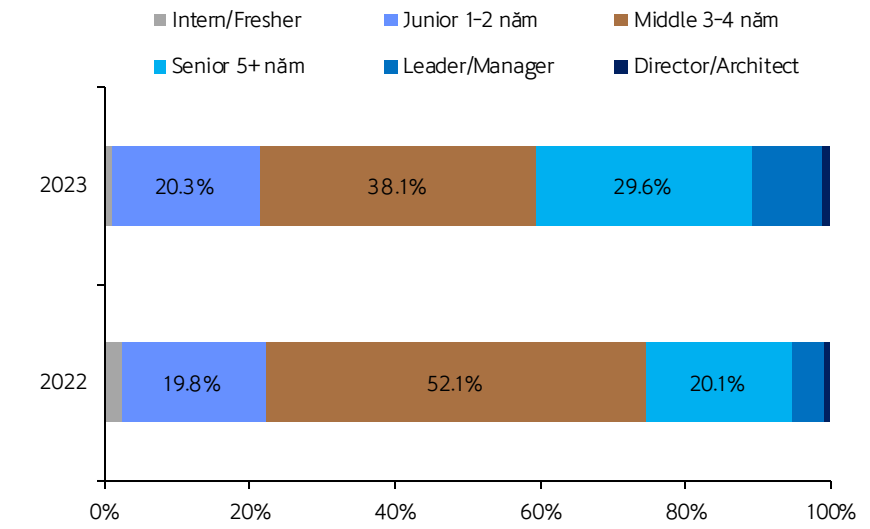
Hệ sinh thái AI toàn diện của FPT



Nguồn: FPT Smart Cloud, Shinhan Securities Vietnam

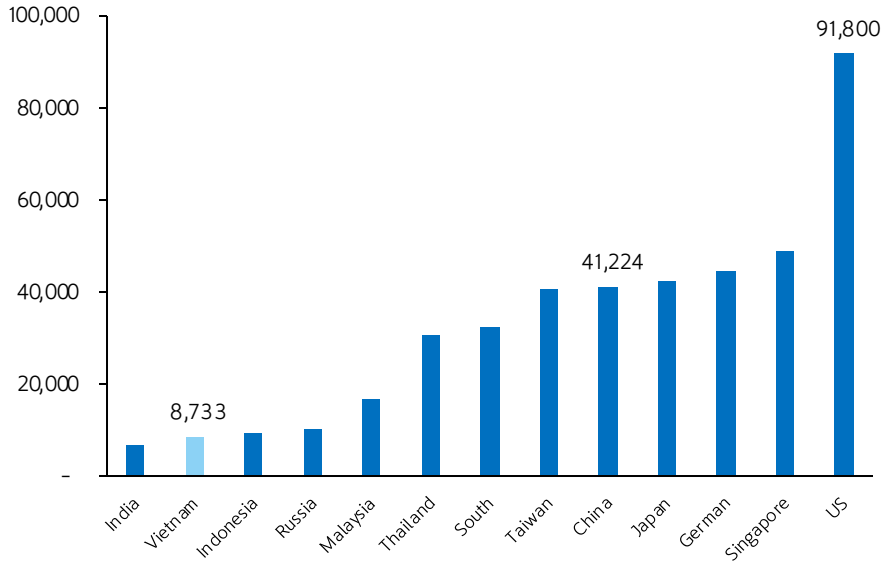
Tình hình nhân sự CNTT ở Việt Nam

Sự thay đổi về trình độ trong yêu cầu tuyển dụng ngành CNTT



Nguồn: TopDev, Shinhan Securities Vietnam

Mức lương trung bình của kỹ sư IT năm 2023 (USD/năm)



Nguồn: Salary Explorer, Shinhan Securities Vietnam

- Việt Nam có lợi thế với cơ cấu dân số vàng (trên 60% dân số đang ở độ tuổi lao động), trong đó có 57,000 sinh viên chuyên ngành CNTT tốt nghiệp mỗi năm. Tuy nhiên, theo TopDev, 65% lực lượng nhân sự CNTT mới ra trường chưa đáp ứng được yêu cầu công việc và cần thêm đào tạo.
- Ước tính Việt Nam vẫn sẽ thiếu hụt 150,000-200,000 nhân sự CNTT có chuyên môn mỗi năm, giai đoạn 2023-2025. Đối với vấn đề đó, những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành như: FPT, CMC đã mở các trường đại học để đào tạo nguồn nhân lực cho công ty.
- Tuy nhiên, theo số liệu được cung cấp bởi Salary Explorer, lương của kỹ sư IT Việt Nam thuộc top thấp nhất trên thế giới, ngang bằng với các kỹ sư Ấn Độ và thấp hơn lần lượt 5 đến 10 lần so với các đồng nghiệp đến từ Trung Quốc và Mỹ.

2. Cập nhật ngành CNTT ở Việt Nam

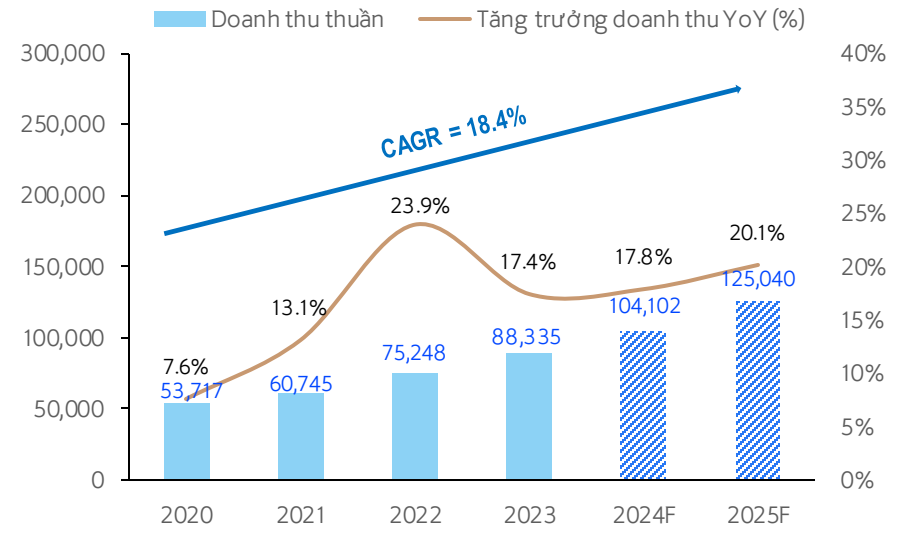
Xếp hạng kỹ sư IT Việt Nam trên thế giới



- Hạng 23, Worldwide Developer Skills Chart by HackerRank (2016).
- Hạng 6, Worldwide Developer Skills Chart by TopCoder (2016).
- Hạng 18, Tholons Top 100 Outsourcing Destinations (2016).
- Hạng 29, Worldwide Developer Skills Chart by SkillValue (2019).
- Hạng 5, Kearney Global Services Location Index, đứng sau Ấn Độ, Trung Quốc, Malaysia và Indonesia (2019).
- Hạng 13, Tholons Services Globalization Index (2019).
- Hạng 42, Global Innovation Index (GII) (2019).
- Hạng 22, Global Skills Index (GSI) (2020).
- Hạng 45, Network Readiness Index (NRI) (2024).
- Hạng 26, Global AI Research Ranking (2024).

Cập nhật KQKD các doanh nghiệp ngành công nghệ

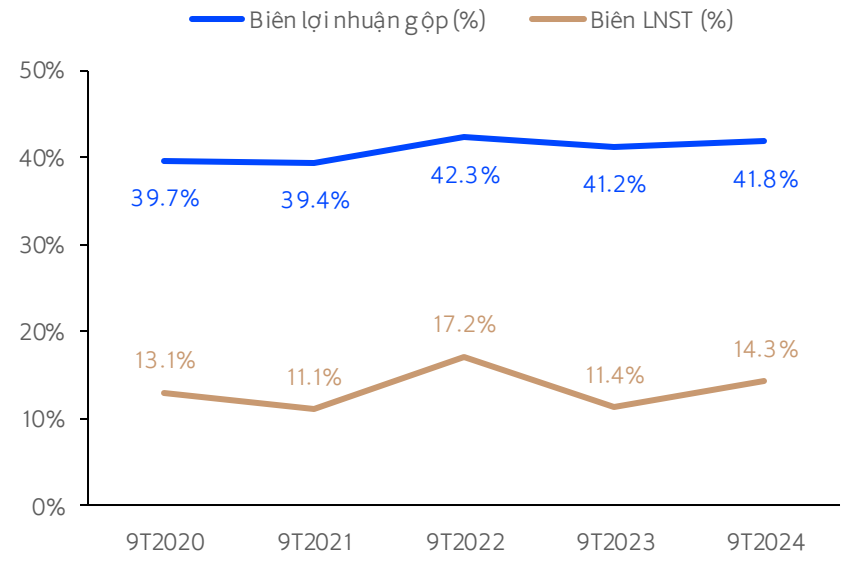
Doanh thu của các DN công nghệ tiêu biểu (tỷ đồng)



(*) Gồm các doanh nghiệp công nghệ, viễn thông niêm yết tiêu biểu: FPT, CMG, VGI.

Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

Biên lợi nhuận lũy kế 9T của các DN công nghệ tiêu biểu



Nguồn: FiinPro, Shinhan Securities Vietnam

- Xét 9T2024, doanh thu nhóm công ty công nghệ, viễn thông tiêu biểu ở Việt Nam (FPT, CMG, VGI) ghi nhận tổng doanh thu 76,592 tỷ đồng (+19.8% YoY). Trong đó, FPT duy trì đóng góp lớn nhất vào KQKD toàn ngành (gần 60%).
- Các công ty CNTT ở Việt Nam dần chuyển mình sang giai đoạn tăng tốc của chu kỳ phát triển sản phẩm, không chỉ còn đơn thuần là đơn vị gia công. Điều này không chỉ giúp doanh thu tăng trưởng ổn định mà còn giúp mở rộng biên lợi nhuận của các công ty CNTT.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu các công ty CNTT năm 2025 vẫn sẽ duy trì 2 chữ số, cùng với biên lợi nhuận cải thiện nhờ: (i) Nhu cầu chuyển đổi số của nhiều doanh nghiệp; (ii) Tham gia sâu hơn vào quá trình tư vấn, phát triển sản phẩm CNTT cho khách hàng trong và ngoài nước; (iii) Tiềm năng tăng trưởng của mảng Data center ở Việt Nam.

03 Cổ phiếu tiêu biểu ngành công nghệ

FPT

3. Cổ phiếu tiêu biểu ngành công nghệ

Các doanh nghiệp công nghệ niêm yết

Thông tin chung				Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính (**)					Định giá (25F)	
No.	Mã	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	1M (%)	YTD (%)	Doanh thu 24F (tỷ VND)	Doanh thu 25F (tỷ VND)	Biên LN gộp 25F	ROA (25F)	ROE (25F)	P/B (x)	P/E (x)
1	FPT	Công nghệ	221,249	150,400	161,500	7.4	13.1	82.5	62,478	74,560	39.0%	14.7%	25.5%	7.2	27.4
2	CMG	Công nghệ	10,472	55,000	67,300	22.4	4.2	26.4	7,323	8,640	19.8%	5.1%	13.4%	2.9	25.9
3	FOX	Viễn thông	47,823	97,100	97,700	-0.4	6.1	92.3	17,316	18,776	48.3%	11.6%	41.5%	5.5	22.2
4	VGI	Viễn thông	289,162	95,000	106,200	11.8	15.0	268.2	34,301	41,840	50.4%	1.1%	11.4%	9.3	443.4

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
** Số liệu 12 tháng tính tới Q3/2024

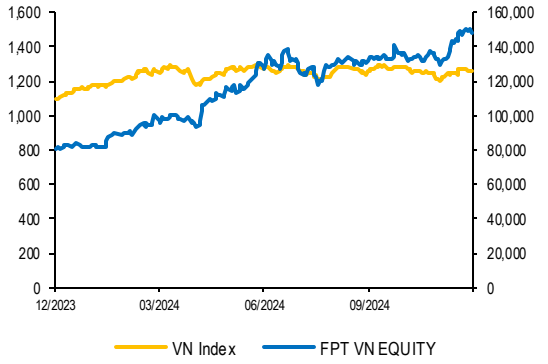
Nguồn: SSV Research, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 24/12/2024

CTCP FPT (HOSE: FPT)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**161,500 VND**
Giá hiện tại (24/12/2024)	150,400 VND
Suất sinh lời (%)	7.4%
VNINDEX	1,260
P/E thị trường (x)	11.8
Vốn hóa (tỷ VND)	221,249
SLCP đang lưu hành (triệu)	1,471
SLCP tự do giao dịch (triệu)	1,144
52 tuần cao/thấp (VND)	151,900/ 81,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.82
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	534
Beta (12T)	0.97

Cổ đông lớn (%)		
Trương Gia Bình		6.99
SCIC		5.75

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	11.8	13.9	82.8
Tg đối với VN-Index (%)	13.9	13.6	70.1



Shinhan Securities

Vươn tới Kỷ nguyên số Vô tận

Luận điểm đầu tư

Công ty Cổ phần FPT (HSX: FPT) là doanh nghiệp hàng đầu về công nghệ ở Việt Nam với ba mảng kinh doanh chính: Công nghệ; Viễn thông; Giáo dục. FPT đóng vai trò trụ cột về công nghệ và tư vấn chuyển đổi số cho nhiều doanh nghiệp trong nước và quốc tế. Với năng lực công nghệ mạnh mẽ, sức khỏe tài chính ổn định, và chính sách cổ tức đều đặn giúp FPT không chỉ là công ty công nghệ hàng đầu Việt Nam mà còn là khoản đầu tư xứng đáng nắm giữ trong dài hạn. Bán dẫn, AI, và công nghệ ô tô là các chiến lược mũi nhọn quyết định tương lai của FPT trong những năm sắp tới.

Cập nhật KQKD 11T2024: Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 56,404 tỷ đồng (+19.5% YoY) và 10,239 tỷ đồng (+19.8 YoY), hoàn thành 91.2% và 94.2% mục tiêu năm 2024. Cụ thể:

- **Mảng công nghệ:** Doanh thu đạt 34,970 tỷ đồng (+25% YoY), đóng góp 62% doanh thu hợp nhất. Trong đó, doanh thu từ thị trường nước ngoài đạt 28,270 tỷ đồng (+28.1% YoY); thị trường trong nước ghi nhận 6,700 tỷ đồng (+13.5% YoY).
- **Mảng viễn thông:** Doanh thu ghi nhận 15,900 tỷ đồng (+10.9% YoY), chiếm 28% doanh thu hợp nhất.
- **Mảng giáo dục, đầu tư, khác:** Doanh thu đạt 5,534 tỷ đồng (+14.1% YoY).

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNTT của FPT năm 2025 lần lượt đạt 74,560 tỷ đồng (+19.3% YoY) và 13,669 tỷ đồng (+17.2% YoY). Động lực thúc đẩy bền vững KQKD của FPT trong thời gian tới: (i) Nhu cầu chuyển đổi số, chi tiêu cho CNTT toàn cầu vẫn ở mức cao; (ii) Sự chuyển mình của FPT trong ngành công nghiệp phần mềm; (iii) KQKD ổn định của mảng Viễn thông mỗi năm; (iv) Mảng Giáo dục giúp đảm bảo nguồn nhân lực chất lượng cao trong tương lai.

Sự hợp tác chiến lược giữa NVIDIA và FPT trong việc đầu tư, xây dựng nhà máy AI tại Việt Nam kỳ vọng đưa FPT phát triển ứng dụng và tiến sâu hơn trong lĩnh vực công nghệ chip bán dẫn.

Rủi ro: (1) Rủi ro kinh tế bất ổn; (2) Rủi ro thiếu hụt nguồn nhân lực CNTT; (3) Rủi ro tỷ giá; (4) Rủi ro cạnh tranh; (5) Rủi ro ngành CNTT tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng.

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**44,401**	**52,618**	**62,478**	**74,560**	**88,113**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	7,589	9,112	11,634	13,558	16,042
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**6,491**	**7,788**	**9,448**	**11,366**	**13,627**
EPS (VND)	3,847	4,661	5,331	5,594	5,819
BPS (VND)	18,021	16,240	19,449	21,226	22,843
OPM (%)	4.9	0.9	3.8	4.8	5.4
NPM (%)	3.1	0.1	2.5	3.5	3.9
ROE (%)	**25.6**	**26.0**	**26.4**	**25.5**	**24.8**
PER (x)	15.3	14.8	30.3	27.4	24.8
PBR (x)	3.3	4.2	8.3	7.2	6.3
EV/EBITDA (x)	5.7	7.3	16.7	14.5	13.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Công bố quan trọng

Cổ phiếu

- **MUA**: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên
- **GIỮ**: Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15%
- **BÁN**: Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%

Ngành

- **TÍCH CỰC** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA
- **TRUNG LẬP**: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ
- **TIÊU CỰC**: Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN



Thông báo tuân thủ

- Tôi/chúng tôi, với tư cách là chuyên viên/ các chuyên viên chuẩn bị bản báo cáo này, cam kết nội dung trình bày ở trên phản ánh chính xác quan điểm của tôi/chúng tôi về các chủ đề chứng khoán và tổ chức phát hành được thảo luận trong bài nghiên cứu. Hơn nữa, tôi/chúng tôi cũng xác nhận rằng bài báo cáo này được soạn thảo mà không phải chịu bất kỳ áp lực hoặc sự can thiệp bất hợp lí nào từ bên ngoài.
- Bản báo cáo này là tài liệu tham khảo cho đầu tư dựa trên các dữ liệu trong quá khứ, vì thế những biến động giá cổ phiếu trong tương lai có thể khác với các xu hướng đã được hình thành.
- Các dữ liệu này phản ánh chính xác quan điểm của người phụ trách nghiên cứu và phân tích về chứng khoán của doanh nghiệp, nhưng các quan điểm và những ước tính này có thể có sai sót. Vì vậy, việc lựa chọn cổ phiếu và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng nên phụ thuộc vào chính mỗi nhà đầu tư.
- Các dữ liệu nghiên cứu và phân tích chỉ được gửi tới cho khách hàng của chúng tôi, do đó không được phép sao chép, chuyển tiếp, hay gửi lại cho các đơn vị khác trong mọi trường hợp mà chưa được sự cho phép của chúng tôi.

Miễn trừ trách nhiệm

- Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing dành cho thị trường / chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi Phòng Phân Tích của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiên và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.
- Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình, các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.
- Bản quyền ⓒ 2020 của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Chứng Khoán Shinhan Việt Nam.

Mạng lưới Shinhan Investment

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

HONG KONG
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

INDONESIA
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

SHANGHAI
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

HO CHI MINH
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
18th Floor, The Mett Tower, 15 Tran Bach Dang, Thu Thiem Ward,
Thu Duc City, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

HA NOI
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District,
Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000


Shinhan
Securities