BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC

Shinhan Securities

Ngày 21 tháng 04, 2025

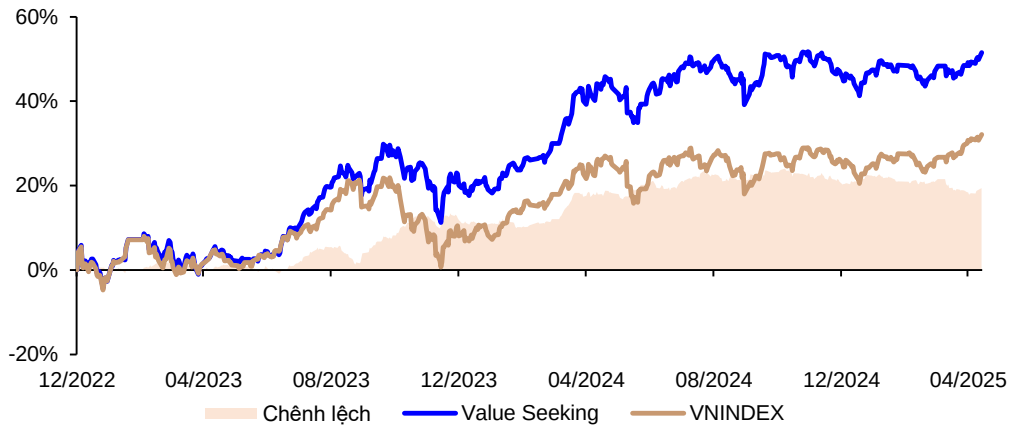
Danh mục đầu tư giá trị

	Tỷ suất lợi nhuận danh mục	Tỷ suất lợi nhuận VN-Index
Năm 2024	⬆+21.0%	⬆+14.3%
Năm 2025 (tính đến 18/4/2025)	⬇-4.2%	⬇-3.7%

"Hiệu suất duy trì vượt trội. Thêm mới PNJ, MSN"

- Năm 2024, danh mục đầu tư giá trị tiếp tục ghi nhận tỷ suất lợi nhuận tích cực +21.0% YTD so với mức tăng 14.3% YTD của VN-Index. Đây là năm thứ 2 danh mục đạt tỷ suất lợi nhuận trên 20%/năm (FY2023: +25.7% so với VN-Index +14.1%).
- Đóng góp tích cực vào hiệu quả đầu tư năm 2024: FRT (+73.5% YTD) nhờ (i) sự phục hồi của mảng ICT, (ii) tiềm năng mảng chăm sóc sức khỏe Long Châu; FPT (+85.0% YTD) nhờ (i) KQKD tăng trưởng tích cực, (ii) sự phát triển của ngành AI, (iii) sự hợp tác của FPT và các đối tác công nghệ lớn. Cập nhật KQKD 2024 các cổ phiếu trong danh mục, tổng doanh thu tăng 10.7% YoY, LNST tăng 9.1% YoY.
- Đầu năm 2025, không lâu sau khi VN-Index thành công vượt ngưỡng 1,300, thị trường chứng khoán quay đầu giảm mạnh bởi thông tin thuế đối ứng của tổng thống Mỹ Donald Trump. Rủi ro thị trường dâng cao, VN-Index thậm chí đánh mất hơn 200 điểm trong bốn phiên giao dịch; có phiên hơn 400 mã giảm sàn. Đây chính là cơ hội để sàn lọc các cổ phiếu giá trị, bị chiết khấu sâu so với giá trị nội tại. Các cổ phiếu thuộc danh mục đầu tư giá trị đều sở hữu nền tảng tài chính vững chắc, KQKD tích cực, công ty có kế hoạch, triển vọng tăng trưởng trong dài hạn, và hiện đang bị chiết khấu sâu.
- Trong lần cập nhật danh mục này, chúng tôi thêm mới PNJ và MSN vì: (1) vị thế dẫn đầu ở ngành công ty hoạt động; (2) tiềm lực tài chính mạnh mẽ; (3) ngành bán lẻ duy trì tăng trưởng dương trong năm 2025; (4) mức định giá hấp dẫn do cổ phiếu đang chịu sự chiết khấu sâu do các quỹ tái cơ cấu danh mục.

Tỷ suất lợi nhuận của danh mục Value Seeking và VN-Index (%)



Phân tích danh mục

	Danh mục	VN-Index
P/E (x)	16.9	13.6
P/B (x)	2.7	1.6
Lợi suất cổ tức (%)	4.1	1.9
Tăng trưởng EPS (3Y) (%)	15.9	3.5
ROE (%)	17.0	12.8
ROA (%)	7.1	2.0
Beta	0.95	1.0
Tỷ suất lợi nhuận (1Y) (%)	4.5	5.4
Độ lệch chuẩn (%)	17.9	17.5
Tỷ số Sharpe (1Y)	0.02	0.06

Dữ liệu tại ngày 18/04/2025 Nguồn: SSV, Bloomberg

Tổng quan chiến lược

Danh mục đầu tư Giá trị của SSV được thiết kế nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng vốn trong dài hạn và tập trung vào các cổ phiếu niêm yết vốn hóa lớn ở Việt Nam. Chúng tôi tìm kiếm các công ty có những đặc điểm:

- Dẫn đầu ngành.
- Định giá hấp dẫn.
- Có nền tài chính vững mạnh và được quản trị tốt.
- Có lợi thế cạnh tranh, tăng trưởng bền vững.

[Chuyên viên]
Nguyễn Lê Hoài Phúc
☎ (84-28) 6299-8025
✉ phuc.nlh@shinhan.com

Theo dõi Zalo của SSV, Cập nhật báo cáo mới nhất

Bấm vào hình hoặc quét QR

SSV Research

Khuyến cáo hiệu quả đầu tư:
Lợi nhuận và đặc điểm của Danh mục đầu tư được tính toán dựa trên các chứng khoán riêng lẻ trong Danh mục đầu tư vào ngày báo cáo. Chứng khoán trong Danh mục đầu tư có thể thay đổi và hiệu suất đầu tư trong quá khứ không đảm bảo lợi nhuận trong tương lai. Đối với Thông báo tuân thủ và Miễn trừ trách nhiệm, vui lòng tham khảo Phụ lục ở cuối báo cáo này.

Danh mục đầu tư giá trị
Top picks

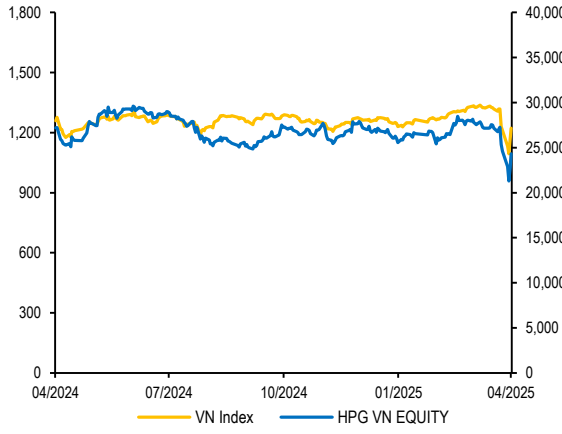
Thông tin chung					Giá cổ phiếu					Chỉ số tài chính (**)				Định giá 25F	
Stt	Mã	Tên doanh nghiệp	Ngành	Vốn hóa (tỷ VND)	Thị giá (VND)	Giá MT* (VND)	Upside (%)	1M (%)	YTD (%)	Tg trưởng EPS (%)	D/E (x)	ROA (%)	ROE (%)	P/B (x)	P/E (x)
1	HPG	Tập đoàn Hòa Phát	Thép	162,785	25,450	34,300	34.8	-7.8	-4.5	74.3	0.7	5.8	11.1	1.3	12.2
2	TCB	Ngân hàng Techcombank	Ngân hàng	183,686	26,000	29,600	13.8	-5.1	5.5	19.5	1.8	2.4	15.6	1.1	7.2
3	MBB	Ngân hàng MB	Ngân hàng	141,878	23,250	30,700	32.0	-2.7	6.5	8.0	1.4	2.2	22.1	1.1	5.8
4	VCB	Ngân hàng Vietcombank	Ngân hàng	485,465	58,100	72,000	23.9	-13.0	-4.8	2.0	1.6	1.7	18.7	2.2	12.7
5	GAS	Tổng CTCP Khí Việt Nam	Tiện ích	136,812	58,400	79,000	35.3	-15.5	-14.2	-7.2	0.1	12.3	16.7	2.4	14.3
6	FPT	Tập đoàn FPT	Công nghệ	164,171	111,600	151,300	35.6	-14.2	-26.8	22.0	0.4	11.9	28.7	7.2	27.4
7	FRT	Bán lẻ FPT	Bán lẻ	19,960	146,500	203,600	39.0	-18.6	-21.1	n.a	4.2	2.2	18.1	10.1	32.3
8	VNM	Vinamilk	F&B	118,291	56,600	75,000	32.5	-9.4	-10.7	6.0	0.3	17.4	26.3	3.6	13.1
9	GMD	Gemadept	Logistic	20,442	48,650	72,400	48.8	-18.2	-25.4	44.1	0.2	9.2	13.0	2.0	15.0
10	VHM	Vinhomes	Bất động sản	225,908	55,000	66,500	20.9	16.3	37.5	-4.1	0.4	6.3	16.7	1.2	8.7
11	VRE	Vincom Retail	Bán lẻ	46,355	20,400	23,150	13.5	10.6	19.0	-7.1	0.1	8.0	10.3	1.0	10.6
12	POW	PV POW	Tiện ích	28,102	12,000	14,800	23.3	-7.0	0.0	20.8	0.7	1.7	4.0	1.0	53.7
13	PNJ	Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	Bán lẻ	24,498	72,500	99,800	37.7	-17.8	-25.5	5.1	0.3	13.4	20.1	1.9	11.0
14	MSN	CTCP Tập đoàn Masan	Tiêu dùng	83,424	58,000	83,500	44.0	-16.7	-17.1	357.4	1.6	1.4	7.0	3.8	48.1

* Giá mục tiêu (giá trị hợp lý) trong 12 tháng tới
** Số liệu 12 tháng tính tới Q4/2024

Nguồn: SSV Research, Bloomberg
Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Tập đoàn Hòa Phát
(HPG VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**34,300 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	25,450 VND
Suất sinh lời (%)	34.8%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	162,785
SLCP lưu hành (triệu CP)	6,396
Tự do giao dịch (triệu CP)	3,586
Cao nhất 52 tuần (VND)	29,950
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	23.41
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	648
Hệ số Beta	1.1
Cổ đông lớn (%) Trần Đình Long	26.8
Cổ đông lớn (%) Nhóm quỹ Dragon Capital	7.7



Chiến lược phát triển thép công nghệ cao

CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG) là một trong những doanh nghiệp ngành thép hàng đầu Việt Nam cũng như khu vực Đông Nam Á. Hoạt động trong 04 lĩnh vực chính: gang thép, sản phẩm thép, nông nghiệp, bất động sản. HPG dẫn đầu thị trường nội địa về thép xây dựng (38%) và ống thép (27%); Top 5 nhà sản xuất tôn mạ; là DN Việt Nam duy nhất sản xuất được thép cuộn cán nóng HRC. HPG kỳ vọng duy trì vị thế dẫn đầu dựa trên bối cảnh phục hồi của ngành thép trong năm 2025.

KQKD năm 2024: Doanh thu và LNST lần lượt đạt 138,855 tỷ đồng (+17% y/y) và 12,020 tỷ đồng (+77% y/y), hoàn thành kế hoạch năm. Sản lượng bán hàng thép thành phẩm (thép xây dựng, HRC, thép chất lượng cao, phôi thép) cải thiện, đạt 8.1 triệu tấn (+20% y/y). Tuy nhiên, HRC chỉ tăng nhẹ 5% y/y, đạt 2.93 triệu tấn, do cạnh tranh từ thép nhập khẩu Trung Quốc (12 triệu tấn, +30% y/y).

Biên LN gộp đạt 13.3% (FY2023: 10.9%) nhờ (1) giá đầu vào giảm nhanh hơn so với giá đầu ra (quặng sắt: -24.6% y/y; than cốc: -28.4% y/y; thép phế: -4.6% y/y; giá bán HRC nội địa: -10.7% y/y; thép cây: -5% y/y), (2) Mảng nông nghiệp thuận lợi (tỷ trọng 5% doanh thu và 8% lợi nhuận tập đoàn) nhờ giá heo ổn định và sản lượng gia tăng (doanh thu tăng 12% YoY và LNST tăng 418% y/y).

Dự án Dung Quất 2: Vận hành ổn định giai đoạn 1, dự kiến hoàn thành giai đoạn 2 vào Q42025, nâng tổng công suất thép lên 15 triệu tấn/năm từ năm 2026.

Triển vọng năm 2025:

Mảng thép: Sản lượng tiêu thụ thép kỳ vọng đạt 10.6 triệu tấn (+30% y/y), động lực từ: (1) Dung Quất 2 đi vào hoạt động và quyết định thuế CBPG HRC được ban hành; (2) Thị trường Bất động sản nội địa hồi phục; (3) Đầu tư công được đẩy mạnh. Triển vọng giá thép đi lên và giá nguyên vật liệu giảm nhẹ góp phần cải thiện biên LN gộp của HPG.

Kế hoạch phát triển thép chất lượng cao: (1) dự án sản xuất thép đường ray tại Khu liên hợp Dung Quất 2 (vốn đầu tư 14,000 tỷ đồng), khởi công vào T5/2025; (2) ký kết với Tập đoàn Primetals (châu Âu) để triển khai sản xuất thép chế tạo tại Việt Nam.

Mảng nông nghiệp: Dự kiến tiếp tục tăng trưởng ổn định trong năm 2025. Biên LN gộp duy trì 13-14% trong bối cảnh giá thịt heo ở mức cao và giá ngũ cốc đầu vào giảm. Kế hoạch tăng sản lượng nuôi, đầu tư vào quy trình khép kín.

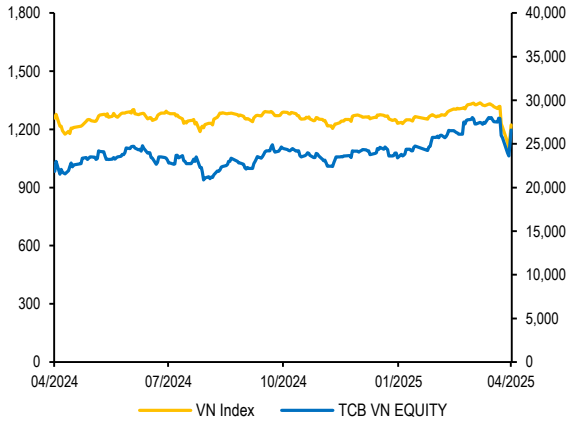
Rủi ro: (1) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu; (2) Rủi ro thị trường Bất động sản Trung Quốc và nội địa phục hồi chậm; (3) Rủi ro từ các chính sách thuế quan Mỹ; (4) Rủi ro cạnh tranh với thép giá rẻ đến từ Trung Quốc; (5) Rủi ro xuất khẩu qua Mỹ và Châu Âu.

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	**118,953**	**138,855**	**172,785**	**212,905**	**237,323**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	7,651	13,267	16,009	24,737	28,860
LN ròng (tỷ VND)	**6,800**	**12,020**	**14,589**	**22,454**	**25,826**
EPS (VND)	1,005	1,751	2,078	2,906	3,038
BVP (VND)	17,674	17,878	20,211	22,131	23,980
Biên LN từ HĐKD (%)	6.4	9.6	9.3	11.6	12.2
Biên LN ròng (%)	5.7	8.7	8.4	10.5	10.9
ROE (%)	**6.6**	**10.5**	**10.3**	**13.1**	**12.6**
P/E (x)	23.8	13.5	12.2	8.7	8.4
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

NHTMCP Kỹ thương Việt Nam
(TCB VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**29,600 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	26,000 VND
Suất sinh lời (%)	13.8%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	183,686
SLCP lưu hành (triệu CP)	7,065
Tự do giao dịch (triệu CP)	4,824
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,750
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	14.1
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	436
Hệ số Beta	1.1
Cổ đông lớn (%) Tập đoàn Masan	14.8
Cổ đông lớn (%) Nguyễn Thị Thanh Thủy	4.9



Duy trì tăng trưởng 2 chữ số

Techcombank (HSX: TCB) 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 và 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.

Cập nhật KQKD năm 2024: Tăng trưởng tín dụng đạt 20.8%. Tăng trưởng cho vay khách hàng phục hồi mạnh mẽ ở nhóm bán lẻ, sản phẩm cho vay mua nhà tăng trưởng 22% YoY (+8% QoQ). Tín dụng mảng doanh nghiệp cho thấy sự tăng trưởng đồng đều thay vì tập trung vào bất động sản. Tín dụng mảng xây dựng, vật liệu xây dựng, FMCG, logistics, tiện ích và viễn thông đều tăng trưởng mạnh từ 25% trở lên.

NIM cải thiện nhẹ lên 4.3% từ mức 4.0% của năm 2023. Thu nhập lãi thuần tăng 28.2% y/y, đạt 35,508 tỷ đồng, trong khi thu nhập ngoài lãi giảm nhẹ, đạt 11,482 tỷ đồng (-7.17% y/y). LNTT năm 2024 của TCB tăng trưởng tích cực, đạt 27,538 tỷ đồng (+20.3% y/y).

Tỷ lệ chi phí trên thu nhập (CIR) năm 2024 có cải thiện nhẹ về dưới mức 33%. Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất năm 2024 duy trì ở mức 1.12%, giảm nhẹ so với mức 1.16% cuối năm 2023. Chi phí tín dụng ở mức 0.8%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu (LLR) ở mức tốt 114%.

Năm 2024, TCB đã thành lập công ty bảo hiểm phi nhân thọ. Ngoài ra, TCB cũng đang xin ý kiến cổ đông để thành lập bảo hiểm nhân thọ trong thời gian tới.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng mục tiêu toàn hệ thống ở mức 16%, dự phóng TCB có thể đạt mức tăng trưởng tín dụng 20%. NIM ổn định ở mức 4.3% cho năm 2025. Tỷ lệ nợ xấu dưới 1.5%. Sau khi ghi nhận chi phí 1 lần liên quan tới ManuLife (1800 tỷ đồng) cuối Q4/2024, chúng tôi kỳ vọng thu nhập ngoài lãi sẽ đạt mức tăng trưởng hơn 23% cho năm 2025. CIR ổn định quanh mức 30%. Lợi nhuận trước thuế năm 2025 có thể đạt 34,054 tỷ đồng (+23.7% y/y)

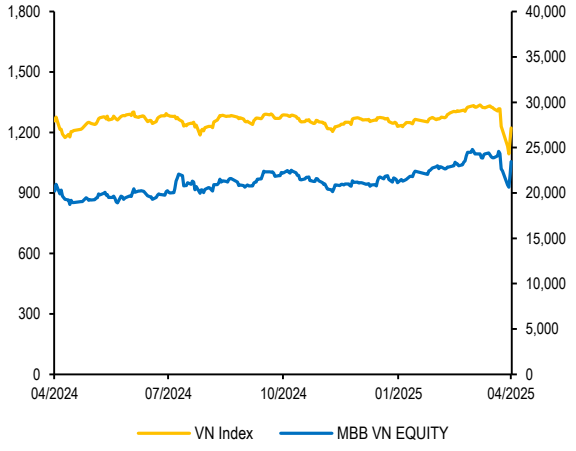
Rủi ro: (1) Thị trường bất động sản phục hồi chậm hơn dự kiến; (2) Mảng Bancasurance tốn nhiều thời gian để tìm đối tác mới; (3) Nợ xấu tiếp tục gặp áp lực tăng.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,699	30,290	27,691	35,508	44,331
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,378	10,237	12,370	11,482	14,165
Tổng thu nhập (tỷ VND)	**37,076**	**40,527**	**40,061**	**46,990**	**58,496**
Các chi phí hoạt động và dự phòng	(13,838)	(15,334)	(17,173)	(19,452)	(24,442)
LNTT (tỷ VND)	**23,238**	**25,568**	**22,888**	**27,538**	**34,054**
EPS (VND)	5,245	5,725	2,549	3,049	3,856
Tăng trưởng tín dụng (%)	26.5	12.5	21.6	20.8	20.3
NIM (%)	5.5	5.2	3.9	4.3	4.3
ROE (%)	**21.5**	**19.5**	**14.9**	**15.6**	**17.2**

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

NHTMCP Quân Đội
(MBB VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**30,700 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	23,250 VND
Suất sinh lời (%)	32.0%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	141,878
SLCP lưu hành (triệu CP)	6,102
Tự do giao dịch (triệu CP)	4,209
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,870
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	16.94
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	486
Hệ số Beta	1.0
Cổ đông lớn (%) Viettel	14.7
Cổ đông lớn (%) SCIC	9.8



Hướng đến mục tiêu mới

Ngân hàng TMCP Quân đội (HSX: MBB) có nhiều thành tích nổi bật trong những năm hoạt động gần đây, thể hiện qua chất lượng tài sản ổn định, lợi nhuận vượt trội cùng với xếp hạng tín nhiệm được đánh giá cao bởi các tổ chức xếp hạng quốc tế. MBB tiếp tục tập trung phát triển CNTT, chuyển đổi số hướng tới mục tiêu "Trở thành Doanh nghiệp số, Tập đoàn tài chính dẫn đầu".

Năm 2025, ban lãnh đạo MBB dự kiến sẽ tập trung nhiều hơn vào phân khúc bán lẻ của danh mục cho vay và tiếp tục cải thiện chất lượng CASA.

Cập nhật KQKD năm 2024: MBB ghi nhận tăng trưởng tín dụng hợp nhất đạt 24.7%, tăng mạnh hơn 11% riêng trong Q4/2024. Tăng trưởng cho vay trong năm 2024 tiếp tục được dẫn dắt bởi nhóm KHDN (+32.8% y/y), nhóm bán lẻ đã cho thấy sự phục hồi tích cực hơn (+20% y/y). Tiền gửi khách hàng cũng cho thấy mức tăng phù hợp với đà tăng của tín dụng, đạt gần 26% y/y.

NIM thu hẹp từ mức 4.9% cuối Q4/2023 xuống quanh mức 4.2% và giữ ổn định ở mức này trong 2 quý cuối năm 2024. Thu nhập lãi năm 2024 đạt 41,152 tỷ đồng (+6.4% y/y).

Thu nhập ngoài lãi năm 2024 tăng mạnh +65.4% y/y. Tăng mạnh nhất trong cơ cấu thu nhập ngoài lãi của MBB đến từ mảng chứng khoán đầu tư, chứng khoán kinh doanh và kinh doanh ngoại hối. Khoản thu từ nợ đã xử lý rủi ro cũng cho thấy mức tăng trưởng tích cực, đặc biệt trong Q4/2024. Trong khi đó, thu nhập phí chưa có tiến triển như chúng tôi kỳ vọng, mảng bancasurance tiếp tục suy yếu trong năm 2024.

Tỷ lệ nợ xấu ổn định ở mức 1.6% (tương đương với tỷ lệ NPL cuối 2023). Tỷ lệ bao phủ nợ xấu đạt hơn 92%. LNTT năm 2024 đạt 28,829 tỷ đồng (+9.6% YoY), vượt kế hoạch đề ra.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng của MBB năm 2025 quanh mức 24-25%. Chúng tôi dự báo chi phí vốn của MBB có thể tăng nhẹ khoảng 30-40bps. Tuy nhiên, nhờ giải ngân tốt hơn vào danh mục bán lẻ (phân bổ hơn 50% dư nợ cho vay của 2025), MBB có thể cải thiện nhẹ về NIM lên mức 4.36% trong năm 2025. Tỷ lệ nợ xấu kiểm soát dưới 2% (ổn định quanh 1.5%). Tỷ lệ CIR năm 2025 giữ ổn định quanh mức 30%. LNTT hợp nhất của MBB năm 2025 được kỳ vọng đạt 32,337 tỷ đồng (+12% y/y).

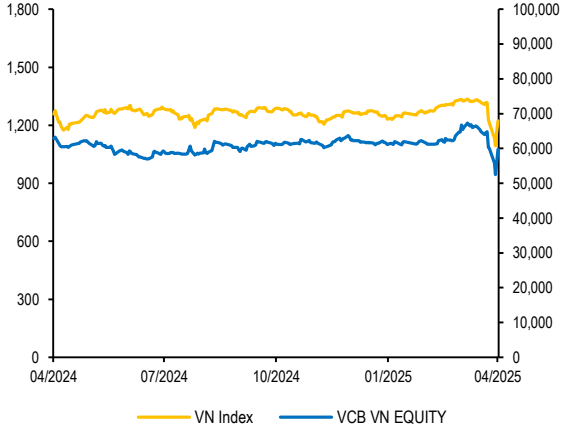
Rủi ro: (1) Nhu cầu tín dụng và thị trường bất động sản có thể chậm phục hồi hơn dự kiến. (2) Chi phí trích lập dự phòng rủi ro có thể tăng cao do áp lực từ đà tăng của nợ xấu.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	26,200	36,023	38,684	41,152	53,255
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	10,735	9,570	8,622	14,261	13,289
Tổng thu nhập (tỷ VND)	**36,934**	**45,593**	**47,306**	**55,413**	**66,545**
Các chi phí hoạt động và dự phòng	(20,407)	(22,863)	(21,000)	(26,584)	(34,207)
LNTT (tỷ VND)	**16,527**	**22,729**	**26,306**	**28,829**	**32,337**
EPS (VND)	3,499	3,085	3,164	3,724	4,875
Tăng trưởng tín dụng (%)	24.6	25.0	28.0	24.7	24.3
NIM (%)	5.0	5.7	4.8	4.2	4.4
ROE (%)	**23.5**	**25.6**	**23.9**	**21.5**	**20.1**

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

NHTMCP Ngoại thương Việt Nam
(VCB VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**72,000 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	58,100 VND
Suất sinh lời (%)	23.9%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	485,465
SLCP lưu hành (triệu CP)	8,356
Tự do giao dịch (triệu CP)	2,105
Cao nhất 52 tuần (VND)	68,600
Thấp nhất 52 tuần (VND)	52,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	2.9
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	208
Hệ số Beta	0.8
Cổ đông lớn (%) SBV	74.8
Ngân hàng Mizuho	15.0



Thương hiệu của sự ổn định

Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (HSX: VCB) là ngân hàng quốc doanh có giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất ngành ngân hàng. VCB duy trì được lợi thế là ngân hàng kinh doanh hiệu quả nhất, chất lượng tài sản cải thiện qua các năm, và không ngừng nỗ lực trong chuyển đổi số.

Cập nhật KQKD năm 2024: Thu nhập lãi gộp đạt 93,655 tỷ đồng, giảm 13.4% y/y do ảnh hưởng thu nhập lãi cho vay giảm 15% y/y. Tuy nhiên, chi phí lãi giảm ~30% y/y giúp thu nhập lãi thuần tăng nhẹ 3.3% y/y, đạt 55,406 tỷ đồng. NIM đạt 2.86% (giảm 14bpt).

Các thu nhập ngoài lãi (NOII) và thu nhập dịch vụ khác của VCB năm 2024 đi ngang. Đáng chú ý, chi phí dự phòng giảm ~27% y/y nhờ cải thiện chất lượng tài sản. Cụ thể, nợ xấu Q4 giảm 18% q/q; tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1.22% tại Q3 xuống 0.96% tại Q4; tỷ lệ bao phủ nợ xấu LLR cải thiện từ 205% tại Q3 lên 223% tại Q4. Năm 2024, VCB ghi nhận LNTT đạt 42,236 tỷ đồng (+2.2% y/y).

Tăng trưởng tín dụng năm 2024 đạt 13.9% (cho vay: +14.1% y/y; trái phiếu DN: -11.7% y/y, nhưng chỉ chiếm 0.6% tổng tín dụng), chậm hơn tăng trưởng toàn ngành 15.1%.

Cơ cấu kỳ hạn cho vay có sự dịch chuyển rõ rệt, cho vay ngắn hạn chỉ còn chiếm 37% tại cuối Q4.2024 (Q3.2024: 72%), cho thấy nhu cầu tín dụng đối với đầu tư tài sản, dự án trung dài hạn và vay mua nhà.

Tháng 10/2024, VCB chính thức nhận chuyển giao bắt buộc CBBank. CB vẫn tiếp tục hoạt động độc lập do VCB sở hữu 100% vốn điều lệ nhưng không hợp nhất BCTC vào VCB. VCB có quyền sáp nhập hoặc thoái vốn CB sau khi kết thúc phương án chuyển giao bắt buộc.

Quan điểm đầu tư: (i) VCB thông qua trả cổ tức bằng cổ phiếu, tỷ lệ 49.5%, thực hiện trong năm 2025, nâng vốn điều lệ của VCB từ 55,890 tỷ đồng lên hơn 83,500 tỷ đồng; (ii) Chất lượng tài sản tốt, tỷ lệ NPL duy trì dưới 1.5%, tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành; (iii) Nguồn vốn đa dạng (lợi thế từ tiền gửi KBNN) và chi phí vốn duy trì ở mức thấp giúp NIM ít biến động.

Triển vọng 2025: (i) Chi phí vốn dự kiến quay trở lại mức thấp trong năm 2025, chúng tôi dự báo NIM của VCB cải thiện nhẹ lên mức 3.18%. Tăng trưởng tín dụng dự phóng đạt 14% trong năm 2025; (ii) Tăng trưởng thu nhập ngoài lãi năm 2025 đạt 43% y/y; tỷ lệ NPL vẫn duy trì quanh mức 1.1-1.2%. LNTT năm 2025 đạt mức tăng trưởng 21.69% y/y.

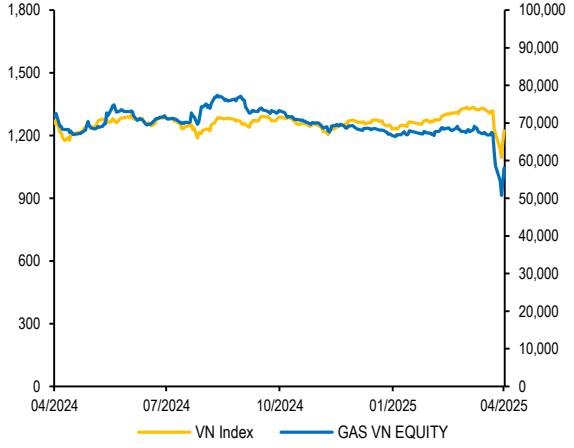
Rủi ro: (1) Lãi suất cho vay tiếp tục giảm và tăng trưởng tín dụng chậm khiến NIM tiếp tục bị thu hẹp; (2) Nợ xấu tăng nhanh gây áp lực lên chi phí trích lập dự phòng rủi ro.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Thu nhập lãi thuần (tỷ VND)	42,273	53,246	53,621	55,406	72,208
Thu nhập ngoài lãi (tỷ VND)	14,357	14,836	14,103	13,172	18,403
Tổng thu nhập (tỷ VND)	**56,630**	**68,083**	**67,723**	**68,578**	**90,611**
LNTT (tỷ VND)	**27,486**	**37,359**	**41,244**	**42,236**	**53,455**
Tăng trưởng LNTT (%)	19.3	35.9	10.5	2.4	26.5
EPS (VND)	4,162	4,751	5,462	5,571	6,105
P/E (x)	18.9	13.7	14.7	15.4	12.7
P/B (x)	3.4	2.8	2.7	2.6	2.2
ROE (%)	**21.6**	**24.2**	**21.6**	**18.3**	**18.5**

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

Tổng CTCP Khí Việt Nam
(GAS VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**79,000 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	58,400 VND
Suất sinh lời (%)	35.3%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	136,812
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,343
Tự do giao dịch (triệu CP)	99
Cao nhất 52 tuần (VND)	84,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.78
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	60
Hệ số Beta	0.8
Cổ đông lớn (%) Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.7



Tiềm năng từ các dự án LNG

Tổng công ty khí Việt Nam (HSX: GAS) là tập đoàn đầu ngành trong lĩnh vực khí tại Việt Nam, chiếm 100% thị phần khí khô, hơn 70% thị phần khí hóa lỏng (LPG). Ngoài ra, GAS sở hữu 1,500km đường ống khí, 3 nhà máy xử lý khí, 14 kho chứa LPG. Hiện tại, khí khô, LPG và khí ngưng tụ (Condensate) là ba mảng kinh doanh chủ chốt của GAS.

GAS có dư địa tăng trưởng lớn với việc sản xuất điện từ nguồn khí LNG, đóng vai trò trụ cột trong hệ thống điện quốc gia theo quy hoạch điện VIII. GAS là đơn vị đầu tiên được cấp phép XNK khí LNG; là nhà cung cấp LNG có thị phần lớn nhất Việt Nam. Do nhu cầu khí LNG bắt đầu từ 2024 theo quy hoạch điện VIII, GAS sẽ hưởng lợi rất lớn, được kì vọng tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2025

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu và LNTT lần lượt đạt 103,564 tỷ đồng (+15.1% y/y) và 10,590 tỷ đồng (-10.2% y/y), hoàn thành 150% và 182% mục tiêu đề ra. Năm 2024, doanh thu khả quan nhờ giá LPG tăng 6% y/y, sản lượng LPG thương phẩm tăng 27% y/y, bù đắp mức giảm 11% y/y của sản lượng khí thiên nhiên và LNG. LN gộp tăng nhẹ 4.3% y/y nhờ (i) giá dầu nhiên liệu tăng 3% y/y, và (ii) ghi nhận lợi nhuận phát sinh từ việc phân phối khí LNG.

Tuy nhiên, LNTT của giảm do (i) sản lượng từ các mỏ khí giá rẻ dần cạn kiệt, dẫn đến chi phí SG&A tăng mạnh (+40% y/y), chủ yếu đến từ khoản chi phí dự phòng 1,905 tỷ đồng liên quan đến các khoản phải thu quá hạn của các nhà máy POW, Genco 3 (PGV), và các nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2 và 3 (do chưa hoàn tất hồ sơ với EVN và khó khăn tài chính của EVN; và tranh chấp biểu phí vận chuyển với nhà máy điện Nhơn Trạch 1 và 2).

Triển vọng năm 2025: Theo kế hoạch của Bộ Công Thương, sản lượng điện khí huy động tăng 22%-30% y/y trong 2025, kỳ vọng tăng huy động sản lượng điện khí từ GAS. Bên cạnh đó, điện khí được ưu tiên trong theo Quy hoạch điện VIII, trong khi sản lượng khí tự nhiên nội địa đang suy giảm, từ đó giúp thúc đẩy sản lượng khí LNG thương phẩm của GAS.

GAS có lợi thế tiếp cận được nguồn LNG giá cạnh tranh nhập khẩu từ Mỹ, giúp PV GAS tối ưu hóa chi phí, cải thiện lợi nhuận, tăng cường vị thế cạnh tranh trên thị trường năng lượng. GAS dự kiến tăng gấp 3 công suất kho cảng LNG Thị Vải và thuê thêm tàu để tăng khả năng nhập và tái hóa khí LNG.

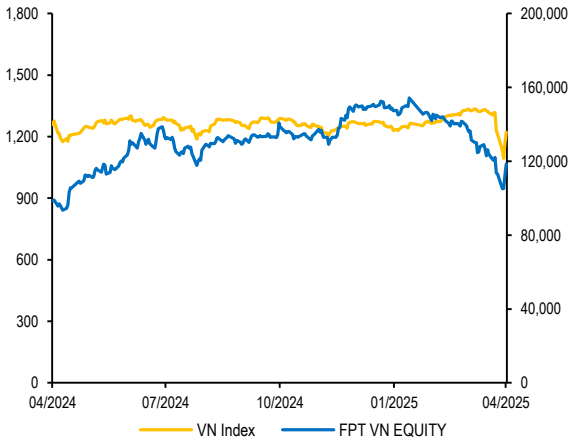
Rủi ro: (1) Sản lượng khí khô sụt giảm; (2) Giá bán khí trung bình giảm sút; (3) Lô B Ô Môn đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến; (4) Giá khí LNG còn cao khiến nhu cầu thấp.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**78,992**	**100,724**	**89,954**	**103,564**	**103,547**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	10,374	17,799	12,906	12,042	12,647
LN ròng (tỷ VND)	**8,673**	**14,798**	**11,606**	**10,398**	**11,008**
EPS (VND)	4,366	6,280	4,787	4,354	4,697
BVP (VND)	22,246	26,062	27,887	28,425	31,184
Biên LN từ HĐKD (%)	13.1	17.7	14.3	11.6	12.2
Biên LN ròng (%)	11.0	14.7	12.9	10.0	10.7
ROE (%)	**16.8**	**26.4**	**18.7**	**16.4**	**17.8**
P/E (x)	22.1	13.3	15.2	15.6	14.3
P/B (x)	3.6	3.2	2.7	2.6	2.4

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP FPT
(FPT VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**161,500 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	111,600 VND
Suất sinh lời (%)	35.6%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	164,171
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,471
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,146
Cao nhất 52 tuần (VND)	156,000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	94,696
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	5.57
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	850
Hệ số Beta	1.0
Cổ đông lớn (%) Trương Gia Bình	7.0
Cổ đông lớn (%) SCIC	5.8



Vươn tới kỷ nguyên số vô tận

CTCP FPT (HSX: FPT) là tập đoàn công nghệ hàng đầu Việt Nam với ba mảng kinh doanh chính: Công nghệ; Viễn thông; Giáo dục. FPT cung cấp dịch vụ tư vấn chuyển đổi số, tích hợp công nghệ cho khách hàng trong nước lẫn quốc tế.

Luận điểm đầu tư dài hạn: (i) Là công ty công nghệ số 1 Việt Nam; (ii) Sức khỏe tài chính vững chắc, chính sách cổ tức đều đặn; (iii) Chiến lược phát triển rõ ràng, tập trung vào bán dẫn, AI và công nghệ ô tô cho thấy tầm nhìn dài hạn của FPT.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu thuần đạt 62,849 tỷ đồng (+19.4% y/y), trong đó mảng CNTT (trong nước và nước ngoài), Viễn thông, Giáo dục lần lượt đóng góp 62%, 28% và 10%. LNTT ghi nhận 11,070 tỷ đồng (+20.3 y/y). Nhìn chung, KQKD các mảng đều ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số và vượt mục tiêu đề ra năm 2024.

Công nghệ: Doanh thu và LNTT thị trường nước ngoài lần lượt đạt 30,953 tỷ đồng (+27.4% y/y) và 4,770 tỷ đồng (+26.1% y/y). Nhật Bản và APAC vẫn đóng lớn nhất vào doanh thu thị trường nước ngoài của FPT (lần lượt 40% và 27%), tăng trưởng mạnh mẽ 32.2% và 34.8% y/y, được thúc đẩy bởi nhu cầu chi tiêu cho hoạt động chuyển đổi số. Nhà máy AI Factory ở Việt Nam và Nhật Bản đã đi vào hoạt động; ghi nhận các dịch vụ liên quan đến AI hiện đóng góp 5%-6% doanh thu dịch vụ CNTT toàn cầu.

Doanh thu ký mới cuối năm 2024 đạt 33,592 tỷ đồng (+13.0% y/y; chủ yếu ở thị trường Nhật Bản và APAC). Thị trường trong nước ghi nhận kết quả khả quan, doanh thu và LNTT lần lượt đạt 8,157 tỷ đồng (+13.9% y/y) và 460 tỷ đồng (21.1% y/y).

Viễn thông: Doanh thu và LNTT lần lượt đạt 17,610 tỷ đồng (+11.4% y/y) và 3,420 tỷ đồng (+18.1% y/y), trong đó dịch vụ viễn thông và quảng cáo trực tuyến tiếp tục ghi nhận tăng trưởng 2 chữ số. Bên cạnh đó, đề xuất chuyển giao sở hữu của FPT Telecom từ SCIC (sở hữu 50.17%) về Bộ Công an kỳ vọng sẽ không thay đổi phương thức hạch toán vào BCTC hợp nhất của FPT (Bộ Công an vẫn đóng vai trò là nhà đầu tư tài chính thụ động như SCIC).

Giáo dục, đầu tư và khác: Doanh thu và LNTT lần lượt đạt 6,129 tỷ đồng (+14.3% y/y) và 2,254 tỷ đồng (+12.7% y/y).

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi kỳ vọng FPT vẫn duy trì tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận hai chữ số nhờ: (i) Nhu cầu chuyển đổi số, chi tiêu cho CNTT toàn cầu vẫn ở mức cao; (ii) Mảng AI và chip bán dẫn kỳ vọng thúc đẩy mảng dịch vụ CNTT trong thời gian tới; (ii) KQKD ổn định của mảng Viễn thông; (iii) Mảng CNTT trong nước cải thiện nhờ nhu cầu tích hợp công nghệ vào các dự án đầu tư công và các doanh nghiệp trong nước.

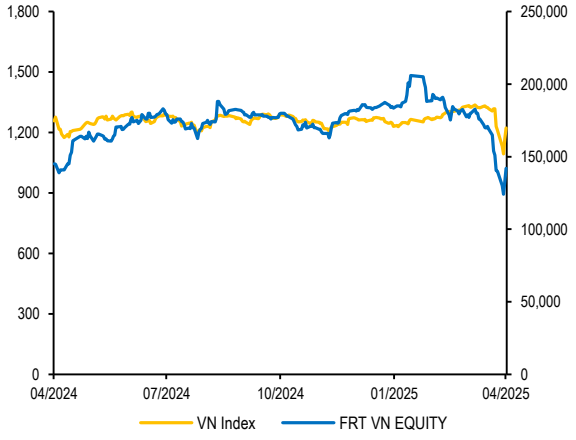
Rủi ro: (1) Nhu cầu CNTT thấp hơn dự kiến; (2) Rủi ro tỷ giá; (3) Cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**44,010**	**52,618**	**62,849**	**74,560**	**88,113**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	6,795	8,418	10,506	13,558	16,042
LN ròng (tỷ VND)	**6,491**	**7,788**	**9,427**	**11,366**	**13,627**
EPS (VND)	3,851	4,052	4,944	5,594	5,819
BVP (VND)	18,021	16,240	19,449	21,226	22,843
Biên LN từ HĐKD (%)	17.2	17.3	16.7	18.2	18.2
Biên LN ròng (%)	14.7	14.8	15.0	15.4	15.5
ROE (%)	**24.9**	**25.7**	**26.4**	**25.5**	**24.8**
P/E (x)	17.4	20.6	30.8	27.4	24.8
P/B (x)	4.0	4.9	7.5	7.2	6.3

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT
(FRT VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**203,600 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	146,500 VND
Suất sinh lời (%)	39.0%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	19,960
SLCP lưu hành (triệu CP)	136
Tự do giao dịch (triệu CP)	64
Cao nhất 52 tuần (VND)	209,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	121,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.53
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	97
Hệ số Beta	1.0
Cổ đông lớn (%) CTCP FPT	46.5
Cổ đông lớn (%) Nhóm quỹ Dragon Capital	11.9



Chiến lược dài hạn của FPT Long Châu

CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT (FRT Retail, HSX: FRT) là một trong những công ty bán lẻ sản phẩm ICT đầu ngành ở Việt Nam. FRT sở hữu hai chuỗi bán lẻ ICT mang tên FPT Shop và F. Studio, sở hữu hơn 600 cửa hàng khắp cả nước. Ngoài ra, FRT còn có mở rộng sang mảng bán lẻ dược phẩm mang tên FPT Long Châu từ năm 2018, nhanh chóng trở thành thương hiệu quen thuộc, dẫn đầu thị trường với gần 2,000 nhà thuốc khắp cả nước. Long Châu là chuỗi nhà thuốc bán lẻ hiện đại đầu tiên ghi nhận LN ròng dương.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu và LNTT lần lượt đạt 40,104 tỷ đồng (+26% y/y), 527 tỷ đồng (FY2023: lỗ 329 tỷ đồng), hoàn thành 107%, 422% kế hoạch năm. Nhờ hoạt động kinh doanh cải thiện của cả 2 mảng bán lẻ, biên LN gộp mở rộng từ mức 15-16% FY2023 lên 19-20% FY2024. Năm 2024, FRT đóng 121 cửa hàng ICT, mở mới 446 nhà thuốc và 116 trung tâm tiêm chủng vắc xin.

Chuỗi ICT: Doanh thu giảm 6.5% y/y, chiếm 37.4% tổng doanh thu. Tuy nhiên, mảng bán lẻ ICT năm 2024 ghi nhận LNST dương, đạt 168.5 tỷ đồng sau khi cuộc chiến về giá giữa các nhà bán lẻ kết thúc (FY2023: lỗ 475.3 tỷ đồng). Năm 2024, FRT mở rộng sang mảng bán lẻ CE nhằm cải thiện KQKD (biên LN gộp trung bình bán lẻ ICT: 12-14%; bán lẻ CE: 15-18%).

Chuỗi Long Châu: Doanh thu và LNST tiếp tục tăng mạnh, lần lượt đạt 25,320 tỷ đồng (+59% y/y) và 240 tỷ đồng (+64% y/y). LN gộp chiếm 74% LN gộp hợp nhất, đạt mức tăng trưởng 58% y/y. Biên LN gộp ổn định 23-24%, thúc đẩy KQKD chung của FPT Retail.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNTT của FRT năm 2025 lần lượt đạt 51,519 tỷ đồng (+28.5% y/y) và 1,036 tỷ đồng (tăng gấp 2 lần y/y), cao hơn kế hoạch FRT đề ra 7% và 15%. Đà tăng trưởng này được dẫn dắt bởi kế hoạch phát triển và mở rộng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe Long Châu. Đây sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng bền vững của FRT trong dài hạn.

Chuỗi ICT: Tuy thị trường đang trong giai đoạn bão hòa, FRT kỳ vọng doanh thu tăng trưởng nhẹ nhờ cải thiện giá bán của các thiết bị tích hợp AI. Sau giai đoạn thử nghiệm chuyển đổi mô hình cửa hàng bán lẻ ICT sang bán lẻ CE, FRT sẽ mở rộng mảng bán lẻ CE (FPT Shop Điện Máy), thúc đẩy biên LN gộp của FRT trong năm 2025.

Chuỗi Long Châu: Doanh thu dự phóng tiếp tục đóng góp 2/3 tổng doanh thu hợp nhất, duy trì ở mức 1.1-1.3 tỷ đồng/nhà thuốc/tháng; biên LN gộp và LNST lần lượt ở mức 23-24% và 1.8-2%. Bên cạnh đó, chuỗi tiêm chủng Long Châu cũng đang thuận lợi đi vào hoạt động, dự kiến sẽ mở mới 100-150 trung tâm trong năm 2025; kỳ vọng doanh thu đạt 1.9-2 tỷ đồng/trung tâm/tháng.

Chiến lược dài hạn: Long Châu lên kế hoạch mở rộng hệ sinh thái chăm sóc sức khỏe, bao gồm: (i) Các HĐKD trong chẩn đoán và điều trị (phòng khám); (ii) 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).

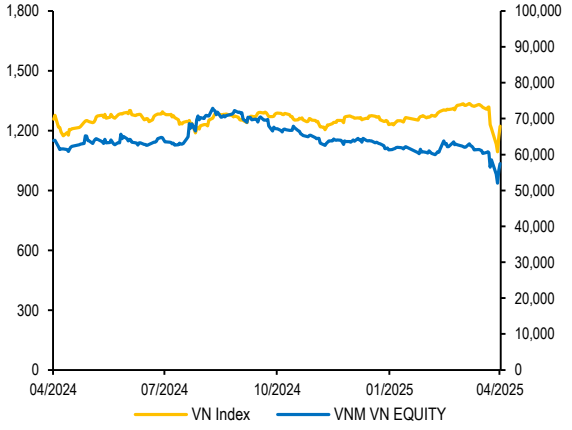
Rủi ro: (1) Tỷ lệ đòn bẩy cao; (2) Rủi ro cạnh tranh; (3) Rủi ro lực cầu tiêu dùng ICT yếu; (4) Rủi ro giảm giá hàng tồn kho.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**30,166**	**31,850**	**40,104**	**51,519**	**61,205**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	474	(297)	543	1,035	1,601
LN ròng (tỷ VND)	**398**	**(329)**	**408**	**829**	**1,279**
EPS (VND)	3,295	(2,537)	2,293	5,697	7,863
BVP (VND)	10,696	8,209	14,486	18,189	24,532
Biên LN từ HĐKD (%)	1.6	(0.9)	1.4	2.0	2.6
Biên LN ròng (%)	1.6	(1.0)	1.0	1.6	2.1
ROE (%)	**19.4**	**(19.1)**	**19.3**	**31.4**	**33.1**
P/E (x)	18.1	(23.5)	79.6	32.3	23.4
P/B (x)	5.6	7.3	12.8	10.1	7.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Sữa Việt Nam
(VNM VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**75,000 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	56,600 VND
Suất sinh lời (%)	32.5%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	118,291
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,090
Tự do giao dịch (triệu CP)	737
Cao nhất 52 tuần (VND)	76,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	51,400
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	3.43
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	256
Hệ số Beta	0.7
Cổ đông lớn (%) SCIC	36.0
Cổ đông lớn (%) F&N Dairy Investment Ltd.	17.7



Thị trường nội địa vẫn còn khó khăn

CTCP Sữa Việt Nam (Vinamilk, HSX: 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 vùng lãnh thổ lớn như Trung Quốc và Trung Đông.

VNM là một khoản đầu tư xứng đáng 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 và mức tiêu thụ sữa trên đầu người còn thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á, tuy còn nhiều rào cản mở rộng sản xuất và phụ thuộc nhiều vào nguyên liệu nhập.

Cập nhật KQKD năm 2024: VNM đã công bố kết quả kinh doanh Q4/2024 với DT thuần đạt 15,477 tỷ đồng (-0.9% YoY) và LNST đạt 2,147 tỷ đồng (-8.7% YoY). Cho năm 2024, VNM đã ghi nhận 61,782 tỷ đồng DT (+2.3% YoY) và 9,452 tỷ đồng LNST (+4.8% YoY), hoàn thành lần lượt 98% và 101% kế hoạch năm.

Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ thị trường nước ngoài với DT xuất khẩu 2024 đạt 5,664 tỷ đồng (+12.4% YoY) và DT của các chi nhánh nước ngoài cả năm đạt 5,319 tỷ đồng (+12.9% YoY). DT nội địa gần như đi ngang so với 2023, đạt 50,799 tỷ đồng (+0.4% YoY) trong bối cảnh tiêu dùng ngành sữa sụt giảm từ đầu năm và chỉ bắt đầu tăng trưởng dương trở lại từ Q3 (theo NielsenIQ). Các biên lợi nhuận đều cải thiện so với cùng kỳ.

Triển vọng năm 2025: Chúng tôi dự phóng DT thuần 2025 đạt 63,347 tỷ đồng (+2.5% YoY) và LNST đạt 9,865 tỷ đồng (+4.4% YoY). Chúng tôi giữ nguyên mức dự phóng tăng trưởng doanh thu 2% cho thị trường nội địa và 5% cho thị trường nước ngoài trong năm 2025, xét thấy các thị trường này cho thấy nhiều tín hiệu tăng trưởng khả quan.

Tuy ngành sữa đã trải qua một năm tương đối khó khăn với tăng trưởng âm trong 2 quý đầu năm nhưng tốc độ tăng trưởng đã dương trở lại từ Quý 3/2024 (lần lượt là 1.0% trong Q3 và 1.5% trong Q4). Vì vậy chúng tôi cho rằng những con số này khả thi với một doanh nghiệp có tiềm lực tài chính vững mạnh và thị phần lớn như Vinamilk.

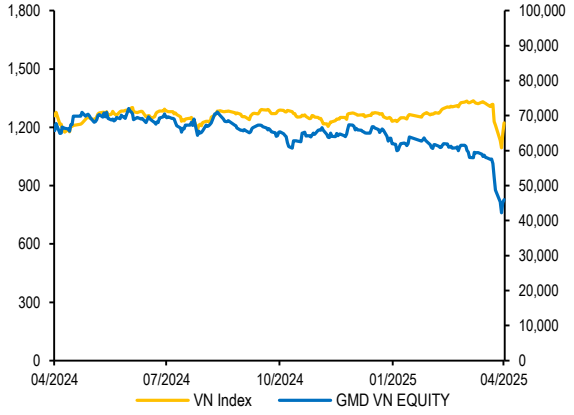
Rủi ro: (1) Rủi ro phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu; (2) Tỷ lệ sinh giảm; (3) Tốc độ phục hồi tiêu dùng yếu hơn dự kiến..

Năm	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	**60,369**	**61,782**	**63,347**	**64,960**	**67,272**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	9,771	10,405	11,011	11,245	11,719
LN ròng (tỷ VND)	**9,019**	**9,452**	**9,865**	**10,038**	**10,644**
EPS (VND)	3,796	4,022	4,377	4,609	4,727
BVP (VND)	17,674	15,445	16,154	17,457	19,295
Biên LN từ HĐKD (%)	16.2	16.8	17.4	17.3	17.4
Biên LN ròng (%)	14.9	15.3	15.6	15.5	15.8
ROE (%)	**26.6**	**26.6**	**26.9**	**26.7**	**26.1**
P/E (x)	17.0	13.9	13.1	12.5	12.2
P/B (x)	4.3	3.7	3.6	3.3	3.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Gemadept
(GMD VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**72,400 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	48,650 VND
Suất sinh lời (%)	48.8%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	20,442
SLCP lưu hành (triệu CP)	420
Tự do giao dịch (triệu CP)	392
Cao nhất 52 tuần (VND)	74,800
Thấp nhất 52 tuần (VND)	42,200
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.26
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	83
Hệ số Beta	1.0
Cổ đông lớn (%) SSJ Consulting	7.2
Nhóm quỹ Dragon Capital	5.4



Đà tăng vững chắc

Công ty cổ phần Gemadept (HSX: GMD) là là một trong những công ty vận hành cảng container và cung cấp chuỗi dịch vụ logistics lớn nhất 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 8 cảng biển với công suất hằng năm lên đến 5 triệu TEUs và 5 triệu tấn hàng rời.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu và LNTT lần lượt đạt 4,832 tỷ đồng (+25.6% y/y) và 2,079 tỷ đồng (-33.9% y/y). Lợi nhuận giảm mạnh do GMD ghi nhận khoản chi phí khác hơn 460 tỷ đồng trong Q4.2024 (đây là khoản dự phòng cho dự án cao su và dự phòng tổn thất phải bồi thường trong quá trình vận chuyển hàng hóa).

Doanh thu hoạt động khai thác cảng năm 2024 đạt 4,200 tỷ đồng (+44.4% YoY), trong đó sản lượng hàng hóa qua cảng Nam Đình Vũ năm 2024 tăng gần 49.7% YoY. Sản lượng thông qua cụm cảng Hải Phòng tăng khá tốt nhờ vào hoạt động xuất nhập khẩu phục hồi và tăng trưởng trên nền thấp của 2023.

Lợi nhuận công ty liên doanh liên kết cũng tăng mạnh trong đạt 815 tỷ đồng (+197% YoY), chủ yếu nhờ đóng góp của cảng Gemalink. Trong 2024, lợi nhuận Gemalink ước đạt khoảng 825 tỷ đồng (tăng 31 lần so với cùng kỳ). Tình hình kinh doanh được hỗ trợ bởi sản lượng năm 2024 tăng trưởng khoảng 79% YoY và giá cước dịch vụ tăng từ 3-10% nhờ TT 39/2023/TT-BGTVT tăng phí khung giá dịch vụ cảng biển có hiệu lực từ 15/02/2024.

Triển vọng năm 2025: Trong ngắn hạn, chúng tôi kì vọng GMD sẽ hưởng lợi từ tình trạng "frontloading" trước những thay đổi chính sách thuế quan của Mỹ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế GMD sẽ đạt 1,790 tỷ đồng (+10.2% YoY) nhờ vào: (1) sản lượng ước tính tăng trưởng 8% 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 và (2) phí dịch vụ tăng từ 5% - 8%/năm

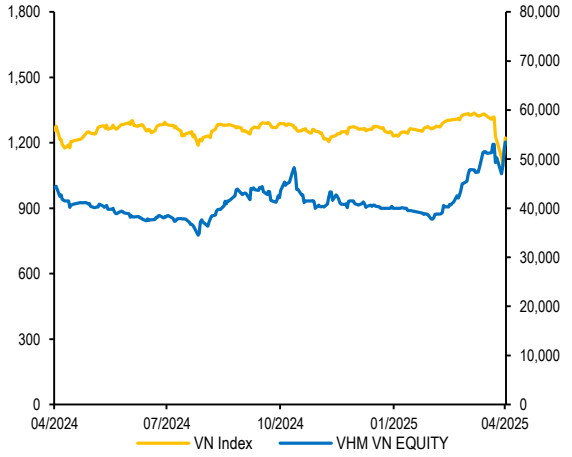
Rủi ro: (1) Rủi ro tình hình kinh tế thế giới, (2) Rủi ro liên quan đến giá dầu tăng và (3) Rủi ro chính trị.

Năm	2023(*)	2024(*)	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	**3,846**	**4,832**	**5,308**	**5,805**	**6,123**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	1,116	1,345	1,585	1,734	1,830
LN ròng (tỷ VND)	**1,085**	**1,594**	**1,790**	**2,075**	**2,348**
EPS (VND)	2,366	3,410	4,234	4,909	5,698
BVP (VND)	28,395	29,920	31,992	34,402	37,440
Biên LN từ HĐKD (%)	29.0	27.8	29.9	29.9	29.9
Biên LN ròng (%)	28.2	33.0	33,7	35.8	38.4
ROE (%)	**10.1**	**10.7**	**10.9**	**11.8**	**12.6**
P/E (x)	26.9	18.7	15.0	15.8	13.6
P/B (x)	2.2	2.1	2.0	2.3	2.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025
(*) Chúng tôi loại bỏ lợi nhuận đột biến từ thoái vốn cảng Nam Hải Đình Vũ và cảng Nam Hải.

CTCP Vinhomes
(VHM VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**66,500 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	55,000 VND
Suất sinh lời (%)	20.9%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	225,908
SLCP lưu hành (triệu CP)	4,107
Tự do giao dịch (triệu CP)	1,088
Cao nhất 52 tuần (VND)	60,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	34,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	7.48
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	447
Hệ số Beta	0.9
Cổ đông lớn (%) Tập đoàn Vingroup	73.05
Cổ đông lớn (%) GIC	4.99



Động lực từ các dự án trọng điểm

CTCP Vinhomes (HOSE: VHM) là doanh nghiệp bất động sản hàng đầu Việt Nam, sở hữu nhiều lợi thế áp đảo như: (1) Quỹ đất lớn và chiến lược, (2) Hồ sơ năng lực nổi bật với nhiều dự án được đầu tư hiệu quả và (3) Giá trị thương hiệu cao và uy tín trên thị trường. Năm 2024, tuy KQKD tăng trưởng âm nhẹ, chúng tôi đánh giá kết quả trên vẫn tương đối tích cực trong bối cảnh thị trường bất động sản nói chung chưa hồi phục đáng kể trong năm 2024.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh số bán hàng đạt 103,900 tỷ đồng (+19% y/y) với hơn 12,800 sản phẩm mới được giới thiệu ra thị trường. Royal Island (bắt đầu mở bán từ tháng 3/2024 và bàn giao từ tháng 9/2024), Ocean Park 2 và Ocean Park 3 là các dự án đóng góp chính vào doanh số bán ra trong năm 2024, lần lượt đóng góp 55%, 12%, 19% doanh số, còn lại là các dự án khác.

Doanh thu chưa bàn giao đạt 94,200 tỷ đồng (-6% y/y), trong đó dự án Royal Island tiếp tục đóng góp tỷ trọng cao nhất (33%), kế đến là các dự án Ocean Park 3 (12%), Ocean Park 2 (12%), Golden Avenue (9%), và các dự án khác (34%).

Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 102,045 tỷ VND (-1.2% YoY) và 31,527 (-4.8% YoY), chủ yếu nhờ bàn giao các dự án đã mở bán trước như Ocean Park 1-2-3 và Royal Island.

Luận điểm đầu tư: (i) Kỳ vọng thị trường bất động sản hồi phục tích cực hơn trong các năm sắp tới nhờ khơi thông pháp lý, cải thiện tâm lý người mua nhà; (ii) Nhiều dự án trọng điểm (Royal Island, nhóm dự án siêu đô thị Ocean Park) sẽ tiếp tục được mở bán, thu hút nhiều người mua; (iii) Vinhomes có kế hoạch tiếp tục triển khai và mở bán nhiều dự án có quy mô lớn trong tương lai (Vinhomes Apollo City, Wonder City, Phước Vĩnh Tây, Dương Kinh).

Triển vọng 2025-2026: Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh Vinhomes giai đoạn 2025-2026 như sau:

- 2025: Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 124,899 tỷ đồng (+22% y/y) và 31,424 tỷ đồng (-0.3% y/y), chủ yếu nhờ tiếp tục bàn giao các dự án Royal Island, Ocean Park 2-3.

- 2026: Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 105,400 tỷ đồng (-16% y/y) và 34,414 tỷ đồng (+9.5% y/y) nhờ bàn giao các dự án trọng điểm giai đoạn mới như: Wonder City, Dương Kinh Kiến Thụy và Hậu Nghĩa Đức Hòa.

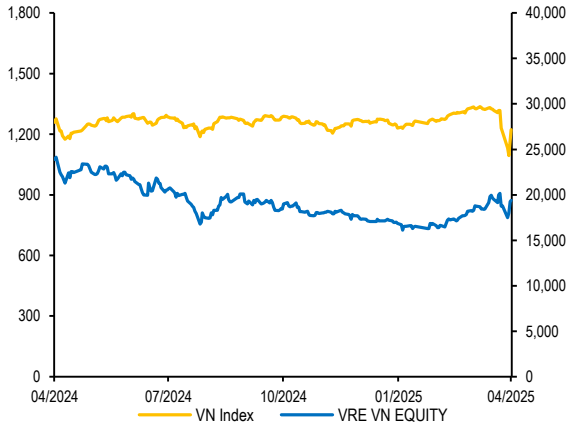
Rủi ro: (1) Rủi ro chu kỳ: Chịu ảnh hưởng lớn bởi biến động kinh tế vĩ mô; (2) Rủi ro chính sách: Chịu sự điều tiết chặt chẽ bởi Chính phủ do có tầm quan trọng đối với nền kinh tế.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**62,393**	**103,334**	**102,045**	**124,899**	**105,400**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	25,621	27,933	23,641	32,955	32,185
LN ròng (tỷ VND)	**28,831**	**33,125**	**31,527**	**31,424**	**34,414**
EPS (VND)	6,611	7,664	7,348	7,635	8,362
BVP (VND)	33,349	41,177	49,199	56,579	64,957
Biên LN từ HĐKD (%)	49	34	32	35	36
Biên LN ròng (%)	47	32	34	25	33
ROE (%)	**19.6**	**18.2**	**15.9**	**12.6**	**12.3**
P/E (x)	7.2	6.3	6.2	8.7	8.0
P/B (x)	1.4	1.1	1.0	1.2	1.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Vincom Retail
(VRE VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**23,150 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	20,400 VND
Suất sinh lời (%)	13.5%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	46,355
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,272
Tự do giao dịch (triệu CP)	901
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,100
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	9.4
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	209
Hệ số Beta	1.0
Cổ đông lớn (%)	CTCP Kinh doanh Thương mại SADO 40.5
	Tập đoàn Vingroup 18.4



Tiềm năng tăng trưởng từ phục hồi kinh tế

CTCP Vincom Retail (HSX: VRE) là nhà phát triển BĐS bán lẻ lớn nhất Việt Nam. Hoạt động kinh doanh chính: Phát triển, vận hành trung tâm thương mại (TTTM) và chuyển nhượng các dự án BĐS. Vincom Retail có vị trí đắc địa giúp duy trì lượng khách thuê ổn định. VRE là đối tác của hơn 950 thương hiệu bán lẻ quốc tế và nội địa thuộc nhiều lĩnh vực, tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức trên 94%.

VRE đã mở rộng và bao phủ 48 tỉnh thành với 88 TTTM, tương ứng 1.84 triệu m2 mặt sàn bán lẻ (GFA), chiếm ~60% thị phần tại Hà Nội và TP. HCM; VRE có 4 mô hình TTTM: Vincom Mega Mall, Vincom Center, Vincom Plaza và Vincom+.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 8,939.1 tỷ đồng (-8.7% y/y) và 4,095.8 tỷ đồng (-7.1% y/y), hoàn thành 94% và 93% mục tiêu đề ra.

Doanh thu từ kinh doanh trung tâm thương mại tăng nhẹ 1% y/y, đóng góp 88.1% tổng doanh thu. Doanh thu mảng kinh doanh BĐS thương mại đạt 839.2 tỷ đồng (-52.6% y/y) do VRE đã hoàn tất bàn giao phần lớn dự án Vincom Shophouse Royal Park (Đông Hà - Quảng Trị) trong năm 2023. Các dự án mới dự kiến bàn giao và ghi nhận doanh thu từ năm 2026.

Triển vọng năm 2025: VRE kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ (i) tầng lớp trung lưu gia tăng, (ii) tốc độ đô thị hóa tăng cao và sự phát triển hạ tầng của nhiều khu đô thị mới, (iii) sự gia nhập của nhiều thương hiệu quốc tế cùng việc ngày càng thu hút khách du lịch nước ngoài, (iv) tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao.

Năm 2025, VRE tập trung nâng cao chất lượng dịch vụ, nâng cấp không gian mua sắm, tái định vị các TTTM hiện hữu, hướng đến mục tiêu doanh thu cho thuê mặt bằng bán lẻ tăng trưởng 2 chữ số. VRE dự kiến mở thêm 3 TTTM trong năm 2025, nâng tổng GFA lên 1.96 triệu m2.

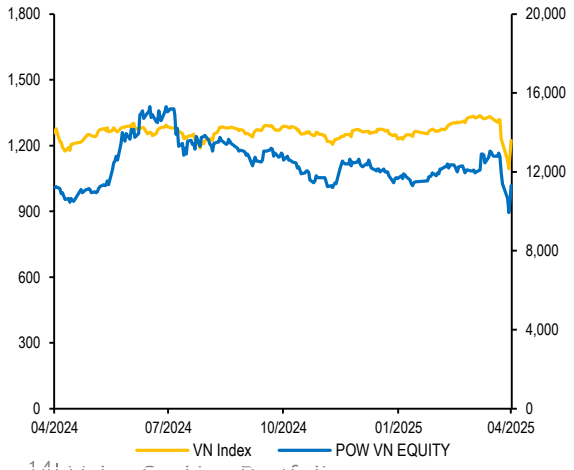
Rủi ro: (1) Các dự án BĐS bị trì hoãn, ảnh hưởng quá trình mở mới TTTM và diện tích sàn bán lẻ; (2) Sức tiêu dùng yếu ảnh hưởng nhu cầu thuê BĐS và tỷ lệ lấp đầy; (3) Rủi ro di dời khách thuê do giá thuê trong TTTM cao hơn đáng kể so với mặt bằng bên ngoài hoặc shophouse.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**7,361**	**9,791**	**8,939**	**8,585**	**9,745**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	3,453	5,382	4,720	4,901	5,489
LN ròng (tỷ VND)	**2,777**	**4,409**	**4,096**	**4,113**	**4,371**
EPS (VND)	1,222	1,940	1,803	1,922	2,047
BVP (VND)	14,695	16,637	18,449	20,097	21,263
Biên LN từ HĐKD (%)	46.9	55.0	52.8	57.1	56.3
Biên LN ròng (%)	37.7	45.0	45.8	47.9	44.9
ROE (%)	**8.7**	**12.4**	**10.3**	**9.3**	**9.1**
P/E (x)	21.5	12.0	9.5	10.6	10.0
P/B (x)	1.8	1.4	0.9	1.0	1.2

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**14,800 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	12,000 VND
Suất sinh lời (%)	23.3%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	28,102
SLCP lưu hành (triệu CP)	2,342
Tự do giao dịch (triệu CP)	470
Cao nhất 52 tuần (VND)	15,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,920
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	6.97
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	98
Hệ số Beta	0.9
Cổ đông lớn (%) Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79.9
Cổ đông lớn (%) Norges Bank	1.3



Tiềm năng dài hạn từ các dự án LNG

Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV POW - HSX: POW) là nhà sản xuất điện hàng đầu Việt Nam (tổng công suất lắp đặt 4,208 MW), đứng thứ hai về quy mô công suất (chỉ sau EVN). Với lợi thế nhà máy điện than có chi phí sản xuất cạnh tranh (Cà Mau 1 & 2, Vĩnh Tân 2), POW là một trong những doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp tốt nhất trong khối phát điện với tỷ suất cổ tức hấp dẫn.

POW có định hướng phù hợp với Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2021-30, tầm nhìn năm 2050 (QHĐ8), đặc biệt là các dự án phát triển điện khí LNG như Nhơn Trạch 3&4 (1,600MW – giai đoạn 2025-26) và LNG Quảng Ninh (1,500MW – giai đoạn 2029-30). Đây là các nhà máy nhiệt điện đầu tiên ở Việt Nam sử dụng nhiên liệu LNG.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu 30,306 tỷ đồng (+7% y/y) và sản lượng tiêu thụ đạt 16,080 triệu kWh (11% y/y). Tuy nhiên, giá bán điện của tất cả nhà máy đều giảm (do điều chỉnh tỷ lệ điện hợp đồng với thủy điện từ 90% lên 98%, giảm nhiệt điện từ 80% về 70%) khiến LN gộp giảm 26% y/y (biên LN gộp từ mức 9.5% FY23 giảm còn 6.6% FY24).

Đáng chú ý, năm 2024, POW ghi nhận toàn bộ khoản bồi thường 1,079 tỷ đồng liên quan đến sự cố kỹ thuật tại nhà máy Vũng Áng 1, giúp LNST của POW ghi nhận kết quả tích cực, đạt 1,211 tỷ đồng (-5.6% y/y), hoàn thành 147% kế hoạch năm.

Triển vọng năm 2025: POW đặt mục tiêu doanh thu và sản lượng lần lượt đạt 38,185 tỷ đồng (+27% y/y) và 18,860 triệu kWh (+17.3% y/y). 2T2025, doanh thu và sản lượng điện lần lượt đạt 4,452 tỷ đồng (+26.2% y/y) và 2,455 triệu kWh; ước tính Q1.2025 đạt 7,793 tỷ đồng (+24.8% y/y) và 4,195 triệu kWh (+18.3% y/y).

Động lực tăng trưởng của POW trong thời gian tới:

1. Tiêu thụ điện tăng trưởng 12-13% trong năm 2025 và 12-14% giai đoạn 2026-2030 theo kế hoạch của Bộ Công Thương, hỗ trợ sản lượng các nhà máy dự kiến cải thiện mạnh;

2. Dự án NT3&4 (tổng công suất 1,624 MW, giúp tăng 36% công suất của POW). Dự kiến NT3&4 sẽ lần lượt vận hành vào tháng 6/2025 và vào cuối 2025. POW và GAS đã ký kết hợp đồng cung cấp LNG cho toàn bộ thời gian vận hành 25 năm của NT3&4. Tuy nhiên, dự phóng NT3 lỗ trong 1-2 năm đầu vận hành do chịu chi phí khấu hao và lãi vay.

Triển vọng 2026-2030: POW sẽ tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu điện tăng trưởng hai chữ số theo QHĐ8 Điều chỉnh, là động lực tăng trưởng chính cho POW trong trung hạn.

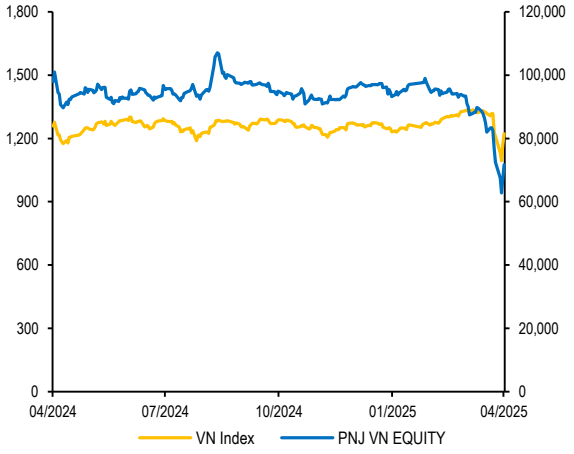
Rủi ro: (1) Nguồn khí đầu vào thiếu hụt; (2) Giá khí và than NVL đầu vào ở mức cao; (3) EVN khó khăn về tài chính ảnh hưởng đến việc thanh toán; (4) Rủi ro liên quan dự án NT3&4: chậm đi vào hoạt động, lỗ vận hành, lỗ tỉ giá do vay ngoại tệ.

Năm	2021	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**24,561**	**28,224**	**28,329**	**30,306**	**41,707**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,459	2,765	1,290	883	929
LN ròng (tỷ VND)	**2,052**	**2,553**	**1,283**	**1,211**	**834**
EPS (VND)	690	815	352	475	276
BVP (VND)	12,229	13,031	13,414	13,626	14,222
Biên LN từ HĐKD (%)	10.0	9.8	4.6	2.9	2.2
Biên LN ròng (%)	8.4	9.0	4.5	4.0	2.0
ROE (%)	**6.2**	**6.9**	**3.4**	**5.7**	**3.6**
P/E (x)	23.1	12.2	25.4	27.7	53.7
P/B (x)	1.4	0.8	0.8	1.1	1.0

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (PNJ VN)

Giá mục tiêu (12 tháng)	**99,800 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	72,500 VND
Suất sinh lời (%)	37.7%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	24,498
SLCP lưu hành (triệu CP)	338
Tự do giao dịch (triệu CP)	292
Cao nhất 52 tuần (VND)	110,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	62,800
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.77
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	72
Hệ số Beta	1.0
Cổ đông lớn (%) Trương Ngọc Phượng	7.3
Cổ đông lớn (%) Sprucegrove Investment Management Ltd.	5.1



Tập trung mảng trang sức, cải thiện biên lợi nhuận

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận (HSX: PNJ) là doanh nghiệp bán lẻ vàng và trang sức hàng đầu Việt Nam, có mạng lưới hơn 400 cửa hàng khắp cả nước. Về chiến lược dài hạn đến năm 2030, PNJ định hướng lộ trình phát triển trở thành nhà bán lẻ về phong cách sống (life-style), giúp làm đẹp lối sống, trải nghiệm cuộc sống, du lịch, thời trang của người tiêu dùng.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu, LNST lần lượt đạt 37,832 tỷ đồng (+14.1% y/y) và 2,115 tỷ đồng (+7.3% y/y), hoàn thành 101.8% và 101.2% kế hoạch năm đề ra. Cổ tức tiền mặt năm 2024 ở mức 20%. LN gộp giảm từ mức 18.3% (FY2023) xuống 17.6% do giá vàng tăng mạnh 20-30% trong năm 2024, ảnh hưởng nguyên liệu đầu vào của các sản phẩm trang sức - mảng đem lại lợi nhuận chính cho PNJ.

Bán lẻ trang sức: Đóng góp 58.3% tổng doanh thu, tăng 14.4% y/y. Tỷ trọng mảng này có xu hướng dịch chuyển đáng kể từ Q3 và Q4.2024 (chiếm ~70% tổng doanh thu) so với cùng kỳ năm trước (chỉ chiếm 57-60% tổng doanh thu) nhờ giảm tỷ trọng doanh thu vàng miếng.

Vàng 24K (vàng miếng): Đóng góp 30.8% tổng doanh thu, tăng 11.5% y/y. Tuy nhiên, doanh thu Q3/Q4 có sự sụt giảm mạnh (-46%/-58% y/y) do các ngân hàng quốc doanh được phép trực tiếp bán vàng miếng từ ngày 3/6/2024. Bên cạnh đó, nguồn cung vàng thiếu hụt khiến PNJ ưu tiên thúc đẩy kinh doanh mảng trang sức. Dự kiến doanh thu vàng miếng thời gian tới sẽ giảm dần, duy trì tỷ lệ đóng góp dưới 10% tổng doanh thu.

Bán sỉ trang sức: Đóng góp 10% tổng doanh thu, tăng mạnh 34.6% y/y nhờ quy định kiểm soát nguồn gốc vàng. Các cửa hàng vàng nhỏ lẻ phải đối mặt với nguy cơ đóng cửa hoặc bị hạn chế kinh doanh nếu sử dụng nguyên liệu không rõ nguồn gốc. PNJ hưởng lợi lớn nhờ khả năng đáp ứng các yêu cầu về nguồn gốc minh bạch.

Triển vọng năm 2025: Biên LN gộp cải thiện đáng kể nhờ cơ cấu bán hàng thay đổi: Giảm tỷ trọng doanh thu vàng 24K với biên LN gộp thấp (1.5-2%), tăng cường doanh thu mảng trang sức, có biên LN gộp cao hơn đáng kể (25-30%). Bên cạnh đó, nhu cầu vàng trang sức kỳ vọng phục hồi tích cực do giá vàng hạ nhiệt. Giá bán trang sức ước tính tăng 5-7% theo giá vàng và hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sang hàng hiệu.

Rủi ro: (1) Rủi ro biến động giá vàng nguyên liệu và giảm giá hàng tồn kho; (2) Rủi ro lực cầu tiêu dùng giảm; (3) Rủi ro cạnh tranh đối với thị trường mảng vàng miếng SJC.

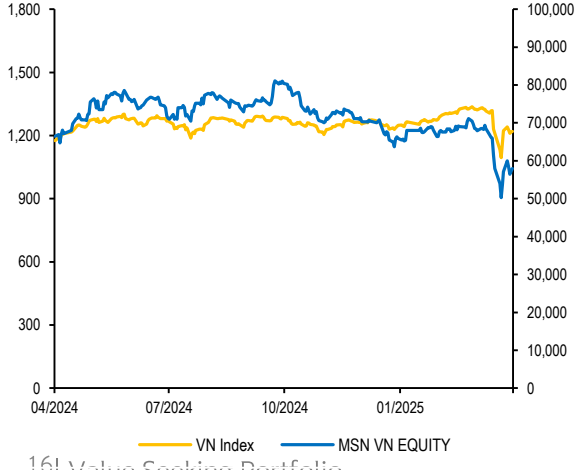
Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**33,876**	**33,137**	**37,823**	**36,431**	**39,701**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	2,337	2,484	2,652	2,918	3,476
LN ròng (tỷ VND)	**1,811**	**1,971**	**2,113**	**2,412**	**2,865**
EPS (VND)	5,350	5,436	5,713	6,701	7,875
BVP (VND)	25,744	29,897	33,309	38,123	43,965
Biên LN từ HĐKD (%)	6.9	7.5	7.0	8.0	8.7
Biên LN ròng (%)	5.3	5.9	5.6	6.6	7.2
ROE (%)	**23.1**	**19.5**	**18.2**	**19.4**	**19.6**
P/E (x)	17.0	15.8	17.1	11.0	9.1
P/B (x)	3.5	2.9	2.9	1.9	2.1

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

CTCP Tập đoàn Masan
(MSN VN)

Shinhan Securities

Giá mục tiêu (12 tháng)	**83,500 VND**
Giá hiện tại (18/04/25)	58,000 VND
Suất sinh lời (%)	59.7%
VNINDEX	1,219
P/E thị trường (x)	9.9
Vốn hóa (tỷ VND)	83,424
SLCP lưu hành (triệu CP)	1,438
Tự do giao dịch (triệu CP)	663
Cao nhất 52 tuần (VND)	82,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,300
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	4.33
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	321
Hệ số Beta	1.2
Cổ đông lớn (%) CTCP Masan	29.5
Cổ đông lớn (%) Công ty TNHH MTV Xây dựng Hoa Hướng Dương	12.5



Tăng trưởng từ nội tại

CTCP Tập đoàn Masan (HSX: MSN) là một trong những tập đoàn tư nhân đa ngành lớn nhất Việt Nam với trọng tâm là bán lẻ – tiêu dùng, được kỳ vọng hưởng lợi từ nhân khẩu học và sự mở rộng của tầng lớp trung lưu, bên cạnh đó là mảng khai khoáng và lợi ích liên kết tại ngân hàng Techcombank.

Cập nhật KQKD năm 2024: Doanh thu, LNST lần lượt đạt 83,178 tỷ đồng (+6% y/y) và 1,999 tỷ đồng (+7.3% y/y), hoàn thành kế hoạch năm đề ra. Kết quả trên được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng lợi nhuận xuyên suốt mảng kinh doanh tiêu dùng bán lẻ, giảm chi phí lãi vay, và ghi nhận khoản lợi nhuận khác từ việc chuyển nhượng 100% cổ phần tại H.C. Starck Holding.

Masan Consumer (MCH): Doanh thu 30,897 tỷ đồng (+9.4% y/y) và NPAT 7,921 tỷ đồng (+10.1% YoY). GPM cải thiện nhờ vào chiến lược cao cấp hóa, đạt 46.6%, chủ yếu đến từ đóng góp của 2 ngành hàng chiếm tỷ trọng lớn là Gia vị và Thực phẩm tiện lợi (GPM lần lượt đạt 54.3% và 41%). Hầu hết các ngành hàng đều ghi nhận sự tăng trưởng DT, trừ ngành hàng chăm sóc cá nhân và gia đình (doanh thu giảm 1.6% y/y do bột giặt NET bị gián đoạn tạm thời trong khâu phân phối khi tích hợp vào hệ thống MCH). Hai ngành hàng chủ đạo là Gia vị và Thực phẩm tiện lợi (+8.4% y/y) đều đạt mức tăng trưởng tích cực.

Masan High-tech (MHT): Doanh thu 14,336 tỷ đồng (+1.7% y/y), EBITDA 1,785 tỷ đồng (+15.1% y/y). Công ty vẫn lỗ 1,587 tỷ đồng (FY2023: lỗ 1,530 tỷ đồng do chi phí tài chính và chi phí thuế cao.

WinCommerce (WCM) và Masan MEATLife (MML): Doanh thu WCM và MML lần lượt đạt 32,961 tỷ đồng (+9.9% y/y) và 7,650 tỷ đồng (+9.5% y/y). Đáng chú ý, đây là năm đầu tiên WCM và MML ghi nhận lãi, tổng đóng góp 993 tỷ đồng vào NPATMI của Masan.

Phúc Long Heritage (PLH): Doanh thu đạt 1,621 tỷ đồng (+5.6% y/y). Động lực tăng trưởng chính đến từ việc mở 33 cửa hàng mới và cải tạo cửa hàng thành công. LNST đạt 97 tỷ đồng, tương ứng biên LNST 7.6%.

Triển vọng năm 2025: (1) Mảng tiêu dùng bán lẻ tăng trưởng tích cực, tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận khi WinCommerce và Masan MEATLife bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2024; (2) Tái cơ cấu HĐKD không cốt lõi giúp giảm nợ vay và cải thiện hiệu suất hoạt động và (3) Câu chuyện chuyển sàn niêm yết của MCH là một động lực thúc đẩy giá cổ phiếu.

Năm 2025, chúng tôi dự phóng MSN đạt doanh thu 81,597 tỷ đồng (-1.9% YoY do ngưng hợp nhất H.C. Starck) và NPAT 5,424 tỷ đồng (+26.9% YoY) nhờ biên LN cải thiện trên hầu hết các bộ phận và đóng góp tăng thêm từ TCB.

Rủi ro: (1) Rủi ro trong cấu trúc vốn của tập đoàn, (2) Rủi ro cầu tiêu thụ yếu gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ tiêu dùng, (3) Rủi ro tỷ giá và lãi suất, (4) Rủi ro nguyên vật liệu, (5) Rủi ro cạnh tranh.

Năm	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ VND)	**76,189**	**78,252**	**83,178**	**81,597**	**87,329**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	4,669	4,179	6,174	7,633	8,859
LN ròng (tỷ VND)	**4,754**	**1,870**	**4,273**	**5,424**	**6,973**
EPS (VND)	2,511	294	1,345	1,765	2,360
BVP (VND)	18,366	18,560	21,031	22,442	24,330
Biên LN từ HĐKD (%)	6.1	5.3	7.4	9.4	10.1
Biên LN ròng (%)	6.2	2.4	5.1	6.6	8.3
ROE (%)	13.0	4.9	10.5	12.1	14.4
P/E (x)	37.0	227.9	50.3	48.1	36.0
P/B (x)	3.3	3.3	3.3	3.8	3.5

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities, Dữ liệu tại ngày 18/04/2025

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.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, 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

Phụ lục – Công bố quan trọng



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.



Shinhan
Securities