

BSC
BIDV SECURITIES JSC

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH 2025
KỶ NGUYÊN VƯƠN MÌNH

MỤC LỤC

I.	**TỔNG QUAN**	**03**
	Triển vọng vĩ mô	05
	Triển vọng thị trường	09
II.	**TRIỂN VỌNG CÁC NGÀNH**	**20**
	Ngành Ngân Hàng	54
	Ngành Điện – Đạm – Khí	62
	Ngành Thép – Bất Động Sản	83
	Ngành Xuất Nhập Khẩu – Logistics – Bán Lẻ	98
III.	**KHUYẾN CÁO**	**115**

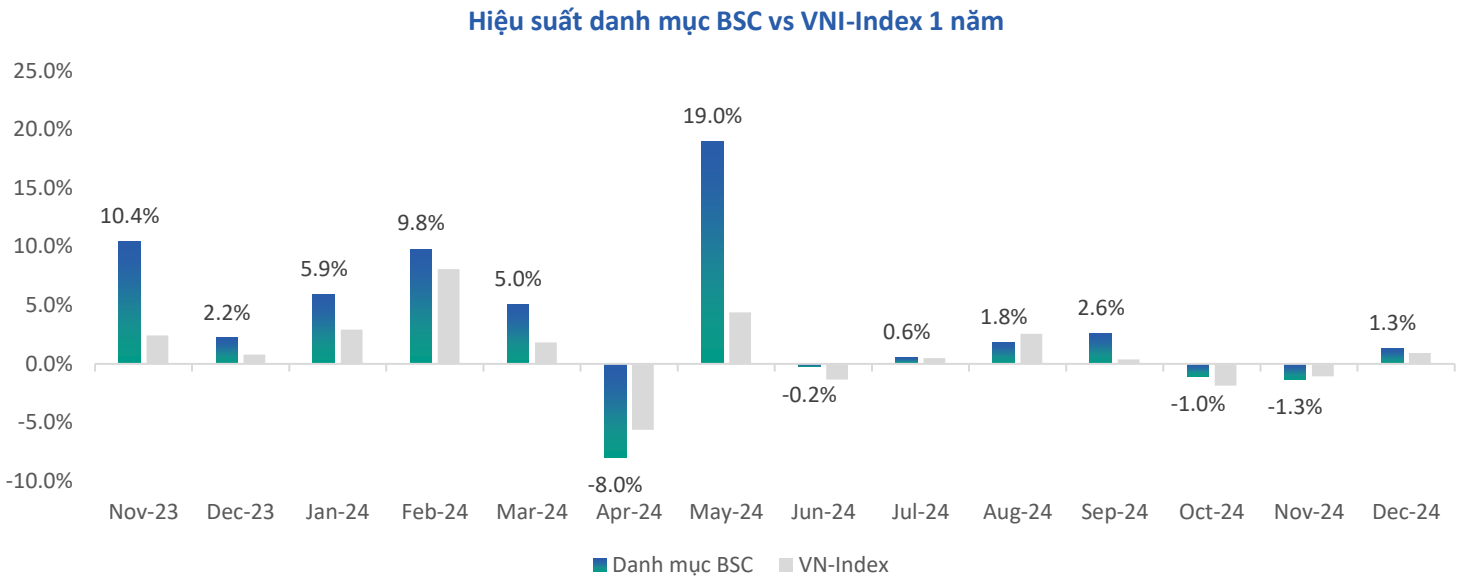


NHÌN LẠI 2024:
SIDEWAY DƯỚI ẢNH HƯỞNG CỦA CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

BSC-10 ghi nhận hiệu suất lũy kế 39% - Cập nhật tới 13/12/2024

2023	Danh mục BSC 10	VN-Index
T3.2023	7.7%	4.0%
T4.2023	-2.5%	-2.3%
T5.2023	5.4%	4.7%
T6.2023	5.3%	3.1%
T7.2023	10.8%	8.0%
T8.2023	8.7%	0.2%
T9.2023	-1.2%	-5.7%
T10.2023	-11.9%	-6.8%
T11.2023	10.4%	2.4%
T12.2023	2.2%	0.8%
Lũy kế 2023	**37.9%**	**7.5%**

2024	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2024	5.9%	2.9%
T2.2024	9.8%	8.1%
T3.2024	5.0%	1.8%
T4.2024	-8.0%	-5.6%
T5.2024	19.0%	4.4%
T6.2024	-0.2%	-1.3%
T7.2024	0.6%	0.5%
T8.2024	1.8%	2.6%
T9.2024	2.6%	0.4%
T10.2024	-1.0%	-1.9%
T11.2024	-1.3%	-1.1%
20/12/2024	1.3%	0.9%
Lũy kế 2024 -YTD	**38.6%**	**11.6%**



Chú thích: Hiệu suất Tháng 12 được cập nhật tới 20/12/2024

Danh mục BSC – 10 được xây dựng dựa trên các tiêu chí:

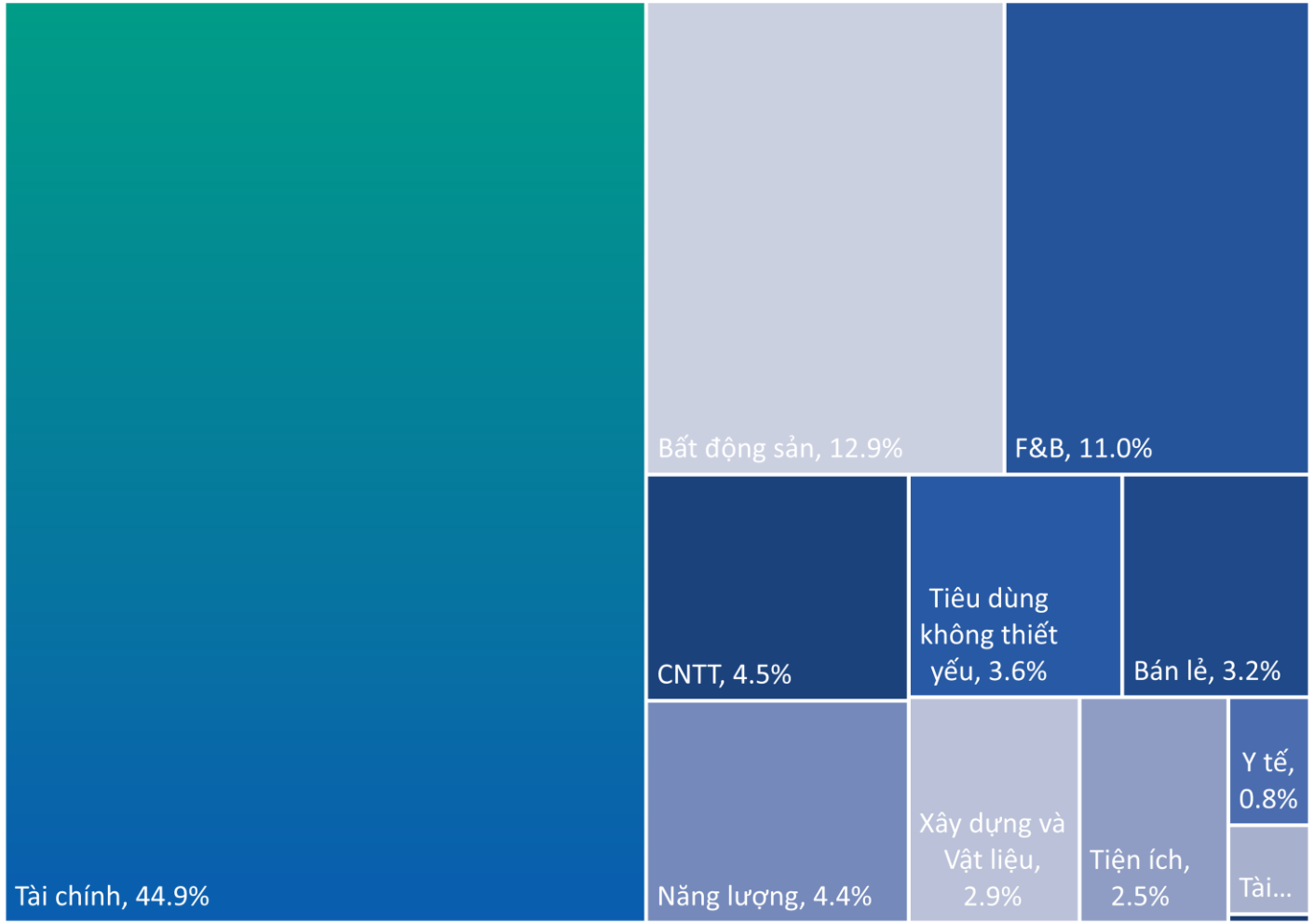
- Đặc điểm: Danh mục đầu tư dựa trên các yếu tố cơ bản tốt, tính đại chúng cao. Tập trung các doanh nghiệp đầu ngành, có vốn hóa vừa và lớn, tính thanh khoản cao, phù hợp đáp ứng với kế hoach đầu tư từ 1-3 tháng.
- Vốn hóa: Vốn hóa > 2,000 tỷ đồng
- Thanh khoản: > 20 tỷ đồng/ trung bình 60 phiên

Link tổng hợp hiệu suất danh mục

Source: BSC Research

2025: Cơ hội mở ra đối với một số nhóm ngành đang ghi nhận hiệu suất kém năm 2024

Vốn hoá theo ngành



Ngành	% Hiệu suất YTD
CNTT	66.3%
Viễn thông	30.4%
Tiêu dùng không thiết yếu	25.6%
Ngân hàng	18.4%
Bán lẻ	16.3%
Y tế	11.7%
VN-Index	11%
Dịch vụ tài chính	9.7%
F&B	8.1%
Tiện ích	4.0%
Xây dựng và Vật liệu	2.0%
Năng lượng	-2.9%
Bất động sản	-5.6%
Tài nguyên Cơ bản	-13.9%

Tính đến ngày 29/11/2024

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

Năm 2024: VNI-Index thường chịu nhiều ảnh hưởng từ chính sách tiền tệ trong và ngoài nước

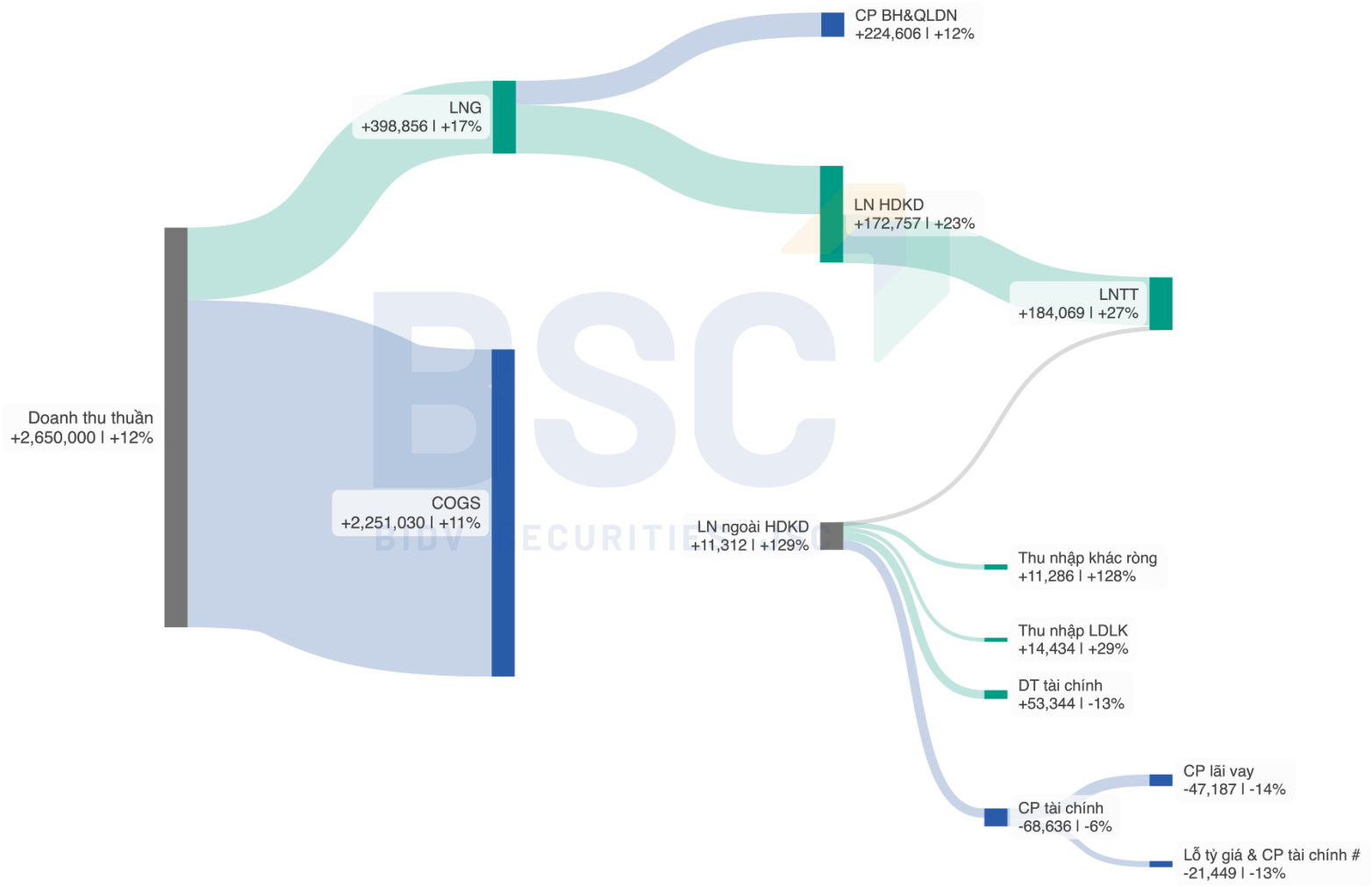


Đà phục hồi lợi nhuận tiếp diễn nhờ mức nền lợi nhuận thấp năm 2023

Năm	2020				2021				2022				2023				2024		
Quý	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
Truyền thông	-40%	-16141%	-265%	-113%	-10%	-111%	-55%	4122%	177%	-1609%	136%	-63%	24%	43%	9%	3%	-2%	-8%	101%
Sản phẩm & dịch vụ công nghiệp	-20%	-45%	-34%	-38%	22%	89%	-27%	68%	25%	45%	162%	-20%	-11%	11%	-9%	101%	35%	7%	12%
Hoá chất	-25%	18%	4%	128%	178%	59%	111%	111%	318%	144%	37%	-39%	-72%	-64%	-70%	5%	4%	60%	71%
Y tế	10%	-1%	-6%	-27%	-6%	12%	8%	29%	23%	-6%	31%	14%	34%	40%	-8%	-24%	-17%	-12%	26%
Tiện ích	-77%	-13%	-23%	7%	252%	18%	16%	-8%	43%	24%	18%	41%	-5%	-17%	-30%	-30%	-39%	-19%	38%
Hàng cá nhân & gia dụng	-21%	-15%	-4%	27%	30%	105%	-10%	29%	45%	28%	57%	-48%	-56%	-64%	-47%	-10%	29%	10%	54%
Bán lẻ	-39%	-57%	-36%	-37%	52%	120%	-19%	358%	85%	22%	25%	-79%	-72%	-83%	-72%	-50%	64%	393%	236%
Xây dựng & vật liệu	-11%	-16%	12%	-4%	58%	37%	-43%	20%	54%	16%	16%	-93%	-79%	-43%	-10%	208%	139%	36%	25%
Thực phẩm & đồ uống	-19%	19%	17%	-12%	16%	3%	-14%	27%	24%	1%	19%	-51%	-26%	-1%	-7%	67%	19%	4%	26%
Tài nguyên cơ bản	25%	12%	116%	181%	268%	337%	136%	49%	5%	-61%	-136%	-134%	-89%	-87%	-146%	-200%	179%	339%	13%
Dịch vụ tài chính	-110%	105%	62%	99%	-3307%	126%	112%	106%	38%	-101%	-68%	-104%	-64%	-4748%	133%	-2546%	117%	15%	-2%
Bất động sản	22%	-35%	32%	-2%	43%	104%	4%	-43%	-10%	-39%	41%	-9%	31%	35%	-38%	-22%	-29%	-16%	46%
Bảo hiểm	-48%	84%	40%	-5%	131%	-13%	101%	82%	9%	-49%	-27%	-42%	4%	140%	-22%	30%	16%	32%	-35%
Du lịch & giả trí	-229%	-428%	-269%	-39%	34%	21%	-27%	-394%	-50%	-38%	-34%	295%	-110%	-50%	-32%	-60%	1742%	-261%	-189%
Năng lượng	-355%	-283%	-35%	-22%	-184%	-281%	66%	306%	31%	373%	-52%	-66%	-19%	-81%	770%	278%	-2%	-34%	-115%
Ngân hàng	8%	20%	7%	28%	78%	42%	19%	35%	30%	37%	54%	-4%	-2%	0%	-2%	52%	9%	20%	18%
Ô tô & phụ tùng	69%	69%	82%	0%	19%	-23%	-67%	-23%	-20%	-8%	-31%	-12%	6%	-14%	65%	96%	117%	109%	-51%
Viễn thông	228%	-76%	176%	-161%	-112%	292%	-64%	33%	-1202%	52%	351%	92%	-46%	-149%	-20%	-174%	107%	-305%	-48%

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, BSC Research

Hình: LNTT nhóm phi tài chính 9T2024 tăng trưởng +27% YoY



Đánh giá KQKD 9T/2024

1. **Doanh thu thuần nhóm phi tài chính có cải thiện tuy nhiên với tốc độ chậm +12% YoY,** theo quan sát của chúng tôi chủ yếu đến từ yếu tố sản lượng bán hàng phục hồi, chú trọng một số ngành như (1) Hàng không & Dịch vụ Công nghiệp, (2) Bán lẻ , (3) Thép

2. **Biên lợi nhuận cải thiện chủ yếu do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm** giúp giảm giá thành hàng tồn kho, và giá bán cải thiện ở các ngành (1) Thép , (2) Bán lẻ, (3) Phân bón – Hóa chất, (4) Viễn Thông

3. **Chi phí lãi vay giảm mạnh đi kèm với thu nhập khác hỗ trợ chính cho đà tăng của LNTT, theo đó ghi nhận mức tăng 129% YoY.** Trong đó, thu nhập khác chủ yếu là lợi nhuận đột biến (one-off) đến từ doanh thu tài chính, thanh lý tài sản, xóa nợ vay (MVN, HBC, VST, NVL).

4. **Tổng kết, LNTT 9T2024 nhóm phi tài chính ghi nhận mức tăng 27%, cho thấy dấu hiệu phục hồi ban đầu của nền kinh tế.**

Đánh giá KQKD 2024

1. KQKD dự kiến năm 2024 toàn thị trường sẽ tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng khả quan, trên mức nền thấp của năm 2024, dựa trên các yếu tố hỗ trợ tương tự 9T-2024.

2. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý, tốc độ phục hồi hiện tại là còn tương đối chậm với mức tăng trưởng lợi nhuận bình quân năm 2024 dự kiến. Các yếu tố liên quan đến chi phí lãi vay tiết giảm, hay các thu nhập khác đột biến từ doanh thu tài chính, thanh lý tài sản, xoá nợ vay trong năm 2024 sẽ khó có thể duy trì tiếp tục trong năm 2025.

3. **Do đó, năm 2025, chúng tôi cho rằng tăng trưởng lợi nhuận sẽ đến từ yếu tố cơ bản cốt lõi, xúc tác chính cho khả năng tái định giá lại thị trường.**



2025-2026:
TIỀN ĐỀ CỦA
"KỶ NGUYÊN VƯƠN MÌNH"

Dự báo kinh tế Việt Nam 2025-2026 sẽ tiếp tục đà phục hồi với tốc độ mạnh mẽ hơn?

Dự báo kinh tế Việt Nam năm 2025-2026

	5 AVG (19-23)	2024e	BSC Kịch bản 1		BSC Kịch bản 2		Quan điểm chung CTCK 2025			Quan điểm chung CTCK 2026		
			2025f	2026f	2025f	2026f	Thấp	Trung bình	Cao	Thấp	Trung bình	Cao
GDP (YoY%)	5.19	7.2	6.5	6.3	7.4	6.8	6.3	**6.6**	7.2	5.4	**6.5**	7.2
CPI trung bình (YoY%)*	2.86	3.65	4.44	4.5	3.18	3.5	2.3	**3.4**	4.4	2.0	**3.6**	5.5
Xuất khẩu (%YoY)	8.08	15.5	7.0	7.0	17.0	17.0						
Nhập khẩu (%YoY)	7.23	16.0	7.0	7.0	17.0	17.0						
LSĐH (%)	4.0 - 6.5	4.5	4.5+		4.5-			**4.5**			**4.35**	
USD/VND LNH trung bình	23,331	25,020	25,560	26,071	24,250	25,755						

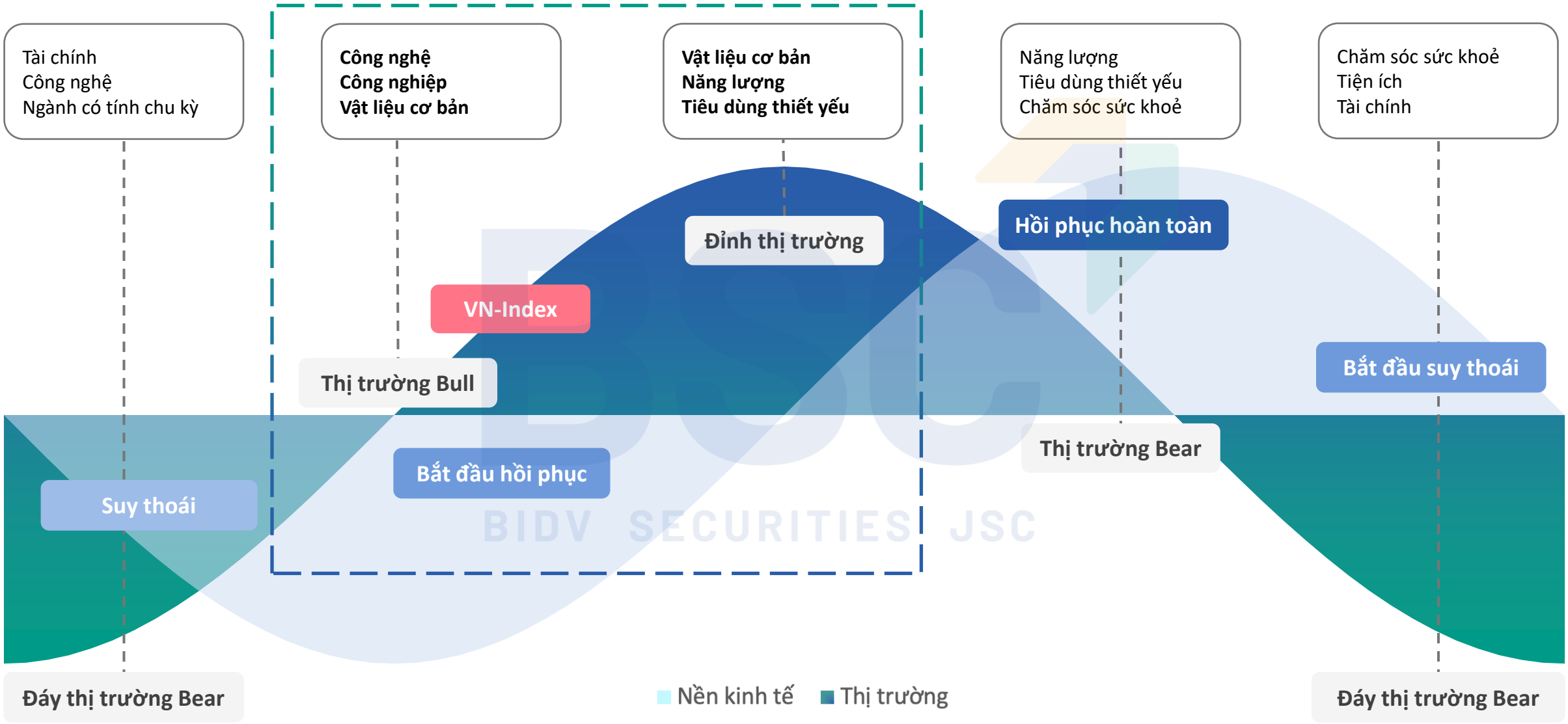
Source: BIDV Securities Company (BSC) complied data from Bloomberg

Note:

- Quan điểm chung CTCK: Dự báo được dựa vào tính trung bình của 30 tổ chức tài chính dựa trên số liệu Bloomberg T12/2024

Giả định Vietnam	Kịch bản 1	Kịch bản 2
• Chính sách tiền tệ	+	++
• Chính sách tài khoá	+	++
• U.S. Trade Taxes	-	--
• FDI / Xuất nhập khẩu	-	+
• Nợ xấu/ Trái phiếu doanh nghiệp	--	-

Mô hình luân chuyển giữ các ngành



BSC-Universe dự kiến đạt mức tăng trưởng khả quan CAGR LNST 2024F-2026F = 18.3%

Ngành	Quan điểm 2H2024 của BSC	Quan điểm 2025 của BSC	Cổ phiếu cần chú ý
Công nghệ - Viễn thông	Khả quan	Khả quan	FPT
Khu công nghiệp	Khả quan	Khả quan	KBC
Thủy sản	Trung lập	Khả quan	VHC
F&B - Bán lẻ	Khả quan	Khả quan	MWG, MSN, FRT, PNJ
Vật liệu	Khả quan	Khả quan	HPG, HSG
Dệt may	Khả quan	Khả quan	TNG
Tiện ích	Khả quan*	Khả quan*	NT2, QTP
Ngân hàng	Trung lập	Khả quan	BID, CTG, VCB, HDB, STB, TCB, VPB
Hóa chất & Phân bón	Khả quan	Khả quan	DPM, DDV, DGC
Vận tải biển & Cảng biển	Khả quan	Khả quan	HAH, GMD
Dầu khí	Trung lập	Khả quan	PVS, GAS
Bất động sản	Trung lập	Khả quan	DXG, PDR, DPG
Xây dựng	Trung lập	Khả quan	HHV, CTD
Ô tô	Trung lập	Trung lập	
Săm lốp	Trung lập	Trung lập	

Quy tắc phân loại quan điểm:
Khả quan: LNST tăng trưởng trên 15%
Trung lập: LNST tăng trưởng dưới 15%
(*) Loại trừ lợi nhuận bất thường



ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ 2025 - 2026

- **Tăng trưởng quy mô hưởng lợi chu kỳ phục hồi kinh tế mạnh mẽ, tiềm năng tăng định giá**
  - Suất đầu tư hiện tại ở mức hợp lý, đón đầu phục hồi tăng trưởng kinh tế
  - Tăng trưởng quy mô chiếm lĩnh thị phần, tạo lợi thế cạnh tranh
  - Hưởng lợi từ mức nền lãi suất cho vay thấp, gần tương đương giai đoạn Covid-19 (8.5%-9.5%)
  - Cổ phiếu tiêu biểu: HPG, DGC, HAH, MWG, FRT, PNJ

- **Giải ngân đầu tư hạ tầng + Bất động sản phục hồi thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, tiêu dùng**

  1. *Nhóm VLXD + Hạ tầng + BĐS:*
     - Đẩy mạnh tốc độ giải ngân đầu tư hạ tầng sau giai đoạn trầm lắng
     - Giải quyết điểm nghẽn pháp lý, doanh số bán hàng phục hồi, ưu tiên các doanh nghiệp có doanh thu mở bán từ các dự án mới, đặc biệt các doanh nghiệp BĐS phía Nam.
     - Các ngành vật liệu xây dựng – xây dựng – khu công nghiệp – cảng biển hưởng lợi trong trung – dài hạn
     - Cổ phiếu tiêu biểu: HPG, DXG, DPG, KBC, GMD

  2. *Nhóm Ngân hàng – Bán lẻ - Tiêu dùng:*
     - Thúc đẩy tăng trưởng tín dụng – Xử lý nợ xấu – Kiểm soát chi phí tín dụng
     - Sự phục hồi theo sau của tiêu dùng hàng hóa
     - Định giá ở mức chiết khấu & hợp lý
     - Cổ phiếu tiêu biểu: CTG, TCB, VPB, STB

Tỷ suất ROE cải thiện được dẫn dắt chủ yếu nhờ mức tăng trưởng CAGR LNST 2024-2026 = 18.3%

% Tăng trưởng LNST theo ngành	2023	2024F cũ	2024F mới	2025F	2026F	% vốn hóa ngành/ tổng vốn hóa các ngành nghiên cứu
Thủy sản	-60%	9%	24%	49%	25%	1%
Săm lốp	-20%	24%	4%	37%	22%	0%
Xây dựng	48%	51%	69%	32%	16%	0%
Vật liệu	-28%	103%	78%	30%	47%	5%
Dệt may	-34%	42%	39%	28%	17%	0%
Bán lẻ	-69%	225%	215%	24%	31%	4%
Ngân hàng	4%	16%	14%	20%	20%	49%
Dầu khí	-22%	-5%	-29%	21%	5%	8%
Công nghệ thông tin	20%	21%	21%	21%	21%	6%
Hóa chất & Phân bón	-65%	17%	13%	19%	9%	2%
Khu công nghiệp	-6%	15%	8%	16%	45%	2%
F&B	-17%	21%	25%	10%	5%	9%
Tiện ích	-21%	43%	37%	10%	11%	3%
Vận tải & Cảng biển (*)	39%	-18%	-10%	6%	14%	1%
Bất động sản (*)	25%	1%	3%	5%	12%	8%
Ô tô	-6%	3%	6%	-3%	0%	1%
Tổng tăng trưởng LNST (%)	**-5%**	**16.5%**	**12.9%**	**17.5%**	**19.1%**	

Điều chỉnh dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2024F:

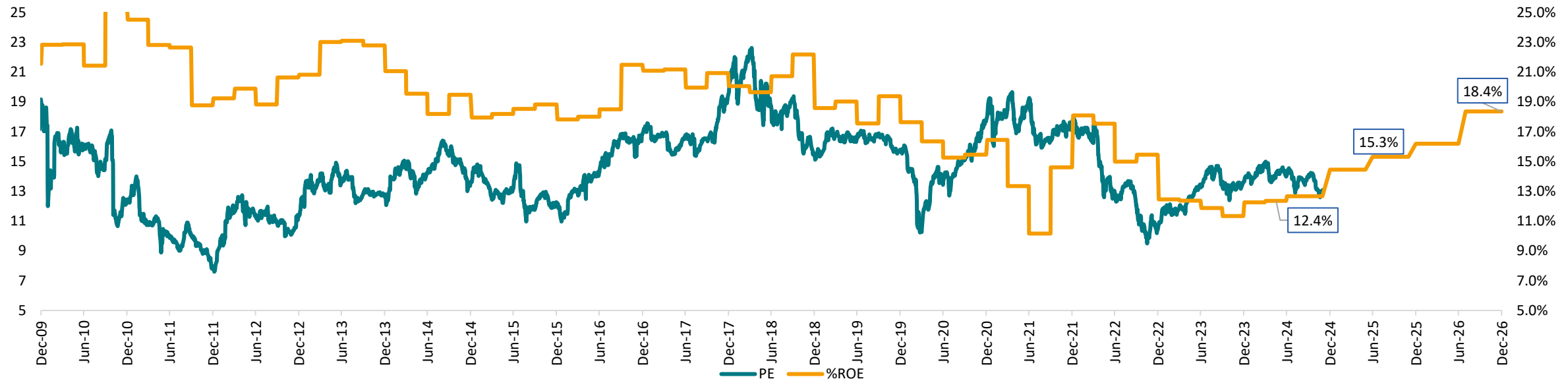
- Cổ phiếu điều chỉnh tăng trọng yếu: VHC, PHR
- Cổ phiếu điều chỉnh giảm trọng yếu: BSR, DGC, DCM, HPG, KBC, IDC, CTG, VCB, POW

Danh mục BSC – Universe là danh mục các cổ phiếu được BSC theo dõi đánh giá và dự báo lợi nhuận đưa khuyến nghị:

- Tổng số lượng cổ phiếu cover: 81 mã Số lượng ngành cover: 16
- Tổng vốn hóa danh mục BSC – Universe: chiếm 75.6% tổng vốn hóa VN-Index

BSC
BIDV SECURITIES JSC

Tỷ suất ROE cải thiện – Thị trường có thể được tái định giá ở mức cao hơn



BSC kỳ vọng thị trường sẽ được "Tái định giá" như giai đoạn 2016 – 2018 trong quá khứ dựa trên một số yếu tố tương đồng sau:

	2016-2018	2024-2026
P/E Vnindex giao dịch ở vùng thấp lịch sử (Min – Max)	15.3 – 22.3	12.3 -14.0
Tỷ suất sinh lời ROE cải thiện	18.0% -> 22.2% (+4.2%)	12.4% -> 18.4% (+6%)
Tăng trưởng LNST ghi nhận mức cao 2 chữ số (CAGR)	27%	18%
Lãi suất huy động duy trì mức thấp (Big 4)	6.0% - 7.0%	5.25% - 5.5%
Dòng vốn nước ngoài quay lại mua ròng mạnh (2016-2018: ~ +70,000 bn VND)	IPO – Bán vốn doanh nghiệp nhà nước (VNM, SAB, BCM, PLX) + tư nhân (VHM, VPB, TCB, TPB)	Nâng hạng FTSE + Fed hạ lãi suất
Kế hoạch cải cách của chính phủ	Luật đầu tư, luật doanh nghiệp, luật chứng khoán	Luật đất đai , Nhà ở, đầu tư công , chứng khoán
…..và đẩy mạnh thúc đẩy đầu tư hạ tầng	Long Thành – Dầu Giây , Nội Bài – Lào cao…	Cao tốc Bắc Nam GĐ 2, sân bay Long Thành…

2025: Cơ hội phân hóa giữa các nhóm ngành

(2020-Nay)	PE Cao nhất	PE Thấp nhất	PE trung bình	PE ttm	2024FW PE	2025FW PE	2026FW PE	% Upside 2025	% Upside 2026
Tài nguyên cơ bản	189.5	NA	**24.1**	14.3	14.2	10.9	7.4	121%	224%
Bất động sản	44.3	8.4	**19.5**	14.6	9.9	9.3	8.0	111%	145%
F&B	7.3	138.3	**30.8**	18.7	17.7	16.0	15.2	93%	103%
Thủy sản	159.2	NA	**18.2**	24.4	18.4	12.4	9.9	47%	84%
Công nghiệp	31.2	3.8	**13.**	11.5	11.1	10.2	9.6	32%	41%
Ngân hàng	13.8	3.5	**9.4**	9.4	9.2	7.7	6.4	23%	48%
Dầu khí	28.4	7.3	**17.7**	16.6	17.6	14.4	13.5	23%	31%
Dệt may	14.2	2.3	**9.1**	11.1	11.2	8.8	7.5	**4%**	22%
Tiện ích	27.6	5.6	**12.4**	16.8	14.1	12.7	11.6	-2%	**8%**
Cảng biển	21.0	5.1	**11.6**	14.8	13.1	12.4	10.9	-6%	**7%**
Công nghệ	37.8	8.2	**21.1**	29.2	27.8	23.0	19.0	-8%	11%
Bán lẻ	125.4	NA	**16.6**	28.4	23.0	18.5	14.1	-10%	18%
Xây dựng	114.8	NA	**NA**	15.1	14.9	11.3	9.5	NA	NA

Ghi chú:

- PE cao nhất, thấp nhất và trung bình dựa trên tất cả các mã trên thị trường chứng khoán
- PE trailing và PE forward dựa trên phạm vi theo dõi của BSC - Universe

Tính đến ngày 20/12/2024

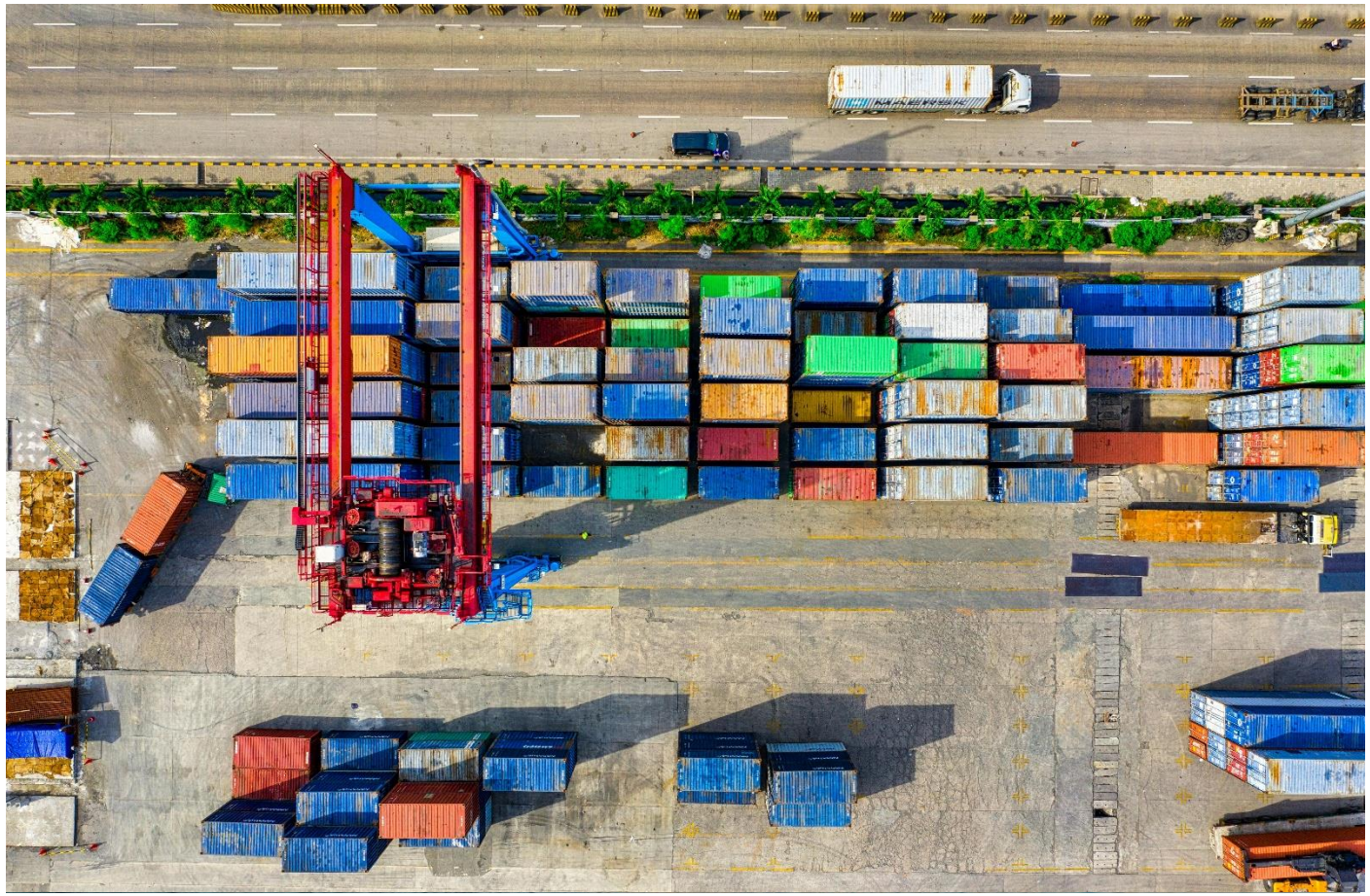
P/B sẽ là chặn dưới về định giá khi thị trường điều chỉnh

(2020-Nay)	PB Cao nhất	PB Thấp nhất	PB trung bình	PB ttm	2024FW PB	2025FW PB	2026F PB	% Upside 2025	% Upside 2026
Tiện ích	2.2	0.8	**1.5**	1.1	1.0	0.9	0.8	64%	81%
Ngân hàng	2.4	0.4	**1.5**	1.3	1.2	1.1	0.9	39%	63%
Bán lẻ	5.2	2.1	**3.7**	3.7	3.5	3.0	2.6	23%	45%
Bất động sản	3.1	0.5	**1.9**	1.7	1.7	1.6	1.3	20%	43%
F&B	5.1	2.4	**3.5**	2.8	3.2	3.0	2.8	18%	25%
Tài nguyên cơ bản	2.4	0.6	**1.4**	1.5	1.4	1.3	1.1	18%	38%
Cảng biển	2.6	0.5	**1.6**	1.8	1.6	1.5	1.4	**7%**	18%
Thủy sản	3.1	0.7	**1.6**	1.8	1.7	1.5	1.4	**4%**	18%
Dầu khí	2.6	0.9	**1.7**	1.8	1.8	1.7	1.6	**3%**	**8%**
Dệt may	3.1	0.7	**1.6**	1.8	1.8	1.7	1.5	-2%	**9%**
Công nghiệp	3.1	0.9	**1.8**	2.0	2.1	2.0	1.8	-9%	-3%
Xây dựng	2.1	0.4	**1.0**	1.4	1.4	1.5	1.6	-29%	-34%
Công nghệ	6.5	1.3	**3.7**	6.2	6.6	5.9	4.9	-37%	-25%

Ghi chú:

- P/B cao nhất, thấp nhất và trung bình dựa trên tất cả các mã trên thị trường chứng khoán
- P/B trailing và P/B forward dựa trên phạm vi theo dõi của BSC - Universe

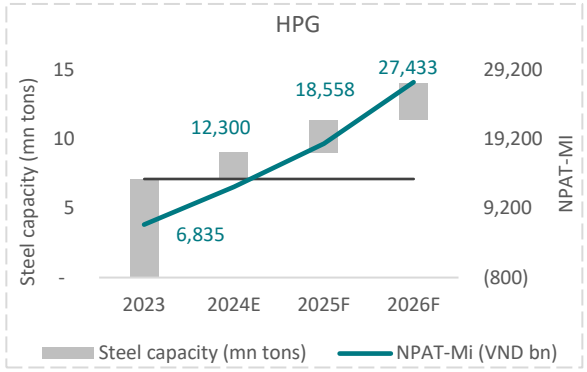
Tính đến ngày 20/12/2024



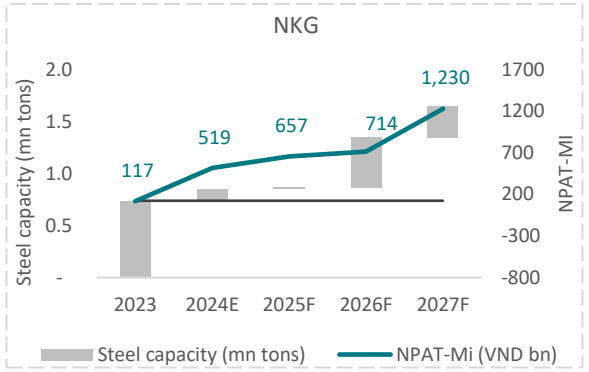
1. TĂNG TRƯỞNG QUY MÔ CHIẾM LĨNH THỊ PHẦN

Tăng trưởng quy mô chiếm lợi thị phần tạo lợi thế cạnh tranh

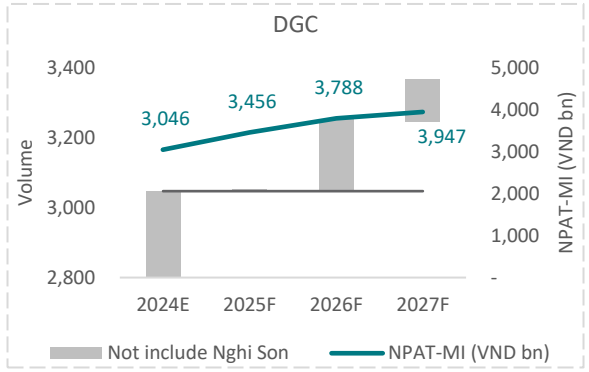
1. Nhóm ngành sản xuất – năng lượng – tiện ích



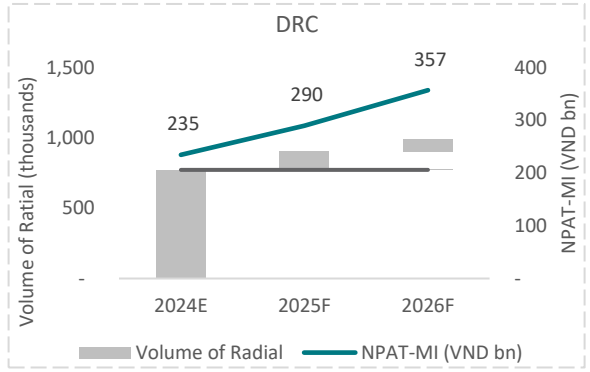
HPG	2024	2025F	2026F
P/E	14.3	9.5	6.4
P/B	1.5	1.3	1.1



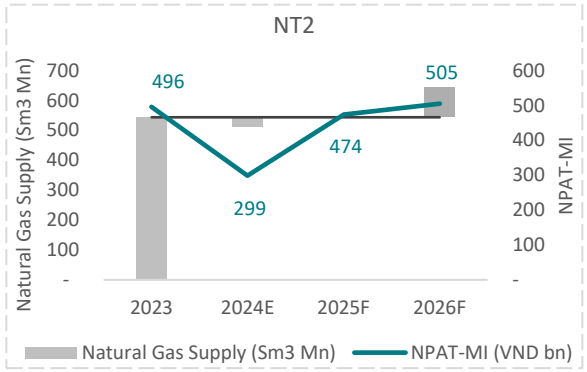
NKG	2024	2025F	2026F
P/E	9.7	7.67	7.08
P/B	0.85	0.76	0.69



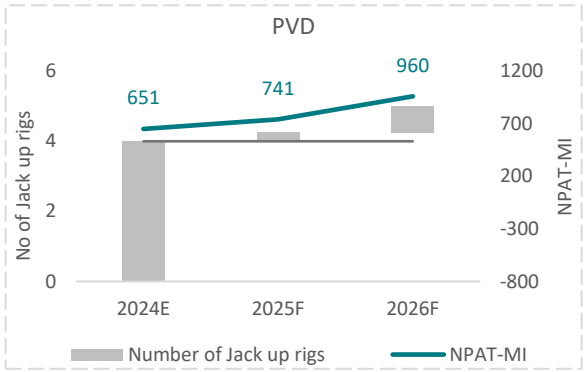
DGC	2024	2025F	2026F
P/E	14.4	12.8	11.8
P/B	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	10.9	9.2	7.8



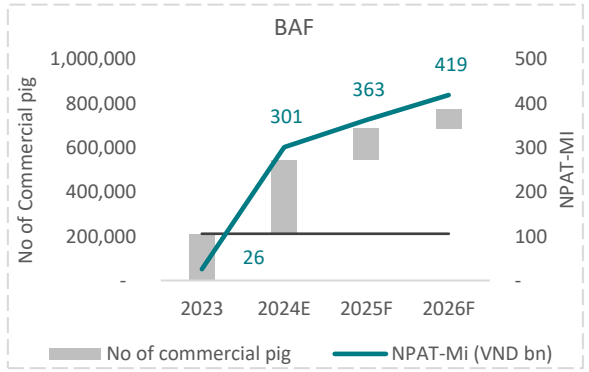
DRC	2024	2025F	2026F
P/E	15.6	12.6	10.3
P/B	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.6	6.7	6.1



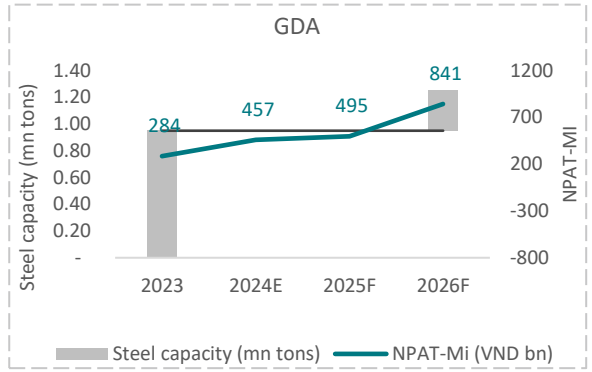
NT2	2024	2025F	2026F
P/E	20.8	11.9	10.8
P/B	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	4.1	3.1



PVD	2024	2025F	2026F
EV/EBITDA	5.9	5.3	4.8

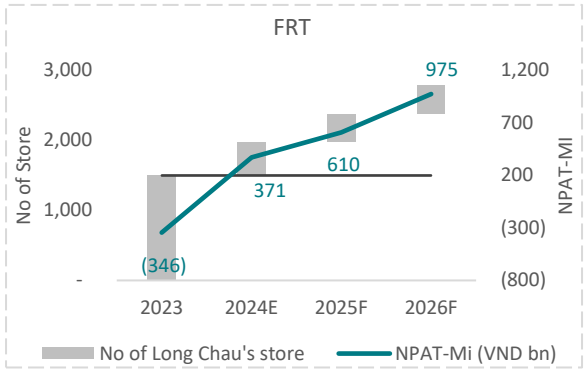


BAF	2024	2025F	2026F
P/E	20.2	17.4	15.0

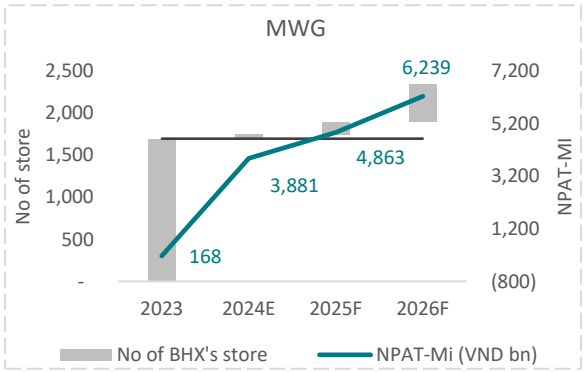


GDA	2024	2025F	2026F
P/E	6.85	6.33	3.75
P/B	0.77	0.68	0.58

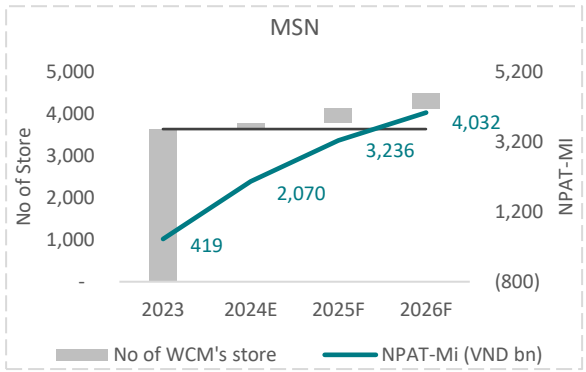
2. Nhóm ngành tiêu dùng – bán lẻ - xuất nhập khẩu



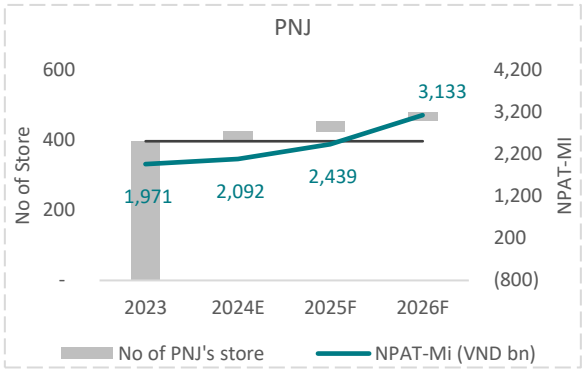
FRT	2024	2025F	2026F
P/E	66.9	40.6	25.4



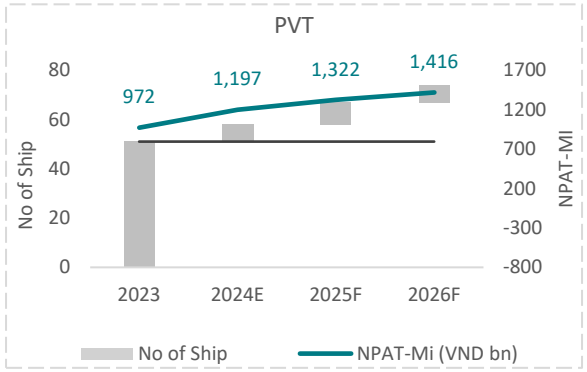
MWG	2024	2025F	2026F
P/E	23.0	18.4	14.3



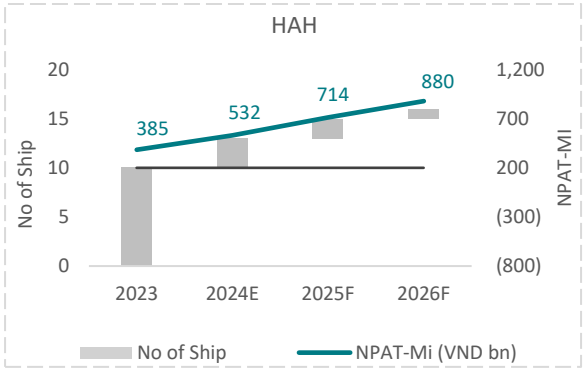
MSN	2024	2025F	2026F
P/E	50.5	32.3	26.0



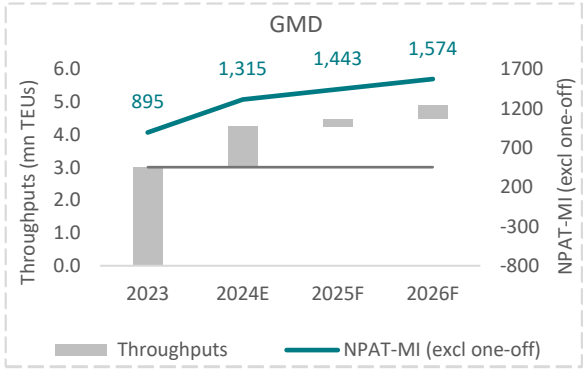
PNJ	2024	2025F	2026F
P/E	17.1	14.3	11.1



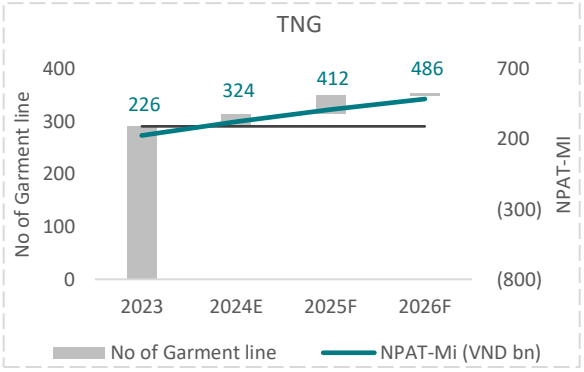
PVT	2024	2025F	2026F
P/E	8.1	7.5	6.5



HAH	2024	2025F	2026F
EV/EBITDA	5.2	3.9	3.0



GMD	2024	2025F	2026F
EV/EBITDA	13.7	13.2	11.5



TNG	2024	2025F	2026F
P/E	9.6	7.5	6.4

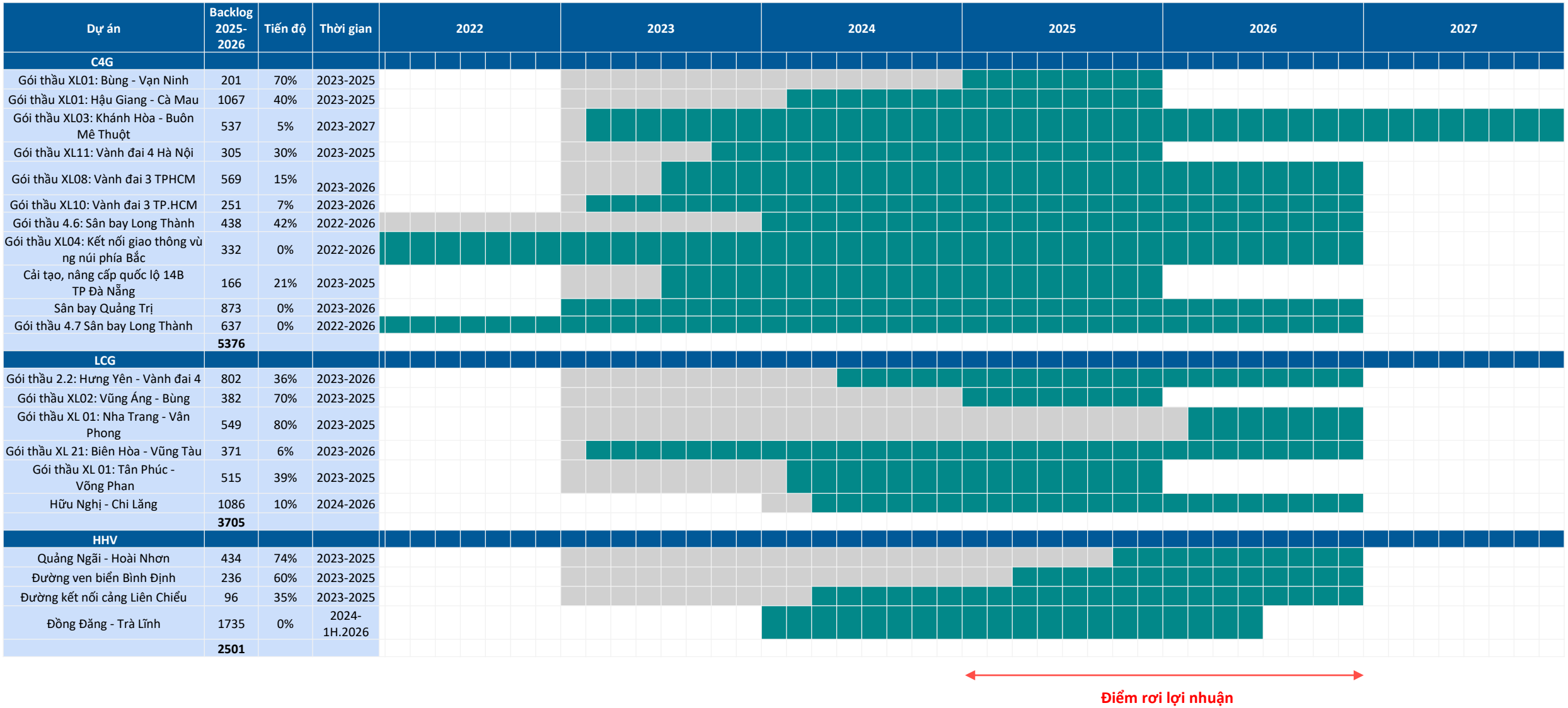


2. ĐẦU TƯ CÔNG - BĐS
THỜI ĐIỂM VÀNG ĐỂ TẤT TAY

2025-2026: ĐIỂM RƠI CÁC DỰ ÁN CAO TỐC LỚN THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG ĐẦU TƯ CÔNG

Điểm rơi lợi nhuận của đa số các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng chủ yếu rơi vào giai đoạn năm 2025 -2026 trong đó chủ yếu là các dự án Cao Tốc Bắc Nam GĐ 2, với mục tiêu nâng tổng số km cao tốc lên 3,000km trong năm 2025. Tính đến cuối năm 2024, sản lượng thực hiện các dự án khoảng 58.721 tỷ đồng đạt 60,8% giá trị hợp đồng, cơ bản đáp ứng tiến độ yêu cầu.

Dự án	Backlog 2025-2026	Tiến độ	Thời gian
C4G			
Gói thầu XL01: Bùng - Vạn Ninh	201	70%	2023-2025
Gói thầu XL01: Hậu Giang - Cà Mau	1067	40%	2023-2025
Gói thầu XL03: Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	537	5%	2023-2027
Gói thầu XL11: Vành đai 4 Hà Nội	305	30%	2023-2025
Gói thầu XL08: Vành đai 3 TPHCM	569	15%	2023-2026
Gói thầu XL10: Vành đai 3 TP.HCM	251	7%	2023-2026
Gói thầu 4.6: Sân bay Long Thành	438	42%	2022-2026
Gói thầu XL04: Kết nối giao thông vùng núi phía Bắc	332	0%	2022-2026
Cải tạo, nâng cấp quốc lộ 14B TP Đà Nẵng	166	21%	2023-2025
Sân bay Quảng Trị	873	0%	2023-2026
Gói thầu 4.7 Sân bay Long Thành	637	0%	2022-2026
	5376		
LCG			
Gói thầu 2.2: Hưng Yên - Vành đai 4	802	36%	2023-2026
Gói thầu XL02: Vũng Áng - Bùng	382	70%	2023-2025
Gói thầu XL 01: Nha Trang - Vân Phong	549	80%	2023-2025
Gói thầu XL 21: Biên Hòa - Vũng Tàu	371	6%	2023-2026
Gói thầu XL 01: Tân Phúc - Võng Phan	515	39%	2023-2025
Hữu Nghị - Chi Lăng	1086	10%	2024-2026
	3705		
HHV			
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	434	74%	2023-2025
Đường ven biển Bình Định	236	60%	2023-2025
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	96	35%	2023-2025
Đồng Đăng - Trà Lĩnh	1735	0%	2024-1H.2026
	2501		



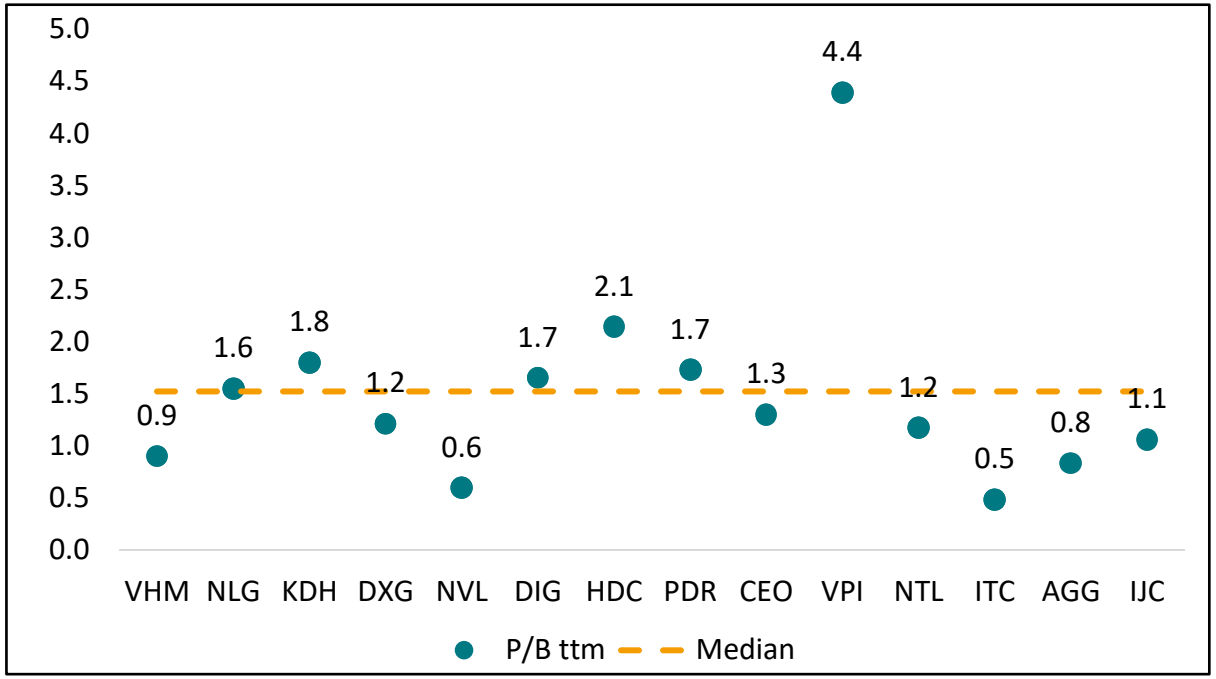
BĐS: Mua trong hoài nghi nhưng dựa trên niềm tin mạnh mẽ?

Doanh thu bán mới của các doanh nghiệp niêm yết kỳ vọng phục hồi mạnh 2025-2026

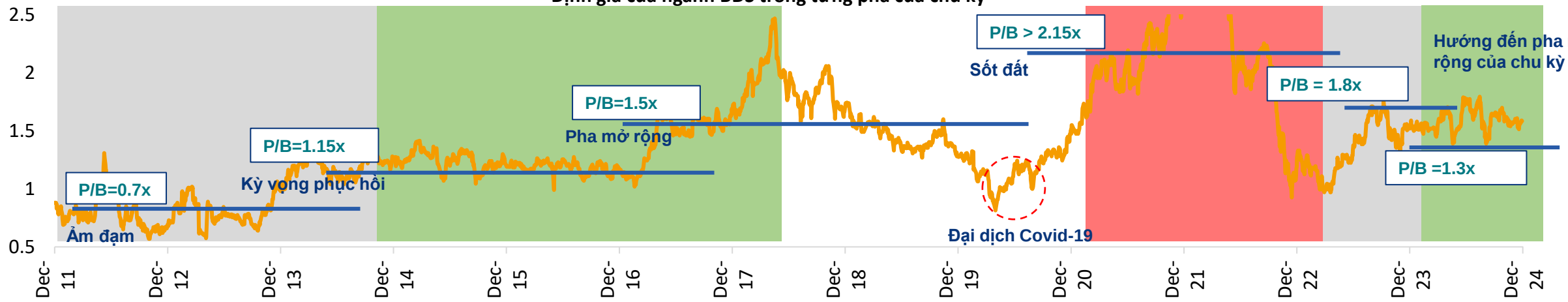
Presales (VND bn)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
VHM	64,400	78,900	128,200	87,000	147,710	171,846	154,278
NLG	3,812	5,925	10,152	3,920	6,550	6,624	9,194
KDH	2,600	3,145	2,699	5,313	2,221	7,472	10,457
DXG	6,600	5,587	3,038	-	-	9,543	19,600
NVL	31,466	36,805	44,924	-	-	-	-
PDR	3,828	3,620	-	-	2,918	6,367	14,926
DPG	805	943	602	-	-	663	2,321

Nếu loại trừ các khoản thu nhập bất thường, LNST-CĐTS cả ngành được kỳ vọng tăng trưởng +21% YoY trong năm 2024 và +52% YoY trong năm 2025

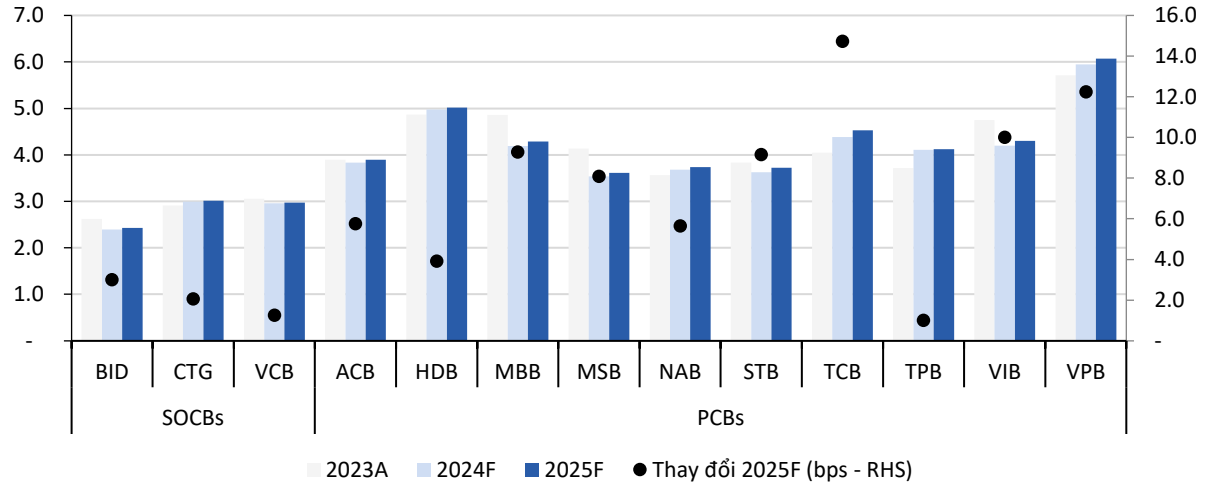
%YoY LNST-CĐTS	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
VHM	26%	42%	-26%	16%	8%	-5%	3%
NLG	-13%	28%	-48%	-13%	28%	42%	11%
KDH	26%	4%	-8%	-35%	48%	9%	93%
DXG	-141%	-333%	-81%	-20%	54%	-16%	1096%
NVL	14%	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a
PDR	40%	53%	-39%	-40%	-8%	35%	130%
DPG	1%	75%	12%	-47%	15%	16%	45%



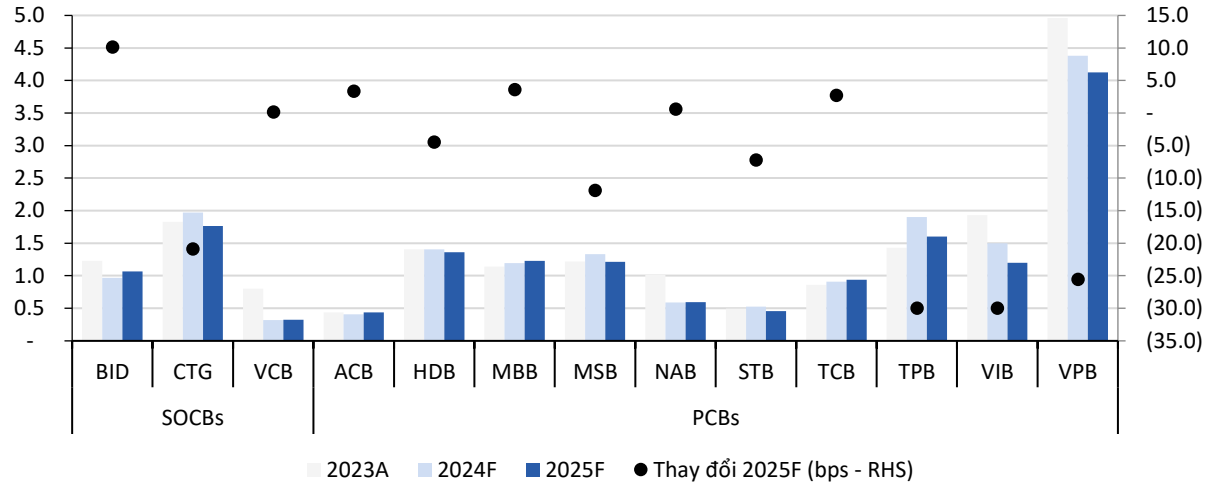
Định giá của ngành BĐS trong từng pha của chu kỳ



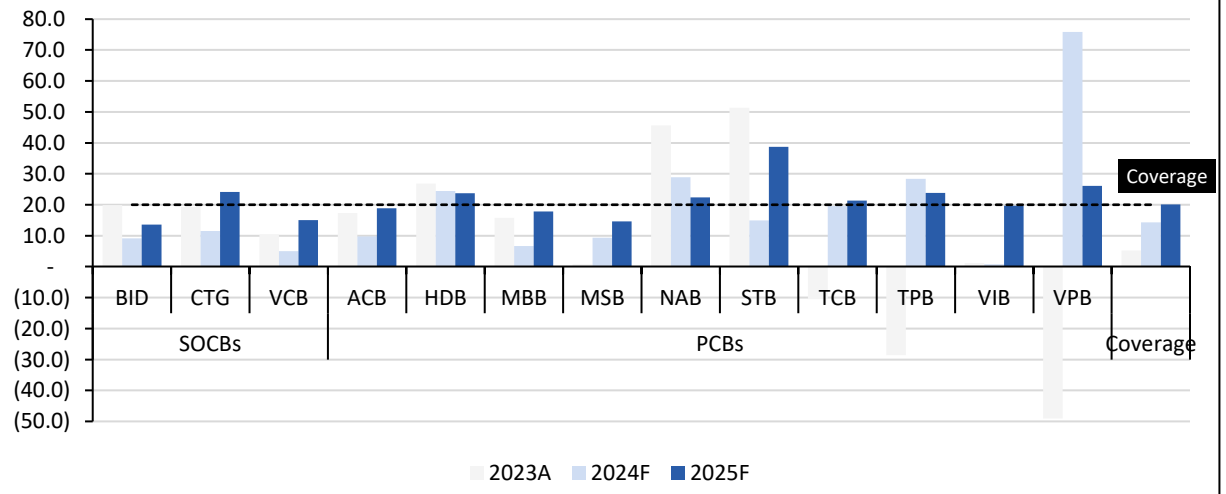
NIM của các ngân hàng cải thiện nhẹ (trung bình <10bps) trong 2025 là kịch bản cơ sở của chúng tôi nhờ nhu cầu tín dụng lành mạnh hơn



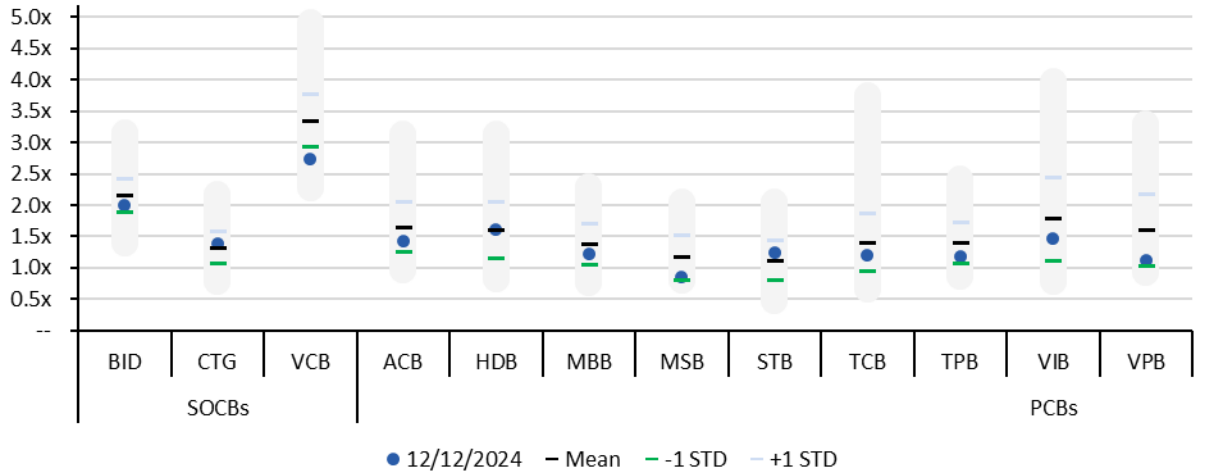
Chi phí tín dụng của các ngân hàng trong 2025 được dự báo biến động trong khoảng +/-10bps, ngoại trừ 1 số cái tên



Tăng trưởng LNTT của danh mục theo dõi dự kiến kết thúc 2024 với con số 14% và có thể đạt khoảng 20% trong 2025



Hầu hết các ngân hàng lớn đang được giao dịch tại P/B trong vùng từ -1 độ lệch chuẩn đến trung bình lịch sử



Tăng trưởng quy mô dẫn dắt kỳ vọng tăng mức chấp nhận định giá

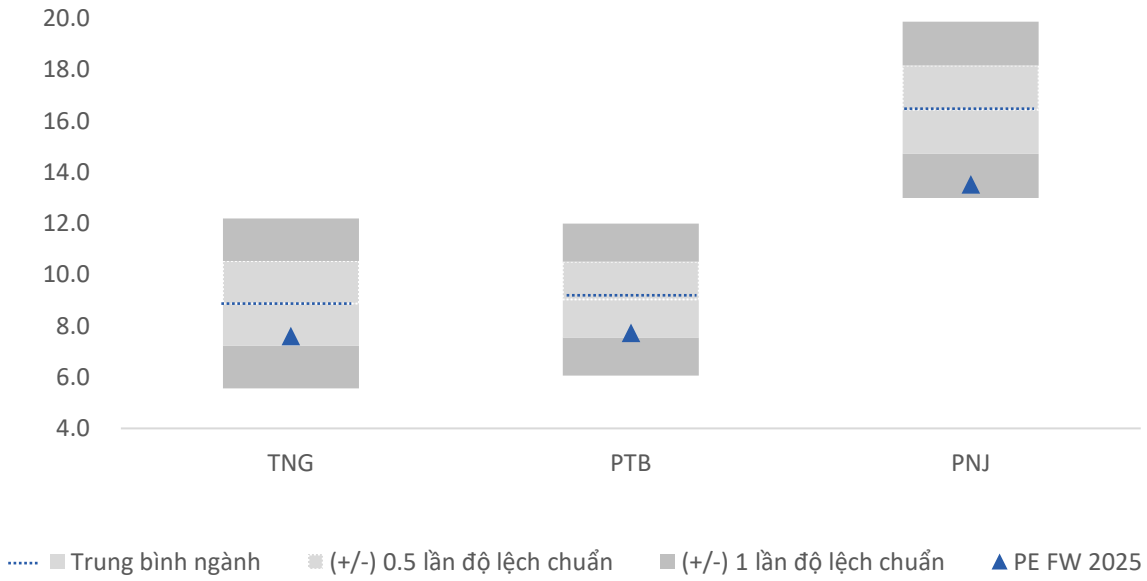
Diễn biến KQKD năm 2025 chịu tác động lớn bởi kỳ vọng nhu cầu phục hồi nhưng hiện tại định một số ngành và cổ phiếu đã phản ánh kì vọng KQKD 2024-2025, như (i) thủy sản với PE FW 2025= 12 lần – đã phản ánh kì vọng phục hồi và (ii) chăn nuôi với PE FW 2025 = 13.5 lần – đã phản ánh kỳ vọng dịch chuyển ngành theo luật chăn nuôi.

Do đó, chúng tôi cho rằng biên an toàn để đầu tư cổ phiếu dựa trên hai luận điểm chính

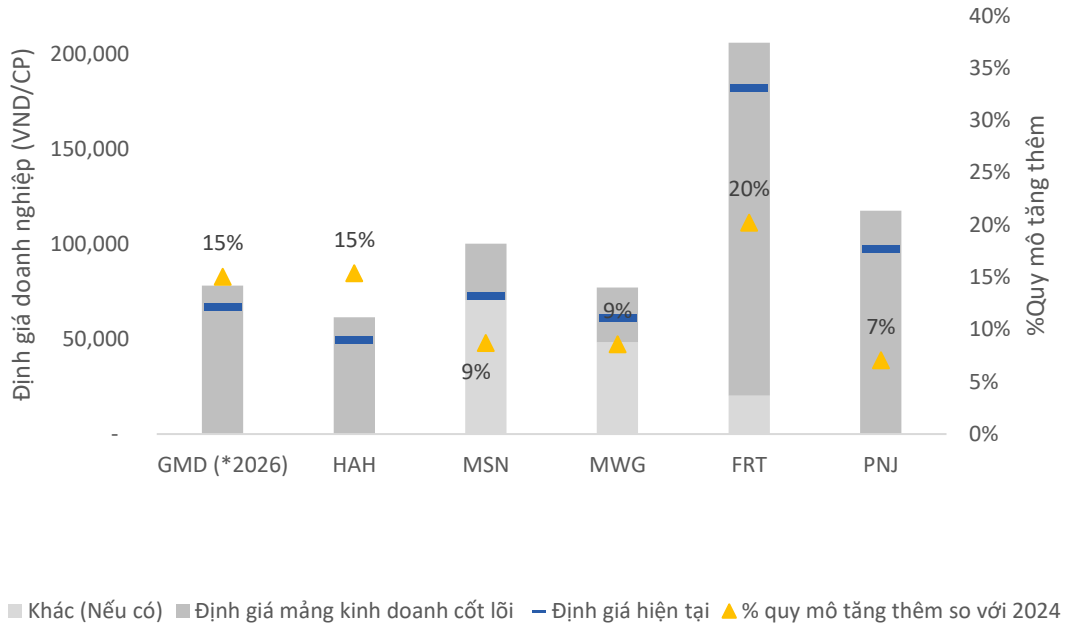
- **Luận điểm 1:** Định giá đang giao dịch ở vùng hợp lý để tăng tỷ trọng - **TNG, PTB, PNJ**

- **Luận điểm 2:** Tăng trưởng quy mô và tiềm năng tăng định giá trong tương lai – **HAH, MWG, MSN, FRT và GMD.**

Hình 1: Các cổ phiếu sở hữu định giá đã chiết khấu về vùng hấp dẫn so với lịch sử



Hình 2: Tăng trưởng về quy mô giúp các doanh nghiệp này có dư địa tăng trưởng về định giá



Nguồn: BSC Research

TOP CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ NĂM 2025

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	23/12/2024		
Điện - Đạm - Khí																						
NT2	5,758	6,108	7,495	-4%	23%	473	299	474	-37%	59%	1,037	1,647	19.2	12.1	1.2	1.1	3%	5%	7%	10%	20,000	25,000	25%
GAS	160,473	105,729	116,523	18%	10%	11,606	11,605	12,511	0%	8%	4,954	5,340	13.8	12.8	2.7	2.6	15%	16%	13%	19%	68,500	83,100	21%
PVD	13,174	8,659	9,405	49%	9%	585	651	741	11%	14%	1,048	1,194	20.5	18.0	0.9	0.8	4%	4%	5%	6%	23,700	28,100	19%
PVS	16,251	21,892	36,151	13%	65%	1,026	1,111	1,345	8%	21%	1,743	2,110	14.6	12.1	1.3	1.2	4%	5%	10%	10%	34,000	40,300	19%
QTP	6,613	11,741	12,822	-3%	9%	612	774	963	27%	24%	1,721	2,140	8.4	6.8	1.1	0.9	10%	12%	14%	15%	14,700	17,100	16%
DGC	44,244	10,045	11,563	3%	15%	3,100	3,046	3,456	-2%	13%	8,022	9,100	14.5	12.8	3.2	2.7	20%	19%	24%	24%	116,500	133,400	15%
DDV	2,982	3,330	3,414	5%	3%	69	144	214	108%	49%	982	1,466	19.3	13.0	2.1	2.1	8%	13%	11%	16%	20,500	22,900	12%
Thép - BĐS																						
PDR	18,161	1,732	4,016	180%	132%	684	629	827	-8%	32%	702	923	30.1	22.9	1.6	1.5	3%	3%	5%	7%	20,800	29,800	43%
HPG	172,699	139,664	176,701	17%	27%	6,835	12,300	16,077	80%	31%	1,923	2,514	14.3	10.9	1.5	1.3	6%	6%	11%	12%	27,000	37,500	39%
DPG	3,163	4,043	4,203	17%	4%	203	230	308	13%	34%	3,636	4,861	14.0	10.5	1.6	1.5	4%	6%	12%	14%	50,200	68,800	37%
CTD	6,745	21,045	24,250	27%	15%	52	310	450	495%	45%	3,098	4,499	21.5	14.8	0.8	0.7	1%	2%	4%	5%	67,500	90,000	33%
DXG	12,720	4,722	3,147	27%	-33%	172	265	224	54%	-16%	367	309	49.0	58.0	1.2	1.2	1%	1%	2%	2%	17,650	23,100	31%
HHV	4,755	3,026	3,494	13%	15%	322	387	498	20%	29%	896	1,151	12.6	9.8	0.5	0.5	1%	1%	4%	5%	11,000	14,000	27%
KBC	21,339	2,825	5,949	-50%	111%	2,031	584	1,352	-71%	132%	761	1,762	37.1	16.0	1.0	1.0	1%	3%	3%	6%	27,800	35,000	26%
XNK - Logistic - Bán lẻ																						
MSN	101,116	82,623	86,264	6%	4%	419	2,070	3,236	394%	56%	1,407	2,198	50.1	32.0	3.1	2.9	3%	4%	9%	12%	70,300	97,800	39%
MWG	89,177	134,342	141,983	14%	6%	168	3,881	4,863	2215%	25%	2,651	3,322	22.6	18.0	3.2	2.8	6%	7%	14%	15%	61,000	77,000	26%
HAH	6,079	3,769	4,627	44%	23%	385	532	714	38%	34%	4,709	5,915	11.4	8.5	1.8	1.6	8%	9%	14%	16%	50,100	61,700	23%
PNJ	32,878	38,692	36,359	17%	-6%	1,971	2,092	2,439	6%	17%	5,664	6,777	15.6	13.4	2.9	2.5	15%	15%	19%	19%	97,300	118,000	21%
GMD	26,909	4,643	5,046	21%	9%	2,251	1,528	1,443	-32%	-6%	3,690	3,486	18.0	19.0	2.0	1.9	11%	9%	14%	13%	65,000	78,000	20%
TNG	3,224	7,932	9,659	12%	22%	218	324	411	49%	27%	2,874	3,380	9.7	7.7	1.4	1.4	5%	6%	16%	17%	26,300	30,500	16%
FRT	25,028	39,294	46,573	23%	19%	-346	371	610	-207%	64%	2,721	4,478	67.0	40.8	12.6	9.6	2%	4%	19%	24%	183,700	205,600	12%
Ngân hàng																						
VPB	150,348	61,011	72,602	23%	19%	9,974	15,317	19,157	54%	25%	1,931	2,415	10.0	8.0	1.1	1.0	2%	2%	11%	13%	18,950	26,000	37%
TCB	168,850	49,245	58,128	23%	18%	18,004	21,534	26,263	20%	22%	3,057	3,728	7.9	6.5	1.2	1.0	2%	3%	16%	17%	23,900	29,000	21%
STB	65,040	28,922	32,892	11%	14%	7,719	9,514	11,874	23%	25%	5,046	6,298	6.7	5.4	1.2	1.0	1%	2%	19%	21%	34,500	41,000	19%

Nguồn: BSC Research

**Giá đóng cửa 23/12/2024*



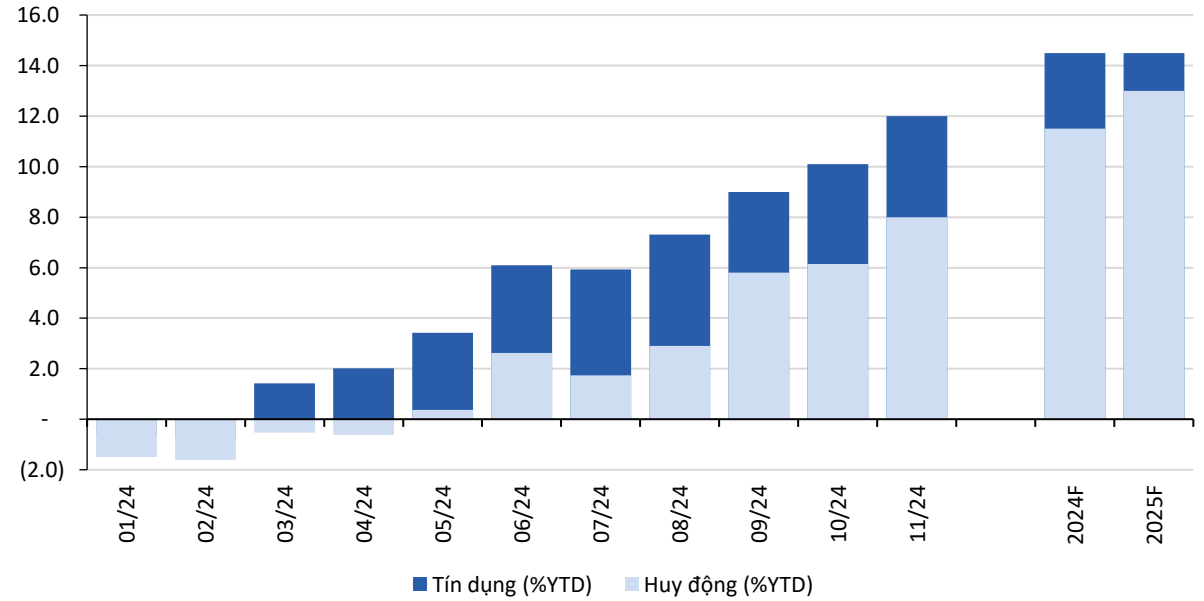
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

NGÂN HÀNG: CHÊNH LỆCH TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG – HUY ĐỘNG

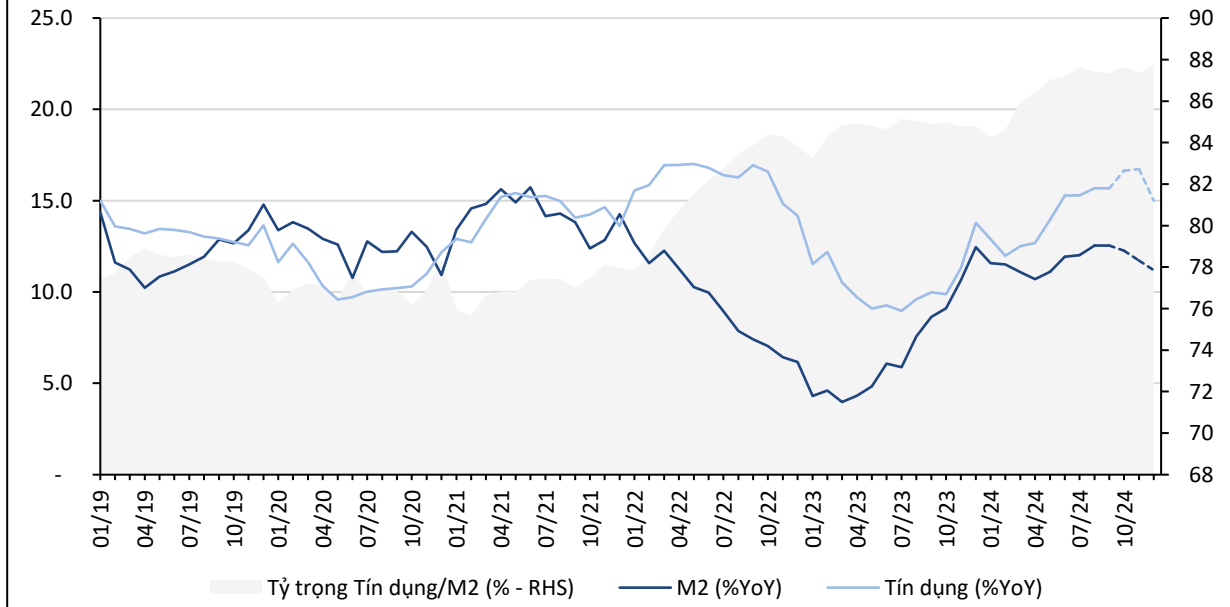
Kì vọng tăng trưởng tín dụng và huy động trở nên đồng đều hơn trong 2025.

- Cập nhật đến 27/11/2024, tăng trưởng tín dụng và huy động toàn hệ thống TCTD đạt lần lượt 11.5% và 7.7% YTD.
- Ngày 28/11/2024, NHNN cũng đã có công văn về việc cho phép các ngân hàng chủ động nới hạn mức tăng trưởng tín dụng 2024 nếu đã đạt từ 80% chỉ tiêu được NHNN thông báo từ đầu năm và đợt điều chỉnh tăng ngày 28/08/2024. Mức tăng tối đa vẫn là 2.5 điểm % (tương tự với đợt cuối tháng 08/2024), dựa theo điểm xếp hạng của NHNN.
- Dù diễn biến tăng trưởng tín dụng phù hợp với định hướng 14-15% của NHNN, chênh lệch với tăng trưởng huy động vẫn ở mức tương đối cao và điều này vẫn đang tạo áp lực lên mặt bằng lãi suất huy động. Các ngân hàng tăng cường huy động qua trái phiếu của TCTD từ đầu năm, lũy kế 10T24 chiếm hơn 70% tổng giá trị trái phiếu phát hành riêng lẻ của thị trường (tổng giá trị phát hành gần 219 nghìn tỷ).
- Tình trạng M2 tăng trưởng thấp hơn tín dụng cho thấy sự mất cân đối trong luân chuyển tiền tệ, ảnh hưởng đến vòng quay tiền tệ, phần nhiều chịu ảnh hưởng bởi việc điều tiết bán USD và giải ngân công chậm khiến tiền gửi KBNN tắc nghẽn. Quyết tâm đẩy mạnh đầu tư công trong 2025 (kế hoạch +17% so với 2024) được kì vọng là yếu tố quyết định để cải thiện tình trạng này, cũng như cải thiện việc giải ngân trung – dài hạn qua các dự án hạ tầng trọng điểm. Nhóm ngân hàng quốc doanh sẽ là đầu tàu trong việc này.
- **Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, tăng trưởng tín dụng và huy động 2025 được dự báo đạt lần lượt 14-15% và 13%.**

Chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động dự kiến sẽ thu hẹp trong 2025 nhờ tiền gửi KBNN được sử dụng tối ưu hơn qua thúc đẩy giải ngân công



Sự lệch pha giữa tăng trưởng tín dụng và M2 đang cho thấy sự mất cân đối trong luân chuyển tiền tệ, ảnh hưởng bởi khu vực ngoại tệ thuần và dòng tiền KBNN



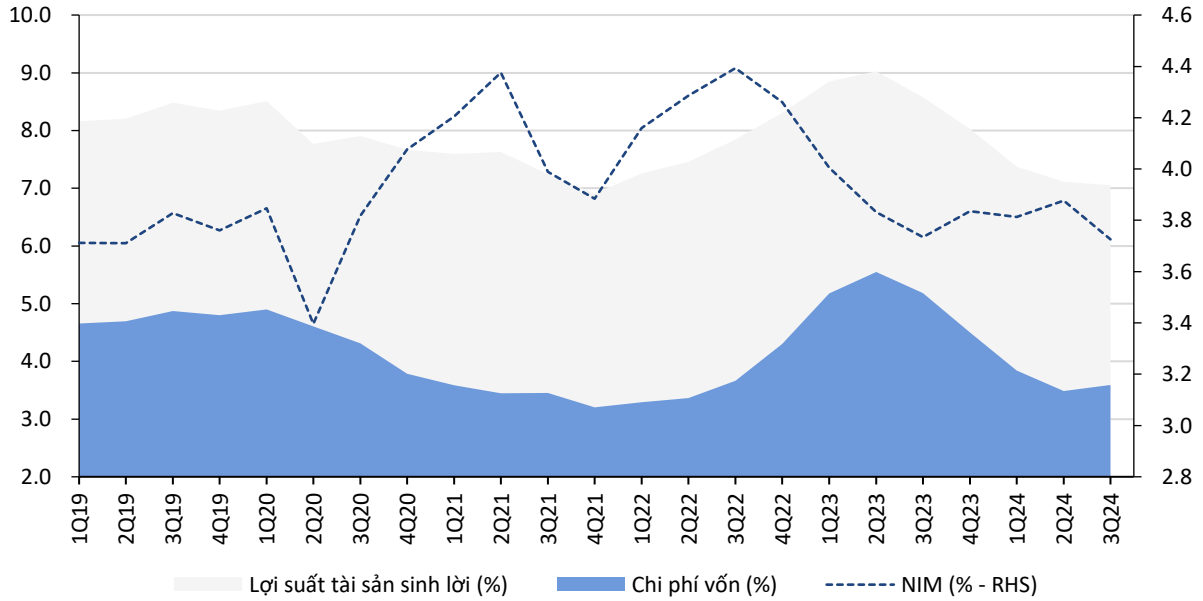
Nguồn: BSC Research

NGÂN HÀNG: BỨC TRANH NIM PHỤ THUỘC VÀO PHÍA ĐẦU RA

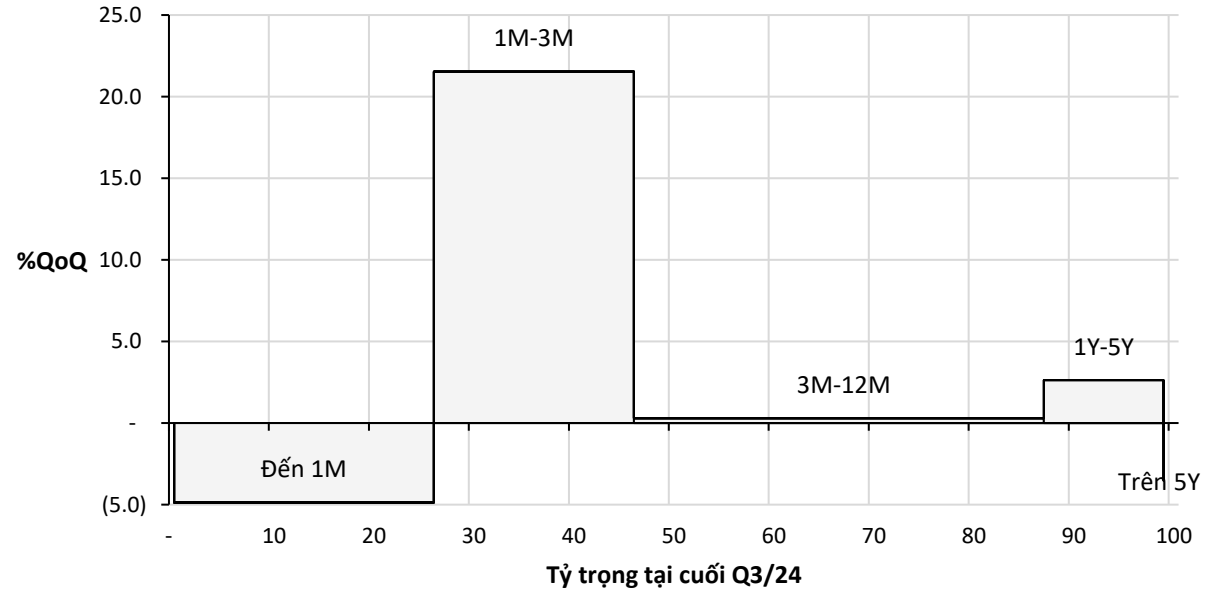
Triển vọng NIM chưa có nhiều sự đột phá, giai đoạn chi phí vốn cải thiện đáng kể nhất đã qua.

- Trong Q3/24, lợi suất đầu ra giảm 6.6bps QoQ trong khi chi phí vốn tăng 10.9bps QoQ, khiến NIM giảm 15.0bps QoQ đối với tổng thể các ngân hàng chúng tôi theo dõi. Xu hướng này là phù hợp kì vọng khi tình trạng cạnh tranh về lãi suất đầu ra trong ngành đang tiếp diễn.
- Theo quan sát của BSC trong 2 năm trở lại đây, BID và CTG đang tương đối thành công trong việc gia tăng đóng góp của mảng bán lẻ trong cơ cấu cho vay, trong khi thị phần của các ngân hàng tư nhân lớn đang suy giảm. Nguyên nhân thường xuyên được nhắc tới là lãi suất cho vay và nợ xấu từ mảng cho vay người mua nhà. Tín dụng bán lẻ nhìn chung còn phục hồi chậm, trong đó tín dụng tiêu dùng BĐS tại cuối 9T24 chỉ tăng 4.62% YTD so với mức tăng chung của tín dụng BĐS là 9.15%. Quá trình phục hồi của thị trường BĐS được kì vọng sẽ tăng tốc trong 2025 khi nguồn cung nhà ở được cải thiện.
- Xu hướng lãi suất nhích lên đã gây ảnh hưởng tới hành vi gửi tiền của khách hàng với sự chuyển dịch sang kì hạn 1-3M trong Q3/24, cho thấy tâm lý chờ đợi. BSC duy trì quan điểm mặt bằng lãi suất huy động tiếp tục nhích lên về cuối 2024 (thời điểm tín dụng tăng tốc theo tính mùa vụ), tuy nhiên lãi suất kì hạn dài (>1Y) khó có thể tăng mạnh lên mức đủ để gây ra sự chuyển dịch đồng loạt, khi NHNN giữ định hướng tạo môi trường CSTT thuận lợi phục vụ tăng trưởng. Mặt bằng lãi suất trong 2025 được kì vọng về cơ bản đi ngang trong kịch bản cơ sở, do đó triển vọng NIM sẽ chủ yếu phụ thuộc vào sức khỏe của đầu ra tín dụng.
- Trong môi trường như vậy, chúng tôi cho rằng ngân hàng có nhiều giải pháp tiên phong trong việc huy động và tối ưu hóa chi phí vốn như TCB có thể được hưởng lợi.

NIM dự kiến sẽ gặp áp lực trong ngắn hạn do môi trường lãi suất cạnh tranh trong khi chi phí vốn có dấu hiệu nhích lên



Số dư tiền gửi khách hàng kỳ hạn 1-3M ghi nhận sự gia tăng mạnh nhất trong Q3/24 so với quý liền trước, cho thấy hành vi nhạy cảm với thay đổi lãi suất



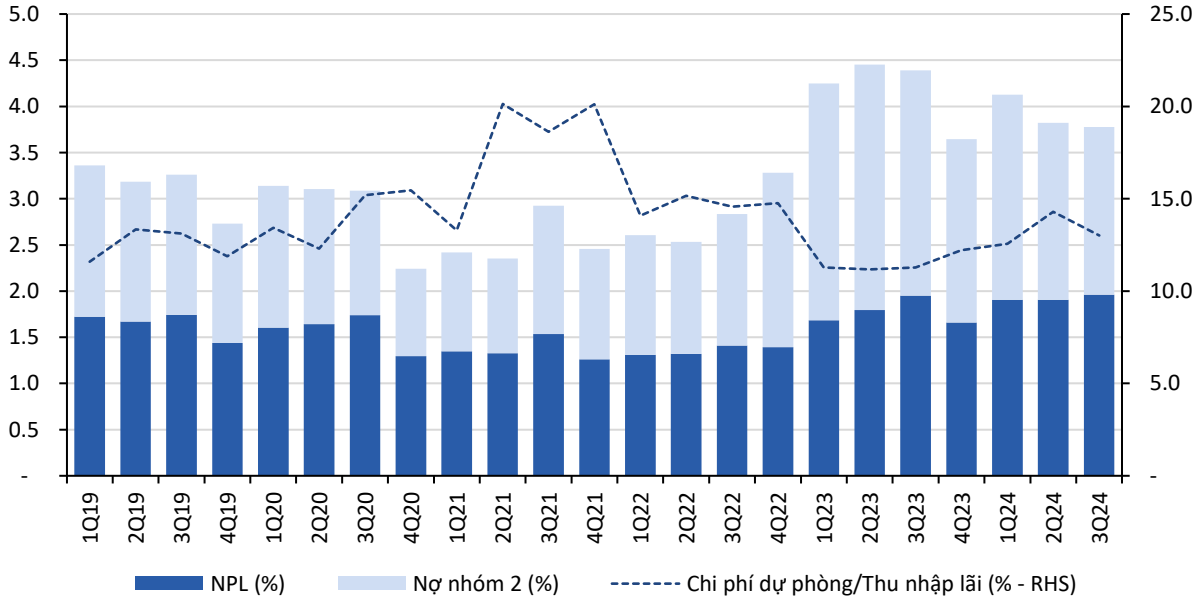
Nguồn: BSC Research

NGÂN HÀNG: XU HƯỚNG HÌNH THÀNH NỢ XẤU DẦN ỔN ĐỊNH

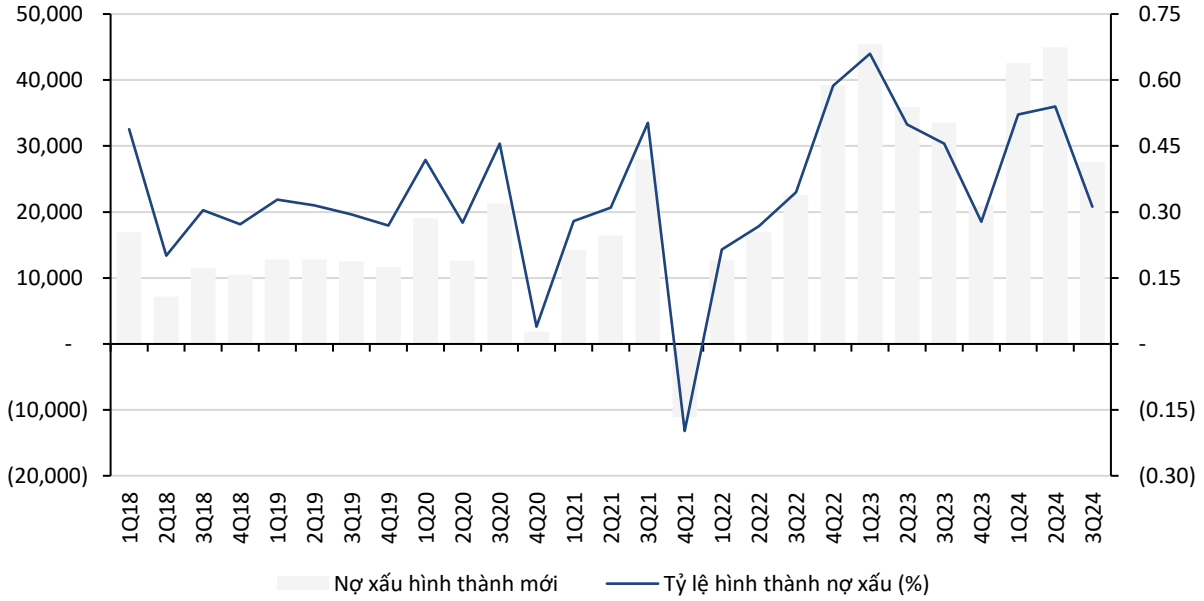
Xu hướng hình thành nợ xấu mất nhiều thời gian hơn dự kiến để hạ nhiệt.

- Tỷ lệ nợ quá hạn (nợ nhóm 2-5) ghi nhận giảm nhẹ trong Q3/24 (-4.5bps QoQ) tuy nhiên có sự trái chiều giữa các nhóm nợ khi tỷ lệ nợ xấu tiếp tục nhích nhẹ (+5.5bps QoQ).
- Tỷ lệ chi phí trích lập/thu nhập lãi đang gia tăng trở lại trong năm, cho thấy những áp lực về mặt trích lập như chúng tôi dự kiến.
- Nhìn chung, chúng tôi đánh giá xu hướng cải thiện chất lượng tài sản tiếp tục được ghi nhận trên toàn ngành trong 9T24 khi tỷ lệ nợ xấu hình thành mới đang dần ổn định trở lại, sau 2 quý đầu năm chứng khiến 1 số trường hợp đặc biệt khách hàng lớn bị chuyển nhóm nợ và sau đó được phân loại lại (như với MBB và CTG). Tuy nhiên quá trình này có thể mất nhiều thời gian hơn dự kiến do ảnh hưởng từ bão Yagi vừa qua trong bối cảnh sức khỏe của tín dụng bán lẻ và SME vốn đã có sự phục hồi yếu.
- Qua trao đổi, dù triển vọng nợ xấu trong 1-2 quý tới của các ngân hàng có sự phân hóa, đánh giá chung của các bên đều kì vọng tỷ lệ nợ xấu sẽ duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ so với thời điểm cuối Q3/24. Sự cải thiện về tỷ lệ nhảy nhóm nợ vẫn được kì vọng tiếp diễn tuy nhiên ở tốc độ vừa phải và ít có diễn biến bất ngờ.

Rủi ro về chất lượng tài sản vẫn còn hiện hữu, dù vậy hầu hết các ngân hàng nhận định rằng xu hướng cải thiện sẽ được duy trì và khả năng có đột biến là thấp



Xu hướng nợ xấu hình thành mới chưa ổn định, tuy nhiên cũng được kì vọng sẽ hạ nhiệt dần trong năm sau



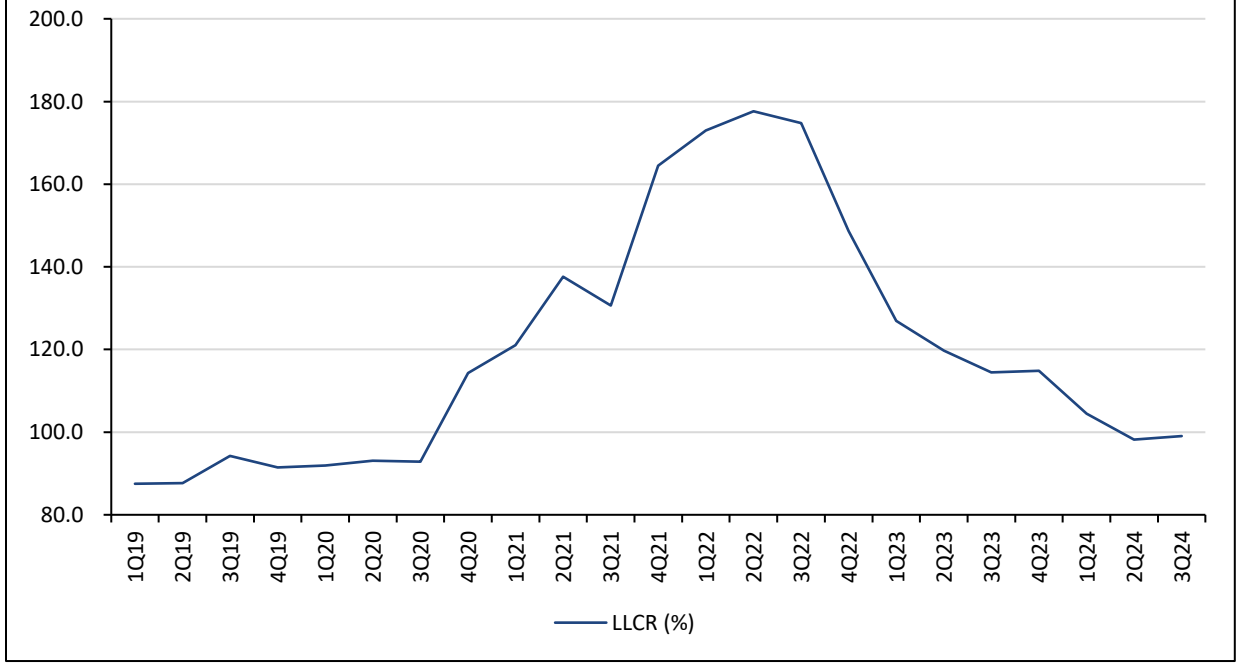
Nguồn: BSC Research

NGÂN HÀNG: BỘ ĐỆM DỰ PHÒNG ĐƯỢC THỬ THÁCH

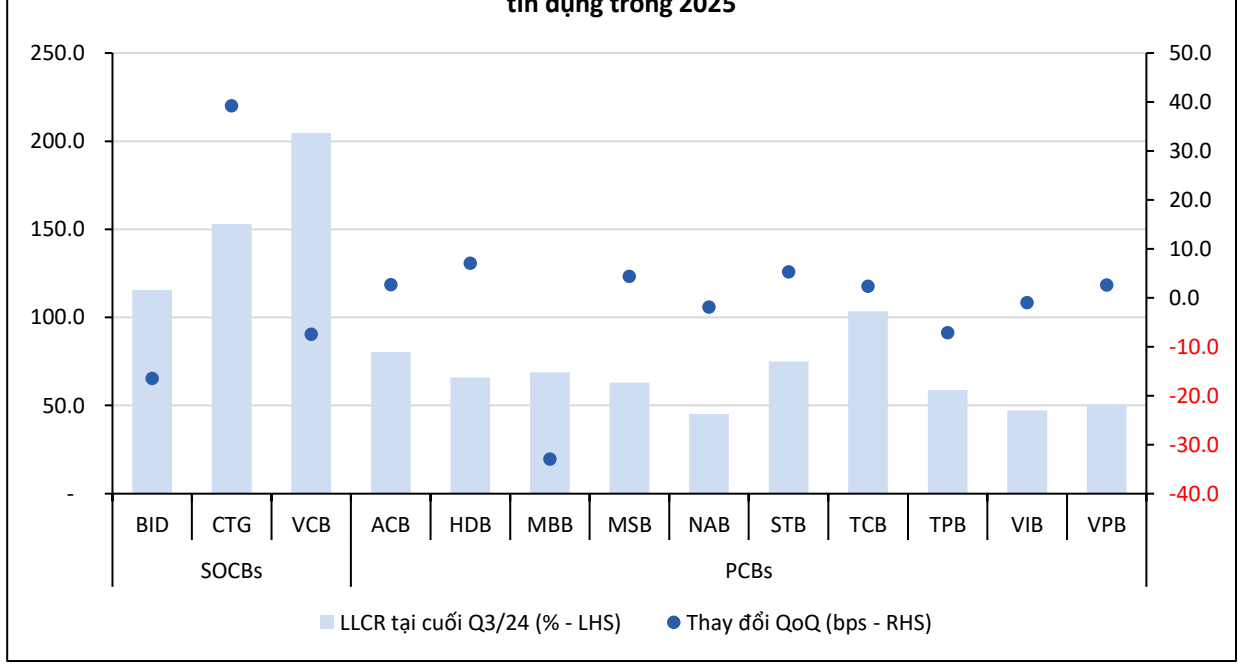
Tỷ lệ bao phủ dự phòng nợ xấu toàn ngành đã bình thường hóa về ngang mức trước dịch COVID.

- Liên quan đến dư nợ tái cơ cấu theo TT02, NHNN cho biết tỷ trọng chiếm khoảng 1.6% dư nợ toàn hệ thống ngân hàng tại cuối Q3/24. Trong đó, chỉ có 1 số ngân hàng có tỷ trọng dư nợ TT02 tương đối cao như VPB (2.5% dư nợ), MSB (1.2% dư nợ), TPB (0.8% dư nợ), còn lại các ngân hàng lớn khác đều chỉ có tỷ trọng này <0.5%. Các ngân hàng sẽ phải trích lập 100% đến hết 2024. Tác động gia tăng lên chi phí dự phòng dự kiến sẽ được kiểm soát. Các ngân hàng về cơ bản đều nhận định rằng việc Thông tư hết hiệu lực cũng không gây áp lực đáng kể đối với sức khỏe bảng cân đối.
- Liên quan đến chính sách tái cơ cấu nợ chịu ảnh hưởng từ bão Yagi, Thủ tướng Chính phủ đã ra Quyết định số 1510/QĐ-TTg vào 04/12/2024 trong đó quy định giữ nguyên nhóm nợ đối với dư nợ đáp ứng yêu cầu trước 07/09/2024 và mức trích lập dự phòng cụ thể tối thiểu phải bổ sung được chia theo các mốc 35% đến hết 2024, 70% đến hết 2025, và 100% đến hết 2026. Ước tính dư nợ ảnh hưởng do bão chiếm khoảng 1.1% hệ thống tại cuối Q3/24.
- Dù vậy, chúng tôi cho rằng 2025 có thể là giai đoạn toàn ngành làm dày bộ đệm LLCR trở lại khi phần tích lũy trong giai đoạn dịch COVID đã không còn, do đó dư địa để sử dụng bộ đệm dự phòng nhằm kiểm soát nợ xấu không còn nhiều.
- Trong bối cảnh đó, chúng tôi cho rằng ngân hàng nào có lợi thế về LLCR so với ngành sẽ có lợi thế hơn về mặt chi phí tín dụng trong 2025.

Khi bộ đệm bao phủ nợ xấu toàn ngành đã được bình thường hóa…



…ngân hàng nào có lợi thế về mặt LLCR sẽ có nhiều dư địa hơn để tiết giảm chi phí tín dụng trong 2025

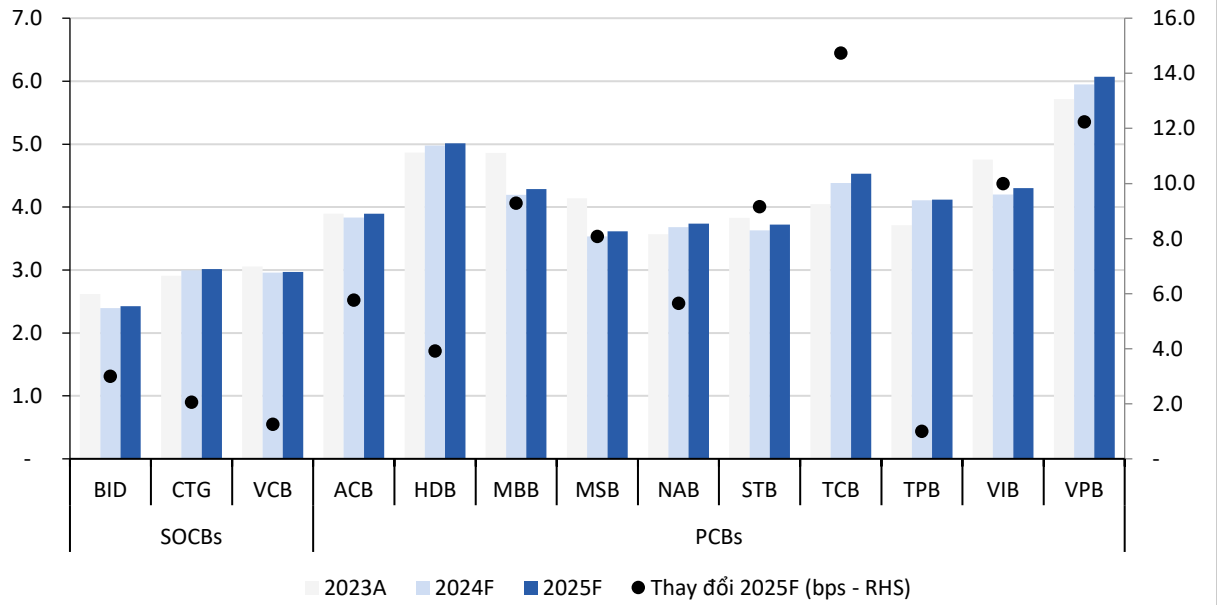


Nguồn: BSC Research

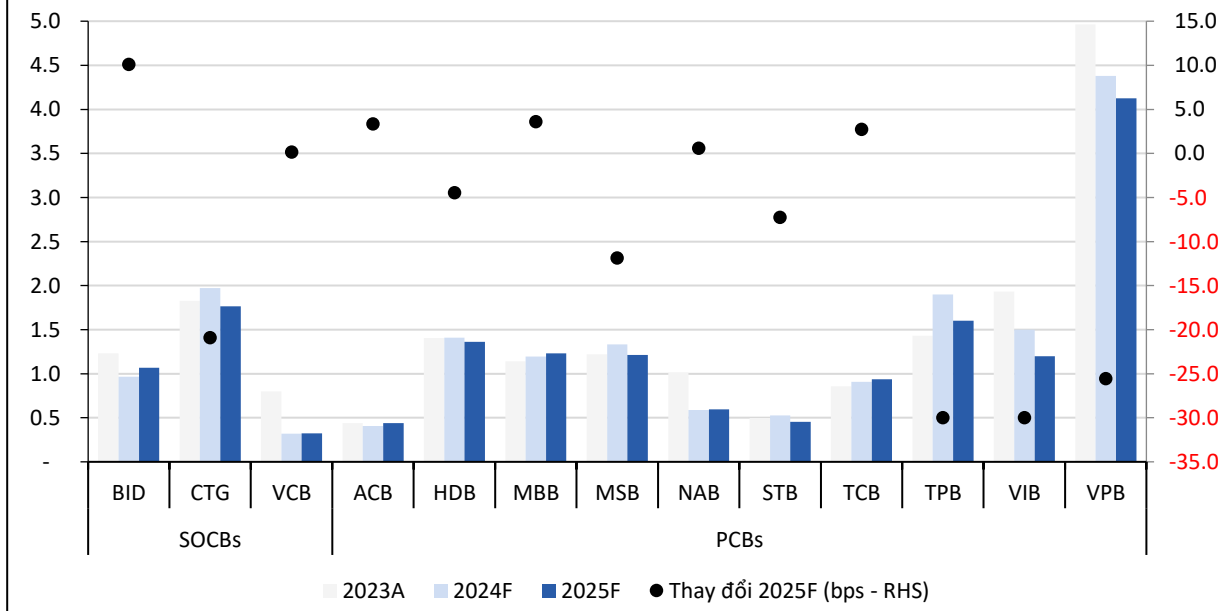
Triển vọng NIM và chi phí tín dụng 2025 được kì vọng phân hóa ở một số ngân hàng.

- Nhìn về 2025, chúng tôi đưa ra kịch bản cơ sở rằng NIM của các ngân hàng tiếp tục gặp áp lực trong ít nhất 1H25 khi cuộc cạnh tranh về giá tiếp diễn và tín dụng bán lẻ cần thời gian để cho thấy sự phục hồi rõ nét hơn, phụ thuộc vào tiến triển của thị trường BĐS. Chúng tôi dự báo sự cải thiện NIM của các ngân hàng trong danh sách theo dõi trong 2025 ở mức thấp (bình quân <10bps so với 2024), trong đó một số ngân hàng được kì vọng ghi nhận sự phục hồi vượt trội hơn bao gồm TCB (+15bps) nhờ lợi thế về chi phí vốn và thu hồi một phần từ chính sách lãi suất linh hoạt và VPB (+12bps) nhờ khẩu vị giải ngân mới thận trọng hơn trong mảng tài chính tiêu dùng đi cùng với sự phục hồi của tín dụng bán lẻ trong năm sau giúp cải thiện chất lượng của thu nhập lãi.
- Chi phí tín dụng 2025 của hầu hết các ngân hàng được dự báo biến động hẹp trong khoảng +/-10bps so với 2024, ngoại trừ 1 số trường hợp được kì vọng sẽ cắt giảm trích lập trong năm sau bao gồm CTG (-21bps) sau giai đoạn 3 năm qua tập trung trích lập và xử lý nợ xấu tồn đọng, VPB (-26bps) nhờ tái cơ cấu danh mục cho vay ở công ty con FECredit giúp cải thiện chất lượng tài sản, và VIB (-30bps) nhờ mở rộng phân khúc khách hàng sang SMEs.

NIM của các ngân hàng cải thiện nhẹ trong 2025 là kịch bản cơ sở của chúng tôi nhờ nhu cầu tín dụng lành mạnh hơn



Chi phí tín dụng của các ngân hàng trong 2025 được dự báo biến động trong khoảng +/-10bps, ngoại trừ 1 số cái tên

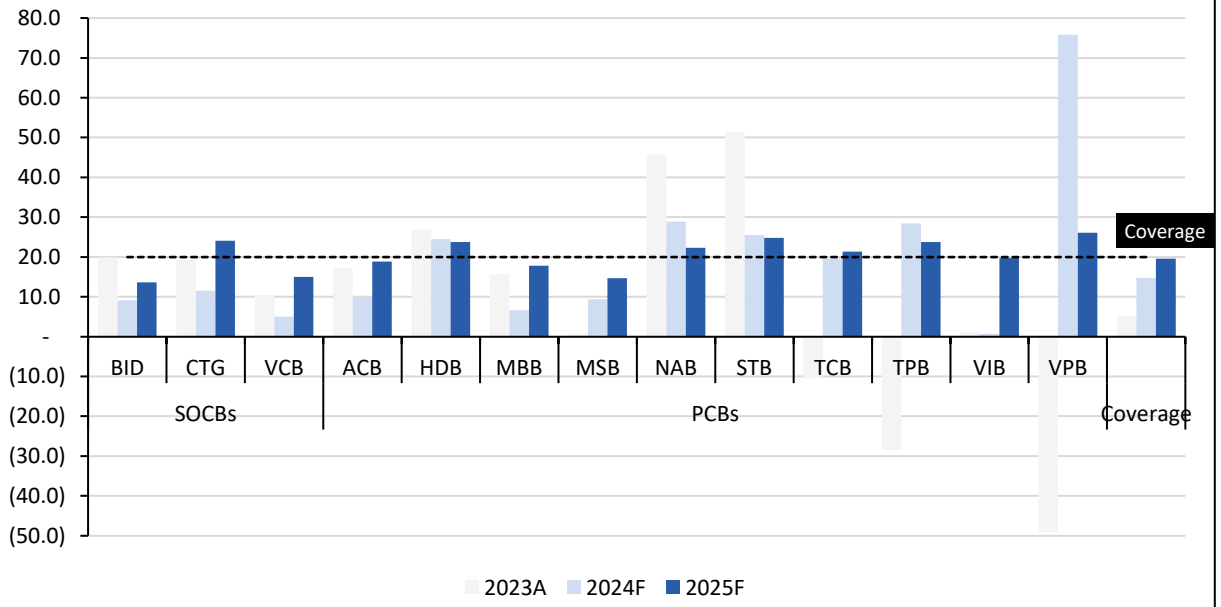


Nguồn: BSC Research

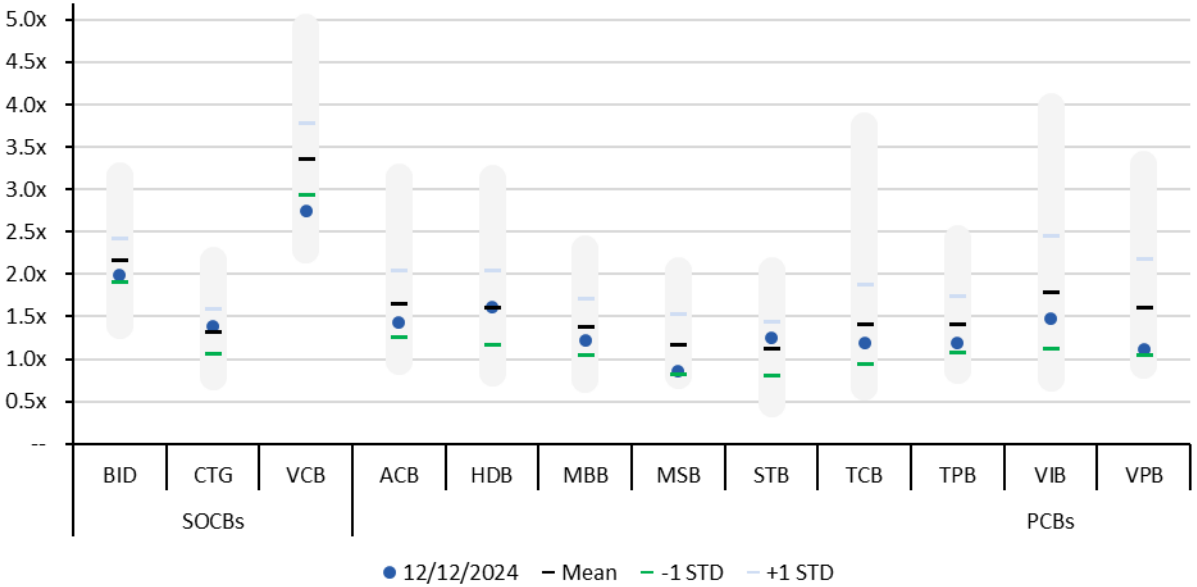
Tăng trưởng lợi nhuận toàn ngành được dự báo tiếp tục tăng tốc trong 2025 với con số 20%.

- BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với triển vọng ngành trong 2025 khi kì vọng tăng trưởng lợi nhuận của danh sách theo dõi tiếp tục cải thiện lên mức 20% (so với mức 14% dự kiến trong 2024), được thúc đẩy bởi **(1)** sự cải thiện nhẹ của NIM, **(2)** chất lượng tài sản nằm trong tầm kiểm soát với sự hỗ trợ từ các quy định tái cơ cấu nợ cho khách hàng gặp khó khăn và **(3)** tăng trưởng tín dụng tiếp tục được thúc đẩy, với sự gia tăng ảnh hưởng của tín dụng bán lẻ trên đà phục hồi của thị trường BĐS.
- Chúng tôi nhìn thấy **các chủ đề đầu tư ngành ngân hàng** cho năm sau bao gồm: **(1)** thúc đẩy giải ngân công qua các dự án hạ tầng quốc gia sẽ giúp các ngân hàng quốc doanh hưởng lợi trực tiếp về tăng trưởng tín dụng, **(2)** bước vào chu kì cắt giảm chi phí tín dụng từ đó tạo động lực cho tăng trưởng lợi nhuận, **(3)** hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS với nhiều tỷ trọng tín dụng phân bổ cho chủ đầu tư và người mua nhà như TCB, VIB, VPB hay **(4)** đầu tư theo sự kiện như kế hoạch phát hành riêng lẻ của BID (8% vốn điều lệ) và VCB (6.5% vốn điều lệ) hay HDB (đang chuẩn bị cho kế hoạch bán vốn) và STB (kết thúc quá trình tái cơ cấu, bán 32.5% cổ phần quản lý bởi VAMC).
- Rủi ro đối với dự báo xoay quanh **(1)** thị trường BĐS phục hồi chậm hơn kì vọng do độ lệch pha giữa miền Bắc và miền Nam, **(2)** xu hướng nợ xấu hình thành cao hơn dự kiến, và **(3)** NIM tiếp tục thu hẹp do cạnh tranh cao trong ngành.

Tăng trưởng LNTT của danh mục theo dõi dự kiến kết thúc 2024 với con số 14% và có thể đạt khoảng 20% trong 2025



Hầu hết các ngân hàng lớn đang được giao dịch tại P/B trong vùng từ -1 độ lệch chuẩn đến trung bình lịch sử



Nguồn: BSC Research

TOP CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ NĂM 2025

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	23/12/2024		
VPB	150,348	61,011	72,602	23%	19%	9,974	15,317	19,157	54%	25%	1,931	2,415	10.0	8.0	1.1	1.0	2%	2%	11%	13%	18,950	26,000	37%
TCB	168,850	49,245	58,128	23%	18%	18,004	21,534	26,263	20%	22%	3,057	3,728	7.9	6.5	1.2	1.0	2%	3%	16%	17%	23,900	29,000	21%
STB	65,040	28,922	32,892	11%	14%	7,719	9,514	11,874	23%	25%	5,046	6,298	6.7	5.4	1.2	1.0	1%	2%	19%	21%	34,500	41,000	19%

Nguồn: BSC Research

VPB – NỀN TẢNG CƠ BẢN TIẾP TỤC CẢI THIỆN

TP: 26,000 VND - Upside +37%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. **Triển vọng phục hồi lợi nhuận được củng cố.** Với lợi nhuận từ FECredit tiếp tục quá trình phục hồi đi cùng khẩu vị rủi ro thận trọng hơn, chúng tôi kì vọng LNST hợp nhất 2024 của VPB đạt 15.3 nghìn tỷ (+53% YoY) trong đó dự kiến FECredit hết lỗ xét cả năm. Đà tăng trưởng sẽ duy trì sang 2025 với dự báo LNST hợp nhất đạt 19.2 nghìn tỷ (+25% YoY) dựa trên kì vọng sự phục hồi của thị trường BĐS trong năm sau (VPB hiện phân bổ hơn 40% tỷ trọng tín dụng) là động lực chính cho tăng trưởng tín dụng, cải thiện NIM và giảm chi phí tín dụng.
2. **Tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao là bộ đệm tốt.** Dựa trên CAR vượt trội, chúng tôi duy trì kì vọng rằng VPB sẽ trả cổ tức tiền mặt tối thiểu 1,000 đồng/cp trong 2-3 năm tới, qua đó đem lại thêm gần 5% tỷ suất sinh lời trong 1 năm tới so với giá hiện tại (chưa kể cổ tức cổ phiếu).
3. **Định giá hấp dẫn cho vị thế trung dài hạn.** Với P/B dự phòng 1 năm chỉ ở mức gần 1.0x, thấp hơn so với trung bình các ngân hàng cạnh tranh, chúng tôi cho rằng VPB đang chưa được trả mức định giá hợp lý so với tiềm lực của ngân hàng một khi nỗ lực tái cấu trúc danh mục cho thấy hiệu quả rõ nét.

Rủi ro: **(1)** NIM thấp hơn dự kiến do tín dụng bán lẻ tiếp tục phục hồi chậm; **(2)** Chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do các khoản nợ tái cơ cấu đến hạn trong 2025; **(3)** Lợi nhuận từ FECredit không đạt kì vọng.

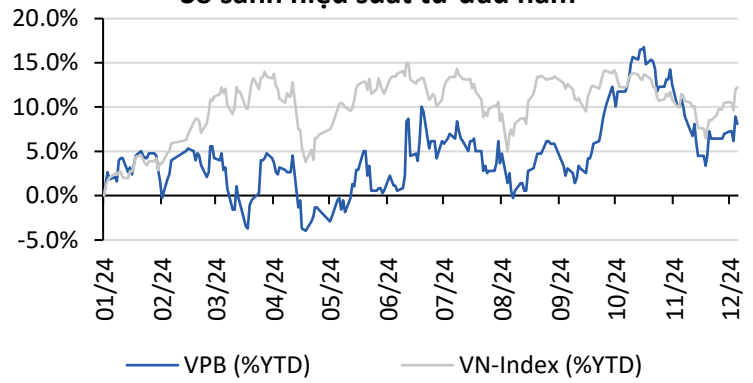
	2022	2023	2024F	2025F
NIM (%)	7.7	5.7	5.9	6.1
CIR (%)	27.0	28.0	24.5	25.2
NPL (%)	5.7	5.0	4.6	4.1
LLCR (%)	54.4	52.1	55.8	52.5
Chi phí rủi ro (%)	5.7	5.0	4.4	4.1
ROAE (%)	20.7	8.6	11.0	13.0
P/B (%)	1.2	1.0	1.1	1.0

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	57,797	49,739	61,009	72,597
TT Doanh thu (%)	*30.5*	*(13.9)*	*22.7*	*19.0*
LNTT (tỷ đồng)	21,220	10,804	18,994	23,941
TT LNTT (%)	*47.7*	*(49.1)*	*75.8*	*26.0*
BVPS (đồng)	14,485	19,347	17,894	19,308
TT Tín dụng (%)	*24.9*	*25.5*	*18.3*	*19.8*
TT Huy động (%)	*13.5*	*33.6*	*17.7*	*21.9*

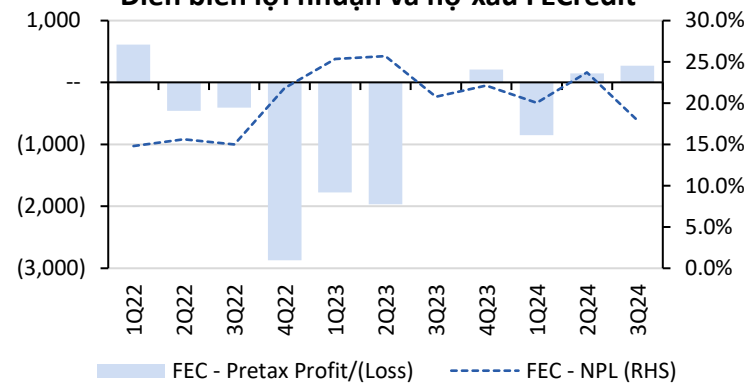
Nguồn: BSC Research

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	18,950
Vốn hóa (tỷ VND)	150,348
KLGD trung bình 30N (triệu CP)	13.4
Room khối ngoại còn lại	3.9%

So sánh hiệu suất từ đầu năm



Diễn biến lợi nhuận và nợ xấu FECredit



TCB – QUÁN QUÂN CUỘC ĐUA CASA

TP: 29,300 VND - Upside +21%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. **Tiên phong về sản phẩm giúp thu hút nguồn vốn giá rẻ.** Với sự thành công từ các sáng kiến huy động vốn như CDBL và Auto-earning (ra mắt vào đầu 2024), chúng tôi cho rằng mục tiêu đưa tỷ lệ CASA (bao gồm cả số dư Auto-earning) đạt 50% là khả thi với TCB trong 1-2 năm tới. Dù có chi phí vốn cao hơn CASA thông thường (nhưng thấp hơn tiền gửi có kỳ hạn), ngân hàng vẫn có dư địa để tối ưu hóa chi phí vốn bình quân và cải thiện khả năng giải ngân tín dụng.
2. **Triển vọng NIM được cải thiện trong 2025.** Chúng tôi đánh giá TCB là ngân hàng có triển vọng cải thiện NIM vượt trội so với ngành trong giai đoạn 2 năm tới khi đây là thời điểm ngân hàng dự kiến đẩy mạnh quá trình thu hồi lãi từ chính sách "lãi suất linh hoạt", được hỗ trợ bởi sự phục hồi của thị trường BĐS (TCB hiện phân bổ hơn 69% tỷ trọng tín dụng). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo NIM 2025 của ngân hàng đạt hơn 4.5% (+15bps YoY), mức tăng đáng kể nhất trong danh sách các ngân hàng theo dõi.
3. **Định giá vẫn cho thấy sự hấp dẫn.** TCB đang được định giá tại mức P/B dự phóng 1 năm ở khoảng hơn 1.0x, tương đương trung bình các ngân hàng so sánh. Nhìn xa hơn lợi nhuận Q4/24 tạm thời gặp áp lực do chi phí bồi thường 1 lần, chúng tôi cho rằng TCB là lựa chọn tốt cho 2025 khi thị trường có thể chưa phản ánh đúng triển vọng tăng trưởng thu nhập lãi của ngân hàng.

Rủi ro: **(1)** NIM thấp hơn dự kiến do tình trạng cạnh tranh lãi suất; **(2)** Nợ xấu hình thành và chi phí tín dụng cao hơn dự kiến do các khoản cho vay người mua nhà.

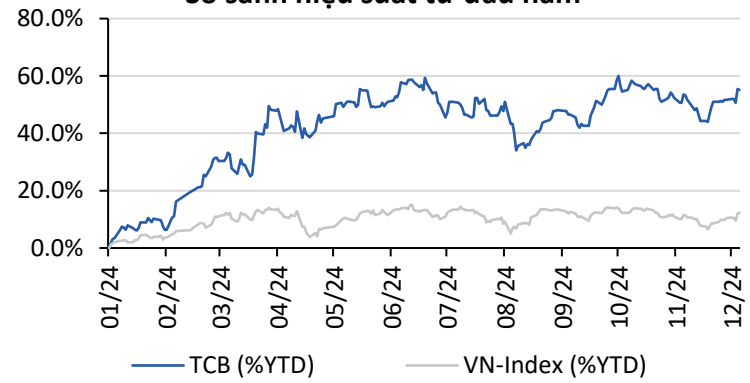
	2022	2023	2024F	2025F
NIM (%)	5.3	4.0	4.4	4.5
CIR (%)	32.8	33.1	33.9	31.6
NPL (%)	0.7	1.2	1.2	1.1
LLCR (%)	157.3	102.1	112.1	125.8
Chi phí rủi ro (%)	0.4	0.9	0.9	0.9
ROAE (%)	19.7	14.8	15.6	16.6
P/B (%)	0.8	0.9	1.2	1.0

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	40,902	40,061	49,245	57,969
TT Doanh thu (%)	*10.3*	*(2.1)*	*22.9*	*17.7*
LNTT (tỷ đồng)	25,568	22,888	27,376	33,229
TT LNTT (%)	*10.0*	*(10.5)*	*19.6*	*21.4*
BVPS (đồng)	31,966	36,994	20,804	23,902
TT Tín dụng (%)	*12.5*	*21.6*	*20.0*	*19.7*
TT Huy động (%)	*12.6*	*37.4*	*19.0*	*20.8*

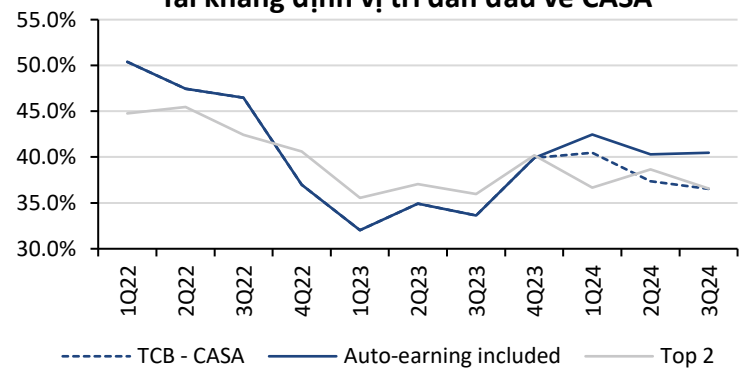
Nguồn: BSC Research

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	23,900
Vốn hóa (tỷ VND)	168,850
KLGD trung bình 30N (triệu CP)	9.5
Room khối ngoại còn lại	7.6%

So sánh hiệu suất từ đầu năm



Tái khẳng định vị trí dẫn đầu về CASA



STB – KẾT THÚC 10 NĂM TÁI CƠ CẤU!

TP: VND 41,000 – UPSIDE +19%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

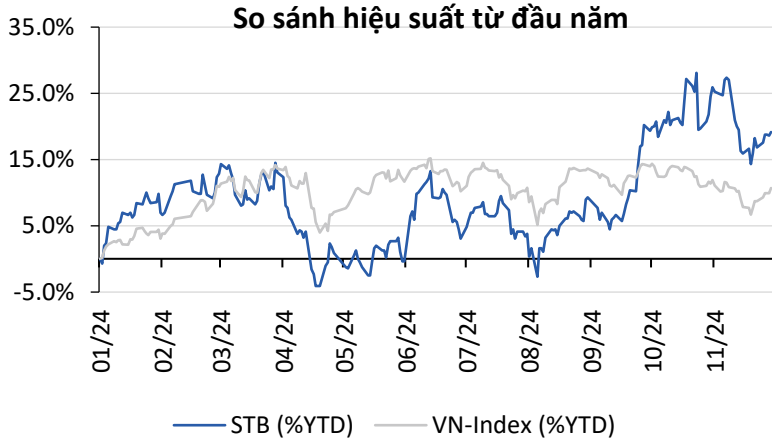
1. **Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực** nhờ (1) chấm dứt trích lập dự phòng VAMC và (2) NIM cùng chất lượng tài sản được cải thiện, chúng tôi kỳ vọng STB sẽ ghi nhận LNST 2025F ở mức 15.000 tỷ đồng (+25% YoY).
2. **Thu nhập một lần từ việc bán tài sản kế thừa.** STB dự kiến sẽ ghi nhận nốt khoản lợi nhuận khoảng 1,100 tỷ VND từ việc bán khoản nợ liên quan đến KCN Phong Phú trong năm 2025.
3. **Định giá vẫn hấp dẫn so với ngành ngân hàng.** STB hiện có P/B FW = 1,0x so với mức trung bình của các ngân hàng tư nhân lớn (~1,2x).

Chất xúc tác: Đấu giá thành công 32,5% cổ phần VAMC giúp STB ghi nhận lợi nhuận từ 15,000 – 20,000 tỷ VND và có thể bắt đầu chia cổ tức cho cổ đông trong những năm tiếp theo.

Rủi ro: **(1)** Việc đấu giá bị chậm trễ kéo dài; **(2)** Rủi ro trích lập từ một số khách hàng lớn như BAV; **(3)** NIM thấp hơn dự kiến do nhu cầu tín dụng yếu.

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	34,500
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	65,040
KLGD trung bình 30 Ngày (tr CP)	16.65
Room khối ngoại còn lại	6.8%

So sánh hiệu suất từ đầu năm

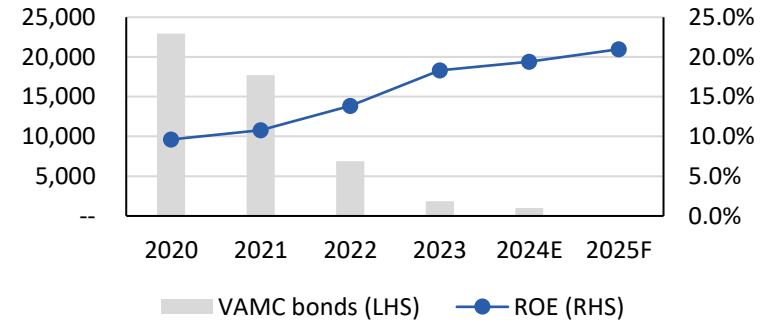


	2022	2023	2024F	2025F
NIM (%)	3.4	3.8	3.6	3.7
CIR (%)	41.8	49.2	47.5	45.4
NPL (%)	1.0	2.3	2.1	2.1
LLCR (%)	131.0	68.8	81.7	81.1
Chi phí rủi ro (%)	0.1	0.5	0.5	0.5
ROAE (%)	13.8	18.3	19.4	21.0
P/B (%)	1.1	1.2	1.2	1.0

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	26,141	26,173	28,922	32,892
TT Doanh thu (%)	*47.7*	*0.1*	*10.5*	*13.7*
LNTT (tỷ đồng)	6,339	9,595	12,043	15,030
TT LNTT (%)	*44.1*	*51.4*	*25.5*	*24.8*
BVPS (đồng)	20,489	24,259	27,787	32,242
TT Tín dụng (%)	*13.0*	*10.0*	*10.8*	*15.0*
TT Huy động (%)	*7.2*	*12.3*	*12.3*	*15.3*

Nguồn: BSC Research

ROE dự kiến đạt trên 20% kể từ 2025





BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ

Cập nhật giá dầu: Kết thúc tháng 11/2024, giá dầu thế giới biến động quanh mức vùng giá thấp sau đợt điều chỉnh tháng 8 vừa rồi: giá dầu Brent quanh mức 71 – 73 USD/thùng, giá dầu WTI quanh mức 67 – 69 USD/ thùng.

Diễn biến không mấy tích cực của giá dầu đến từ (i) Lo ngại nhu cầu dầu suy yếu (đặc biệt từ Trung Quốc) (ii) Ảnh hưởng của tổng thống Mỹ Donald Trump – người ủng hộ thuế quan và năng lượng hóa thạch, có thể tăng sản lượng dầu từ Mỹ. Do đó, mặc dù đầu tháng 12, nhóm OPEC+ có đồng ý trì hoãn kế hoạch tăng sản lượng cho đến tháng 4/2025 (thay vì tháng 1/2025) nhưng giá dầu không phản ứng quá tích cực.

BSC duy trì dự phóng giá dầu so với báo cáo trước: 76 USD/thùng cho năm 2025 (giảm 7% so với giá dầu trung bình của năm 2024).

Tổ chức	Dự báo	
	2024	2025
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	88	92
Bank of America Merrill Lynch	80	75
Barclays PLC	84	85
Capital Economics Ltd	80	73
Commerzbank AG	75	80
Emirates NBD PJSC	80	73
Goldman Sachs	81	76
JPMorgan Chase & Co	83	75
Morgan Stanley	83	77
MPS Capital Services	83	90
Rabobank	80	70
Societe Generale SA	83	76
Standard Chartered Bank	98	92
UBS Group AG		
Trung vị	**83**	**76**

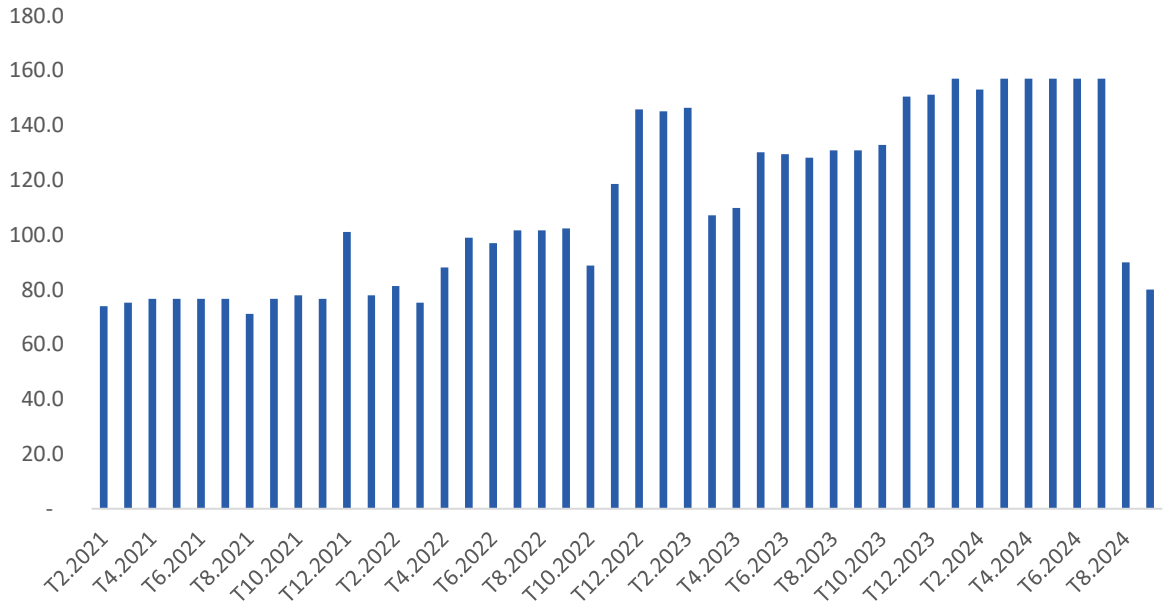
Nguồn: Bloomberg

Ảnh hưởng của giá dầu thấp đối với nhóm cổ phiếu dầu khí: Về cơ bản, giá dầu thường có ảnh hưởng lớn đến nhóm doanh nghiệp dầu khí:

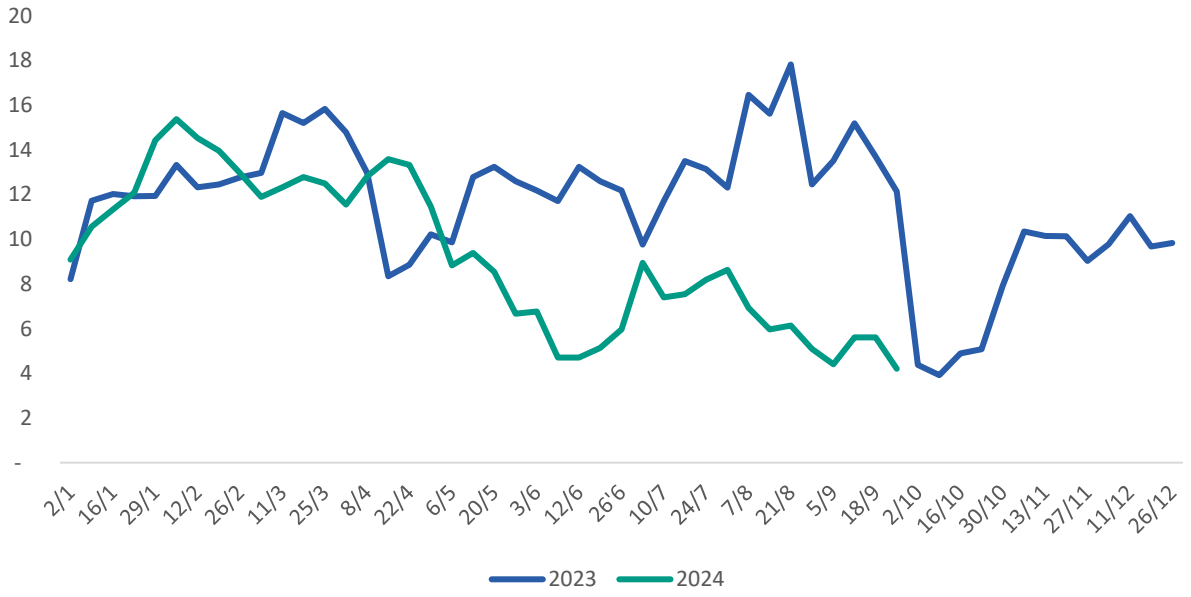
+ Liên quan đến giá cổ phiếu: các giai đoạn giá dầu thấp/ sụt giảm mạnh, đột ngột có ảnh hưởng tiêu cực đến diễn biến giá cổ phiếu nhóm dầu khí

+ Liên quan đến hoạt động kinh doanh: (i) GAS, BSR – nhóm doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi giá dầu thấp: giá dầu thấp thường khiến giá bán của GAS, BSR suy giảm. (ii) PVS, PVD sẽ chịu ảnh hưởng gián tiếp: giá dầu thấp khiến nhu cầu khai thác, thăm dò, đầu tư dự án dầu khí thấp, ảnh hưởng đến khối lượng công việc của PVD, PVS. Tuy nhiên, dự án Lô B sẽ là chiếc "phao cứu sinh" cho ngành dầu khí Việt Nam sau nhiều năm không có dự án lớn triển khai.

Hình: Giá thuê giàn premium tại Đông Nam Á sụt giảm do giàn COSLSeeker đấu thầu giá thấp



Hình: Crackspread duy trì ở mức thấp so với cùng kỳ (BSR)



Nguồn: BSC tổng hợp

So với báo cáo trước, dự án Lô B – Ô Môn tiếp tục ghi nhận tiến độ triển khai tích cực:

+ Về phía thượng nguồn: Tháng 9/2024, khởi công thượng tầng và chân đế của giàn HUB/WHP. Đầu tháng 12/2024, khởi công giàn CPP của Lô B – Ô Môn.

+ Về phía trung nguồn: 6/12/2024, lễ phát lệnh sản xuất ống thép đầu tiên cho dự án đướng ống dẫn khí Lô B – Ô Môn.

Trong năm 2025, BSC kỳ vọng các doanh nghiệp (PVS, PVB) sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu lợi nhuận từ dự án Lô B – Ô Môn.

Sang năm 2026, bên cạnh (PVS, PVB) tiếp tục ghi nhận doanh thu từ Lô B- Ô Môn, BSC kỳ vọng sẽ có them PVD có hợp đồng khoan thăm dò của Lô B.

KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN (dự kiến)



Giai đoạn	Giai đoạn đầu (2024- 2025)	Giai đoạn sau (2025- 2026)	Giai đoạn khai thác (2027 trở đi)
Hoạt động	Khoan/ Dịch vụ giếng khoan Thi công EPCI xây lắp giàn	Thi công EPCI đường ống dẫn khí Bọc ống	Xây lắp nhà máy điện Khai thác, vận chuyển và phân phối khí Tiếp tục phát triển mở rộng mỏ
DN hưởng lợi	PVS: (i) EPCI#1 (Q2.24 – Q4.26) 493 triệu USD (ii) EPCI#2 (Q2.24 – Q4.25) 300 triệu USD	PVS (Q4.24 - Q4.26): 268 triệu USD PVB (Q4.24 - Q4.26): 92 triệu USD PVC (Q4.25 – Q4.26): ~ 1 triệu USD/ giếng PVD (Q4.25 – Q4.26: N/A (Lô B dự kiến đấu thầu 2 giàn khoan)	GAS (Q4.26 trở đi): ~9.6 tỷ USD doanh thu vận chuyển khí

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Cập nhật thông tin khác:

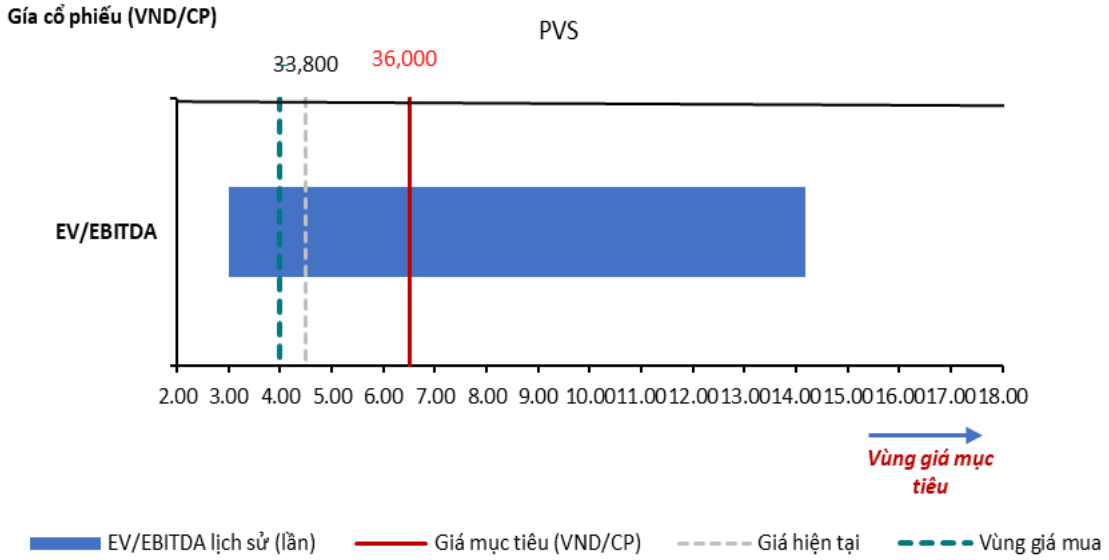
BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Dầu khí trong năm 2025 do kỳ vọng các doanh nghiệp dầu khí ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận so với 2024 đến từ:

(i) tăng trưởng từ mức nền thấp 2024 (BSR) do không tiến hành bảo dưỡng tổng thể

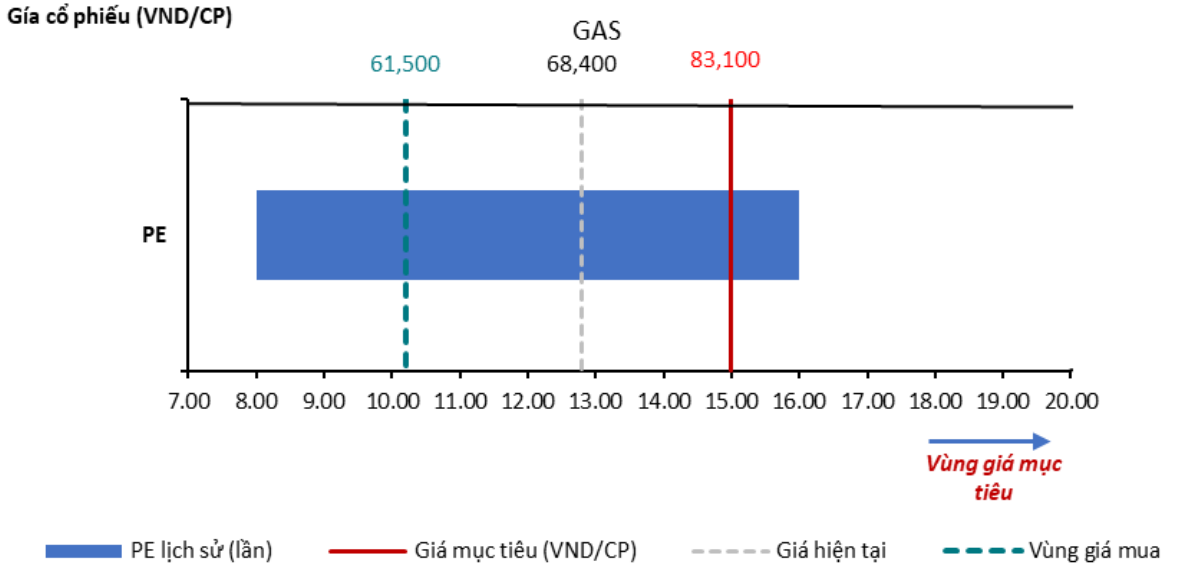
(ii) ghi nhận doanh thu lợi nhuận liên quan đến dự án Lô B - Ô Môn (PVS, PVB, PVD)

(ii) tăng trưởng khí LNG và LPG bù đắp cho sự sụt giảm khí truyền thống khi nhà máy Nhơn Trạch 3 đi vào hoạt động (GAS).

Hình: PVS đang ở vùng định giá hấp dẫn cho giai đoạn đầu tư 2024 - 2025



Hình: GAS hiện đang ở vùng định giá hợp lý cho giai đoạn đầu tư 2024 - 2025



Nguồn: BSC Research

NGÀNH ĐIỆN: PHỤ TẢI DỰ BÁO TĂNG NHANH VÀ CẦN HUY ĐỘNG THÊM NHIỆT ĐIỆN

1. Các nhà máy nhiệt điện tăng sản lượng trở lại

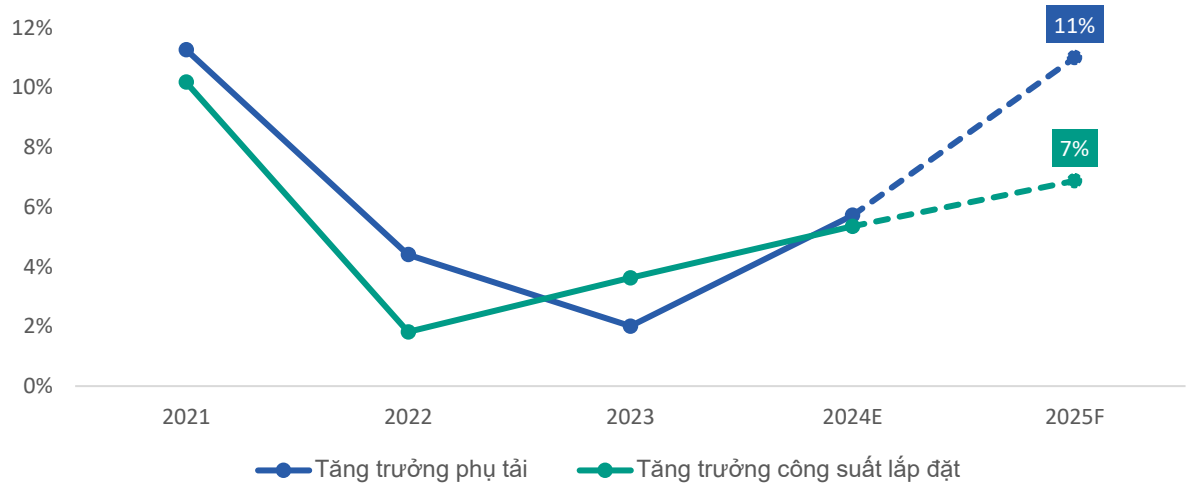
Trong năm 2025, Bộ Công Thương dự báo phụ tải đỉnh và sản lượng điện tiêu thụ sẽ tăng trưởng khoảng 11% YoY, trong khi công suất lắp đặt ước tính chỉ tăng 5-7% YoY. Ngoài ra, NOAA dự báo xác xuất La nina sẽ giảm dần và chuyển sang trung tính từ tháng 4/2025. Hai yếu tố này sẽ dẫn đến gia tăng nhiệt điện trong cơ cấu sản lượng điện năm 2025.

Tham khảo kế hoạch huy động của Bộ Công Thương, sản lượng điện than và điện khí tăng trưởng lần lượt +16% YoY và +30% YoY và sản lượng thủy điện có thể giảm -8% YoY.

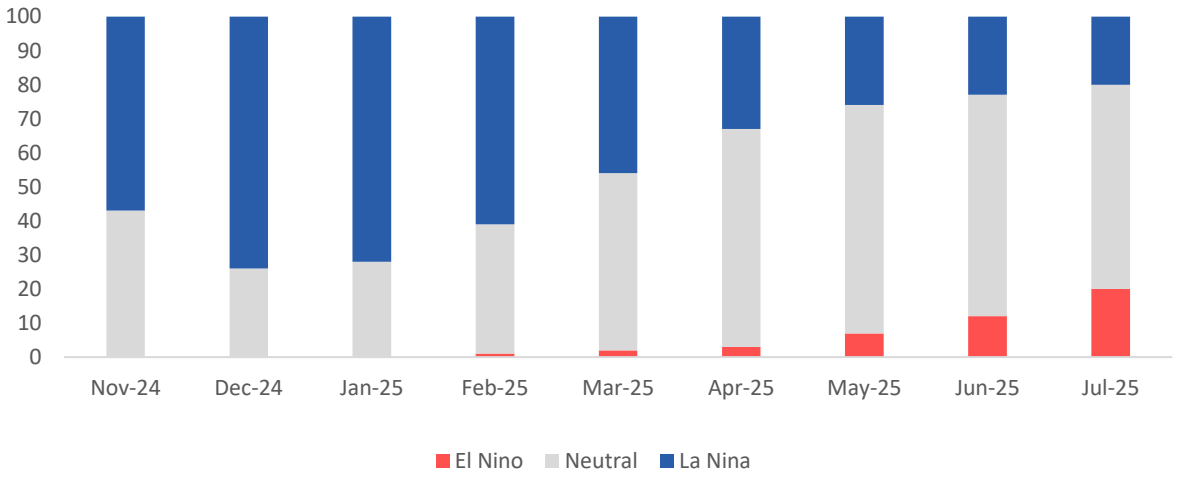
Các công ty nhiệt điện được hưởng lợi gồm có POW, QTP, NT2.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý đến rủi ro sản lượng nhóm điện khí và điện than có thể thay đổi đột ngột trong năm vì 1) giá LNG nhập khẩu trên thị trường có biến động rất lớn (10 – 17 usd/mmbtu) trong khi giá than nhập khẩu tương đối ổn định và có xu hướng giảm và 2) tình hình tài chính của EVN vẫn còn khó khăn.

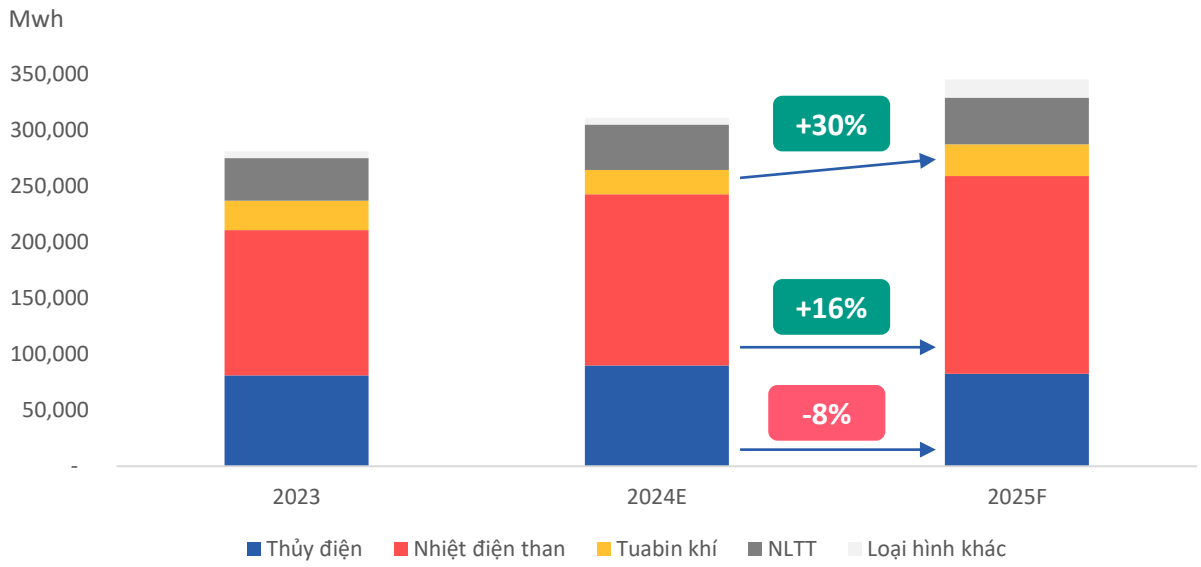
Phụ tải đỉnh tiếp tục tăng nhanh so với công suất lắp đặt



Từ tháng 4/2025, xác suất La nina giảm dần và chuyển sang trung tính



Dự báo nhiệt điện sẽ được tăng cường huy động trong năm 2025



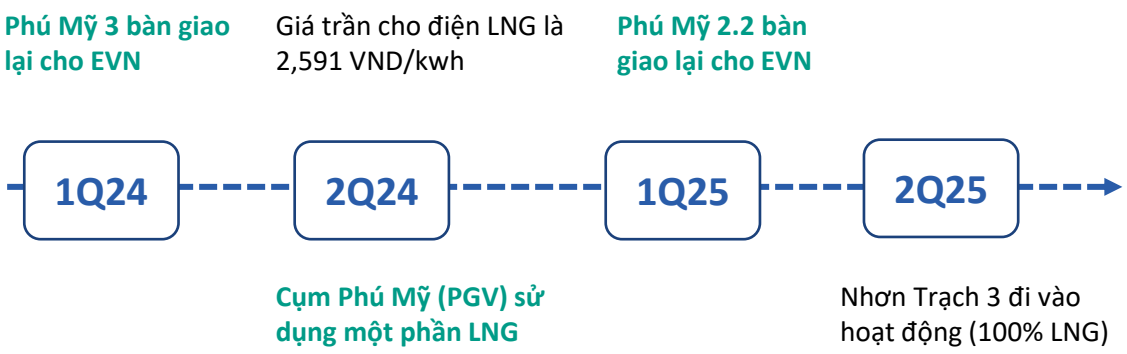
NGÀNH ĐIỆN: PHỤ TẢI DỰ BÁO TĂNG NHANH VÀ CẦN HUY ĐỘNG THÊM NHIỆT ĐIỆN

2. Các nhà máy điện khí sẽ được bổ sung nguồn cung nhiên liệu

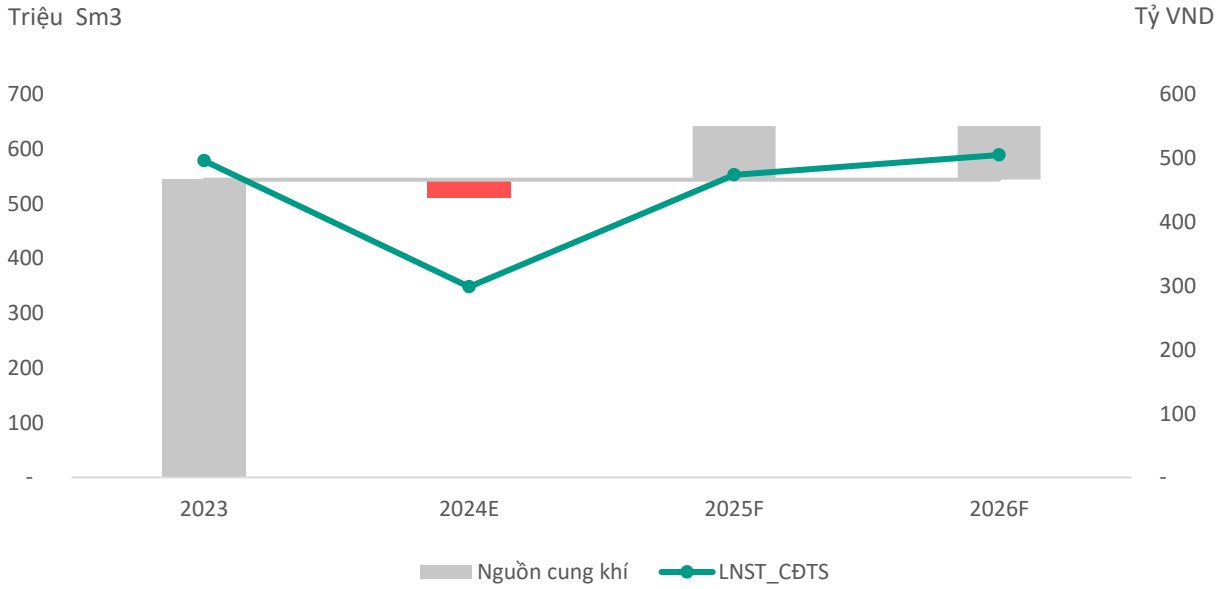
Từ tháng 2/2025, Phú Mỹ 2.2 sẽ được bàn giao lại cho EVN và tạm ngưng hoạt động trong ngắn hạn hoặc hoạt động sử dụng nguồn nhiên liệu là LNG nhập khẩu. Khoảng 900 triệu m3 khí hằng năm phân bổ cho nhà máy này sẽ được chuyển sang phân bổ cho các nhà máy điện khí trong nước. Chúng tôi kỳ vọng NT2 được ưu tiên sử dụng nguồn khí này và dự báo lượng khí về nhà máy sẽ tăng 30-34% trong năm 2025.

Ngoài ra, trong năm 2025, nhà máy điện khí sử dụng 100% LNG Nhơn Trạch 3 và 4 (thuộc POW) sẽ bắt đầu phát điện và các nhà máy điện khí cụm Phú Mỹ (thuộc PGV) sẽ sử dụng một phần nhiên liệu LNG. Dự kiến sản lượng điện từ LNG sẽ chiếm 45% sản lượng của hệ thống điện khí. Đây là năm đầu tiên nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 đi vào vận hành, do đó, chúng tôi cần có thêm dữ liệu kinh doanh trong hai đến ba quý để đánh giá hiệu quả kinh tế của hai nhà máy này.

Các nhà máy điện khí nội địa sẽ có thêm nguồn cung khí từ phần của nhà máy BOT sau khi EVN nhận bàn giao



Dự báo năm 2025, nguồn cung khí cho nhà máy NT2 có thể tăng 34% YoY



NGÀNH PHÂN BÓN: LUẬT VAT SỬA ĐỔI CÓ HIỆU LỰC TỪ 01/07/2025

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Phân bón trong 2025F với thuận lợi và thách thức đan xen:

- Thuận lợi: **(i)** Luật VAT sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2025 giúp các doanh nghiệp phân bón được hoàn thuế đầu vào; **(ii)** Chi phí sản xuất Ure từ khí giảm;
- Thách thức: **(i)** Giá gạo dự báo giảm từ 8% - 10% so với bình quân 2024 và **(ii)** Rủi ro Ấn Độ giảm nhập khẩu Ure và Trung Quốc quay lại thị trường xuất khẩu

Cổ phiếu khuyến nghị: DCM, DDV, DPM (tham khảo báo cáo)

1.1 Luật thuế VAT sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2025 – Phân bón chịu mức thuế 5% *(Tham khảo báo cáo ngành gần nhất)*

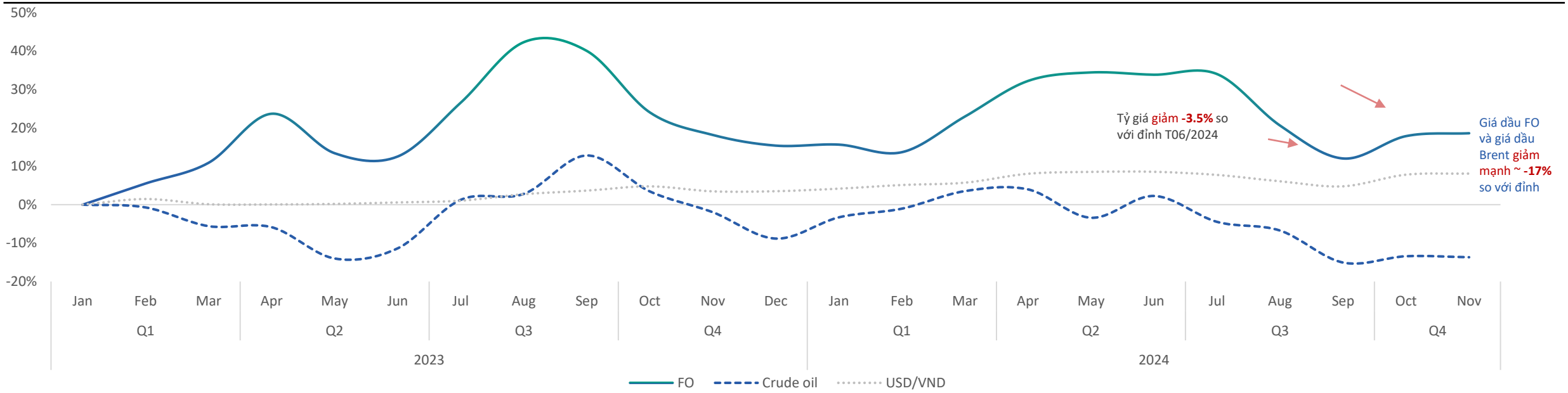
- Quốc hội Việt Nam đã chính thức thông qua Luật Thuế Giá trị gia tăng (VAT) sửa đổi, trong đó bổ sung phân bón vào danh mục hàng hóa chịu thuế VAT với mức thuế suất 5%, như đã dự báo trong kịch bản cơ sở của chúng tôi.
- Tuy nhiên, theo quy định, Luật VAT sửa đổi sẽ chính thức có hiệu lực từ ngày 01/07/2025, thay vì từ 01/01/2025 như kỳ vọng ban đầu.
- Do Luật VAT sửa đổi chỉ **có hiệu lực trong 06 tháng cuối năm 2025** thay vì cả năm như trước, chúng tôi đã **điều chỉnh giảm dự phóng phần thuế VAT đầu vào được khấu trừ** và lợi nhuận ròng cho năm 2025F.

VAT 2025F	(%DN chia sẻ VAT đầu ra với nông dân) 100%	70%	50%	30%	0%
LNST-CĐTS					
DCM	1,744	1,793	1,826	1,859	1,908
DDV	236	254	267	279	297
DPM	1,019	1,084	1,128	1,172	1,237
%YoY LNST-CĐTS					
DCM	20%	24%	26%	28%	31%
DDV	65%	77%	86%	94%	107%
DPM	24%	32%	37%	42%	50%

1.2 Chi phí sản xuất Ure 2025F từ GIẢM nhờ (i) giá dầu giảm -5% bù đắp (ii) tỷ giá USD/VND tăng nhẹ +2%

- Giá dầu Brent và dầu FO bình quân Q3/2024 lần lượt đạt 73 USD/tấn (-6% QoQ, -12% YoY) và 437 USD/ tấn (-4% QoQ, -2% YoY), tỷ giá USD/VND đạt 25,313 (+2% QoQ, +4% YoY).
- Như dự báo trong báo cáo ngành gần nhất, giá dầu 2 tháng đầu quý 4 giảm -6% so với quý 3 và bình quân cả năm 2024 ở mức 79.8 USD/thùng. Tuy nhiên, trái ngược với dự báo tỷ giá giảm nhẹ trong quý 4, tỷ giá T10 + T11 tăng nhẹ +2% so với quý 3;
- Với dự báo giá dầu giảm -5% và tỷ giá tăng +2% trong 2025F, **chúng tôi kỳ vọng chi phí sản xuất các doanh nghiệp Ure sẽ giảm từ 1 – 3% trong 2025F.**

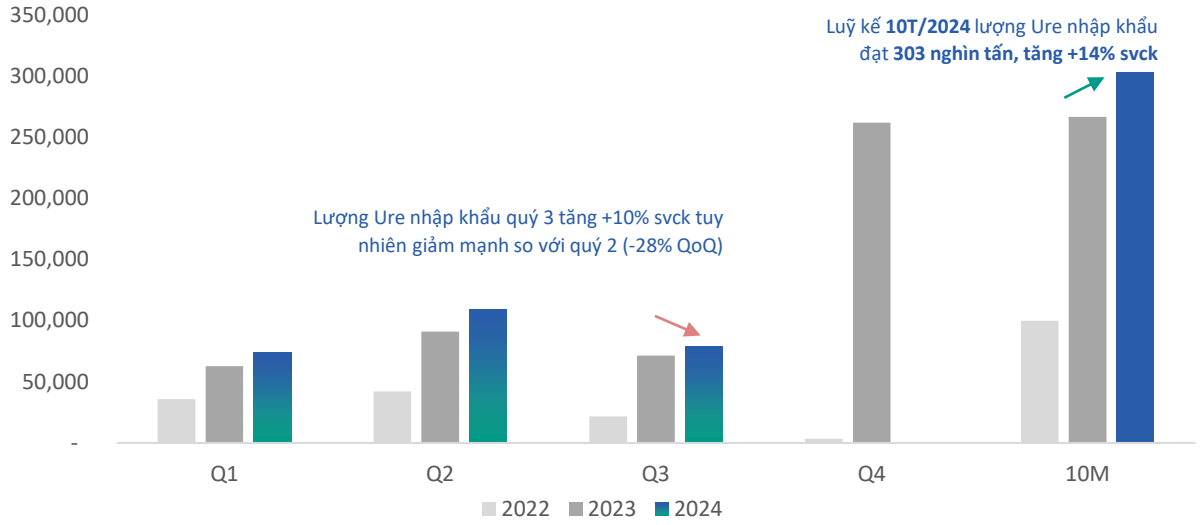
Hình: Giá dầu + Tỷ giá hạ nhiệt



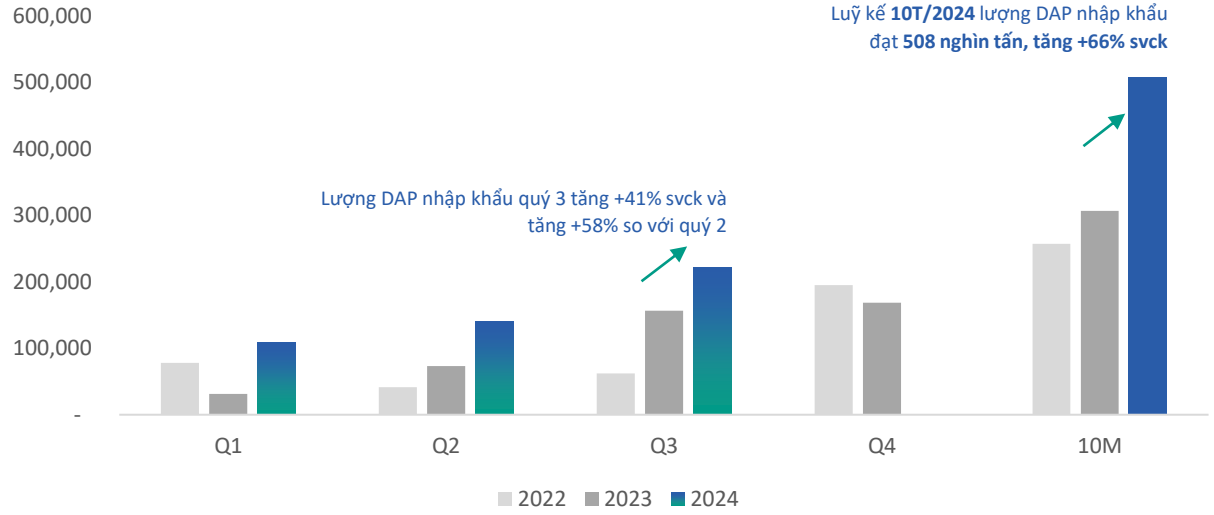
Nguồn: Bloomberg, BSC Research

1.3 Luỹ kế 10T/2024 nhập khẩu Ure và DAP tăng lần lượt +14% và +66% so với cùng kỳ

Hình: Luỹ kế 10T/2024 lượng Ure nhập khẩu đạt 303 nghìn tấn, tăng +14% svck (tấn)



Hình: Luỹ kế 10T/2024 lượng DAP nhập khẩu đạt 508 nghìn tấn, tăng +66% svck (tấn)



Nguồn: Customs, BSC Research

Tổng quan nhập khẩu phân bón: Trong 10 tháng đầu năm 2024, nhập khẩu phân bón ghi nhận mức tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ. Cụ thể, lượng DAP nhập khẩu tăng mạnh +66% YoY, trong khi lượng Ure nhập khẩu tăng nhẹ +14% YoY

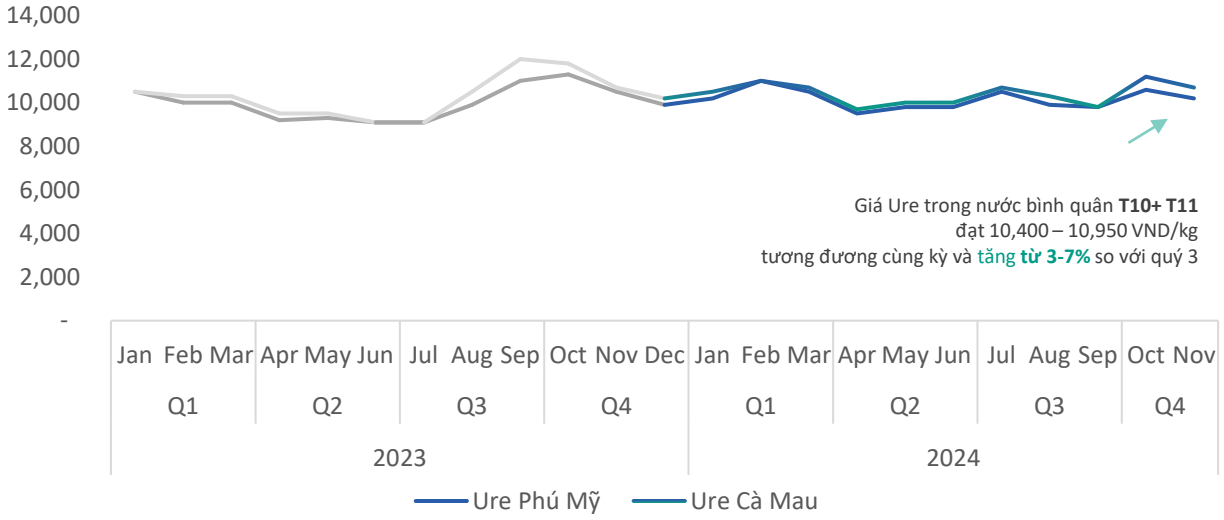
- **Ure**: Tính đến hết tháng 10/2024, lượng Ure nhập khẩu đạt 303 nghìn tấn, tăng 14% YoY. Riêng trong khoảng thời gian từ T7 - T10/2024, lượng Ure nhập khẩu đạt 120 nghìn tấn, tăng 7% YoY so với cùng kỳ năm trước;
- **DAP**: Tính đến hết tháng 10/2024, lượng DAP nhập khẩu đạt 508 nghìn tấn, tăng mạnh 66% YoY. Tính riêng từ T7 đến T10, lượng DAP nhập khẩu đạt 258 nghìn tấn, tăng 28% YoY so với cùng kỳ năm trước;

Mặc dù lượng nhập khẩu phân bón tăng, nhưng nhờ vào **sự cải thiện trong nhu cầu tiêu thụ trong nước** khi bước vào mùa vụ Đông Xuân và **giá phân bón thế giới tăng nhẹ**, **giá phân bón trong nước đã có sự điều chỉnh tăng so với quý 3**.

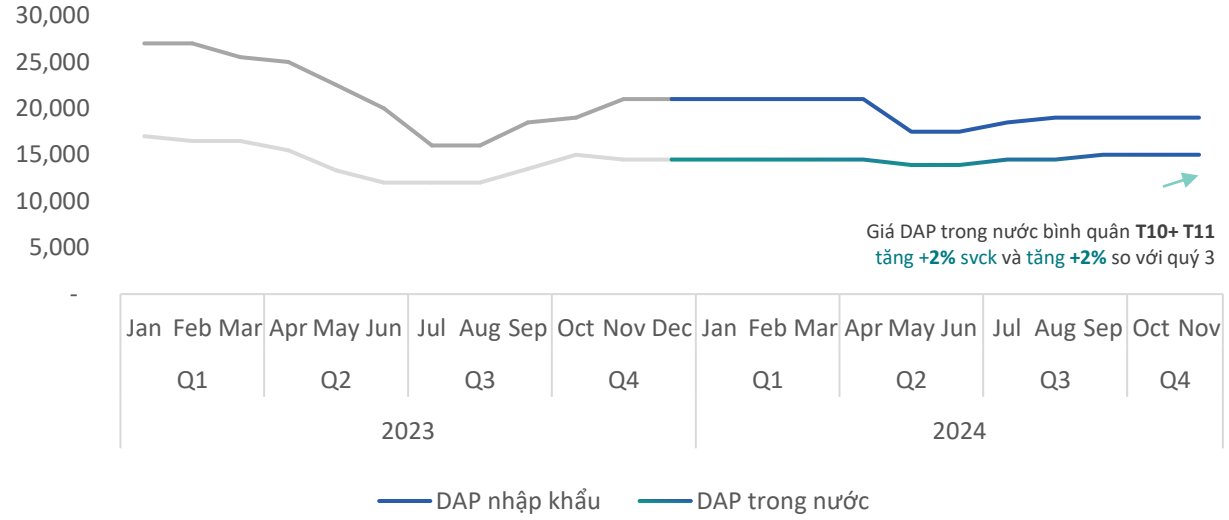
1.3 Giá phân bón tăng nhẹ nhờ nhu cầu cải thiện và giá thế giới duy trì ở mức cao

- Như kỳ vọng của BSC trong báo cáo gần nhất, giá phân bón trong nước tăng nhẹ trong 2 tháng đầu quý 4/2024. Động lực chính đến từ hai yếu tố:
  (i) Nhu cầu tiêu thụ phân bón cải thiện khi bước vào mùa vụ Đông Xuân và **(ii)** chính sách của Trung Quốc và Ấn Độ hỗ trợ giá phân bón thế giới neo cao;
- Cụ thể, bình quân T10 + T11/2024 giá Ure tăng từ 3% - 7% so với quý 3 và giá DAP tăng +2% so với quý 3;

Hình: Giá Ure Phú Mỹ và Ure Cà Mau (VND/kg)



Hình: Giá DAP trong nước và DAP nhập khẩu (VND/kg)



Nguồn: Customs, BSC Research

Chính sách của Ấn Độ và Trung Quốc được kỳ vọng hỗ trợ giá phân bón thế giới neo ở mức cao tới hết Q1/2025 và sau đó bình ổn trở lại, **giá phân bón bình quân năm 2025 dự kiến sẽ tương đương mức của năm 2024**

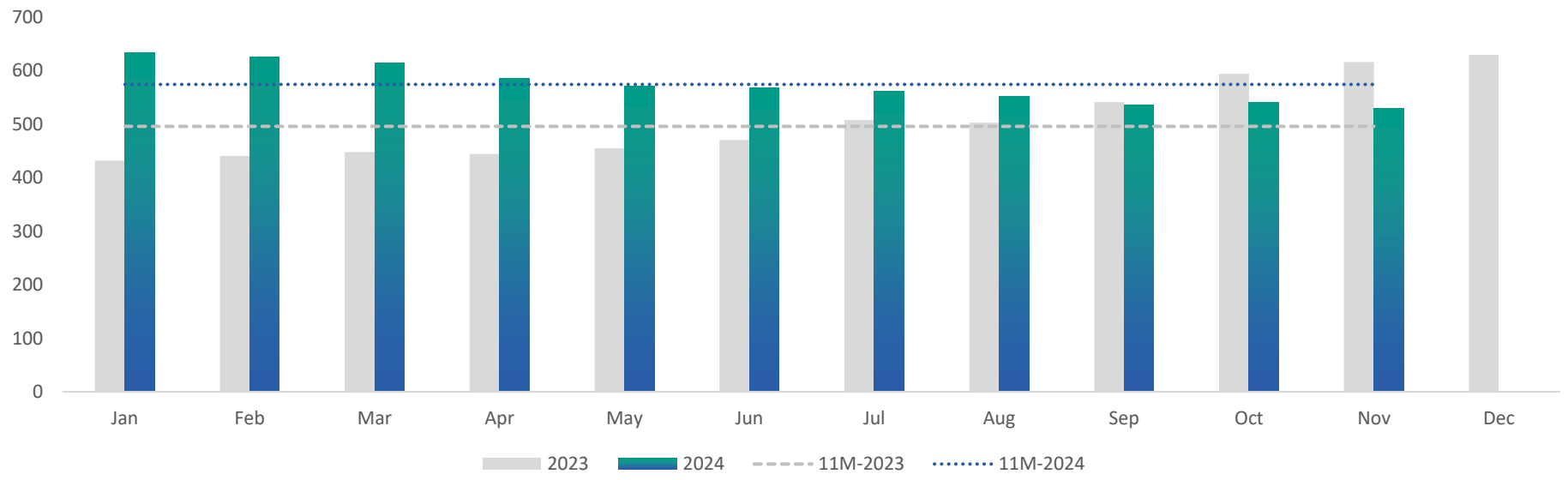
Trung Quốc: Dự kiến quay trở lại thị trường xuất khẩu phân bón, trong đó: **(i) Ure**: Sản lượng xuất khẩu ước tính đạt 2 triệu tấn trong năm 2025, tăng mạnh so với chỉ 274 nghìn tấn trong 10 tháng đầu năm 2024 và **(ii) DAP**: Dự kiến sẽ quay lại thị trường xuất khẩu từ Q2/2025 sau khi kết thúc mùa cao điểm.

Ấn Độ: Lượng nhập khẩu ure trong 9T/2024 giảm 23% YoY (giảm 1 triệu tấn). Dự báo lượng nhập khẩu ure năm 2025 sẽ giảm nhẹ từ mức nền thấp của năm 2024 nhờ các chính sách thúc đẩy khả năng tự sản xuất phân bón trong nước.

1.4 Giá gạo: Ấn Độ quay lại thị trường xuất khẩu, kỳ vọng giá gạo bình quân 2025F giảm nhẹ từ 8 – 10% so với 2024

- Ấn Độ đã dỡ bỏ một số hạn chế xuất khẩu gạo vào tháng 9/2024 khiến nguồn cung gạo trên thị trường thế giới tăng và giá gạo có xu hướng giảm nhẹ;
- Giá gạo 5% tấm bình quân 2 tháng đầu Q4/2024 đạt 535 USD/tấn tương ứng giảm -3% so với quý 2 và giảm -13% svck tương ứng với kỳ vọng của chúng tôi trong báo cáo gần nhất;
- Luỹ kết 11T/2024, giá gạo đạt 574 USD/tấn tăng +16% svck;

Hình: Giá gạo đang có xu hướng giảm nhẹ (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Với áp lực từ việc Ấn Độ quay trở lại thị trường xuất khẩu gạo, chúng tôi kỳ vọng giá gạo bình quân 2025F giảm nhẹ từ 8 – 10% so với 2024, tương ứng khả năng chi trả (Tỷ lệ Giá gạo/ giá phân bón) sẽ giảm nhẹ trong năm 2025F.

NGÀNH SĂM LỐP: NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO DUY TRÌ MỨC CAO

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành **Săm lốp trong 2025F** với những thách thức và thuận lợi đan xen:

- Thách thức: Giá cao su dự kiến duy trì ở mức cao, tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành;
- Thuận lợi: **(i)** Cước vận tải biển hạ nhiệt và kỳ vọng tương đương mức bình quân năm 2024; **(ii)** Kết quả điều tra chính thức CBPG lốp Thái Lan được kỳ vọng sẽ mở ra cơ hội thúc đẩy xuất khẩu từ nửa cuối năm 2025.

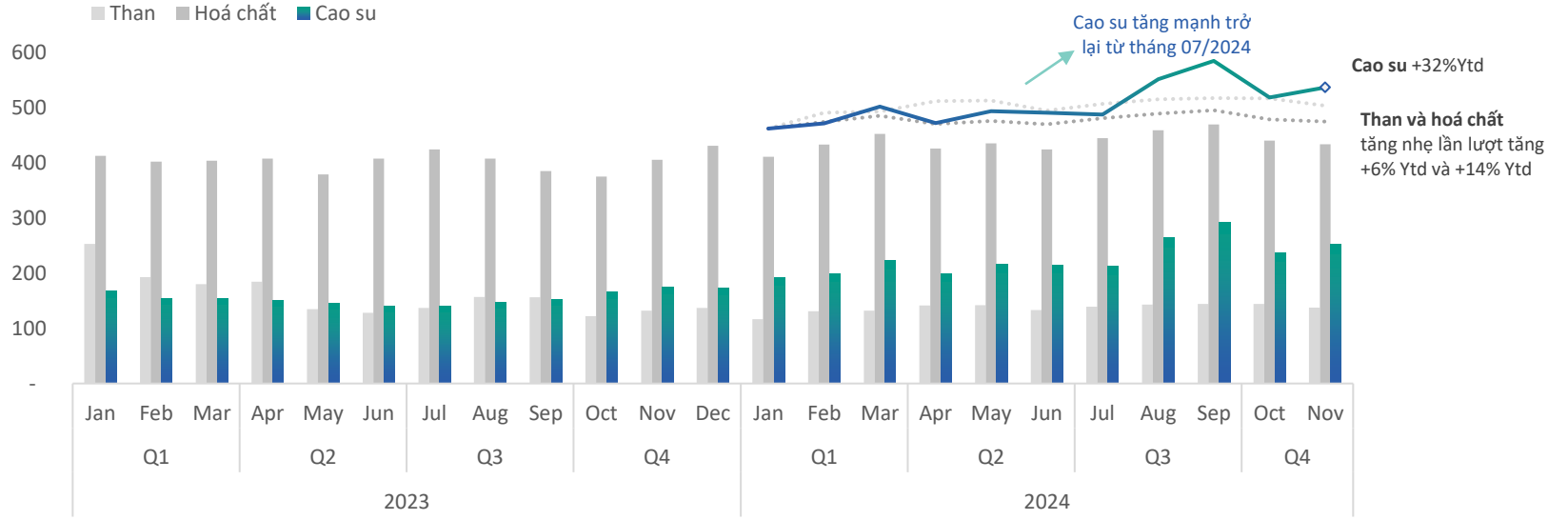
2.1 Chi phí sản xuất duy trì mức cao với áp lực đến từ giá cao su

Chi phí sản xuất ngành săm lốp tiếp tục chịu áp lực lớn do giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là giá cao su, duy trì ở mức cao. Giá các nguyên liệu bình quân T10 & T11/2024:

- Giá cao su: đạt 2,450 USD/tấn, tăng +43% YoY nhưng giảm nhẹ -4% so với bình quân quý 3/2024;
- Giá than: đạt 141 USD/tấn, tăng nhẹ +8% YoY và duy trì tương đương quý 3/2024;
- Chỉ số giá hóa chất: đạt 436 USD/tấn, tăng +8% YoY nhưng giảm nhẹ -5% so với quý 3/2024;

Thời tiết bất lợi như mưa lớn và dịch bệnh trên cây cao su đã làm giảm sản lượng sản xuất cao su khu vực Đông Nam Á cùng với nhu cầu tích trữ cao su nguyên liệu tiếp diễn ở Trung Quốc, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong 1H/2025 và hạ nhiệt dần trong 2H/2025 khi bước vào mùa thấp điểm cao su.

Hình: Nguyên liệu đầu vào: Cao su tăng mạnh và hạ nhiệt dần, than và hoá chất tăng nhẹ (USD/tấn)



**Cao su: USD/100kg*

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Với dự báo giá cao su tiếp tục neo ở mức cao và giá than, hoá chất có xu hướng tăng trở lại chúng tôi cho rằng chi phí sản xuất các doanh nghiệp săm lốp sẽ sẽ duy trì mức cao trong Q4/2024 và 1H/2025. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận gộp có khả năng thu hẹp trước khi phục hồi trong 2H/2025 khi giá cao su hạ nhiệt. Tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp sẽ phụ thuộc vào khả năng tăng giá bán của các doanh nghiệp trong ngành.

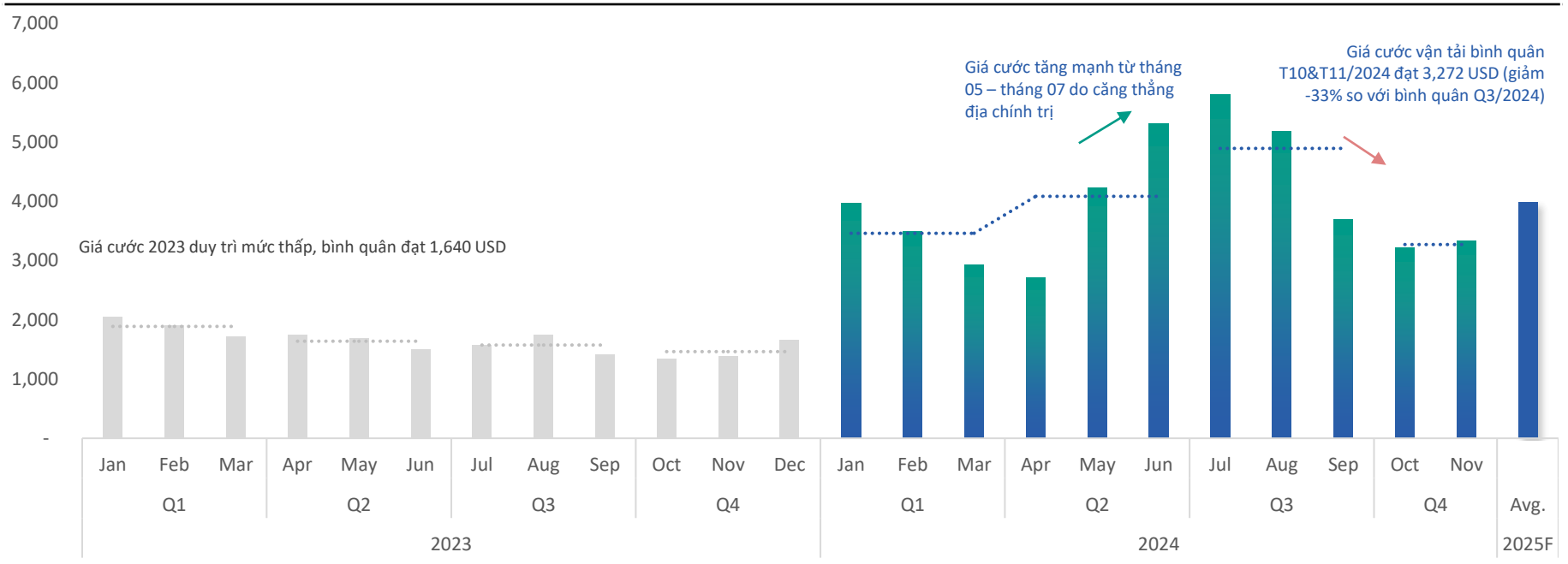
2.2 Giá cước vận tải thế giới hạ nhiệt giảm -44% so với đỉnh tháng 07/2024 và duy trì đi ngang ở mức nền mới do tuyến hàng hải thay đổi

Trước đó, giá cước tăng mạnh từ tháng 5 đến tháng 7/2024 do căng thẳng địa chính trị, nhưng đã giảm trở lại từ tháng 8;

- **Giá cước bình quân Q3/2024** đạt 4,893 USD tương ứng tăng +20% so với quý 2 và tăng +211% so với cùng kỳ;
- **Giá cước bình quân tháng 10 và 11/2024:** Giảm xuống 3,272 USD, giảm -33% so với bình quân quý 3 và -44% so với đỉnh tháng 7;

Với diễn biến căng thẳng địa chính trị và tình trạng tắc cảng tại Mỹ chúng tôi cho rằng chưa có động lực rõ ràng để giá cước giảm sâu hơn. Vì vậy, chúng tôi kỳ **vọng giá cước sẽ tiếp tục ổn định ở mức hiện tại** và **dự phóng giá bình quân năm 2025F sẽ tương đương năm 2024**, đạt khoảng 3,900 USD.

Hình: Giá cước vận tải thế giới hạ nhiệt kỳ vọng mức bình quân 2025F tương đương 2024 đạt 3,900 USD



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tác động đến doanh nghiệp xuất khẩu

Phần lớn các đơn hàng xuất khẩu của ngành săm lốp theo hình thức FOB, nên giá cước vận tải không ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí của doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong trường hợp giá cước tăng mạnh và đột ngột, khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng, đặc biệt là với các thị trường có sức ép chi phí cao.

2.3 Cập nhật điều tra chống bán phá giá lốp Thái Lan nhập khẩu vào Mỹ

- Ngày 15/05/2024, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (US Commerce) đã công bố quyết định sơ bộ về thuế chống bán phá giá đối với lốp nhập khẩu từ Thái Lan với biên độ 2.35%. Đến ngày 10/10/2024, quyết định cuối cùng được ban hành, xác định biên độ thuế chống bán phá giá tăng lên 12.33% (tham khảo báo cáo ngành trước);

- Ngày 08/11/2024 Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ (ITC) kết luận rằng ngành công nghiệp lốp xe của Hoa Kỳ đã chịu thiệt hại đáng kể do các sản phẩm lốp từ Thái Lan được bán phá giá tại thị trường này (chi tiết); Theo đó, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) sẽ ban hành lệnh áp thuế chính thức đối với các sản phẩm lốp nhập khẩu liên quan từ Thái Lan;

- Chúng tôi kỳ vọng việc áp thuế chống bán phá giá lên lốp nhập khẩu từ Thái Lan sẽ mang lại tác động tích cực cho hoạt động xuất khẩu lốp TBR của Việt Nam sang Mỹ, với **DRC là doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp**. Tuy nhiên, do các nhà nhập khẩu Mỹ cần thời gian để giải phóng lượng hàng tồn kho được tích trữ từ trước khi thuế được áp dụng, **chúng tôi kỳ vọng sản lượng xuất khẩu lốp TBR của Việt Nam sang Mỹ sẽ tăng mạnh từ nửa cuối năm 2025 (2H/2025)**.

Bảng: Cập nhật Timeline cuộc điều tra chống bán phá giá lốp Thái Lan vào Mỹ

Sự kiện	Biên độ	Ngày
Nộp đơn khởi kiện		17/10/2023
Ngày bắt đầu điều tra		06/11/2023
Xác định sơ bộ của Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ (ITC)	48.39%	01/12/2023
Xác định sơ bộ của Bộ Thương mại Hoa Kỳ (US Commerce)	2.35%	14/05/2024
Quyết định cuối cùng của Bộ Thương mại Hoa Kỳ (US Commerce)	12.33%	10/10/2024
Quyết định cuối cùng của Ủy ban Thương mại Quốc tế Hoa Kỳ (ITC)	12.33%	8/11/2024
Ban hành thuế chống bán phá giá*		**12/2024**

Nguồn: ITC, BSC Research

Bảng: Biên độ bán phá giá cuối cùng ***(Cập nhật 08/1/2024)***

Nhà xuất khẩu/Nhà sản xuất	Biên độ bán phá giá sơ bộ	Biên độ bán phá giá cuối cùng
Bridgestone Corporation	2.35%	48.39%
Prinx Chengshan Tire (Thailand) Co., Ltd.	0.00%	12.33%
Các NSX khác	2.35%	**12.33%**

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Hoá chất trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hoá chất phục hồi với động lực đến từ:

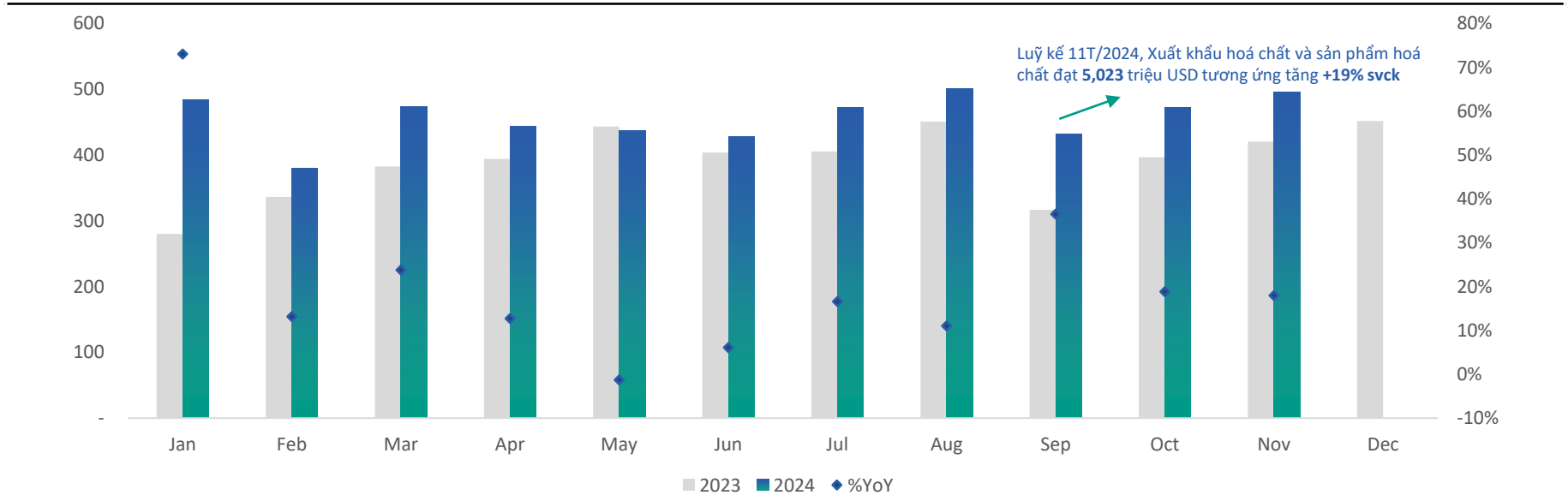
- Xuất khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất tăng +18% svck kỳ tính riêng trong 2 tháng (10 + 11) cũng như luỹ kế 11 tháng đầu năm 2024;
- Hoạt động sản xuất linh kiện điện tử duy trì đà phục hồi và tồn kho chất bán dẫn tiếp tục xu hướng giảm

Cổ phiếu khuyến nghị: DGC *(tham khảo báo cáo)*

3.1 Xuất khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất trong 11T/2024 tăng +19% so với cùng kỳ

- Luỹ kế 11T/2024 giá trị xuất khẩu hoá chất và các sản phẩm hoá chất Việt Nam đạt 5,023 triệu USD, tương đương tăng +19% so với cùng kỳ 2023, trong đó:
  i. Giá trị xuất khẩu hoá chất đạt 2,566 triệu USD, tăng +22% svck
  ii. Giá trị xuất khẩu các sản phẩm hoá chất đạt 2,458 triệu USD, tăng +15% svck
- Tính riêng trong 2 tháng đầu quý 4 (tháng 10 + tháng 11) giá trị xuất khẩu hoá chất và các sản phẩm hoá chất đạt 968 triệu USD, tăng +18% svck và tăng +7% so với quý 3;

Hình: Xuất khẩu hoá chất và các sản phẩm hoá chất tiếp tục tăng trưởng +18% svck trong 2 tháng đầu quý 3



Nguồn: FiinX, BSC Research

Tuy nhiên, **giá trị xuất khẩu tăng chủ yếu nhờ khối lượng xuất khẩu tăng**, trong khi **giá hóa chất phân hóa giữa các sản phẩm.**

3.1 Xuất khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất tăng, tuy nhiên sự phục hồi giá hoá chất phân hoá

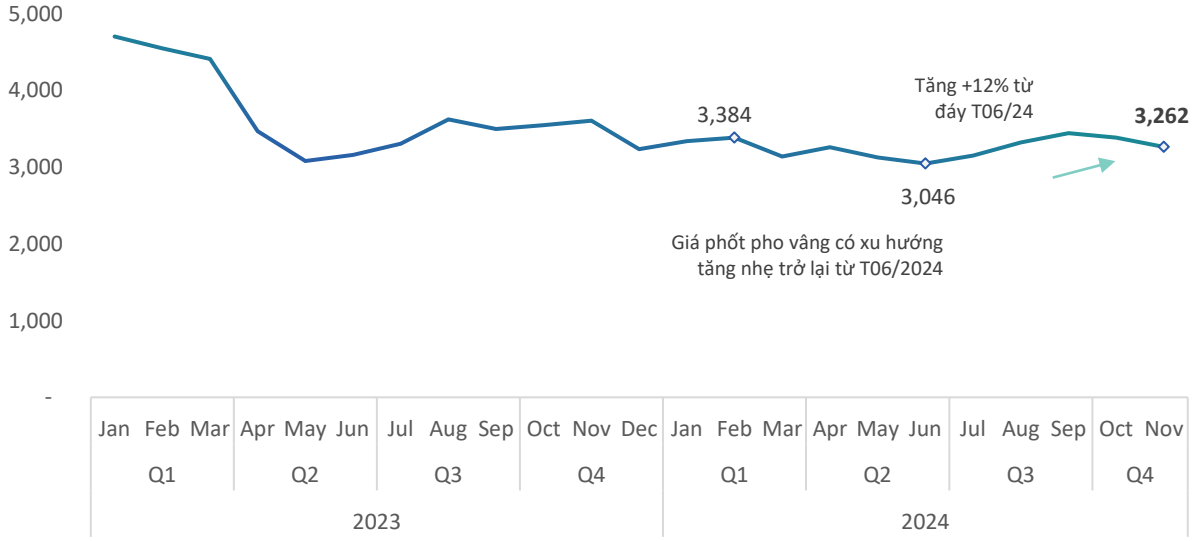
Tuy nhiên sự phục hồi giá hoá chất so với quý 3 phân hoá giữa các sản phẩm chính trong đó: giá phốt pho vàng tăng nhẹ +1% QoQ, giá xút tương đương quý 3 và giá axit sulfuric +25%QoQ.

Bình quân giá các hoá chất trong 2 tháng đầu quý 4/2024 (tháng 10 + tháng 11):

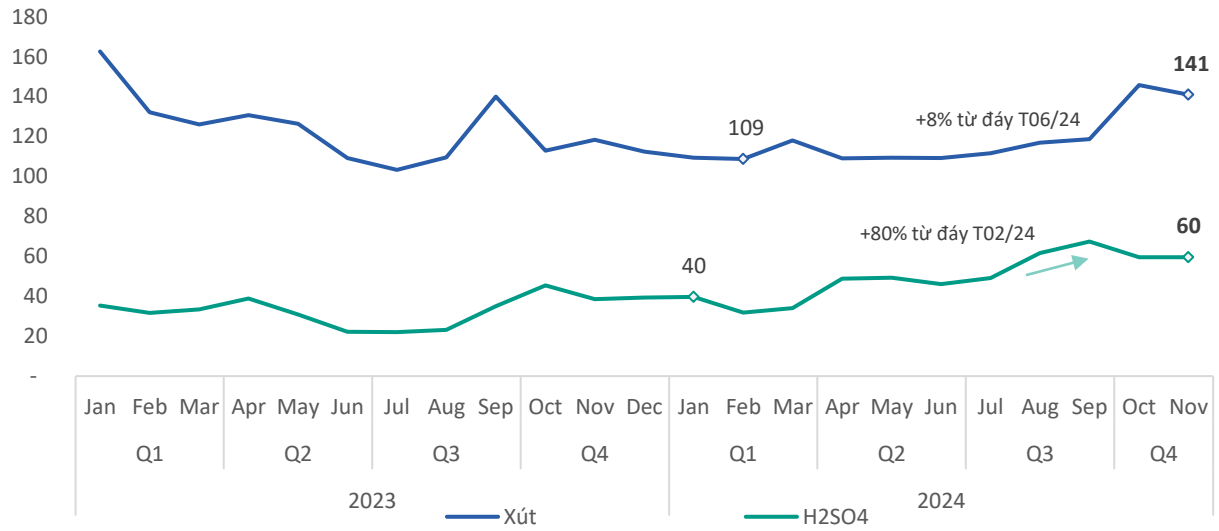
- Giá phốt pho vàng bình quân đạt 3,324 USD/tấn tương ứng tăng +1% so với quý 3 tuy nhiên giảm -4% svck;
- Giá axit sulfuric và giá xút bình quân lần lượt đạt 143 USD/tấn (tăng +25% svck và so với quý 3) và 60 USD/tấn (tương đương quý 3 tuy nhiên tăng +45% so với mức nền thấp cùng kỳ);

Chúng tôi nhận thấy chưa có động lực rõ ràng để thúc đẩy giá hóa chất tăng mạnh mẽ trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi **kỳ vọng giá hóa chất trong năm 2025F** sẽ cải thiện nhẹ với **biên độ tăng +5% - 8%** so với bình quân năm 2024, trong khi nhu cầu hóa chất phục hồi sẽ được thúc đẩy chủ yếu bởi **sản lượng tiêu thụ hóa chất tăng.**

Hình: Giá phốt pho vàng tại Trung Quốc T10+T11/2024 tăng +1% so với quý 3 (USD/tấn)



Hình: Giá axit sulfuric T10+T11/2024 tại Trung Quốc tăng +25% QoQ trong khi giá xút Trung Quốc tương đương quý 3 (USD/tấn)

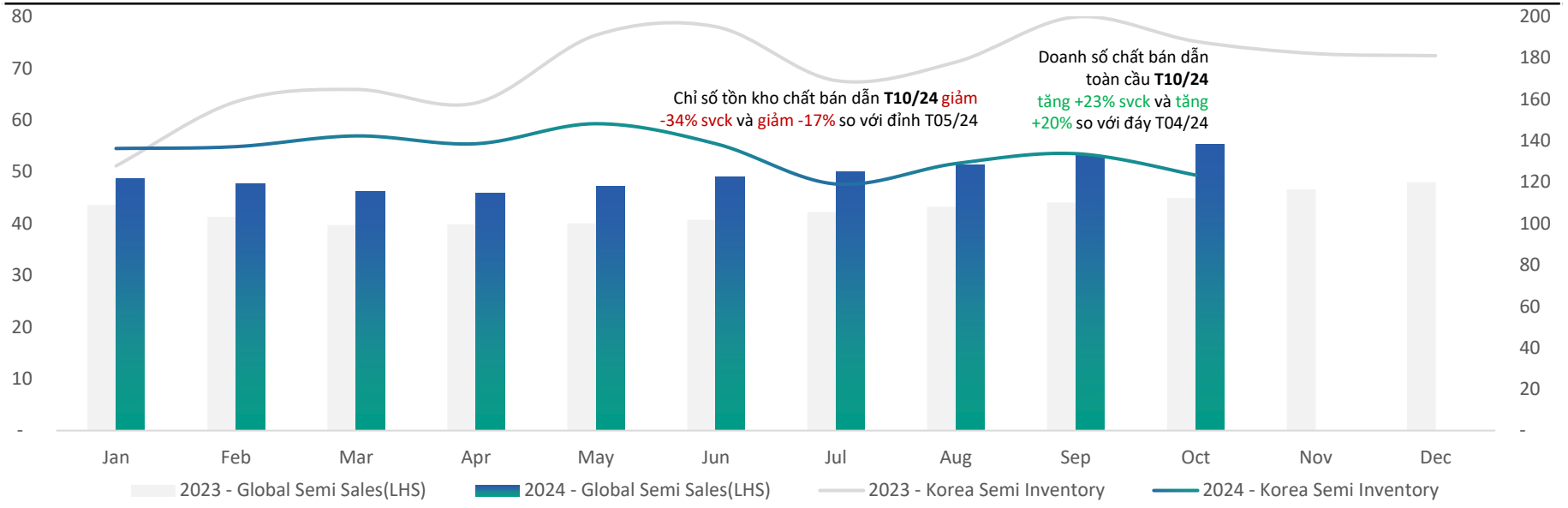


Nguồn: Customs, BSC Research

3.2 Hoạt động sản xuất linh kiện điện tử duy trì đà phục hồi được hỗ trợ bởi xu hướng giảm tồn kho chất bán dẫn và sự tăng trưởng nhu cầu sản xuất

- Doanh số chất bán dẫn toàn cầu: Bình quân tháng đầu quý 4/2024 tăng +23% YoY và +7% QoQ, cho thấy ngành sản xuất chất bán dẫn đang nối tiếp đà phục hồi mạnh mẽ từ các quý trước.
- Bên cạnh đó, chỉ số theo dõi tồn kho chất bán dẫn và các linh kiện điện tử tại Hàn Quốc cũng cho thấy xu hướng giảm hàng tồn kho tiếp tục trong đầy quý 4. Chỉ số tồn kho cuối tháng 10/2024 giảm còn 123 tương ứng mức giảm -34% svck và giảm -4% so với quý 3.

Hình: Doanh số chất bán dẫn duy trì đà tăng và tồn kho chất bán dẫn tiếp tục giảm trong đầu quý 4/2024



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Với xu hướng giảm hàng tồn kho và nhu cầu sản xuất linh kiện điện tử tăng trưởng như kỳ vọng, chúng tôi **duy trì quan điểm rằng nhu cầu hóa chất sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2025**, phù hợp với nhận định trong báo cáo gần nhất.

TOP CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ NĂM 2025

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	23/12/2024		
NT2	5,758	6,108	7,495	-4%	23%	473	299	474	-37%	59%	1,037	1,647	19.2	12.1	1.2	1.1	3%	5%	7%	10%	20,000	25,000	25%
GAS	160,473	105,729	116,523	18%	10%	11,606	11,605	12,511	0%	8%	4,954	5,340	13.8	12.8	2.7	2.6	15%	16%	13%	19%	68,500	83,100	21%
PVD	13,174	8,659	9,405	49%	9%	585	651	741	11%	14%	1,048	1,194	20.5	18.0	0.9	0.8	4%	4%	5%	6%	23,700	28,100	19%
PVS	16,251	21,892	36,151	13%	65%	1,026	1,111	1,345	8%	21%	1,743	2,110	14.6	12.1	1.3	1.2	4%	5%	10%	10%	34,000	40,300	19%
QTP	6,613	11,741	12,822	-3%	9%	612	774	963	27%	24%	1,721	2,140	8.4	6.8	1.1	0.9	10%	12%	14%	15%	14,700	17,100	16%
DGC	44,244	10,045	11,563	3%	15%	3,100	3,046	3,456	-2%	13%	8,022	9,100	14.5	12.8	3.2	2.7	20%	19%	24%	24%	116,500	133,400	15%
DDV	2,982	3,330	3,414	5%	3%	69	144	214	108%	49%	982	1,466	19.3	13.0	2.1	2.1	8%	13%	11%	16%	20,500	22,900	12%

Source: BSC Research

**Giá đóng cửa 12/12/2024*

NT2 – VƯỢT VŨ MÔN

TP: VND 25,000 - Upside +25%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

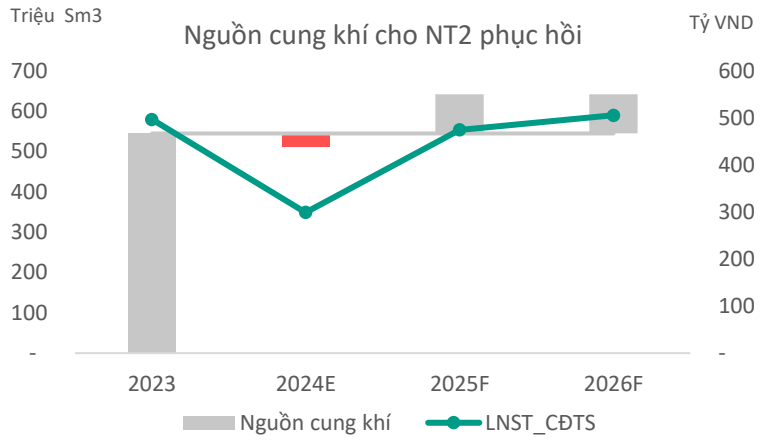
Luận điểm đầu tư:

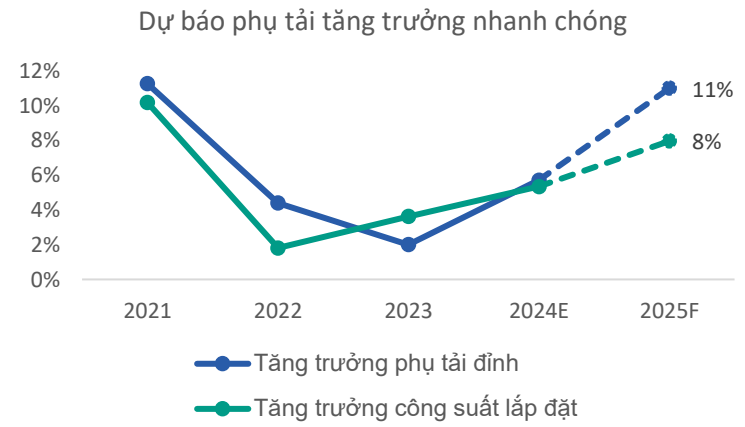
1. Trong năm 2025, phụ tải được dự báo tăng trưởng 11% YoY trong khi công suất lắp đặt chỉ tăng trưởng 7% YoY, do đó, các nhà máy cần tăng hiệu suất hoạt động.
2. NOAA dự báo trong năm 2025, xác suất xảy ra La nina sẽ giảm dần và đổi sang trung tính, do đó, BSC kỳ vọng sản lượng thủy điện có thể giảm từ 8-10% YoY và bù đắp bằng sản lượng nhiệt điện tăng 18% YoY.
3. Trong tháng 2/2025, nhà máy điện khí BOT Phú Mỹ 2.2 sẽ được bàn giao cho EVN và có kế hoạch tạm dừng hoạt động hoặc hoạt động với nhiên liệu nhập khẩu LNG. Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ là một trong các nhà máy được ưu tiên sử dụng nguồn khí do nhà máy BOT này để lại.

Rủi ro:

1. Sự cố ở đường ống dẫn khí ngoài khơi sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của nhà máy.
2. Nền kinh tế phục hồi chậm dẫn đến sản lượng huy động thấp hơn dự kiến.

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	20,000
Vốn hoá (Tỷ VND)	5,758
KLGD trung bình 6M (Triệu CP)	0.389
Room khối ngoại còn lại	35.6%





	2023	2024F	2025F	2026F
PE	15.0	21.0	12.0	10.9
PB	1.7	1.2	1.1	1.0
PS	1.2	0.9	0.8	0.8
ROE (%)	11%	6%	10%	10%
ROA (%)	6%	3%	5%	5%

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6,383	6,051	7,430	7,629
Lợi nhuận gộp	509	262	610	605
LNST-CĐTS	496	274	478	529
EPS	1,723	951	1,661	1,838
Tăng trưởng EPS	-44%	-45%	75%	11%

Nguồn: BSC Research

GAS – LPG và LNG bù đắp sụt giảm giá khí truyền thống

TP: VND 83,100 - Upside +21%

Investment Thesis

GAS là công ty độc quyền trong lĩnh vực thu gom, vận chuyển, phân phối khí và các sản phẩm khí truyền thống. Sản lượng khí vận chuyển của GAS kỳ vọng tăng trưởng khi dự án Lô B - Ô Môn đón dòng khí đầu tiên vào năm 2027. Ngoài ra, công ty đóng vai trò quan trọng trong quá trình chuyển dịch cơ cấu ngành điện của Việt Nam: GAS là đơn vị đầu tiên có giấy phép xuất nhập khẩu LNG – nguồn khí đầu vào cho hơn 13 dự án điện LNG.

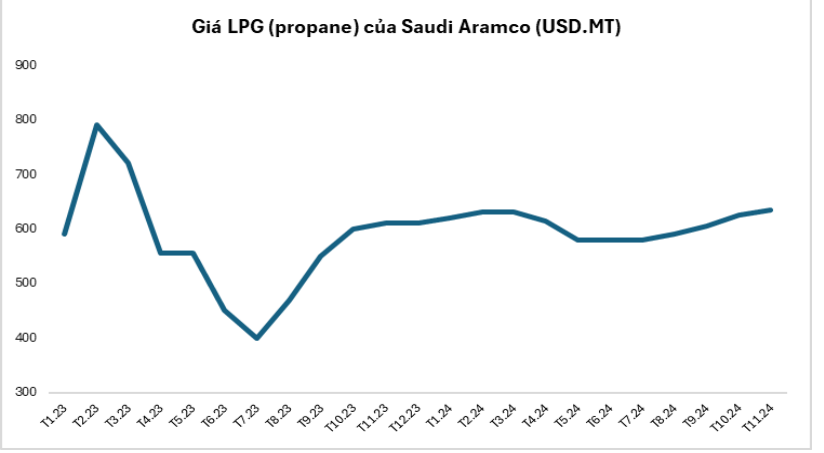
Luận điểm đầu tư

1. **Lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng nhờ sản lượng LPG và LNG bù đắp sự suy giảm của khí thiên nhiên.** Sản lượng LPG và LNG kỳ vọng tăng 22% và 50% bù đắp cho sự sụt giảm 9% của khí thiên nhiên
2. **Doanh nghiệp đầu ngành với tỷ suất cổ tức kỳ vọng 2024F** quanh mức 5.2%. BSC cho rằng năm 2024F, cổ tức tiền mặt giảm về 3,600 VND/cp, tương ứng với tỷ suất là 5.2, tương đương lãi suất tiết kiệm.

Risks: (1) Giá dầu và giá khí giảm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của GAS (2) Dự án Lô B - Ô Môn bị chậm tiến độ

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	68,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	160,473
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	0.4
Room khối ngoại còn lại	2.4%





	2022	2023	2024F	VN-Index		2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	15.9	17.1	13.8	14.8	Net revenue	100,724	89,954	105,729	116,523
PB (x)	3.3	2.8	2.5	1.9	Gross profit	21,315	16,925	18,447	19,063
PS (x)	1.8	1.9	1.8	1.3	NPATMI	14,798	11,606	11,605	12,511
ROE (%)	21.4%	18.6%	19%	13%	EPS	7,649	4,972	4,954	5,340
ROA (%)	15.0%	13.8%	15%	2%	% YoY EPS	76%	-35%	0%	8%

Source: BSC Research

PVD – GIÀN KHOAN MỚI ĐI VÀO HOẠT ĐỘNG TỪ Q4.2025

TP: VND 28,100 - Upside +19%

Luận điểm đầu tư

Doanh nghiệp: PV Drilling là nhà cung cấp chuyên nghiệp giàn khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan cũng như cung ứng nhân lực cho hoạt động khoan trên đất liền và ngoài khơi

Luận điểm đầu tư

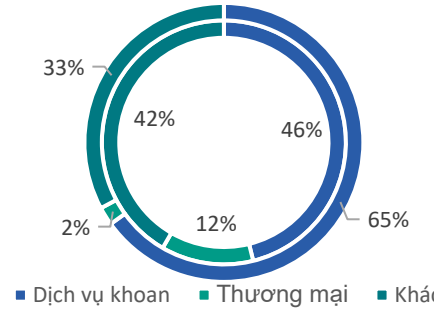
- **Hiệu suất sử dụng giàn khoan tự nâng duy trì ở mức cao** Trong giai đoạn 2H2024 và 2025, 5/6 giàn khoan của PVD (trừ giàn PVD 11) đều đảm bảo việc làm. BSC cho rằng các hợp đồng đều đã được ký và là các hợp đồng dài hạn (> 12 tháng) nên hiệu suất hoạt động của các giàn trong 2024F và 2025F kỳ vọng quanh mức 99%.
- **Giàn khoan mới đi vào hoạt động từ Q4.2025** PVD công bố đã đầu tư một giàn khoan mới (tương tự các giàn khoan PVD đang sở hữu), dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ Q4.2025 sau thời gian PVD tiến hành cải tạo. BSC kỳ vọng giàn khoan mới sẽ nâng mức nền lợi nhuận của PVD vào năm 2026.

CATALYST: (I) Lô B - Ô Môn có FID (ii) Công ty mua giàn khoan mới

Rủi ro: (1) Giá dầu biến động mạnh ảnh hưởng tới giá thuê giàn và lợi nhuận của PVD; (2) Các dự án thượng nguồn dầu khí bị chậm tiến độ.

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	23,700
Vốn hoá (Tỷ VND)	13,174
KLGD 30n (Triệu CP)	5.70
Room khối ngoại	39%

Cơ cấu doanh thu



Report Link

	2022	2023	2024F	VN-Index
PE	-90.0	30.0	22.8	14.7
PB	0.7	1.1	0.8	1.6
PS	1.8	2.9	2.0	1.3
ROE (%)	-1.1%	3.7%	5%	16%
ROA (%)	-0.7%	2.6%	4%	5%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5,432	5,812	8,659	9,405
Lợi nhuận gộp	578	1,301	1,840	1,987
NPATMI	-99	541	651	741
EPS	-242	803	1,048	1,194
Tăng trưởng EPS	572%	N/A	29%	14%

Source: BSC Research

PVS – GHI NHẬN DOANH THU LỢI NHUẬN TỪ LÔ B

TP: VND 40,300 - Upside +19%

Investment Thesis

PVS có lợi thế lớn nhờ sở hữu (i) một số kỹ sư lành nghề với mức lương cạnh tranh so với các nước trong khu vực (ví dụ: Hàn Quốc, Đài Loan) (ii) hạ tầng cảng biển trải dài cả nước (bao gồm cả cảng nước sâu) để thực hiện thi công cho các dự án điện gió

Luận điểm đầu tư

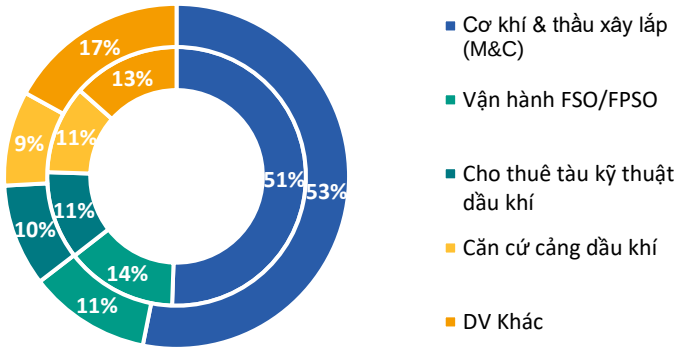
1. Triển vọng khối lượng công việc của mảng M&C năm 2025F là tích cực nhờ (i) các dự án điện gió nước ngoài (tồn đọng 1,2 tỷ USD đến nay) (ii) dự án Lô B - Ô Môn (1 tỷ USD). Một số dự án chưa công bố giá trị.
2. Triển vọng dài hạn từ phân khúc điện gió ngoài khơi, nhờ xu hướng đầu tư năng lượng tái tạo tại Việt Nam (PDP VIII) và các nước trong khu vực.

CATALYST: (I) Chuỗi dự án Lô B - Ô Môn đạt quyết định đầu tư cuối cùng (ii) Dự án điện gió mới

Rủi ro: (1) Tiến độ thực hiện dự án chậm hơn dự kiến; (2) Biến động mạnh của giá dầu có thể ảnh hưởng đến các hợp đồng

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	34,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	16,251
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	7.98
Room khối ngoại còn lại	21%

Cơ cấu doanh thu



	2022	2023	2024F	VN-Index
PE (x)	17.8	22.1	19.5	14.8
PB (x)	0.9	1.1	1.3	1.9
PS (x)	0.8	0.7	0.8	1.3
ROE (%)	6.5%	7.6%	9.5%	13%
ROA (%)	3.2%	3.5%	3.6%	2%

	2022	2023	2024F	2025F
Net revenue	16,413	19,349	21,892	36,151
Gross profit	865	948	1,250	2,031
NPATMI	773	899	1,111	1,346
EPS	1,171	1,815	1,743	2,110
% YoY EPS	29%	-12%	10%	21%

Source: BSC Research

QTP – MỘT NĂM BẬN RỘN

TP: VND 17,100 - Upside +16%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

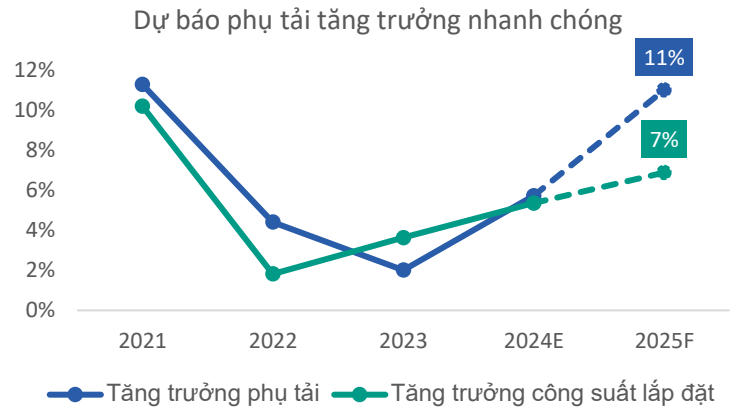
Luận điểm đầu tư:

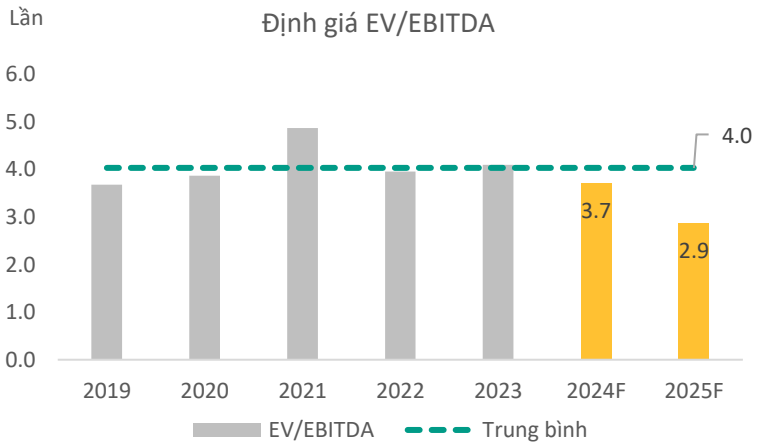
1. Trong năm 2025, phụ tải được dự báo tăng trưởng 11% YoY trong khi công suất lắp đặt chỉ tăng trưởng 7% YoY, gây nên căng thẳng trong hệ thống điện và cần tăng huy động các nguồn điện.
2. NOAA dự báo trong năm 2025, xác suất xảy ra La nina sẽ giảm dần và đổi sang trung tính, do đó, BSC kỳ vọng sản lượng thủy điện có thể giảm từ 8-10% YoY và bù đắp bằng sản lượng nhiệt điện tăng 18% YoY.
3. Giá than đang có xu hướng giảm dần và có thể duy trì mức thấp do các nước phát triển đang giảm dần sử dụng điện than, tăng cường phát triển điện LNG và năng lượng tái tạo.

Rủi ro:

1. Sự cố kỹ thuật có thể khiến nhà máy gián đoạn sản xuất và tăng chi phí sửa chữa
2. Nền kinh tế phục hồi chậm dẫn đến sản lượng huy động thấp hơn dự kiến.

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	14,700
Vốn hoá (Tỷ VND)	6,613
KLGD trung bình 6M (Triệu CP)	0.323
Room khối ngoại còn lại	48.1%





	2023	2024F	2025F	Peers
PE	10.9	8.6	6.9	7.0
PB	1.2	1.1	0.9	0.8
PS	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	11%	14%	15%	13%
ROA (%)	8%	10%	12%	10%

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	12,058	11,741	12,822	12,782
Lợi nhuận gộp	817	936	1,109	1,066
LNST-CĐTS	612	774	963	949
EPS	1,360	1,721	2,140	2,108
Tăng trưởng EPS	-20%	27%	24%	-1%

Nguồn: BSC Research

DGC – CHỜ CƠN GIÓ ĐÔNG

TP: 133,600 VND - Upside +15%

Luận điểm đầu tư

Luận điểm đầu tư:

1. **Nhu cầu hoá chất phục hồi** với động lực đến từ sản lượng trong bối cảnh giá bán phục hồi chậm hơn, dự báo tăng trưởng lợi nhuận ròng 2024F – 2025F đạt CAGR = 9%;
2. **Nghi Sơn – Đức Giang:** bước tiến mới trong việc triển khai, dự án dự kiến sẽ đóng góp doanh thu kể từ 2026F
3. **Củng cố vị thế đầu ngành hoá chất** thông qua các cơ hội M&A với vị thế tiền mặt lớn chiếm 70% tổng tài sản.

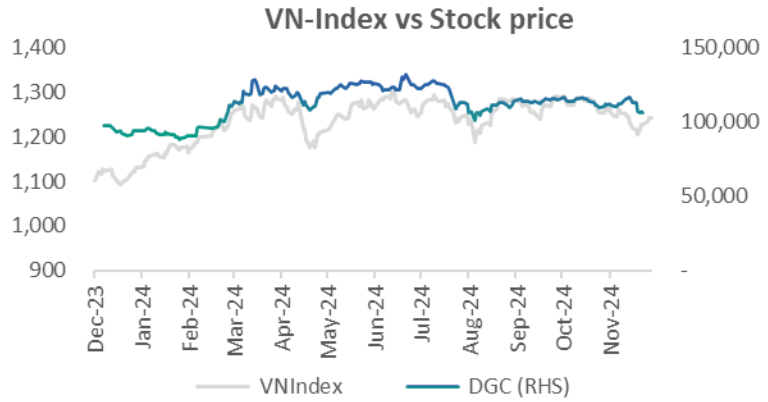
Định giá: Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DGC với giá mục tiêu 2025F = 133,600 dựa trên phương pháp định giá FCFF với giả định WACC = 15.3% và Terminal EV/EBITDA mục tiêu = 8.5x.

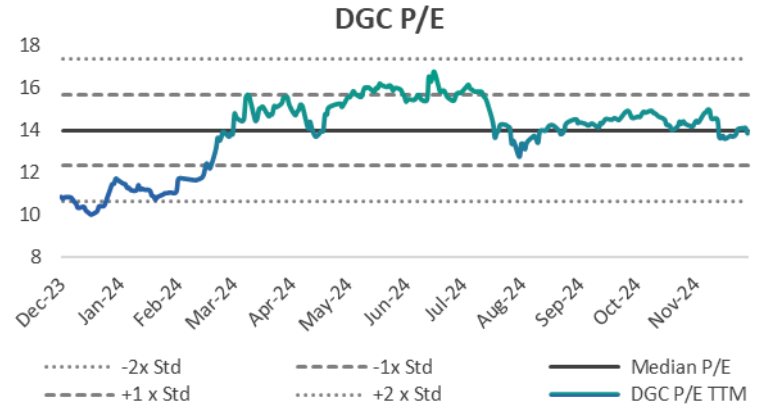
Catalyst: Dự án BĐS Đức Giang – cơ chế tháo gỡ nhờ NQ về thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất

Rủi ro:

- Rủi ro: giá bán và sản lượng phốt pho thấp hơn dự báo;
- Rủi ro pháp lý: sự cố môi trường tiềm ẩn và;
- Rủi ro về chính sách thuế.

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	115,500
Vốn hoá (tỷ VND)	44,244
KLGD 30N (Tr. cp)	1.6
Room khối ngoại	31%





	2024F	2025F	2026F	VN-Index
P/E (x)	14.5	12.7	11.6	14.3
P/B (x)	3.2	2.7	2.4	1.7
P/S (x)	4.4	3.8	3.2	1.7
ROE (%)	24%	24%	23%	12%
ROA (%)	20%	19%	18%	2%

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9,748	10,045	11,563	13,873
Lợi nhuận gộp	3,440	3,588	4,049	4,371
LN sau thuế	3,100	3,046	3,456	3,788
EPS	7,673	8,022	9,100	9,975
Tăng trưởng EPS	-44%	5%	13%	10%

Source: BSC Research

DDV – HẾT KHẤU HAO TRONG NĂM 2025

TP: 22,900 VND - Upside +12%

Luận điểm đầu tư

Luận điểm đầu tư:

1. **Lợi nhuận tạo mức nền mới từ 2025 gấp 2.5 lần so với bình quân giai đoạn 2017 – 2021 nhờ:**

   (1.1) Hết khấu hao nhà máy từ Q2/2025 giúp khấu hao 2025F giảm 57 tỷ và;

   (1.2) Luật thuế VAT có hiệu lực từ 01/07/2025 giúp tăng sản lượng kinh doanh và giảm giá thành đầu vào thông qua hoàn thuế đầu vào;

2. **Tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt lớn** (chiếm gần 50% tổng tài sản) là bệ phóng giúp DDV nghiên cứu các dự án đầu tư.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DDV với giá mục tiêu 2025F = 22,900 VND/cp dựa trên phương pháp định giá EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2025F = 8.4 lần.

Catalyst: Triển khai dự án nâng cao chất lượng sản phẩm axit phosphoric và sản xuất phân bón MAP với công suất 60.000 tấn/năm.

Rủi ro:

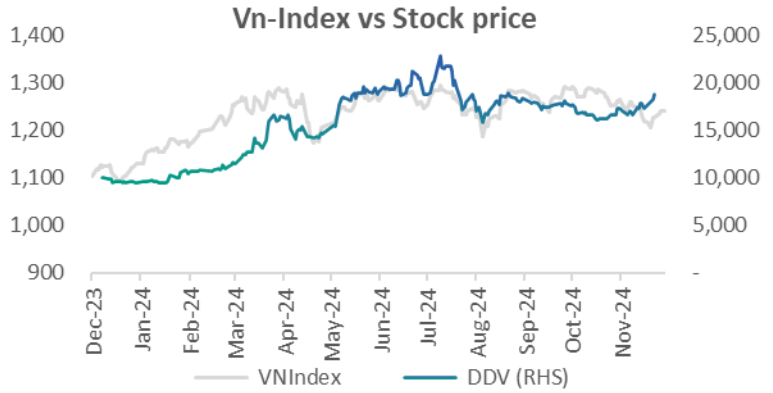
- Rủi ro: Trung Quốc đẩy mạnh xuất khẩu khiến giá bán bình quân thấp hơn ước tính và;
- Rủi ro thiếu quặng khiến sản lượng sản xuất thấp hơn ước tính.

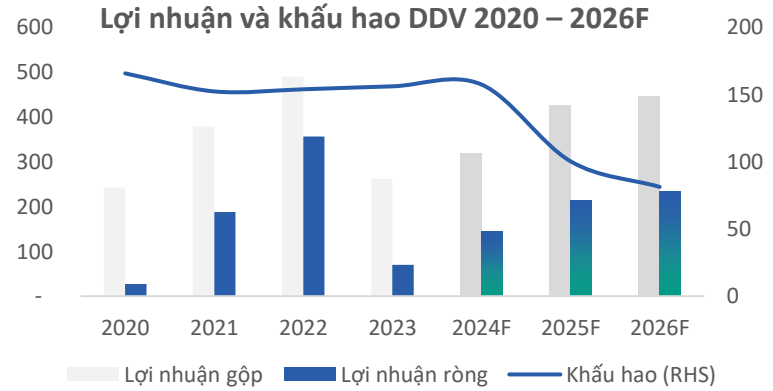
	2023	2024F	2025F	VN-Index
P/E (x)	32.7	17.3	11.6	14.3
P/B (x)	1.4	1.8	1.8	1.7
P/S (x)	0.7	0.7	0.7	1.7
ROE (%)	4%	11%	16%	12%
ROA (%)	3%	8%	13%	2%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,270	3,210	3,330	3,414
Lợi nhuận gộp	490	262	318	427
LN sau thuế	357	70	144	214
EPS	2,377	481	982	1,466
Tăng trưởng EPS	82%	-80%	104%	49%

Source: BSC Research

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	20,500
Vốn hoá (tỷ VND)	2,776
KLGD 30N (Tr. cp)	1.5
Room khối ngoại	44%



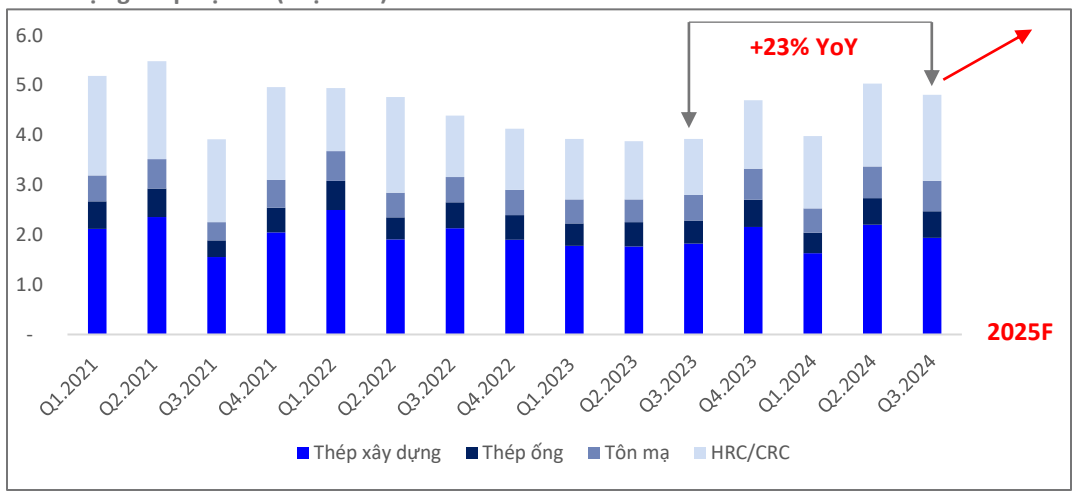




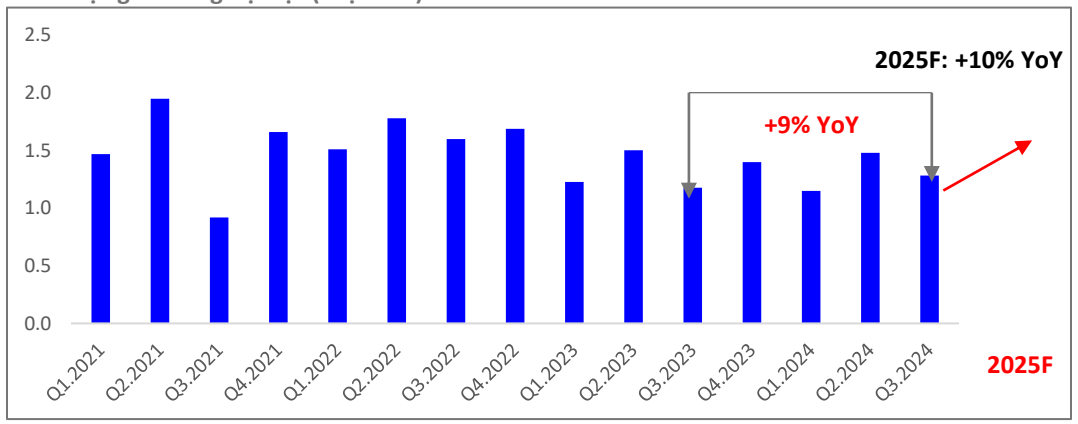
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH
VẬT LIỆU XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN

NGÀNH VLXD: S.LƯỢNG NỘI ĐỊA PHỤC HỒI NĂM 2025 –CHỌN CÔNG TY ĐẦU NGÀNH ĐỊNH GIÁ RẺ

Sản lượng thép nội địa (triệu tấn)



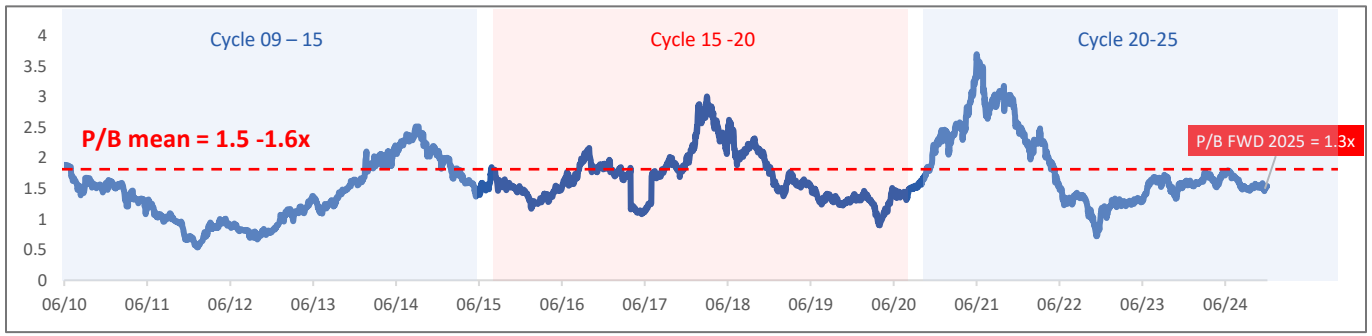
Sản lượng xi măng nội địa (triệu tấn)



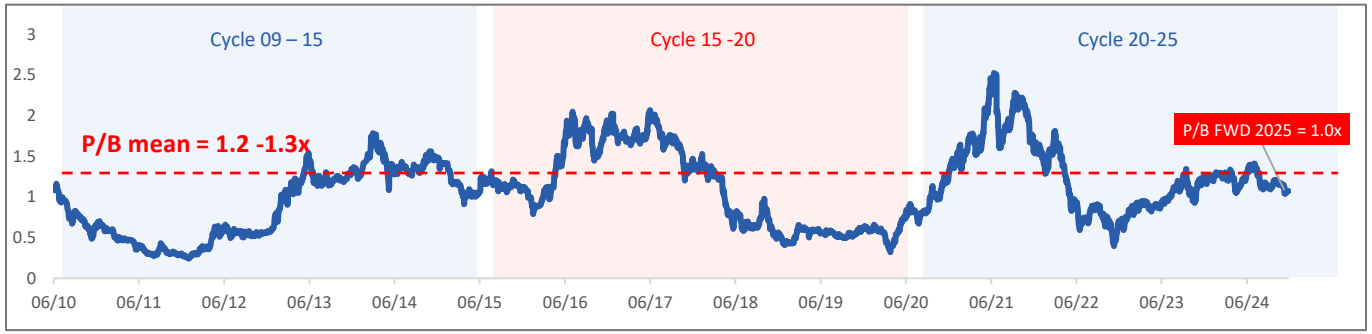
BSC đã đề cập sản lượng VLXD phục hồi kể từ Quý 2.2024 trong Báo cáo ngành trước đó. Sang năm 2025, BSC giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Vật liệu xây dựng nhờ thị trường Bất động sản nội địa phục hồi.

- **Sản lượng thép trong nước +15% YoY vào năm 2025F nhờ** (1) các dự án bất động sản được mở khóa, (2) VN áp thuế CBPG đối với HRC và tôn mạ.
- **Sản lượng xi măng trong nước + 10% YoY vào năm 2025F nhờ** (1) các dự án bất động sản được mở khóa (2) đẩy mạnh đầu tư công.

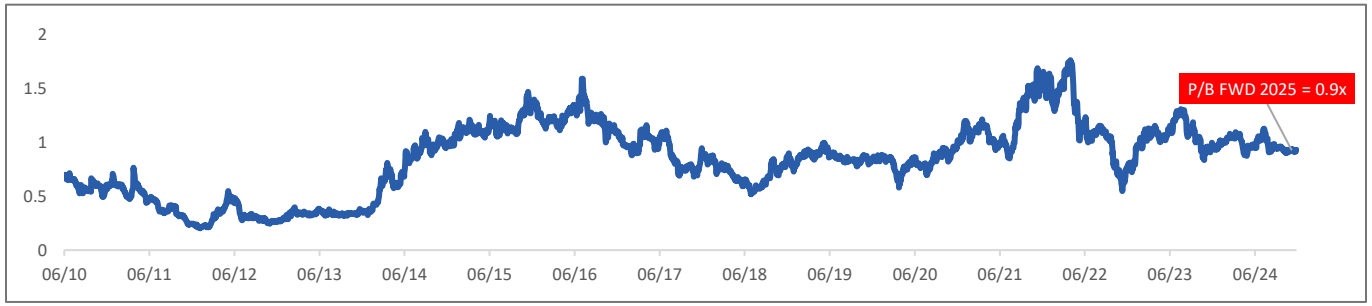
Định giá thấp trong chu kỳ - HPG



Định giá thấp trong chu kỳ - HSG



Định giá thấp trong chu kỳ - HT1



Định giá thấp của các doanh nghiệp đầu ngành

- **Cổ phiếu đáng chú ý:** Các doanh nghiệp đầu ngành gồm: HPG, HSG, HT1
- **Định giá thấp trong chu kỳ:** P/B FWD 2025 HSG, HT1 = 1x and HPG = 1.3x.

NGÀNH VLXD: S.LƯỢNG XUẤT KHẨU GIẢM TRONG NĂM 2025 DO VIỆT NAM BỊ ÁP THUẾ CBPG

Thép Việt Nam đang bị khởi xướng điều tra áp thuế CBPG

Quốc gia	Biện pháp	Ngày thông báo	% sản lượng xuất khẩu Việt Nam
EU	Khởi xướng điều tra CBPG thép HRC từ Việt Nam	T8/2024	
EU	Khởi xướng điều tra CBPG thép tôn mạ từ Việt Nam	Q3/2024	
Ấn Độ	Khởi xướng điều tra CBPG thép HRC từ Việt Nam	T8/2024	
Ấn Độ	Khởi xướng điều tra CBPG thép tôn mạ từ Việt Nam	Q3/2024	

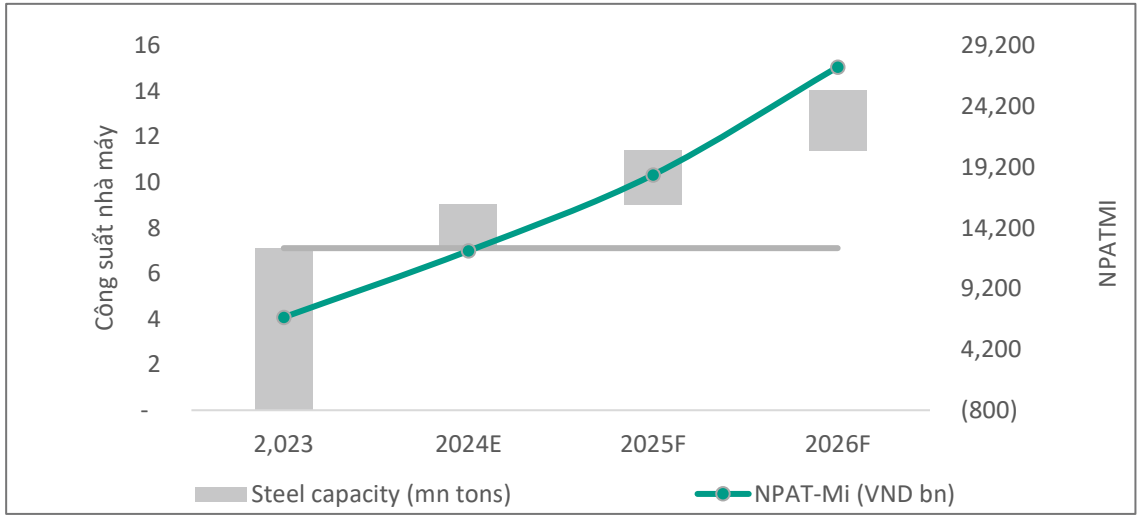
Tình trạng dư thừa thép Trung Quốc sẽ trầm trọng hơn vào 2H.2025

Quốc gia	Biện pháp	Ngày thông báo	% sản lượng xuất khẩu TQ
Việt Nam	Khởi xướng chống bán phá giá thép HRC từ Trung Quốc	T6/2024	11%
Hàn Quốc	Huyndai Steel và Dongkuk gửi đơn kiện thép hình chữ H từ Trung Quốc	T6/2024	1%
Indonesia	Dự kiến áp dụng 200% thuế vào thép Trung Quốc	T7/2024	4%
Brazil	Khởi xướng điều tra chống bán phá giá thép từ Trung Quốc	T3/2024	3%
Malaysia	Gia hạn thuế chống bán phá giá thép cuộn cán nguội từ Trung Quốc trong 5 năm tiếp theo; Khởi xướng điều tra chống bán phá giá thép cán dẹt trong năm 2024.	T8/2024	3%
Ấn Độ	Gia hạn thuế choonsgias với thép dẹt từ Trung Quốc trong 5 năm tiếp theo.	T9/2023	3%
Mexico	Áp dụng 80% thuế vào thép Trung Quốc	T12/2023	2%
US	Tăng thuế suất từ 7.5% lên 22.5% vào một số mặt hàng thép từ Trung Quốc	T8/2024	1%
EU	Áp dụng biện pháp chống bán phá giá đối với thép Trung Quốc	T5/2023	1%
Canada	Dự kiến áp dụng 25% thuế vào thép Trung Quốc	T10/2024	0.4%
Thổ Nhĩ Kỳ	Khởi xướng điều tra chống bán phá giá thép HRC từ Trung Quốc.	T7/2024	0.4%
Tổng			**29%**

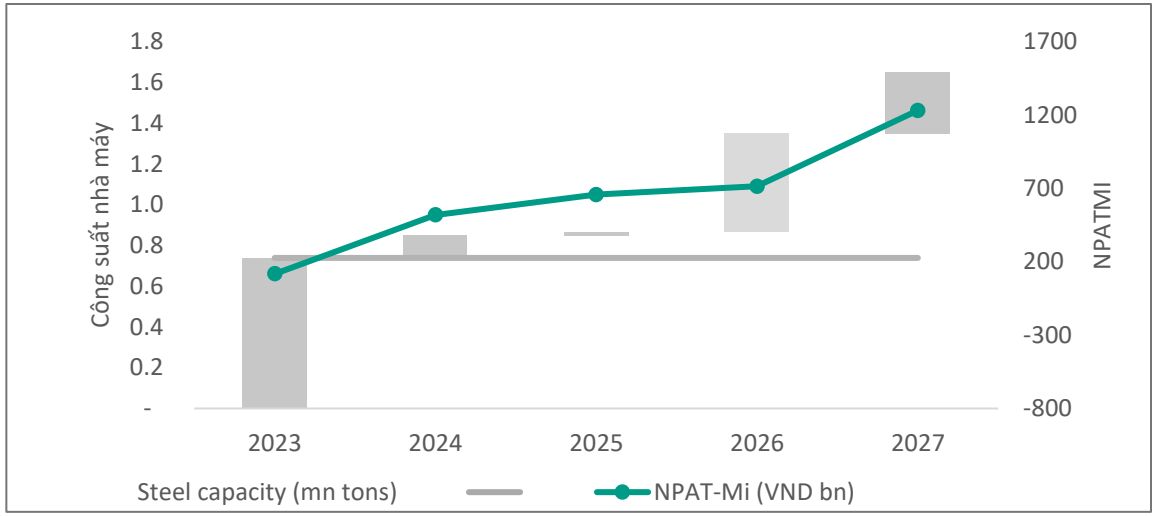
- **BSC cho rằng sản lượng xuất khẩu giảm từ đầu Quý 3.2025** do (1) các loại thép Việt Nam bị áp thuế CBPG, (2) chịu sự cạnh tranh cao hơn từ thép Trung Quốc. Bên cạnh đó, giá thép có thể biến động mạnh trong 2H.2024 do tình trạng dư thừa thép Trung Quốc tại các đại lý.
- **Ảnh hưởng tới các doanh nghiệp niêm yết**: HSG (Sản lượng xuất khẩu -5,000 tấn/tháng), HPG (Không ảnh hưởng quá nhiều, do đã chủ động giảm sản lượng xuất khẩu HRC sang EU từ Quý 1.2024).

Xét về dài hạn, BSC cho rằng đây là giai đoạn tích lũy các doanh nghiệp Thép có nền tảng tài chính tốt, và đang mở rộng Công suất. Do các nhà máy này có suất đầu tư thấp ở đáy chu kỳ, cho phép Công ty có lợi thế cạnh tranh lớn về Chi phí sản xuất cũng như chính sách bán hàng, chiết khấu sau này.

HPG – Công suất thép dự kiến đạt 14 triệu tấn (+56% so với năm 2024 nhờ NM Dung Quất 2



NKG – Công suất thép dự kiến đạt 2.4 triệu tấn (+100% so với năm 2024 nhờ NM Tôn Phú Mỹ



Suất đầu tư của các nhà máy Thép Xây dựng + HRC

No.	Nhà máy	Thời gian đầu tư	TMĐT (tỷ USD)	Công suất (triệu tấn)	Suất đầu tư (USD/tấn)
1	Dung Quất 2	2022-2024	3.4	6	560
2	Dung Quất 1	2017 – 2019	3	6	500
3	KLH Hải Dương	2007– 2016	0.5	1.6	310
4	Nhà máy Formosa	2015	10.5	22	470

Suất đầu tư của các nhà máy Tôn mạ

No.	Nhà máy	Thời gian đầu tư	TMĐT (tỷ USD)	Công suất (triệu tấn)	Suất đầu tư (USD/tấn)
1	Nam Kim Phú Mỹ	2023-2025	0.18	1.2	150
2	GDA Nhà máy 2	2015	0.15	0.8	187
3	HSG Phú Mỹ	2010 – 2011	0.08	0.6	146

QUAN ĐIỂM: BSC giữ quan điểm KHẢ QUAN đối với ngành Xây dựng trong năm 2025 nhờ Chính Phủ tiếp tục đẩy mạnh dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2. Điều này đến từ 2 yếu tố:

(1) Đa số các dự án đang ở cuối kỳ của dự án Xây lắp (Giai đoạn lát nền), và ở cuối chu kỳ Kế hoạch Đầu tư công trung hạn năm 2021 -2025,

(2) Hệ thống ổn định hơn, đi kèm các chính sách luật thông qua giúp đẩy nhanh tiến độ phê duyệt ngân sách, dự án mới.

Theo kế hoạch – trong năm 2025, vốn đầu tư công cho Bộ GTVT dự kiến đạt 77,624 tỷ VNĐ (ước tính +7% so với ngân sách năm 2024).

Đối với các doanh nghiệp niêm yết trên sàn, điểm rơi lợi nhuận chủ yếu vào năm 2025, đa số các dự án hoàn thành >50-60%. BSC kỳ vọng KQKD cải thiện trong năm 2025 nhờ (1) Doanh thu tăng do ghi nhận nhiều dự án ở giai đoạn cuối, (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện khi tiết giảm chi phí dịch vụ mua ngoài, chi phí khác.

Cổ phiếu khuyến nghị: HHV, DPG

C4G – Backlog

TT	Dự án	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	Gói thầu XL01: Hậu Giang - Cà Mau	2023 – 2025	40%	1,067
2	Gói thầu XL03: Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	2023 – 2027	5%	537
3	Gói thầu XL08: Vành đai 3 TPHCM	2023 - 2026	15%	569
4	Gói thầu 4.6: Sân bay Long Thành	2022 – 2026	42%	438
5	Sân bay Quảng Trị	2023 – 2026	0%	873
6	4.7 Sân bay Long Thành	2022 – 2026	0%	637
7	Dự án khác	2023 – 2026	0-70%	1,255
Tổng				**5,375**

LCG – Backlog

TT	Dự án	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	2.2: Hưng Yên – Vành đai 4	2023-2026	36%	802
2	XL02: Vũng Áng – Bùng	2023-2025	70%	382
3	XL 01: Nha Trang – Vân Phong	2023-2025	80%	549
4	XL 21: Biên Hòa – Vũng Tàu	2023-2026	6%	371
5	XL 01: Tân Phúc – Võng Phan	2023-2025	39%	515
6	Hữu Nghị - Chi Lăng	2026 – 2026	10%	1,086
Tổng				**3,706**

HHV – Backlog

TT	Dự án	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2023 – 2025	74%	434
2	Đường ven biển Bình Định	2023- 2025	60%	236
3	Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023- 2025	35%	96
4	Đồng Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 1H.2026	0%	1,735
Tổng				**2,501**

DPG – Backlog

TT	Dự án	Thời gian xây dựng	Giá trị gói thầu	Backlog 2025-26
1	XL03: Cao tốc Khánh Hòa - BMT	2023-2027	748*	N/A
2	Cầu vượt sông Đáy	2023-2025	1,174	N/A
3	Cầu Mộc Hóa, Sa Đéc, Hồng Ngự	2023-2025	612	N/A
4	Dự án khác trúng thầu 2023-2024	2023-2026	5,723	N/A
Tổng				**5,400**

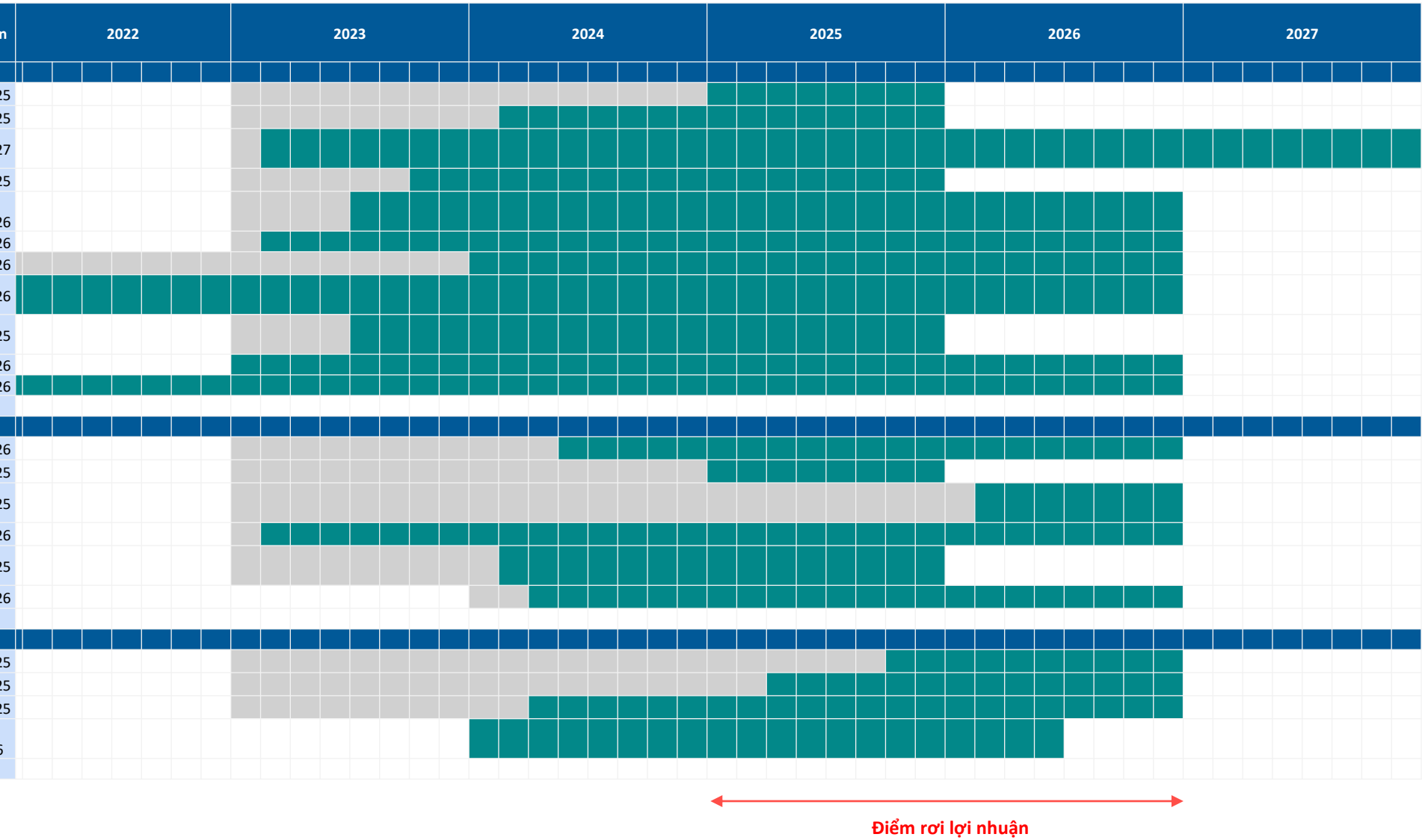
TT	Giai đoạn/cấu phần dự án	TMĐT (tỷ USD)	% Tỷ trọng trong cơ cấu chi phí	Nhận xét cổ phiếu hưởng lợi
1	Giải phóng mặt bằng	5.88	9%	
2	Xây dựng và Thiết bị	38.3	57%	
	+ Đắp nền, làm hầm		5-10%	• HHV, LCG, C4G, FCN, VCG cung cấp thi công • KSB, DHA, VLB cung cấp đá. Tuy nhiên, theo dõi các dự án trước đây, mức độ hưởng lợi không nhiều do thi công các dự án thường gắn liền với 1 mỏ đá nhất định theo vùng.
	+ Lắp ráp đường ray		20%	• HPG cung cấp thép làm đường ray. Ngoài ra, HSG, NKG cũng hưởng lợi từ thi công dự án
	+ Xây dựng công trình: nhà ga, depot, hạ tầng . . .		15%	• CTD cung cấp thi công • HT1, BCC cung cấp xi măng • PTB, VCS cung cấp gạch ốp lát • PC1, GEX cun cấp xây dựng điện, thiết bị điện
	+ Khác		12-17%	
3	Phương tiện	4.34	6%	
4	Quản lý, tư vấn, chi phí khác	6.39	10%	
5	Dự phòng	10.25	15%	
6	Lãi vay	2.18	3%	• Các ngân hang thương mại hưởng lợi từ quá trình cho vay vốn lưu động tài trợ dự án
	TỔNG	**67.34**	**100%**	

Ngoài ra, các doanh nghiệp Bất động sản cũng được hưởng lợi từ triển khai các quỹ đất dọc theo tuyến đường của dự án Đường sắt cao tốc Bắc Nam.

2025-2026: ĐIỂM RƠI CÁC DỰ ÁN CAO TỐC LỚN THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG ĐẦU TƯ CÔNG

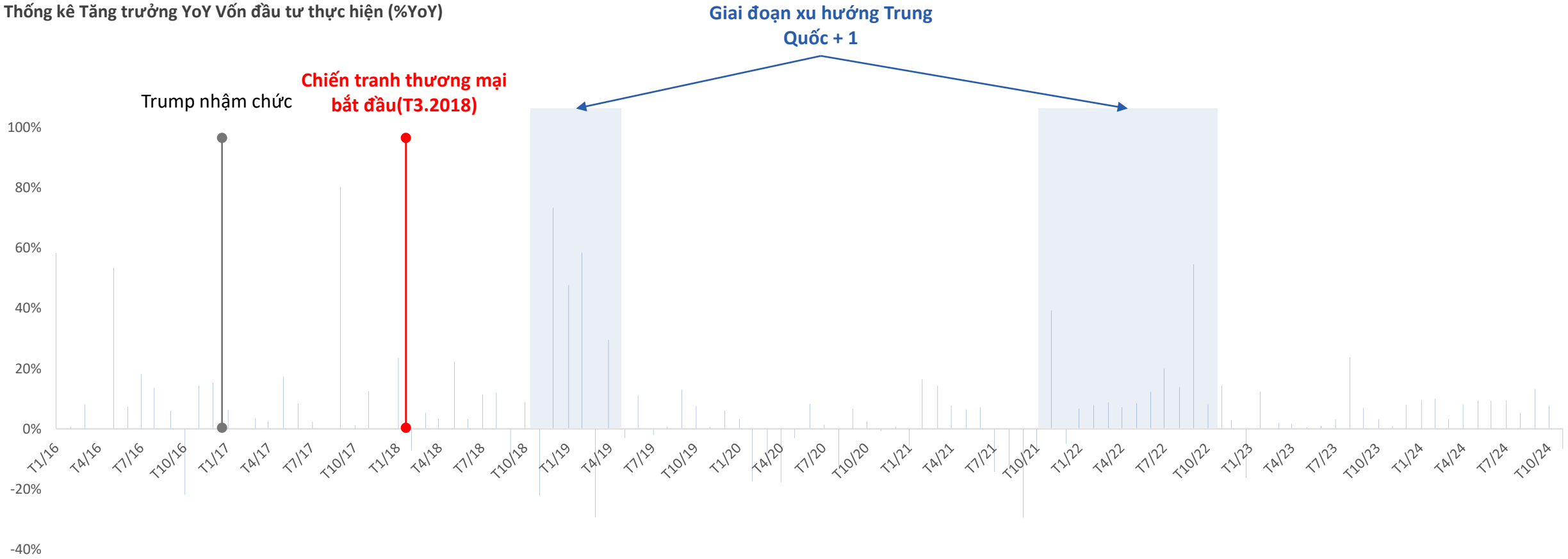
Điểm rơi lợi nhuận của đa số các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng chủ yếu rơi vào giai đoạn năm 2025 -2026 trong đó chủ yếu là các dự án Cao Tốc Bắc Nam GĐ 2, , với mục tiêu nâng tổng số km cao tốc lên 3,000km trong năm 2025. Tính đến cuối năm 2024, sản lượng thực hiện các dự án khoảng 58.721 tỷ đồng đạt 60,8% giá trị hợp đồng, cơ bản đáp ứng tiến độ yêu cầu.

Dự án	Backlog 2025-2026	Tiến độ	Thời gian
C4G			
Gói thầu XL01: Bùng - Vạn Ninh	201	70%	2023-2025
Gói thầu XL01: Hậu Giang - Cà Mau	1067	40%	2023-2025
Gói thầu XL03: Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	537	5%	2023-2027
Gói thầu XL11: Vành đai 4 Hà Nội	305	30%	2023-2025
Gói thầu XL08: Vành đai 3 TPHCM	569	15%	2023-2026
Gói thầu XL10: Vành đai 3 TP.HCM	251	7%	2023-2026
Gói thầu 4.6: Sân bay Long Thành	438	42%	2022-2026
Gói thầu XL04: Kết nối giao thông vùng núi phía Bắc	332	0%	2022-2026
Cải tạo, nâng cấp quốc lộ 14B TP Đà Nẵng	166	21%	2023-2025
Sân bay Quảng Trị	873	0%	2023-2026
Gói thầu 4.7 Sân bay Long Thành	637	0%	2022-2026
	5376		
LCG			
Gói thầu 2.2: Hưng Yên - Vành đai 4	802	36%	2023-2026
Gói thầu XL02: Vũng Áng - Bùng	382	70%	2023-2025
Gói thầu XL 01: Nha Trang - Vân Phong	549	80%	2023-2025
Gói thầu XL 21: Biên Hòa - Vũng Tàu	371	6%	2023-2026
Gói thầu XL 01: Tân Phúc - Võng Phan	515	39%	2023-2025
Hữu Nghị - Chi Lăng	1086	10%	2024-2026
	3705		
HHV			
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	434	74%	2023-2025
Đường ven biển Bình Định	236	60%	2023-2025
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	96	35%	2023-2025
Đồng Đăng - Trà Lĩnh	1735	0%	2024-1H.2026
	2501		



QUAN ĐIỂM:

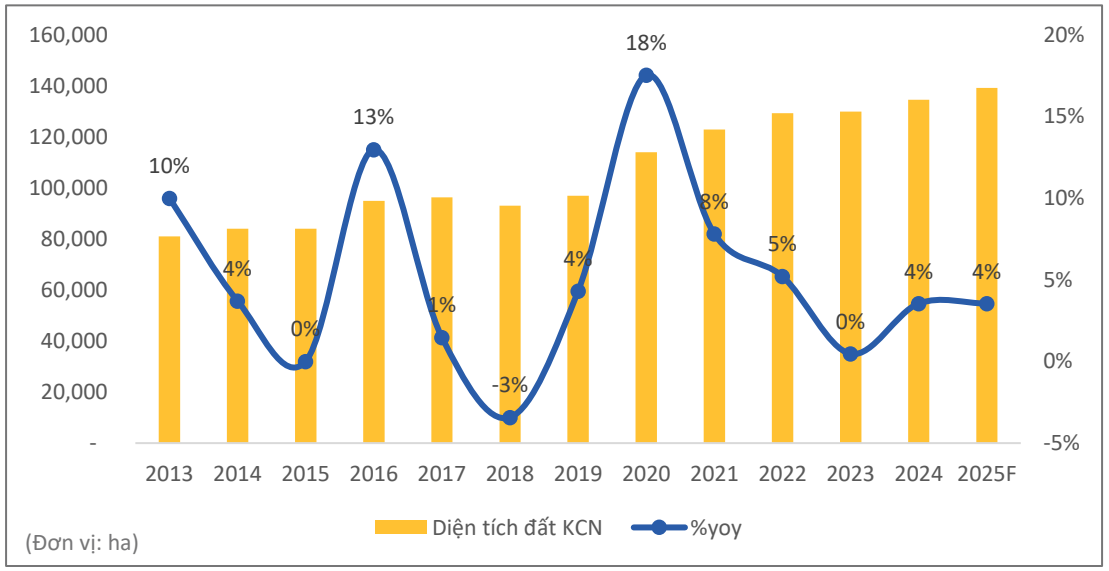
- Nhìn lại giai đoạn 2017 – 2020, xu hướng Trung Quốc + 1 chỉ thực sự rõ ràng sau khi có chính sách thuế liên quan Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Do đó, **trong 1H.2025, BSC cho rằng FDI tăng trưởng +6% yoy (chậm hơn so với tăng trưởng bình quân năm 2024 là 8%)** do :
    1. Rủi ro về thay đổi chính sách dưới thời Donald Trump 2.0,
    2. Việt Nam chưa có các chính sách thu hút đầu tư sau khi áp thuế tối thiểu toàn cầu,
    3. Sắp xếp lại Bộ Kế hoạch đầu tư ảnh hưởng tới quá trình phê duyệt các dự án FDI mới.
- **Với bối cảnh trên, BSC ưu tiên các doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn và backlog tốt** (như: SZC, NTC).



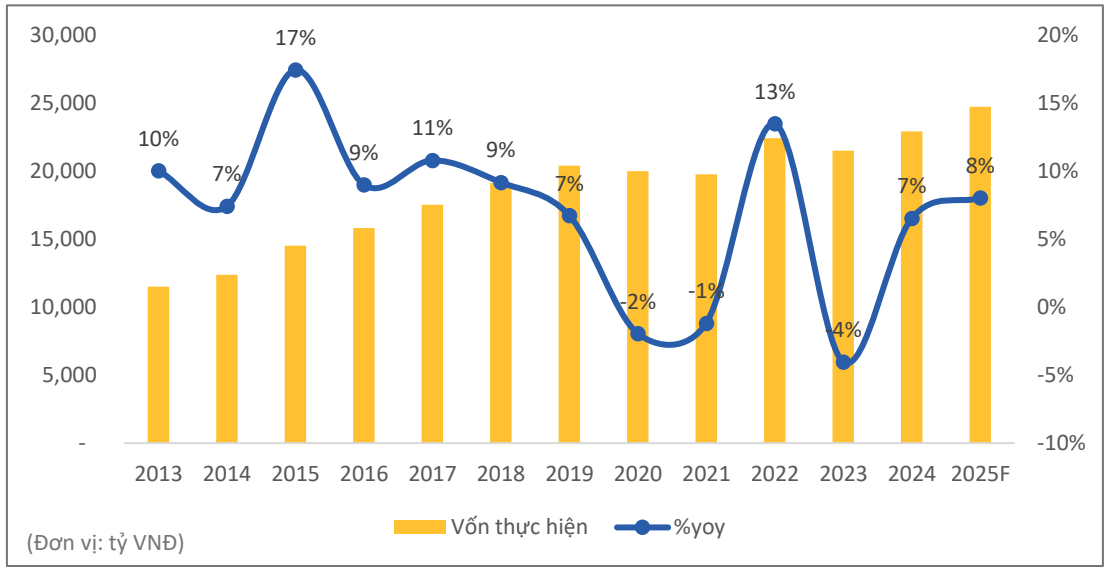
QUAN ĐIỂM:

- **Sang 2H.2025, BSC kỳ vọng FDI sẽ tăng trưởng +15% YoY** nhờ (1) xu hướng Trung Quốc + 1 sẽ quay trở lại. (2) Các chính sách dưới thời Trump trở nên rõ ràng hơn.
- Tính cho cả năm 2025, BSC dự báo FDI tăng trưởng +10% YoY. BSC đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm Bất động sản Khu công nghiệp nhờ (1) FDI tăng theo xu hướng Trung Quốc +1 và (2) Ngoài ra, quá trình phê duyệt các dự án Khu công nghiệp mới sẽ được đẩy nhanh khi UBND cấp tỉnh được cấp quyền thay vì Thủ tướng Chính Phủ như trước đây. Trong dài hạn, BSC ưu tiên các doanh nghiệp có khả năng (1) mở khóa được quỹ đất, (2) lợi thế về hệ sinh thái, có chi phí giá vốn đền bù thấp và (3) hưởng lợi từ hạ tầng đang lên (như KBC).

Diện tích đất KCN gần như không tăng trưởng trong giai đoạn 2023 – 2025 do (1) thay đổi hệ thống chính trị (2) thay đổi hệ thống pháp luật. BSC kỳ vọng đẩy nhanh trở lại trong thời gian tới nhờ (1) phân cấp phân quyền cho Địa phương phê duyệt.



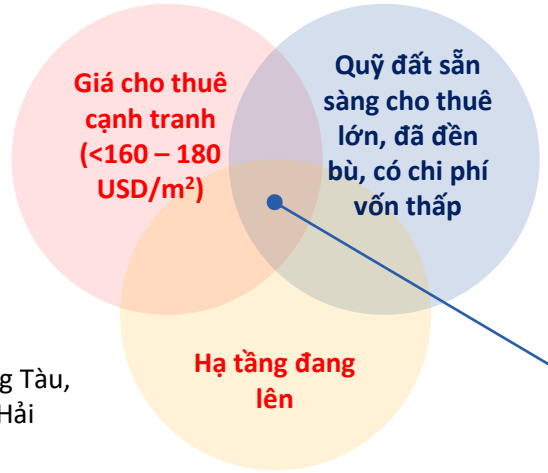
Vốn thực hiện FDI trong năm 2025



Trong dài hạn, BSC cho rằng các doanh nghiệp sau đây sẽ được hưởng lợi:

- Có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn hoặc chi phí vốn thấp như có nguồn gốc từ đất cao su, . . . sẽ được hưởng lợi lớn khi (1) Chi phí đền bù các dự án mới tăng, (2) Mặt bằng giá cho thuê tại Việt Nam (đặc biệt khu phía Nam – quanh TP. Hồ Chí Minh) đang cao và cạnh tranh trực tiếp với Indonesia.
- Các KCN được hưởng lợi từ vị trí hạ tầng đang lên: miền Nam (Vũng Tàu, Tây Ninh, . . .), miền Bắc (Quảng Ninh, Thái Bình , . . .).
- Các KCN được phát triển đồng bộ, đầy đủ tiện ích như Phát điện, Xử lý nước thải.

Giá cho thuê có khả năng cạnh tranh với các quốc gia ASEAN khác trong bối cảnh Việt Nam đang thiếu các chính sách thu hút mới.



Ví dụ: Vũng Tàu, Tây Ninh, Hải Phòng

Quỹ đất giá rẻ giúp khả năng cạnh tranh về giá bán, đảm bảo biên lợi nhuận gộp tốt khi chi phí đền bù đang tăng

Cổ phiếu lưu ý:
SZC, KBC, SIP, IDC

Thống kê quỹ đất KCN trong giai đoạn 2025 – 2026

Khu công nghiệp	Tỉnh	NSA KCN Hiện Hữu	NSA KCN bổ sung mới 25 -26	Giá cho thuê
KBC		**145**	**614**	**105 -170**
Quang Châu	Bắc Giang	6		130
Nam Sơn Hạp Lĩnh	Bắc Ninh	80		140
Tân Phú Trung		59		170
Tràng Duệ 3	Hải Phòng		456	130
CCN Hưng Yên	Hưng Yên		158	105
IDC		**516**	**608**	**80-160**
Quế Võ 2	Bắc Ninh	50		150
Phú Mỹ 2 MR	BRVT	96		126
Phú Mỹ 2	BRVT	58		124
Cầu Nghìn	Thái Bình	61		80
Hữu Thạnh	Long An	251		160
Tân Phước 1	Tiền Giang		363	130
Vinh Quang	Hải Phòng		245	130
PHR			**130**	**140**
Tân Bình	Bình Dương	0		
Tân Lập	Bình Dương		130	140
NTC			**258**	**160**
Nam Tân Uyên 3	Bình Dương		258	160
SZC		**485**		**100**
Châu Đức	BRVT	485		100
DPR			**222**	**75**
Bắc Đồng Phú mở rộng	Bình Phước		222	75
SIP		**560**	**401**	**90-290**
Phước Đông - Bời Lời A.1	Tây Ninh	0		90
Phước Đông - Bời Lời B.2	Tây Ninh	328		90
Đông Nam	TP. Hồ Chí Minh	19		260
Lê Minh Xuân 3	TP. Hồ Chí Minh	103		290
Lộc An - Bình Sơn	Đồng Nai	110		220
Phương Đông - Bời Lời Khu B - GĐ 3	Tây Ninh		401	90
Tổng		**1,701**	**2,233**	

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Bất động sản thương mại trong 2025 khi nhận thấy (1) độ trễ chính sách được thu hẹp so với chu kỳ trước, (2) hạ tầng kết nối được đẩy mạnh triển khai và (3) các yếu tố vĩ mô thuận lợi bao gồm môi trường lãi suất thấp, tăng trưởng kinh tế,… giúp (i) "mở khóa" nguồn cung và (ii) kích thích nhu cầu người mua nhà. Dòng tiền của các chủ đầu tư được kỳ vọng sẽ được khơi thông trở lại, qua đó, giải quyết được những thách thức hiện tại bao gồm áp lực trái phiếu đáo hạn lớn trong năm 2025 và biên lợi nhuận ngành sẽ co lại.

Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để đầu tư tích lũy các cổ phiếu bất động sản trong dài hạn và hiệu suất tốt sẽ nằm ở các doanh nghiệp sở hữu các tiêu chí sau:

- (1) Dự án đáp ứng nhu cầu thực tại các địa phương tier 1, tier 1.5 hoặc (2) dự án hưởng lợi từ hạ tầng, quy hoạch của địa phương đủ điều kiện pháp lý, sẵn sàng mở bán trong 2025.
- Dự án trọng điểm được tháo gỡ điểm nghẽn pháp lý.
- Định giá phù hợp khi bước vào pha mở rộng của chu kỳ vào năm 2026-2027 (1.6x – 2.0x)

Cổ phiếu khuyến nghị: **PDR, DXG, VHM, NLG, KDH**

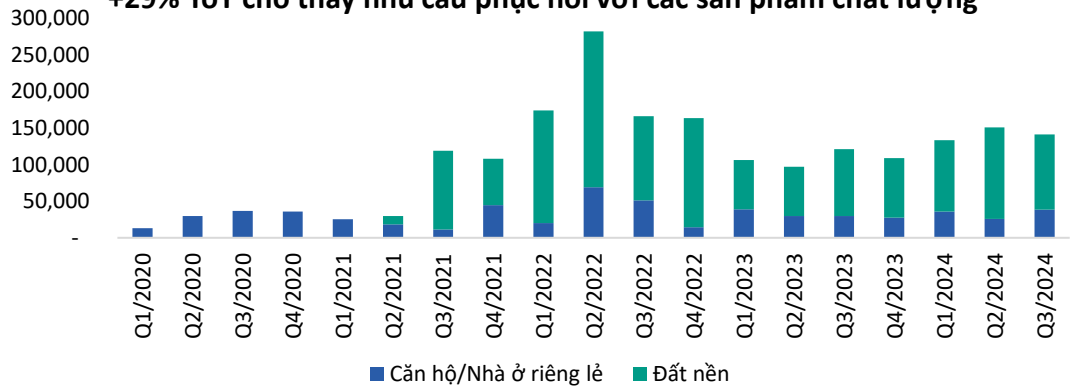
"Độ trễ" chính sách được thu hẹp, ngay lập tức phản ánh vào nguồn cung BĐS: kịp thời ban hành các văn bản quy định chi tiết hướng dẫn thi hành Luật

Văn bản thuộc thẩm quyền TW, Chính phủ, các Bộ ngành	Nội dung
Nghị định 42/2024/NĐ-CP	Lấn biển
Nghị định 71/2024/NĐ-CP	Giá đất
Nghị định 88/2024/NĐ-CP	Bồi thường hỗ trợ TĐC
Nghị định 101/2024/NĐ-CP	Cấp GCN
Nghị định 102/2024/NĐ-CP	Hướng dẫn chung Luật Đất đai
Nghị định 103/2024/NĐ-CP	Thu tiền đất
Nghị định 104/2024/NĐ-CP	Quỹ phát triển đất
Nghị định 112/2024/NĐ-CP	Đất trồng lúa
Nghị định 123/2024/NĐ-CP	Xử phạt hành chính lĩnh vực đất đai
Nghị quyết	Thị 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

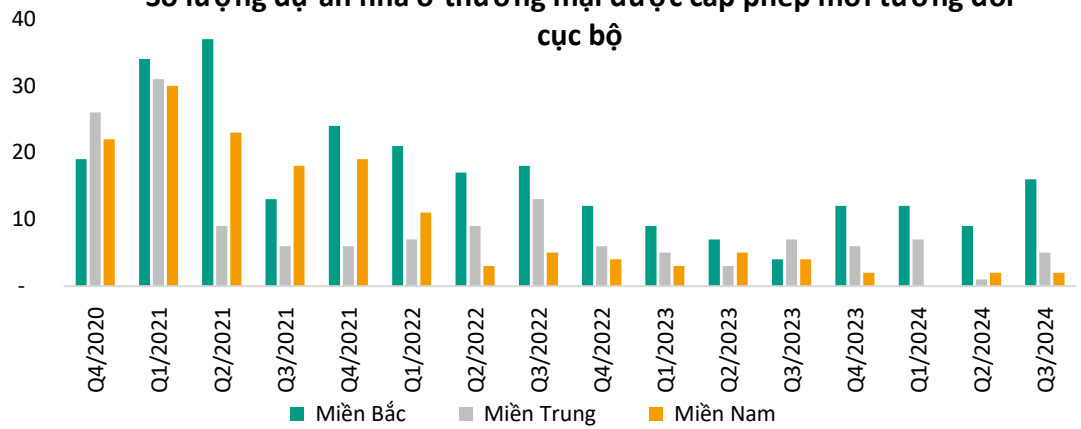
Khu vực	Tỉnh	Tiến độ ban hành quy định chi tiết Luật Đất đai 2024 của địa phương
Miền Bắc	Bắc Giang, Quảng Ninh	16/20 văn bản
	Vĩnh Phúc, Hưng Yên	18/19 văn bản
	Hà Nội	12/20 văn bản
Miền Trung	Đà Nẵng	18/20 văn bản
	Quảng Nam, Bình Thuận	11/20 văn bản
	Bình Định	09/20 văn bản
	Khánh Hòa	05/20 văn bản
Miền Nam	Tây Ninh	18/20 văn bản
	Bình Dương	11/20 văn bản
	Hồ Chí Minh	10/19 văn bản
	Long An	09/11 văn bản

Tiến độ giải quyết các tồn đọng pháp lý: mặc dù miền Bắc và miền Trung vẫn nổi trội hơn về quá trình cấp phép mới, tuy nhiên xuất hiện những tín hiệu tích cực cho thị trường miền Nam khi hệ thống luật liên quan có hiệu lực sớm 5 tháng so với trước đó (01/08/2024).

Lượng giao dịch phân khúc căn hộ/nhà ở riêng lẻ +48% QoQ, +29% YoY cho thấy nhu cầu phục hồi với các sản phẩm chất lượng



Số lượng dự án nhà ở thương mại được cấp phép mới tương đối cục bộ

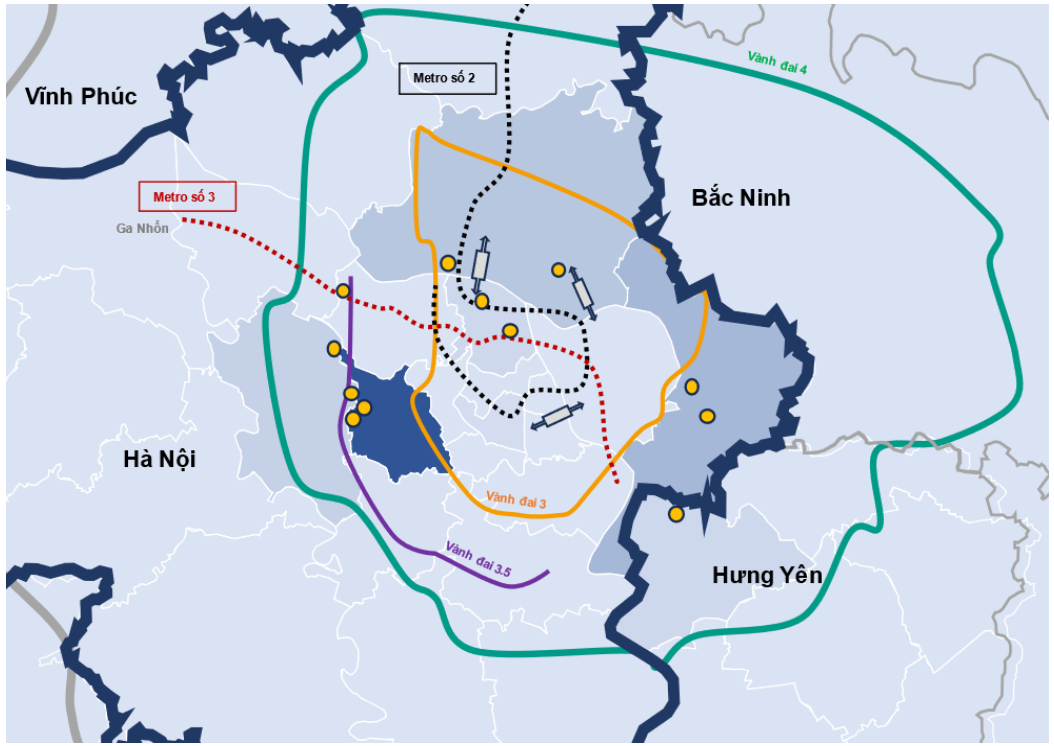


Một số sự kiện đáng chú ý	Thời gian	Những tín hiệu tích cực về tác động của hệ thống Luật mới đến nguồn cung bất động sản
Sở TN&MT TP Hồ Chí Minh trình Hội đồng thẩm định giá đất về nghĩa vụ tài chính dự kiến của 22 dự án trên địa bàn TP HCM	Giữa T9/2024	Tín hiệu tích cực cho thấy hệ thống Luật đã chặt chẽ hơn, các địa phương có các dự án "khó" như TP HCM, Đồng Nai,… đã có cơ sở để thi hành và bắt đầu mạnh dạng xử lý các vướng mắc pháp lý bao gồm (1) quy hoạch, (2) tiền sử dụng đất
TP HCM phê duyệt Quy hoạch chi tiết 1/500 KĐT Lấn biển Cần Giờ	Đầu T10/2024	
TP HCM cấp GPXD và gỡ vướng cho một số dự án vướng mắc nhiều năm bao gồm Gem Riverside (DXG), Khu phức hợp Sóng Việt, Celadon City (Gamuda Land), Khu nhà ở Cao tầng Sông Đà (Hưng Thịnh Land), NBB Garden III, cấp sổ hồng cho dự án Sun Riverside (Novaland), ….	T9-T12/2024	
Phê duyệt điều chỉnh cục bộ quy hoạch chung thành phố Biên Hòa	Giữa T11/2024	
Các địa phương khác bắt đầu đẩy mạnh phê duyệt giá đất cho các dự án bao gồm Bình Định (KDC Bắc Hà Thanh – PDR), Quảng Nam (Khu đô thị Nồi Rang – FVGLand), Ninh Thuận (đã phê duyệt 20/22 dự án cần xác định giá đất), Cần Thơ (dự án Central Lake – NLG),…	T8-Nay/2024	Mặc dù, tốc độ "thẩm thấu" chính sách đến thời điểm hiện tại vẫn mang tính cục bộ, tuy nhiên là tín hiệu tốt cho thấy hệ thống luật mới đã thực sự khai thông pháp lý cho các dự án bất động sản.

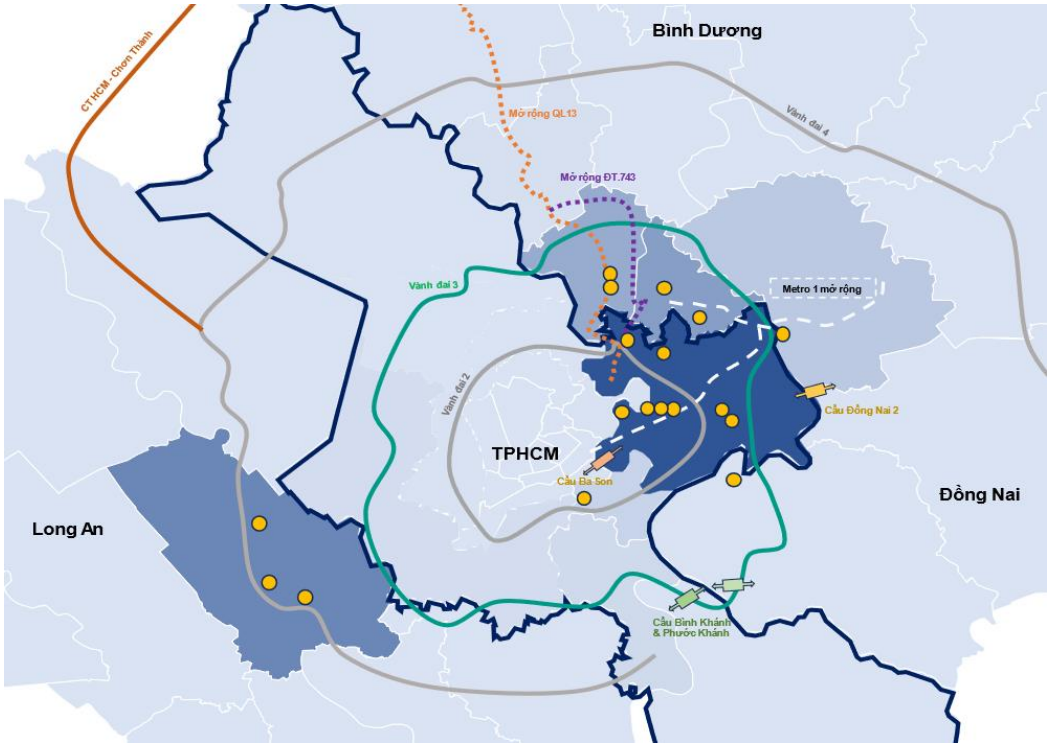
Các dự án đang/sắp đưa vào kinh doanh đón đầu xu hướng hạ tầng kết nối được cải thiện, phát triển đồng bộ:

- **Thị trường Hà Nội và khu vực lân cận**: kế thừa từ các dự án hạ tầng đã hoàn thiện
- **Thị trường Hồ Chí Minh và khu vực lân cận**: tiềm năng lớn vì hạ tầng mới chỉ bắt đầu cho thấy sự cải thiện, nguồn cung được kéo giãn sang các khu vực ngoại thành - "trung tâm mới" bao gồm: (1) Trung tâm văn phòng, tài chính mới (quận 2, quận 7), (2) Trung tâm dân cư, mật độ dân số lớn (Bình Tân, Gò Vấp), (3) Trung tâm công nghệ (quận 12, quận 9), (3) Trung tâm sản xuất (Bình Dương, Long An)
- **Các thị trường tỉnh khác**: trong môi trường pháp lý mới, chênh lệch địa tô được thu hẹp, do đó, các dự án phân lô bán nền, khu đô thị "ma" sẽ dần kém hấp dẫn cho cả chủ đầu tư và người mua nhà. Nguồn cung được dự báo sẽ tập trung các (1) khu vực cận trung tâm thành phố hoặc cách không quá xa (5km) các khu dân cư hiện hữu, và (2) khu vực được định hướng trở thành trung tâm hành chính mới của địa phương.

Các dự án sắp mở bán phía Bắc bám theo vành đai 3, vành đai 3.5



Các dự án phía Nam sắp mở bán bám theo vành đai 3 và Metro số 1



Doanh thu mở bán mới được kỳ vọng phục hồi mạnh trong 2025-2026. Thị trường bất động sản phía Bắc chứng kiến sự vượt trội về lượng giao dịch so với miền Nam và chênh lệch giá bán trung bình tại hai khu vực được thu hẹp đáng kể trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng phần lớn đến từ (1) sự dịch chuyển dòng tiền đầu tư do nguồn cung hạn chế tại khu vực TP HCM, (2) tương đồng với tỷ trọng nguồn cung cao cấp bám theo các dự án hạ tầng sắp hoàn thiện. Dựa trên những tín hiệu khởi sắc về quá trình hoàn thiện pháp lý các dự án tại khu vực phía Nam, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền sẽ trở lại khu vực phía Nam khi nguồn cung phục hồi, nhu cầu nhà ở cao và tiềm năng tăng giá nhờ hạ tầng còn lớn. **BSC dự báo doanh thu mở bán mới sẽ phục hồi mạnh trong năm 2025F/2026F lần lượt đạt 201,853 tỷ (+27% YoY)/208,456 tỷ VND (+3% YoY) hoặc 30,007 tỷ VND (+157% YoY)/54,177 tỷ VND (+81% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM.**

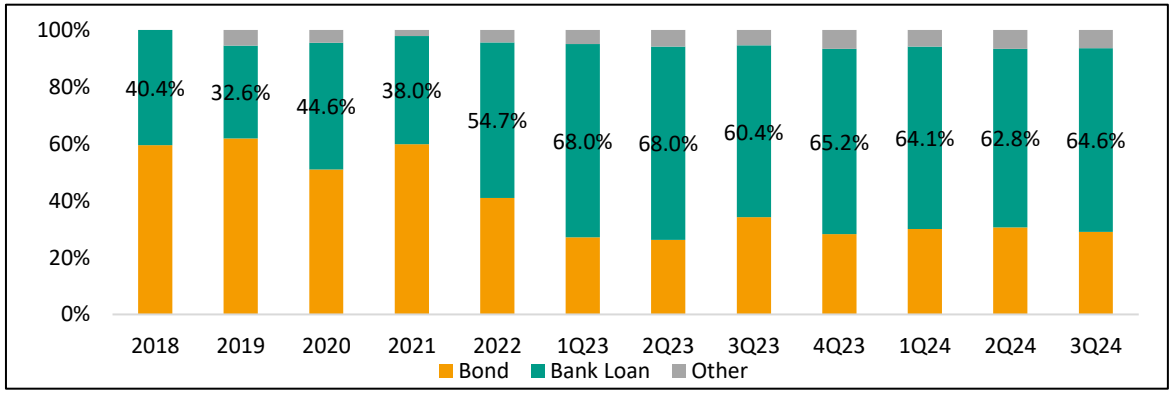
Doanh thu bán mới của các doanh nghiệp niêm yết kỳ vọng phục hồi mạnh 2025-2026

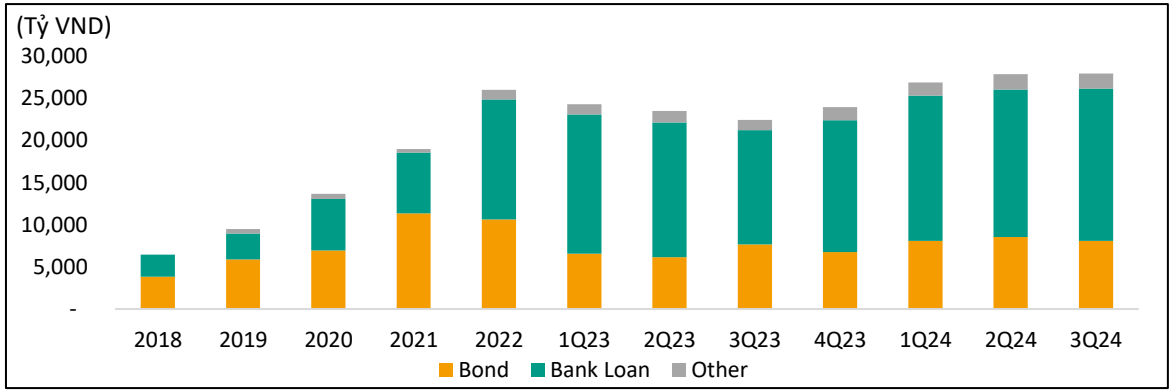
Presales (VND bn)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
VHM	64,400	78,900	128,200	87,000	147,710	171,846	154,278
NLG	3,812	5,925	10,152	3,920	6,550	6,624	9,194
KDH	2,600	3,145	2,699	5,313	2,221	7,472	10,457
DXG	6,600	5,587	3,038	-	-	9,543	19,600
NVL	31,466	36,805	44,924	-	-	-	-
PDR	3,828	3,620	-	-	2,918	6,367	14,926
DPG	805	943	602	-	-	663	2,321

Nếu loại trừ các khoản thu nhập bất thường, LNST-CĐTS cả ngành được kỳ vọng tăng trưởng +21% YoY trong năm 2024 và +52% YoY trong năm 2025

%YoY LNST-CĐTS	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
VHM	26%	42%	-26%	16%	8%	-5%	3%
NLG	-13%	28%	-48%	-13%	28%	42%	11%
KDH	26%	4%	-8%	-35%	48%	9%	93%
DXG	-141%	-333%	-81%	-20%	54%	-16%	1096%
NVL	14%	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a
PDR	40%	53%	-39%	-40%	-8%	35%	130%
DPG	1%	75%	12%	-47%	15%	16%	45%

Cơ cấu nợ vay có sự dịch chuyển khi pháp lý được cởi trói, tập trung vào nợ vay ngân hàng

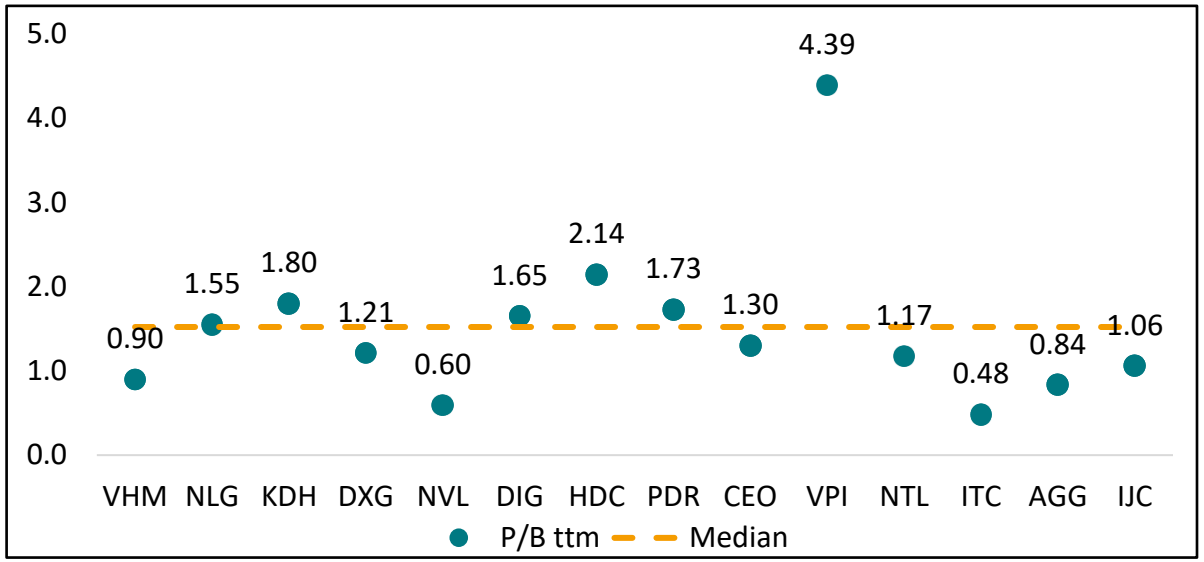




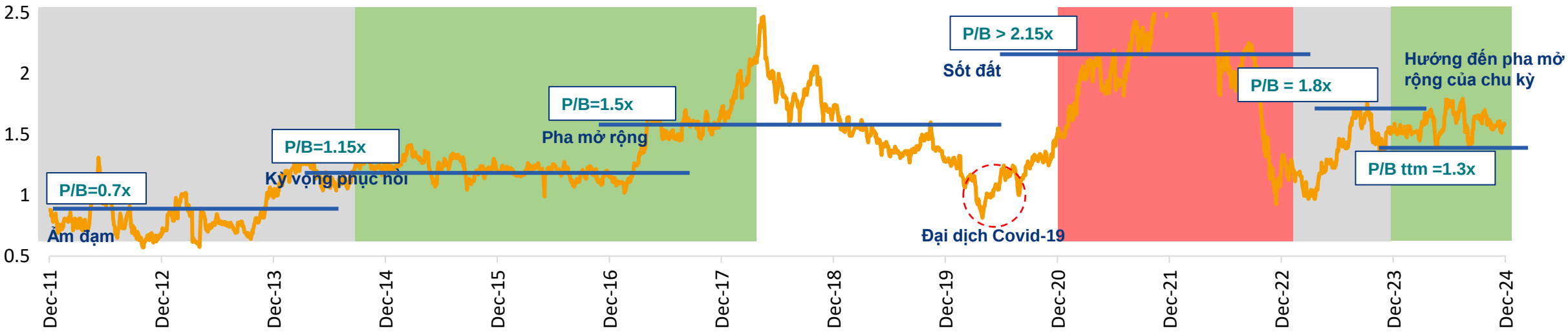
Note: Dữ liệu được thu thập từ BCTC top 10 DN BĐS niêm yết trên HoSE và không bao gồm VHM

Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS đang ở giai đoạn giữa của pha phục hồi, kỳ vọng sớm bước vào pha mở rộng từ 2026.

- Duy trì quan điểm tại Báo cáo triển vọng ngành 4Q2024, chúng tôi tin rằng PDR, DXG, NLG, KDH, VHM sẽ có hiệu suất đầu tư tốt trong thời gian tới dựa trên (1) triển vọng nắm bắt chu kỳ mới – pháp lý dự án hoàn thiện và (2) định giá phù hợp – hiệu suất đầu tư ghi nhận mức âm -5% YTD trong năm 2024 mặc dù triển vọng tích cực.
- **BSC tiếp tục giữ quan điểm định giá của ngành trong từng pha của chu kỳ mới sẽ cao hơn chu kỳ trước** do (1) phần lớn quỹ đất hiện tại được tích lũy từ chu kỳ trước nên chi phí thấp hơn – chi phí phát triển dự án tăng lên có thể bù đắp phần nào bởi giá bán, (2) nhu cầu nhà ở hiện tại vẫn lớn khác với giai đoạn ảm đạm 2011-2013.



Định giá của ngành BĐS trong từng pha của chu kỳ



TOP CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ NĂM 2025

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	23/12/2024		
PDR	18,161	1,732	4,016	180%	132%	684	629	827	-8%	32%	702	923	30.1	22.9	1.6	1.5	3%	3%	5%	7%	20,800	29,800	43%
HPG	172,699	139,664	176,701	17%	27%	6,835	12,300	16,077	80%	31%	1,923	2,514	14.3	10.9	1.5	1.3	6%	6%	11%	12%	27,000	37,500	39%
DPG	3,163	4,043	4,203	17%	4%	203	230	308	13%	34%	3,636	4,861	14.0	10.5	1.6	1.5	4%	6%	12%	14%	50,200	68,800	37%
CTD	6,745	21,045	24,250	27%	15%	52	310	450	495%	45%	3,098	4,499	21.5	14.8	0.8	0.7	1%	2%	4%	5%	67,500	90,000	33%
DXG	12,720	4,722	3,147	27%	-33%	172	265	224	54%	-16%	367	309	49.0	58.0	1.2	1.2	1%	1%	2%	2%	17,650	23,100	31%
HHV	4,755	3,026	3,494	13%	15%	322	387	498	20%	29%	896	1,151	12.6	9.8	0.5	0.5	1%	1%	4%	5%	11,000	14,000	27%
KBC	21,339	2,825	5,949	-50%	111%	2,031	584	1,352	-71%	132%	761	1,762	37.1	16.0	1.0	1.0	1%	3%	3%	6%	27,800	35,000	26%

Nguồn: BSC Research

PDR – "EARLY BIRD" CỦA NGÀNH BĐS

TP: VND 29,800 – UPSIDE +43%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

Triển vọng lợi nhuận và dòng tiền mạnh mẽ từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tái khẳng định bước chuyển mình mạnh mẽ.

(1) **Presales dự phóng 2025-2026 đạt lần lượt 7,100 tỷ VND (+192% YoY) và 15,407 tỷ VND (+117% YoY)** đóng góp chủ yếu từ tiếp tục mở bán Bắc Hà Thanh và mở bán mới Bình Dương Tower, Cadia Quy Nhơn

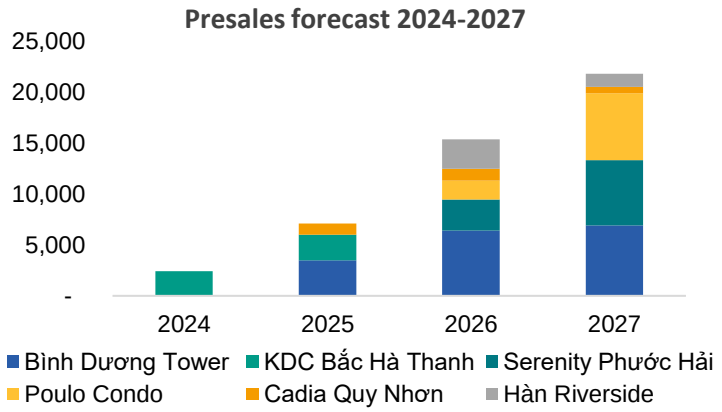
(2) **Lợi nhuận ròng cốt lõi ghi nhận mức tăng trưởng 53% CAGR trong 2024-2026.** BSC dự phóng LNST-CĐTS trong năm 2025 đạt 898 tỷ VND (+43% YoY hoặc +283% YoY nếu loại trừ lợi nhuận bất thường từ thoái vốn) và 1,523 tỷ VND (+139% YoY) trong năm 2026 nhờ điểm rơi bàn giao Bình Dương Tower và Cadia Quy Nhơn.

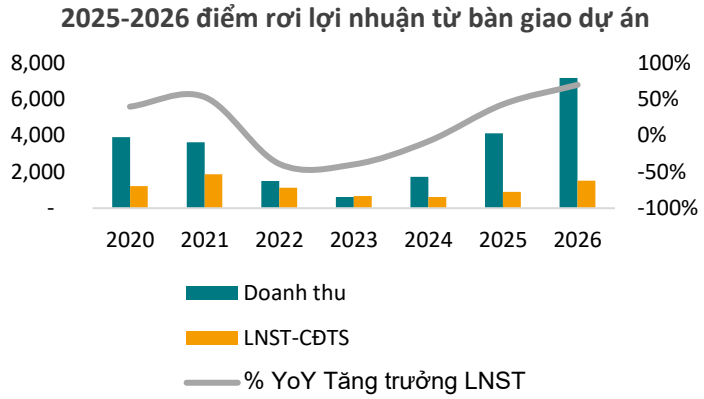
(3) **Chiến lược khai phá thị trường BĐS tỉnh.** Mặc dù danh mục dự án có xu hướng lệch về các thị trường tỉnh tier 2, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá (1) tỷ lệ hấp thụ dự án sẽ cao nhờ vị trí tốt, giá bán hợp lý, (2) ít sự cạnh tranh từ các đối thủ lớn khác.

Định giá hấp dẫn khi bước vào pha mở rộng của chu kỳ BĐS: PDR hiện đang giao dịch tại PB 2025F = 1.42x và PB 2026F = 1.26x thấp hơn mức PB trung bình ngành 1.5x trong pha mở rộng của giai đoạn trước trong khi giá vốn dự án thấp, khả năng chuyển hóa quỹ đất sang lợi nhuận tốt.

Rủi ro: (1) khung pháp lý đối với sản phẩm condotel chưa rõ ràng ảnh hưởng đến khả năng hấp thụ các dự án du lịch, (2) rủi ro pha loãng do phát hành thêm 34.1 triệu cp (3.9% slcp đang lưu hành) để hoán đổi nợ.

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	20,800
Vốn hóa (tỷ đồng)	18,161
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	9.4
Room khối ngoại còn lại	42.5%





	2023	2024E	2025F	2026F
P/E (x)	23.9	30.8	21.5	12.7
P/B (x)	1.98	1.64	1.52	1.36
ROE (%)	7.1%	5.4%	7.4%	11.0%
ROA (%)	3.2%	2.7%	3.6%	5.3%

	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	618	1,732	4,109	7,158
Lợi nhuận gộp	544	934	1,869	3,311
LNST-CĐTS	684	629	898	1,523
EPS	903	702	1,003	1,701

Nguồn: BSC Research

HPG – VUA THÉP

TP: VND 37,500 - Upside +39%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. **Ngành thép nội địa phục hồi và kết quả kinh doanh của HPG sẽ tiếp tục cải thiện về mức trung bình của chu kỳ thép thép**
2. **Dự án Dung Quất 2 khi hoạt động ổn định sẽ giúp HPG tăng quy mô lợi nhuận của HPG lên 15,000 – 30,000 tỷ VNĐ/năm, tăng thêm 20% - 2.4x quy mô lợi nhuận năm 2024.** Trong (1) giai đoạn bình thường, và (2) nhà máy Dung Quất 2 hoạt động ổn định công suất 90%, BSC ước tính lợi nhuận HPG đạt 30,000 -35,000 tỷ VNĐ. BSC cho rằng dự án Dung Quất sẽ tiêu thụ tốt, và kỳ vọng lấp đầy 90% công suất trong năm 2026 nhờ (1) lợi thế về quy mô tiếp tục giảm giá thành sản xuất, (2) thời điểm đi vào hoạt động rơi vào chu kỳ mới.
3. **Định giá rẻ trước giai đoạn mở rộng chu kỳ:** P/B FWD 2025F = 1.3x

Dự báo Kết quả kinh doanh:

- **Trong năm 2024, BSC dự báo HPG ghi nhận Doanh thu thuần = 139,664 tỷ VND (+17% yoy), LNST – CĐTS = 12,300 tỷ VND (+80% yoy),** tương đương EPS FWD 2024 = 1,923 VND/CP, P/E FWD 2024 = 14.3, P/B FWD 2024 = 1.5x.
- **Trong năm 2025, BSC dự báo HPG ghi nhận Doanh thu thuần = 179,942 tỷ VND (+29% yoy), LNST – CĐTS = 18,558 tỷ VND (+51% yoy),** tương đương EPS FWD 2025 = 2,901 VND/CP, P/E FWD 2025 = 9.5x, P/B FWD 2025 = 1.3x

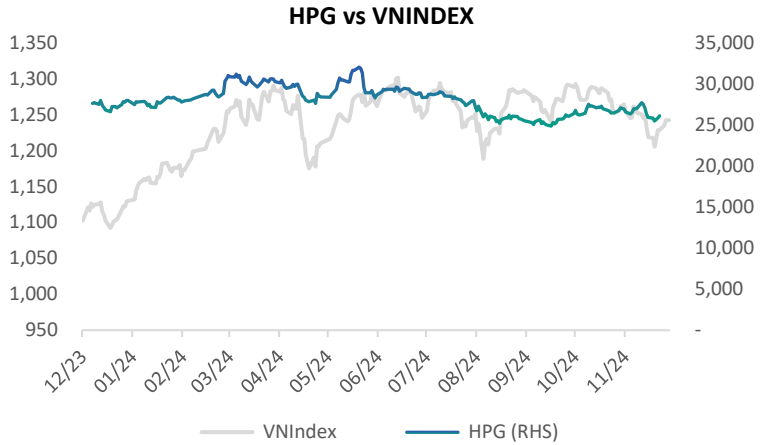
Catalysts: (1) Bộ Công thương công bố kết quả sơ bộ của vụ việc áp thuế chống bán phá giá thép HRC trong Tháng 11. (2) Giá thép tăng do (1) Trung Quốc đưa ra chính sách hỗ trợ thị trường Bất động sản, (2) các đại lý nhập hàng trở lại trong theo mùa vụ vào Tháng 11.

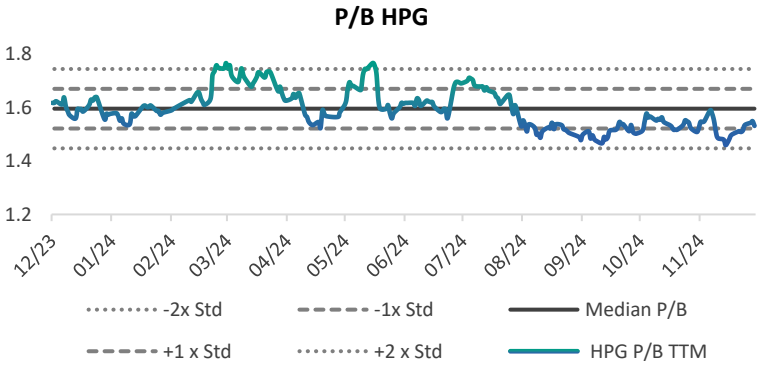
	2023	2024F	2025F	2026F
PE	23.2	14.3	9.5	6.4
PB	1.5	1.5	1.3	1.1
PS	0.8	1.3	1.26	0.98
ROE (%)	7%	11%	14%	17%
ROA (%)	4%	6%	7%	9%

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	118,953	139,664	179,942	225,768
Lợi nhuận gộp	12,938	18,666	31,413	42,284
LNST-CĐTS	6,835	12,300	18,558	27,433
EPS	1,175	1,923	2,901	4,289
Tăng trưởng EPS	-19%	64%	51%	48%

Nguồn: BSC Research

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	27,000
Vốn hoá (Tỷ VND)	172,699
KLGD trung bình 6M (Triệu CP)	13.3
Room khối ngoại còn lại	22%





DPG – THIÊN THỜI ĐỊA LỢI

TP: VND 68,800 – Upside +37%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

2024 đánh dấu điểm đảo chiều với tốc độ tăng trưởng lợi nhuận được dự báo đạt 30% CAGR cho 2024-2026 nhờ triển vọng tích cực của cả 3 mảng kinh doanh cốt lõi:

(1) **Xây lắp hạ tầng** – điểm rơi lợi nhuận tập trung 2025 nhờ giá trị backlog lớn ~5,400 tỷ VND (-10% YoY nhưng phần lớn được ký kết năm 2023).

(2) **Thủy điện** – La Nina trở lại mạnh mẽ từ T9/2024 duy trì xuyên suốt 2025 sẽ hỗ trợ phục hồi sản lượng điện thương phẩm +5% YoY trong năm 2025 và giảm nhẹ -2% YoY trong năm 2026.

(3) **Bất động sản** – Casamia Balanca dự án lớn nhất trong danh mục được kỳ vọng sẽ sớm nhận được phê duyệt giá đất từ cơ quan quản lý trong 1Q2025. Dự án là một động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong 2026-2027 và là chất xúc tác để cổ phiếu được tái định giá cao hơn.

Định giá hấp dẫn: DPG hiện đang giao dịch tại PE 2025F = 12.1x và PE 2026F = 8.3x, thấp hơn mức PE trung bình 19.8x của ngành thủy điện và 14.0x của ngành xây lắp hạ tầng. Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại tương đối hấp dẫn và rủi ro giảm giá không nhiều vì tại mức giá 45,900 VND/cp (downside -11%), định giá chỉ mới phản ánh mảng thủy điện và dự án Casamia Balanca tại giá trị sổ sách.

Rủi ro: (1) biên lợi nhuận mảng xây lắp thấp hơn kỳ vọng, (2) pháp lý dự án Casamia Balanca được hoàn thành chậm hơn kỳ vọng làm chậm tiến độ xây dựng/bàn giao và ảnh hưởng đến định giá RNAV của mảng kinh doanh BĐS.

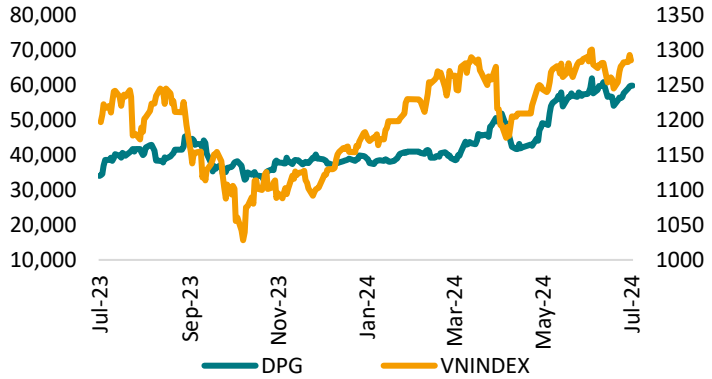
	2023	2024E	2025F	2026F
P/E (x)	16.1	14.0	12.1	8.3
P/B (x)	1.80	1.64	1.49	1.29
ROE (%)	12.0%	11.8%	12.3%	14.7%
ROA (%)	4.2%	4.1%	4.8%	6.9%

	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,450	4,143	4,333	5,032
Lợi nhuận gộp	585	620	692	893
LNST-CĐTS	203	234	272	395
EPS	3,207	3,699	4,288	6,233

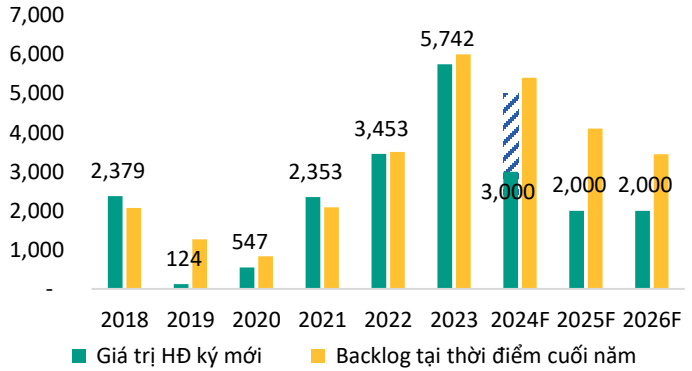
Nguồn: BSC Research

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	50,200
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,163
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	0.9
Room khối ngoại còn lại	42.1%

Diễn biến giá CP và VNindex



Giá trị gói thầu ký mới & backlog



CTD – KQKD CẢI THIỆN NHỜ THỊ TRƯỜNG BẤT ĐỘNG SẢN HỒI PHỤC

TP: 90,000 VND Upside +33%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

Kết quả kinh doanh CTD trong năm 2025-2026 kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ:

(1) Tổng giá trị Backlog lớn đạt 25,000 tỷ VNĐ đến cuối NĐTC 2024 – đảm bảo công việc cho năm 2025 (bao gồm: dự án LEGO, Pandora, . .). BSC kỳ vọng tổng giá trị backlog +10% YoY trong năm 2025 – 2026 nhờ nguồn cung thị trường Bất động sản phục hồi.

(2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức +3.4% năm 2023 lên 4.4%/4.7% năm 2025/2026 nhờ đóng góp của (i) các dự án Công nghiệp có tỷ suất lợi nhuận cao hơn, (ii) các dự án Bất động sản dân dụng mới có giá ký tốt hơn.

Dự báo Kết quả kinh doanh:

- **Trong năm 2024, BSC dự báo CTD ghi nhận Doanh thu thuần = 24,250 tỷ VND (+15% yoy), LNST – CĐTS = 450 tỷ VND (+45% yoy),** tương đương EPS FWD 2024 = 4,499 VND/CP, P/E FWD 2024 = 12.3, P/B FWD 2024 = 0.50x, với giả định Backlog T6.2024 = 25,000 tỷ VNĐ, chi phí dự phòng/doanh thu = 0.75%

- **Trong năm 2025, BSC dự báo CTD ghi nhận Doanh thu thuần = 28,716 tỷ VND (+18% yoy), LNST – CĐTS = 571 tỷ VND (+27% yoy),** tương đương EPS FWD 2025 = 5,718 VND/CP, P/E FWD 2025 = 9.8x, P/B FWD 2025 = 0.46x với giả định Backlog T6.2025 = 30,000 tỷ VNĐ, chi phí dự phòng/doanh thu = 0.6%

Catalyst: (1) Ghi nhận các dự án lớn như Lego, Pandora.

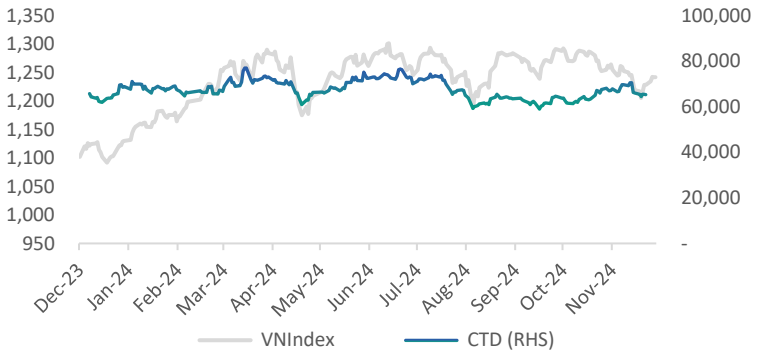
	2023	2024E	2025F	2026F
PE	252.3	21.5	14.8	11.6
PB	0.64	0.77	0.74	0.69
PS	0.41	0.32	0.27	0.23
ROE (%)	2.3%	2%	4%	5%
ROA (%)	1%	1%	1%	2%

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	16,528	21,045	24,250	28,716
Lợi nhuận gộp	426	713	1,066	1,364
LNST-CĐTS	188	310	450	571
EPS	1,881	3,098	4,499	5,718
Tăng trưởng EPS	571%	65%	45%	27%

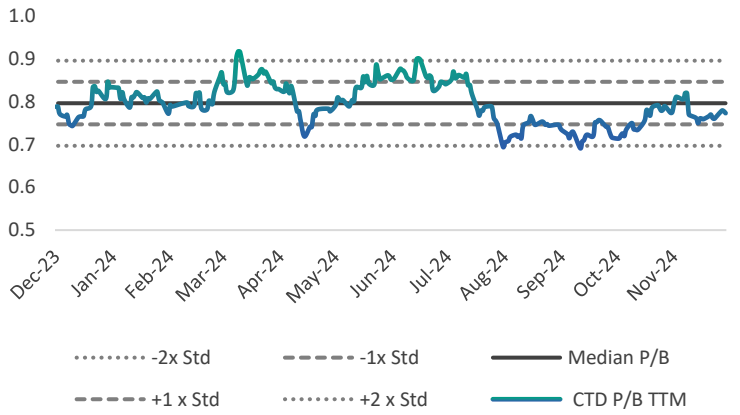
Nguồn: BSC Research

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	67,500
Vốn hoá (Tỷ VND)	6.745
KLGD trung bình 6M (Triệu CP)	0.8
Room khối ngoại còn lại	0%

CTD vs VNINDEX



P/B CTD



DXG – DXH RIVERSIDE GIẢI PHÓNG TIỀM NĂNG

TP: VND 23,100 – UPSIDE +31%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. DXH Riverside được tái khởi động là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2025-2027 và động lực giúp cổ phiếu được tái định giá:

- **Doanh thu mở bán mới (presales) dự kiến phục hồi từ 2025 đạt 9,543 tỷ VND sau 2 năm không tung sản phẩm mới và đạt 19,600 tỷ VND** chủ yếu nhờ tái mở bán Gem Sky World và DXH Riverside.
- **LNST-CĐTS bắt đầu tăng trưởng mạnh +154% CAGR trong 2024-2026** đạt 1,703 tỷ VND (+662% YoY) năm 2026 – thời điểm bắt đầu bàn giao DXH Riverside.
- Dòng tiền tốt từ DXH Riverside được kỳ vọng sẽ tạo nguồn lực quan trọng cho DXG để triển khai các dự án gối đầu và mở rộng quỹ đất hiện tại.

2. Định giá hấp dẫn khi doanh nghiệp bắt đầu bước vào pha phục hồi – DXG hiện đang giao dịch tại P/B 2025F = 1.13x – (1) thấp hơn mức P/B trung bình ngành hiện tại 1.3x cũng như (2) tương đương P/B trung bình ngành trong pha phục hồi trước 1.15x dù bối cảnh hiện tại của ngành BĐS lành mạnh hơn.

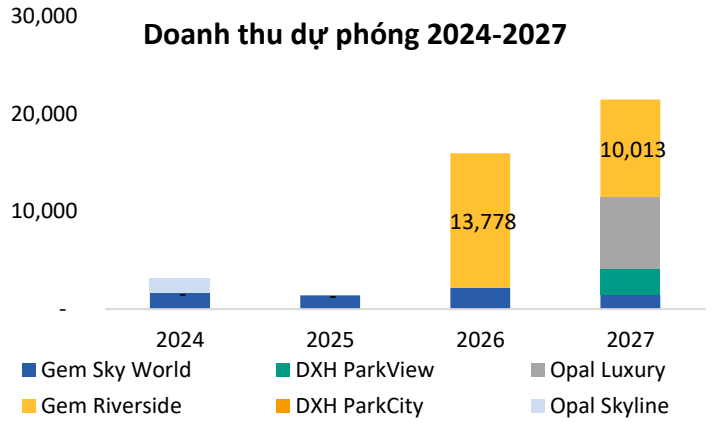
Rủi ro: Giá mở bán mới và thời điểm mở bán tại Gem Sky World, DXH Riverside không như kỳ vọng ảnh hưởng đến định giá RNAV và dự phóng

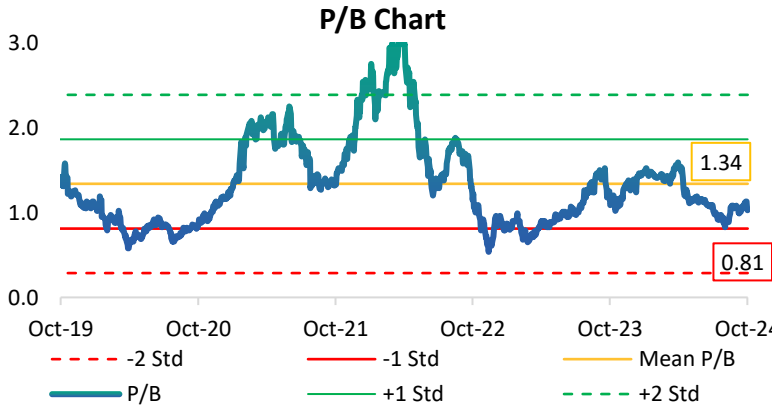
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	62.3	47.7	56.6	7.4
P/B (x)	1.34	1.15	1.13	0.98
P/S (x)	3.4	2.7	4.0	1.0
ROE (%)	1.1%	2.5%	2.3%	14.9%
ROA (%)	0.5%	1.3%	1.1%	5.9%

	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,725	4,722	3,147	12,358
Lợi nhuận gộp	1,710	2,079	1,669	7,127
LN sau thuế	172	265	224	1,703
EPS	281	367	309	2,358
Tăng trưởng EPS	-20%	30%	-16%	662%

Nguồn: BSC Research

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	17,650
Vốn hóa (tỷ VND)	12,720
KLGD 30 ngày (triệu)	18.7
Room khối ngoại còn lại	32.4%





HHV – CHUẨN BỊ GIAI ĐOẠN TĂNG TỐC

TP: VND 14,000 VND - Upside +27%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. **KQKD xây lắp kỳ vọng phục hồi trong năm 2025 nhờ (1)** Tổng giá trị Backlog lớn đạt 2,500 tỷ VNĐ (gấp 2.5 lần quy mô doanh thu xây lắp năm 2024) đảm bảo công việc cho 2 năm tới (2) Biên lợi nhuận gộp phục hồi từ mức 3.5% lên 7-8% do tiết giảm được các chi phí khác.
2. **KQKD BOT sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026** nhờ (1) Lưu lượng giao thông cao tốc Bắc Giang – Lạng Sơn + 30-40% YoY trong năm 2026 sau khi kết nối được với cao tốc Hữu Nghị - Chi Lăng và Đồng Đăng Trà Lĩnh đi vào khai thác.
3. **Định giá rẻ:** P/E FWD 2025 = 9.0x, P/B FWD 2025 = 0.5x. BSC cho rằng HHV sẽ được tái định giá khi dự án BOT Bắc Giang – Lạng Sơn hết lỗ.

Dự báo Kết quả kinh doanh:

- **Trong năm 2024, BSC dự báo HHV ghi nhận Doanh thu thuần = 3,026 tỷ VND (+17% yoy), LNST – CĐTS = 387 tỷ VND (+80% yoy),** tương đương EPS FWD 2024 = 896 VND/CP, P/E FWD 2024 = 12.3, P/B FWD 2024 = 0.50x.
- **Trong năm 2025, BSC dự báo HHV ghi nhận Doanh thu thuần = 3,494 tỷ VND (+29% yoy), LNST – CĐTS = 498 tỷ VND (+51% yoy),** tương đương EPS FWD 2025 = 1,151 VND/CP, P/E FWD 2025 = 9.8x, P/B FWD 2025 = 0.46x

Catalysts: (1) Dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh (2) Dự án Hữu Nghị - Chi Lăng đi vào khai thác.

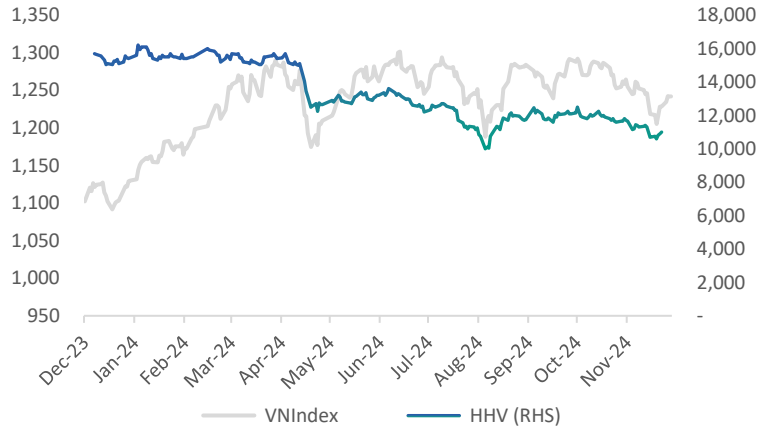
	2023	2024E	2025F	2026F
PE	11.6	12.3	9.8	7.2
PB	0.8	0.52	0.50	0.46
PS	1.4	1.6	1.4	1.4
ROE (%)	3%	4%	4%	5%
ROA (%)	1%	1%	1%	1%

Nguồn: BSC Research

	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	2,686	3,026	3,494	3,537
Lợi nhuận gộp	1,080	1,270	1,430	1,666
LNST-CĐTS	322	387	498	675
EPS	978	896	1,151	1,562
Tăng trưởng EPS	-29%	-8%	29%	36%

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	11,000
Vốn hoá (Tỷ VND)	4,755
KLGD trung bình 6M (Triệu CP)	2.79
Room khối ngoại còn lại	40%

HHV vs VNINDEX



Backlog HHV

Dự án	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2023 – 2025	74%	434
Đường ven biển Bình Định	2023- 2025	60%	236
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023- 2025	35%	96
Đồng Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 2026	0%	1,735
Tổng giá trị			**2,501**

KBC – ĐỊNH GIÁ RẺ, KỲ VỌNG MỞ KHÓA TRÀNG DUỆ 3

TP: VND 35,000 - Upside +26%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. Mở khóa KCN Tràng Duệ 3 và Tràng Cát sẽ là động lực tăng trưởng cho KBC trong năm 2025

BSC kỳ vọng dự án Tràng Duệ 3 sẽ được Chấp thuận chủ trương đầu tư vào giữa năm 2025 nhờ (1) Phân cấp phân quyền về cho UBND tỉnh phê duyệt dự án KCN, kỳ vọng sẽ đẩy nhanh tiến độ pháp lý, (2) Các khu công nghiệp mới phê duyệt tương đối hạn chế trong 3 năm vừa qua, sẽ là động lực Chính Phủ mở khóa quỹ đất trong thời gian tới.

2. Định giá rẻ: đang giao dịch với mức chiết khấu 40% so với giá trị RNAV toàn bộ các dự án.

Dự báo kết quả kinh doanh:

- **Trong năm 2024, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần = 2,825 tỷ VND (-50% yoy), LNST – CĐTS = 584 tỷ VND (-71% yoy),** tương đương EPS FWD 2024 = 761 VND/CP, P/E FWD 2024 = 37.1x, P/B FWD 2024 = 1.0x nhờ bàn giao 14 ha Quang Châu, 18 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh và 5 ha Tân Phú Trung.

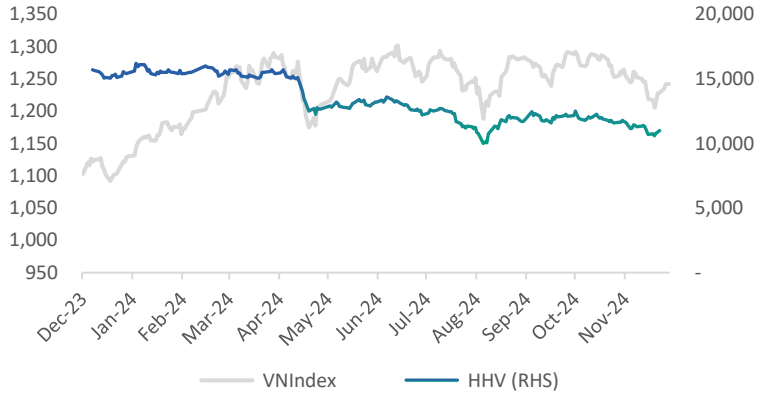
- **Trong năm 2025, BSC dự báo KBC ghi nhận Doanh thu thuần = 5,949 tỷ VND (+111% yoy), LNST – CĐTS = 1,352 tỷ VND (+132% yoy),** tương đương EPS FWD 2025 = 1,762 VND/CP, P/E FWD 2025 = 16.0x, P/B FWD 2025 = 1.0x nhờ bàn giao 6 ha Quang Châu, 25 ha Nam Sơn Hạp Lĩnh, 18 ha Tân Phú Trung và 50 ha Tràng Duệ 3.

Catalyst: (1) Thúc đẩy pháp lý cho KCN Tràng Duệ 3 và Tràng Cát (2) Giá cho thuê tăng

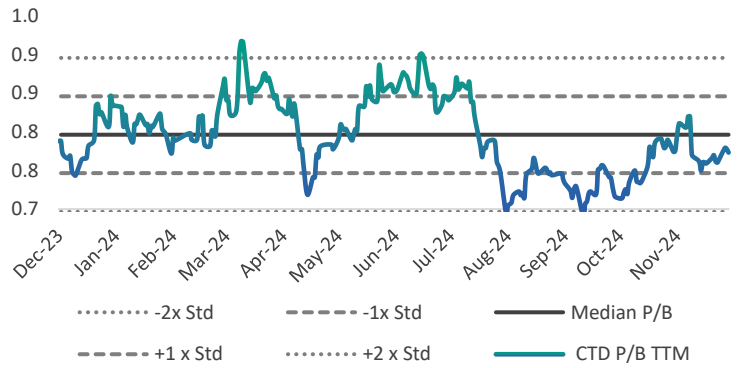
Rủi ro: (1) Giá đền bù đất các dự án mới tăng

Thông tin cổ phiếu	23/12/2024
Giá đóng cửa (VND)	27,800
Vốn hoá (Tỷ VND)	21,339
KLGD trung bình 6M (Triệu CP)	1.0
Room khối ngoại còn lại	30%

KBC vs VNINDEX



P/B KBC



	2021	2023	2024E	2025F
PE	9.8	12.4	37.1	16.0
PB	0.8	1.2	1.0	1.0
PS	15.7	4.5	7.7	3.6
ROE (%)	9%	10%	3%	6%
ROA (%)	4%	6%	1%	3%

	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	950	5,618	2,825	5,949
Lợi nhuận gộp	266	3,695	1,439	3,086
LNST-CĐTS	1,526	2,031	584	1,352
EPS	1,988	2,646	761	1,762
Tăng trưởng EPS	3%	33%	-71%	132%

Nguồn: BSC Research



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH XUẤT NHẬP KHẨU - LOGISTICS - BÁN LẺ

DUY TRÌ QUAN ĐIỂM PHỤC HỒI

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

Tóm tắt quan điểm KQKD 2024: (1) Nhu cầu phục hồi từ nền thấp và (2) giá NVL đầu vào suy giảm như kì vọng của BSC. Tuy nhiên, mức độ phục hồi chậm hơn kì vọng sau khi công bố KQKD Q3/2024.

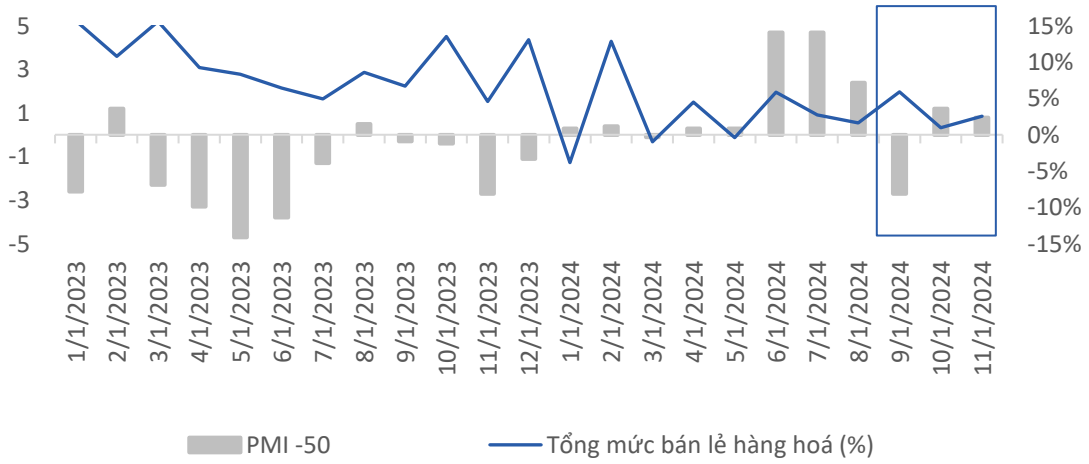
Triển vọng KQKD 2025-2026: Tiếp tục kì vọng nhu cầu phục hồi dẫn dắt tăng trưởng của nhóm doanh nghiệp nắm bắt cơ hội mở rộng về thị phần, công suất, tập khách hàng, …

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tốc độ phục hồi của nhu cầu tiêu dùng chung và quan điểm điều hành của trong nhiệm kì của tổng thống Trump sẽ là ẩn số chính tác động lên kỳ vọng tăng trưởng của nhóm ngành XNK- Logistics – tiêu dùng bán lẻ.

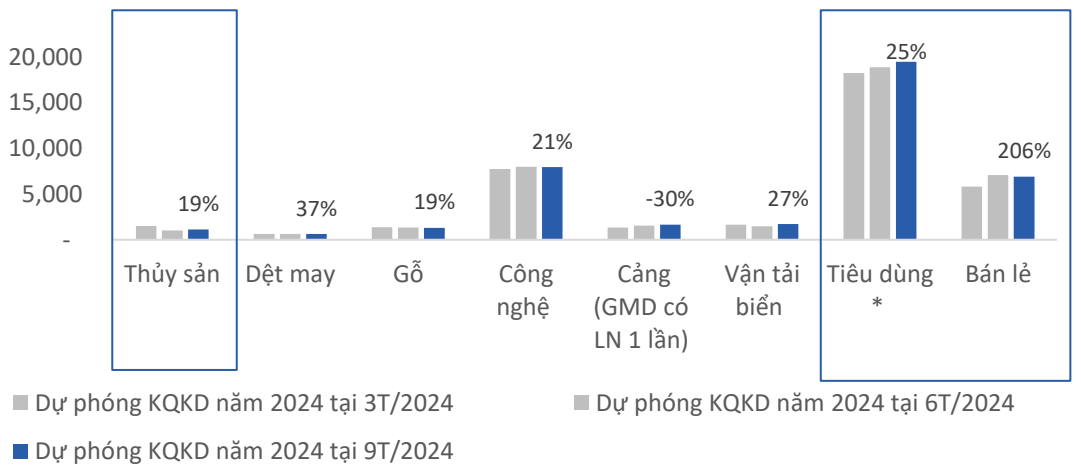
Tóm tắt quan điểm: Chúng tôi duy trì quan điểm KQKD năm 2024 khả quan dựa trên mức nền thấp của cùng kì, nhờ các yếu tố vĩ mô trong nước và thế giới dần khởi sắc hỗ trợ **(1)** nhu cầu phục hồi và **(2)** hưởng lợi từ xu hướng giảm của giá nguyên vật liệu và **(3)** áp lực từ lãi suất giảm (link).

Tuy nhiên, mức độ phục hồi từ nhu cầu tiêu dùng chung của các nhóm ngành XNK – tiêu dùng và bán lẻ đang chậm hơn kỳ vọng của BSC, dẫn tới những điều chỉnh giảm trong giá bán và biên lợi nhuận gộp của ước tính KQKD năm 2024 chủ yếu ở nhóm ngành XNK và bán lẻ

Hình 1: Bối cảnh vĩ mô khởi sắc so với cùng kì, nhưng tốc độ phục hồi chậm hơn dự kiến.



Hình 2: Nhu cầu tiêu dùng phục hồi chậm dẫn tới điều chỉnh ước tính KQKD 2024:
(1) Đối với ngành thủy sản: giá bán thấp hơn -13% so với kì vọng đầu năm và (2) ngành tiêu dùng – bán lẻ: biên lợi nhuận thấp hơn ~2 điểm% sau KQKD Q3/2024.



- *dẫn dắt bởi MSN nhờ giảm đòn bẩy và ghi nhận LN bán mảng kinh doanh không cốt lõi*

Nguồn: BSC Research, GSO,SEP

Triển vọng 2025-2026: BSC tiếp tục kì vọng nhu cầu khởi sắc sẽ dẫn dắt tăng trưởng:

(1) Ngành XNK: (i) ghi nhận xu hướng phục hồi về giá đối với nhóm ngành Thủy sản và (ii) lượng đơn hàng tiếp tục khả quan đối với ngành Dệt May, gỗ đá và CNTT

(2) Ngành cảng – Vận tải: với tiềm năng mở rộng công suất: (i) ngành cảng dự kiến vận hành thương mại vào cuối 2025 và (ii) ngành vận tải biển: công suất đội tàu gia tăng với giá cước tốt hơn cùng kì

(3) Ngành tiêu dùng: (i) phục hồi theo nhu cầu chung đối với nhóm hàng tiêu dùng, (ii) Nhóm ngành chăn nuôi hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển tác động bởi luật chăn nuôi. Tuy nhiên, biến động của giá NVL đầu vào (giá sữa nguyên liệu, giá bao bì…), giá heo hơi và tình hình dịch bệnh có thể tác động đến biên lợi nhuận của DN

(4) Ngành bán lẻ: Nắm bắt cơ hội dịch chuyển của ngành từ kênh GT sang MT là động lực giúp các DN trong ngành tăng độ phủ cửa hàng.

%YoY	LNST-CĐTS năm 2025	2026	Tăng quy mô	Yếu tố dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2025-2026
Thủy sản	57%	25%	✗	Giá cá tra xuất khẩu kỳ vọng hồi phục rõ rệt hơn từ 2H.2025
Dệt may	27%	17%	✗	Lượng đơn hàng duy trì đảm bảo, khi một số doanh nghiệp đã lấp kín đơn cho 1H.2025
Gỗ & đá	24%	11%	✗	Hồi phục dựa trên nhu cầu phục hồi tại các thị trường xuất khẩu
Công nghệ	21%	21%	✗	Lượng hợp đồng ký mới tại các thị trường chính như Nhật Bản, APAC, Mỹ +20% yoy duy trì tích cực
Cảng	-2%	9%	✓	Sản lượng neo theo đà hồi phục XNK, công suất gia tăng trong cuối 2025 và đầu 2026
Vận tải	15%	18%	✓	Mở rộng công suất đội tàu cho thuê định hạn, giá cước định hạn ký mới cao hơn so với cùng kỳ
Tiêu dùng	10%	5%	✓	Nhu cầu tiêu dùng chung, riêng nhóm chăn nuôi - tăng công suất +10% -20%.
Bán lẻ	23%	31%	✓	Tăng SLCH +% và cải thiện biên LNHĐ từ 1-2 điểm %

Nguồn: BSC Research

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng biến số liên quan đến tốc độ phục hồi của nhu cầu tiêu dùng và quan điểm điều hành của tổng thống Trump(phần tiếp theo) sẽ tác động lớn đến kì vọng tăng trưởng của nhóm ngành này.

QUAN ĐIỂM CỦA BSC VỀ TÁC ĐỘNG CỦA TRUMP 2.0 LÊN NGÀNH XNK Việt Nam?

Sau khi tái đắc cử tổng thống, ông Trump được cho rằng là sẽ áp dụng các chính sách thuế quan, nhắm trực tiếp vào Trung Quốc (60%) và quốc gia có thặng dư lớn với Mỹ (10 – 20%). BSC đưa ra quan điểm TRUNG LẬP cho những tác động của những chính sách trên lên ngành xuất nhập khẩu Việt Nam, cụ thể:

1. **Ngành dệt may (Trung lập):** Chúng tôi cho rằng nhìn chung tác động của những chính sách thuế quan lên dệt may xuất khẩu VN sẽ là không quá lớn do (1) thuế áp dụng cho dệt may VN vốn đã ở mức cao (13-15%), tuy nhiên BSC đánh giá đây vẫn là mức cạnh tranh so với Trung Quốc (60%) (2) VN được kỳ vọng sẽ tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng đi ra khỏi Trung Quốc nhờ (i) tay nghề tốt làm được các đơn hàng giá trị gia tăng cao (ii) đáp ứng tốt các tiêu chuẩn ESG của các nhãn hàng (iii) tình hình chính trị trong nước ổn định.
2. **Ngành thủy sản (Trung lập)**: Tương tự dệt may, nhìn chung tác động lên nhóm cá tra sẽ là không lớn nhờ (1) doanh nghiệp XK cá tra trên sàn tiếp tục được hưởng mức thuế CBPG 0% ở kỳ đánh giá POR20 vừa rồi giúp đảm bảo khả năng cạnh tranh bất chấp Mỹ có gia tăng đánh thuế hay không (2) ngoài ra, BSC cho rằng các doanh nghiệp xuất khẩu cá tra đi Mỹ sẽ được hưởng lợi nếu Mỹ áp thuế 60% lên cá rô phi Trung Quốc.
3. **Ngành gỗ & đá (Trung lập)**: Các loại thuế áp lên ngành gỗ chủ yếu là các loại thuế chống lẩn tránh để phòng hàng từ Trung Quốc xuất sang VN rồi xuất ngược lại vào Mỹ, tuy nhiên, với lợi thế nguồn nguyên liệu rõ ràng, BSC đánh giá nhìn chung cũng sẽ không chịu nhiều ảnh hưởng từ Trump 2.0.
4. **Ngành Săm lốp (Trung lập):** Chúng tôi cho rằng nhìn chung tác động của những chính sách thuế quan lên xuất khẩu lốp Việt Nam sẽ là không quá lớn do: (1) Việt Nam được hưởng mức thuế chống trợ cấp (CVD) đối với lốp xe ô tô và xe tải nhẹ ở mức 6.46% thấp hơn so với các nước khác và (2) Các doanh nghiệp săm lốp Việt Nam có lợi thế nguyên liệu đầu vào là cao su trong nước với nguồn gốc rõ ràng đồng thời tích cực phối hợp trong các cuộc điều tra nên sẽ không chịu nhiều tác động từ Trump 2.0.

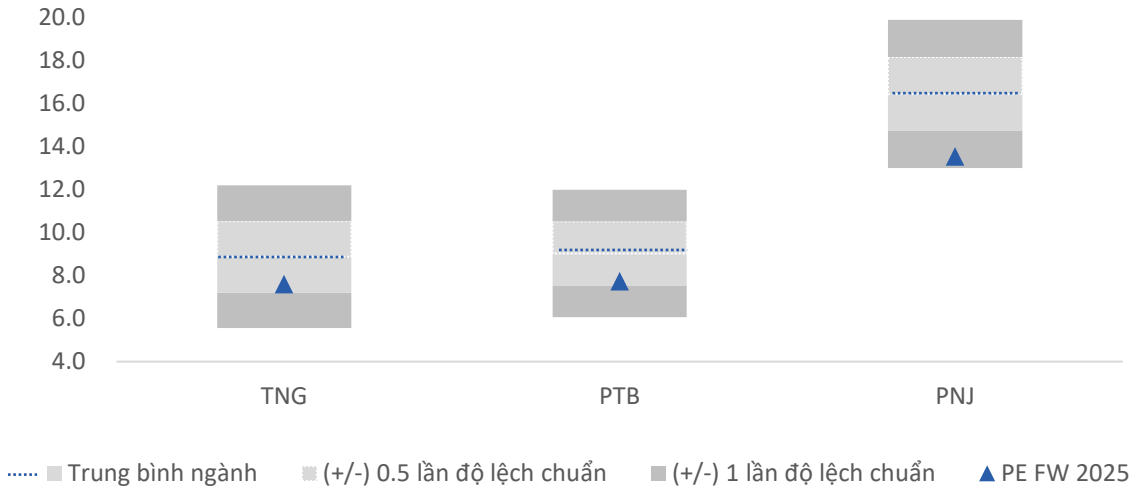
Ngành	Tác động trong FY 2025			%YoY	Yếu tố cần theo dõi
	Tiêu cực	Trung Lập	Tích cực		
Ngành dệt may		✓		27%	Lượng đơn hàng dịch chuyển sang từ Trung Quốc sau thuế Trump áp thuế
Ngành thủy sản		✓		57%	Sản lượng cá tra xuất khẩu sau khi Mỹ áp thuế lên cá rô phi Trung Quốc
Ngành gỗ		✓		24%	Thuế chống lẩn tránh của Mỹ liên quan đến các mặt hàng gỗ XK VN
Ngành săm lốp		✓		24%	Sản lượng xuất khẩu lốp sang Mỹ sau khi Mỹ áp thuế lên lốp nhập khẩu từ Thái Lan và kết quả các cuộc điều tr CBPG lốp vào Mỹ

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ: Chúng tôi cho rằng diễn biến KQKD năm 2025 chịu tác động lớn bởi kỳ vọng nhu cầu phục hồi nhưng hiện tại định một số ngành và cổ phiếu đã phản ánh kì vọng KQKD 2024-2025, như (i) thủy sản với PE FW 2025= 12 lần – đã phản ánh kì vọng phục hồi và (ii) chăn nuôi với PE FW 2025 = 13.5 lần – đã phản ánh kỳ vọng dịch chuyển ngành theo luật chăn nuôi.

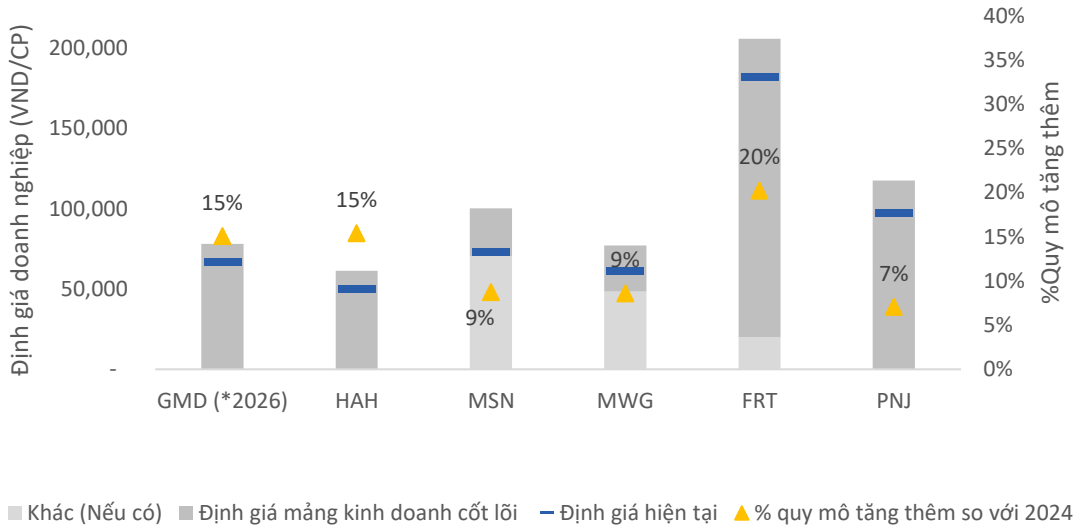
Do đó, chúng tôi cho rằng biên an toàn để đầu tư cổ phiếu dựa trên hai luận điểm chính

- **Luận điểm 1:** Định giá hợp lý để tăng tỷ trọng - **TNG, PTB, PNJ**
- **Luận điểm 2:** Tăng trưởng quy mô và tiềm năng tăng định giá – **HAH, MWG, MSN, FRT và GMD.**

Hình 3: Các cổ phiếu sở hữu định giá đã chiết khấu về vùng hấp dẫn so với lịch sử



Hình 4: Tăng trưởng về quy mô giúp các doanh nghiệp này có dư địa tăng trưởng về định giá



Nguồn: BSC Research

NGÀNH THỦY SẢN: KQKD KỲ VỌNG TIẾP TỤC CẢI THIỆN TRONG 2025

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM: **BSC** duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm thủy sản trong 2025 do:

1. Mặc dù, giá cá tra và sản lượng kỳ vọng duy trì xu hướng hồi phục và trở nên rõ rệt kể từ 2H.2025.
2. Tuy nhiên, hầu hết các cổ phiếu thủy sản đều đang được giao dịch ở mức PE FW 2025 = 11 – 12 lần cao hơn so với trung bình chu kỳ trước = 10 lần trong khi lợi nhuận chưa thể quay lại như trước

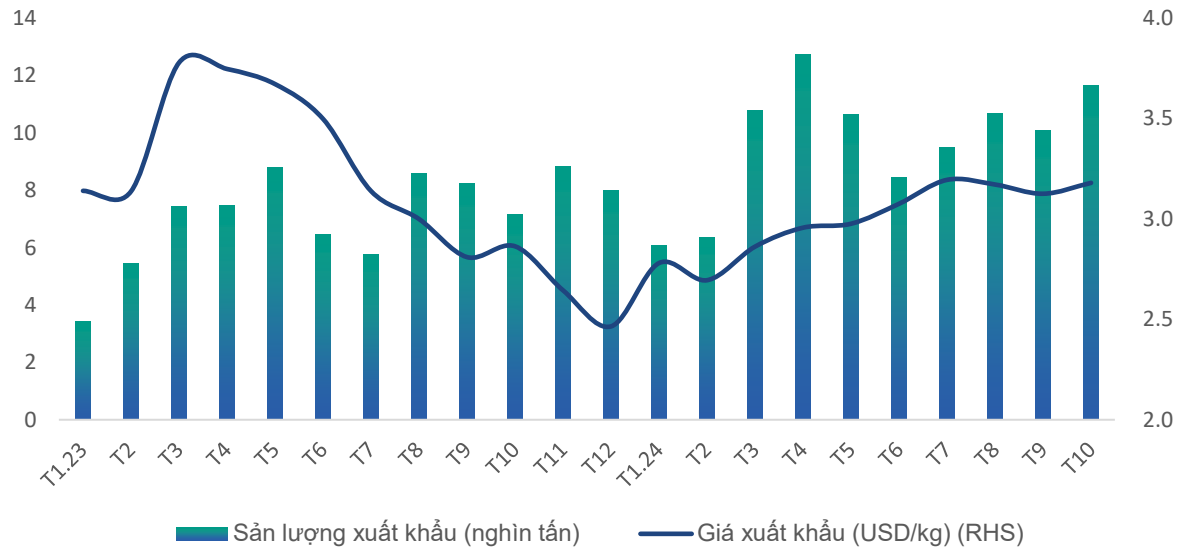
1) **Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu (Mỹ, Trung Quốc) được dự báo sẽ bắt đầu hồi phục rõ rệt kể từ 2H.2025** nhờ (i) tiêu dùng hồi phục khi các chính sách giảm lãi suất (FED), kích thích tiêu dùng nội địa (Trung Quốc) bắt đầu thẩm thấu sâu vào nền kinh tế (ii) theo yếu tố mùa vụ khi 2H thường là giai đoạn nhập khẩu mạnh của các thị trường xuất khẩu.

2) **Tồn kho cá tra dự báo giảm mạnh trong 2H.2025 so với cùng kỳ** do (i) chính sách đẩy tồn của các doanh nghiệp cá tra xuất khẩu duy trì từ Q4.2024 (ii) tình hình gieo giống tại các khu vực ao nuôi cá thể không có nhiều cải thiện do giá cá nguyên liệu neo ở mức thấp.

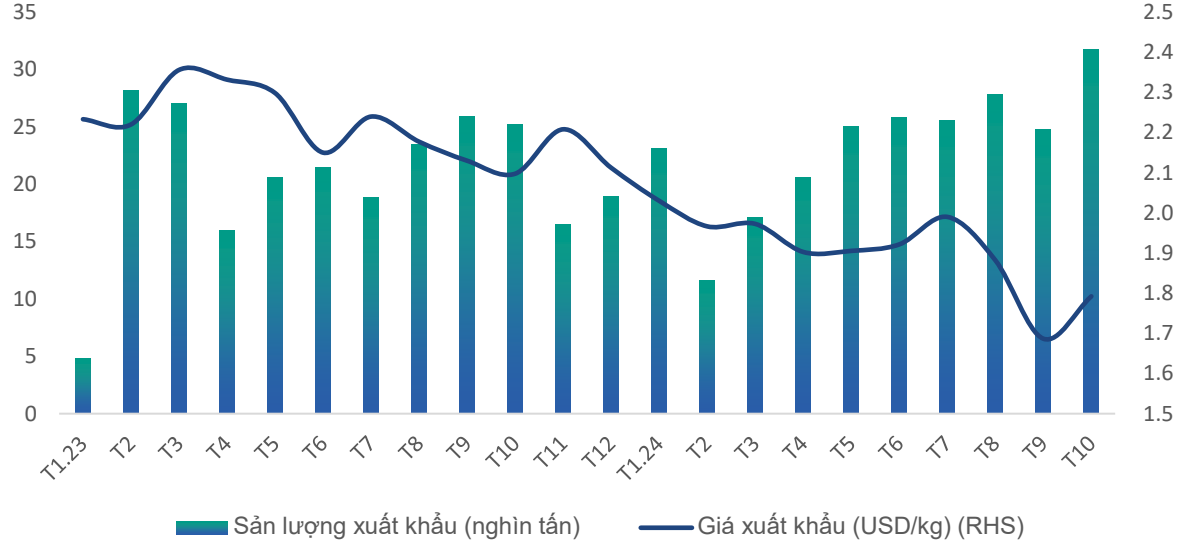
3) **Sự hồi phục trong 1H.2025 sẽ chủ yếu đến từ mức nền thấp svck**, khi cơ bản qua khảo sát các doanh nghiệp thì hiện tại lượng đơn hàng không có nhiều cải thiện so với 2H.2024

Xét triển vọng sản lượng, BSC duy trì quan điểm hồi phục trong các cập nhật trước đó khi cơ bản diễn biến sản lượng xuất khẩu vẫn đi theo kỳ vọng của chúng tôi.

Hình: Giá cá tra xuất khẩu đi Mỹ chững lại trong Q4.2024



Hình: Giá cá tra xuất khẩu đi Trung Quốc đã tạo đáy những vẫn neo ở mức thấp



NGÀNH DỆT MAY: ĐƠN HÀNG DUY TRÌ XU HƯỚNG HỒI PHỤC

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM: **BSC** duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng năm 2025 của nhóm ngành Dệt may xuất khẩu nhờ

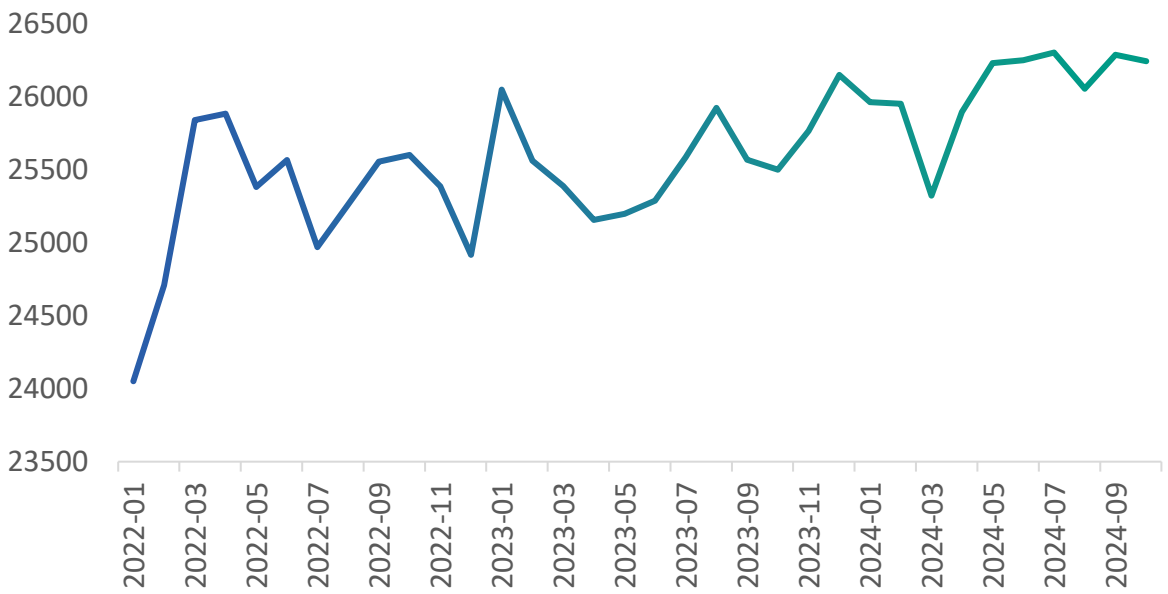
1. Lượng đơn hàng đã cơ bản đang được đàm phán để lấp đầy cho 1H.2025 nhờ nhu cầu hồi phục tại các thị trường xuất khẩu 2.
2. Chính sách thuế quan Trump 2.0 kỳ vọng không tác động nhiều đến nhóm dệt may (chi tiết xem slide trước)

Cổ phiếu khuyến nghị: TNG

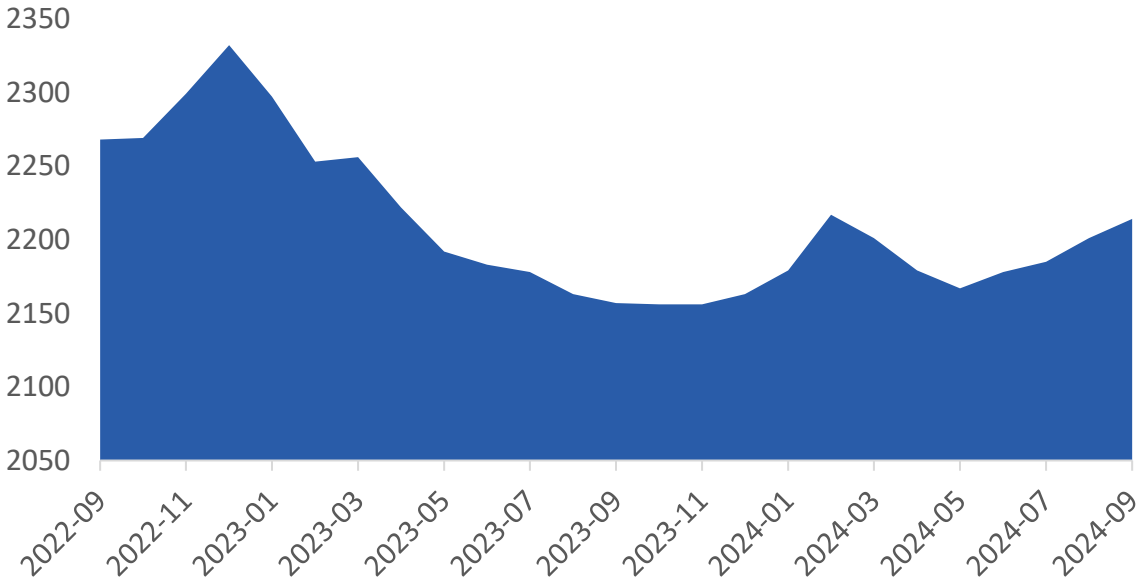
Hiện tại, lượng đơn hàng may mặc của các doanh nghiệp trên sàn đã cơ bản lấp đầy đến hết Q1.2025, một vài doanh nghiệp với tập khách hàng đa dạng và lợi thế ESG thì đã lấp đến hết Q2.2025 nhờ:

1) Nhu cầu đồ may mặc tại các thị trường xuất khẩu duy trì xu hướng hồi phục khi (i) doanh số quần áo bán lẻ tại Mỹ tiếp tục ghi nhận +2.9% yoy trong T11.2024 (ghi nhận tháng thứ 7 hồi phục liên tiếp) (ii) FED hạ lãi suất vào T9.2024, và kỳ vọng tiếp tục giảm trong 2025 sau khi lạm phát dần được kiểm soát sẽ là yếu tố hỗ trợ cải thiện nhu cầu tại Mỹ.
2) Hàng tồn kho quần áo Mỹ tiếp tục neo ở mức thấp so với chu kỳ trước do hầu hết thời gian của năm 2024 các nhãn hàng duy trì chính sách giảm giá đẩy hàng.

Hình: Doanh số bán lẻ quần áo Mỹ duy trì xu hướng hồi phục (số liệu đã điều chỉnh yếu tố mùa vụ)



Hình: Tồn kho quần áo Mỹ neo ở mức thấp.



NGÀNH CNTT: XU HƯỚNG AI KỲ VỌNG THÚC ĐẨY CHUYỂN ĐỔI SỐ

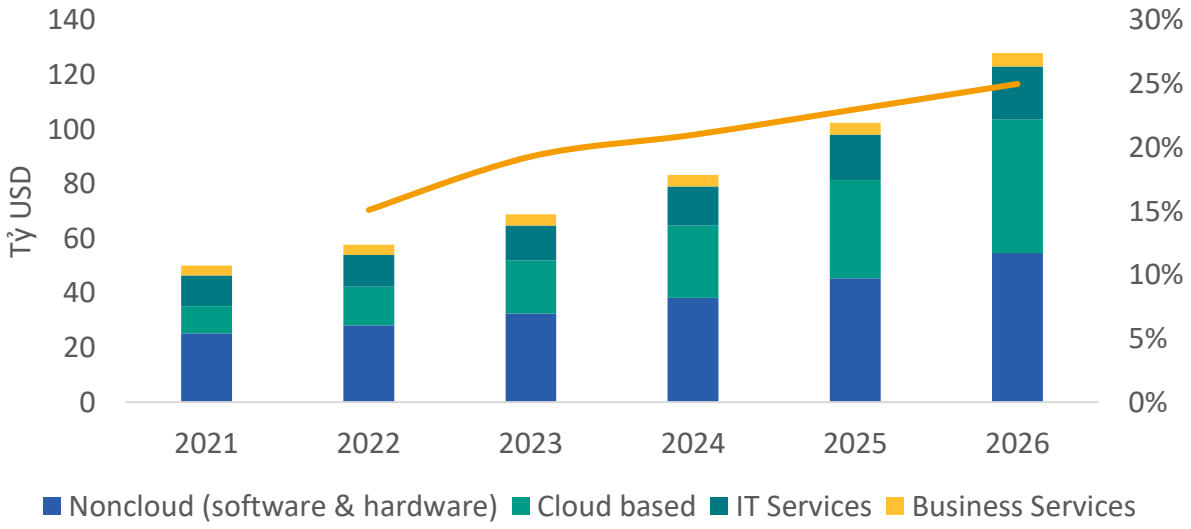
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM: **BSC** duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với triển vọng KQKD của nhóm CNTT – Viễn thông trong năm 2025 nhờ (1) lượng hợp đồng ký mới trong 2H.2024 + 20% yoy đảm bảo tăng trưởng trong 1H.2025 (2) xu hướng AI kỳ vọng tiếp tục thúc đẩy chuyển đổi số (3) mạng 5G được triển khai trên diện rộng mở ra cơ hội đầu tư trạm cho các doanh nghiệp viễn thông (4) các dự án ITS kỳ vọng bắt đầu triển khai trong 2025.

1) **Nhóm phần mềm (FPT):** BSC cho rằng trong 2025 triển vọng XKPM đi các thị trường nước ngoài (Mỹ, Nhật Bản, APAC) sẽ duy trì được đà tăng trưởng mạnh nhờ (i) vị thế, sức cạnh tranh của sản phẩm, dịch vụ được nâng tầm thông qua hợp tác với Nvidia, kết hợp với lợi thế giá thành giúp doanh nghiệp tiếp tục thu hút các hợp đồng (ii) xu thế AI kỳ vọng sẽ tiếp tục thúc đẩy CĐS (iii) doanh thu ký mới ghi nhận +20% yoy trong 9T.2024 sẽ đảm bảo tăng trưởng trong 1H.2025.

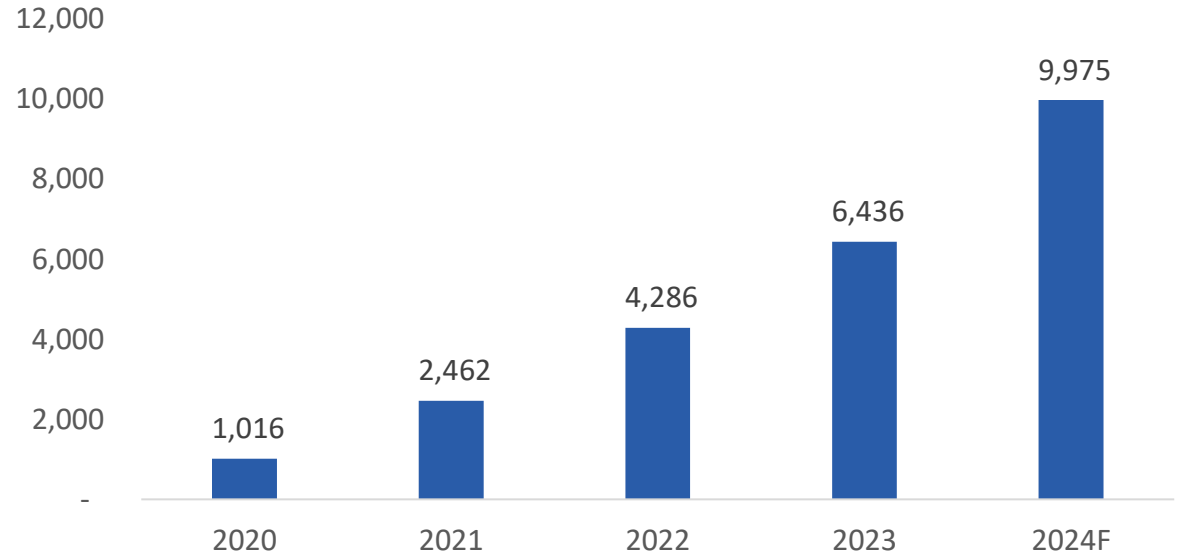
2) **Nhóm viễn thông (CTR):** Mạng 5G đã được Viettel phủ sóng trên phạm vi cả nước, kỳ vọng trong 2025 sẽ tiếp tục là cơ hội cho các doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư hạ tầng cho thuê khi các nhà mạng được báo sẽ tiếp tục nâng cấp phạm vi phủ sóng và tốc độ đường truyền.

3) **Nhóm ITS (ELC, ITD):** So với báo cáo cập nhật ngành trước đó, hiện tại, các gói thầu thi công ITS cho 5 cao tốc còn lại thuộc cụm dự án CTBN GĐ 1 đang được đấu thầu sau khi quốc hội thông qua việc cho phép thu phí trên các cao tốc mà nhà nước đầu tư, kỳ vọng sẽ tạo nguồn việc lớn cho nhóm ITS trong 2025.

Hình: Chi tiêu cho công nghệ kỳ vọng +20% CAGR (2022 – 2026) với động lực thúc đẩy chính đến từ AI



Hình: CTR đặt mục tiêu duy trì vị trí số 1 trong mảng cho thuê hạ tầng viễn thông



NGÀNH VẬN TẢI BIỂN: GIÁ CƯỚC ĐỊNH HẠN KỲ VỌNG TIẾP TỤC NEO CAO

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM: **BSC** duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** triển vọng KQKD nhóm Vận tải biển trong 2025 nhờ các mảng kinh doanh cải thiện khi:

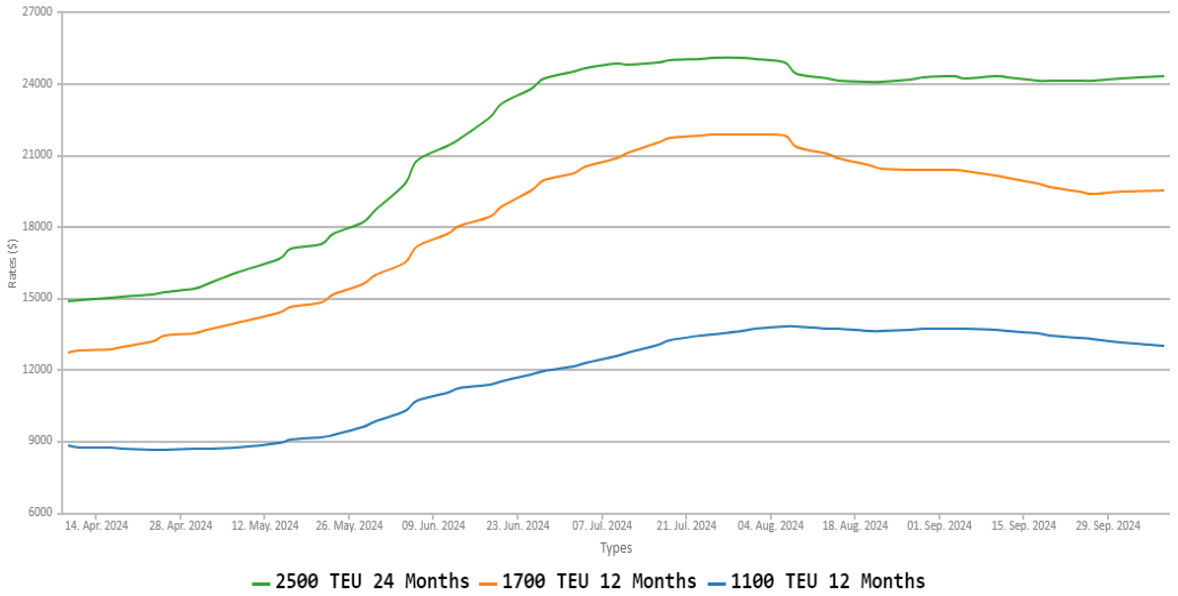
1. Giá cước vận tải biển đã thiếp lập một mức nền mới cao hơn so với nửa đầu 2024.
2. Sản lượng tự khai thác kỳ vọng hồi phục nhờ nhu cầu hồi phục.
3. Các doanh nghiệp mở rộng đội tàu trong cuối năm 2024 và đầu năm 2025

Cổ phiếu khuyến nghị: HAH, PVT

1) **Hoạt động cho thuê định hạn kỳ vọng cải thiện mạnh svck** nhờ (i) mức nền thấp của 1H.2024, khi hầu hết các doanh nghiệp Vận tải biển đều không đẩy được cho thuê định hạn, hoặc cho thuê với giá thấp do nhu cầu yếu (ii) giá cước định hạn cơ bản đã thiết lập một mức nền mới cao hơn, khi hầu hết các tàu đều được ký với giá từ 20 nghìn USD/ngày so với chỉ 12 – 13 nghìn USD/ngày ở giai đoạn trước (iii) thời gian ký hợp đồng định hạn cũng tăng từ 3-6 tháng lên 1-2 năm.

2) **Hoạt động tự khai thác kỳ vọng hồi phục chủ yếu** nhờ (i) sản lượng hồi phục khi nhu cầu nội địa và quốc tế hồi phục, yếu tố mùa vụ trong những tháng cuối năm trong khi đó (ii) giá cước kỳ vọng đi ngang trong 2025 chủ yếu do tình trạng dư cung tại thị trường nội địa.

Hình: Giá cước định hạn đã thiếp lập một mức nền mới



Hình: Sản lượng tự khai thác duy trì cải thiện trong Q3.2024



NGÀNH CẢNG BIỂN: SẢN LƯỢNG TIẾP TỤC DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM: **BSC** duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành Cảng biển trong năm 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng KQKD các doanh nghiệp đầu ngành sẽ duy trì xu hướng tích cực nhờ:

1. Đà phục hồi nhu cầu XNK cả trong và ngoài nước dẫn dắt thông lượng container qua các cảng tại Việt Nam

2. Công suất mở rộng và xây mới tại các cụm cảng cốt lõi góp phần gia tăng năng lực bốc dỡ hàng hoá trong khu vực

Cổ phiếu khuyến nghị: GMD

1. Sản lượng container được kỳ vọng tiếp tục phục hồi

Luỹ kế 10T.2024, tổng sản lượng container tại các cảng cột lõi đạt 18.5 triệu TEUs (+118% yoy) do **(i)** tăng trưởng trên mức nền thấp của năm 2023, **(ii)** chiến lược đa dạng hoá các tuyến dịch vụ trước rủi ro địa chính trị, **(iii)** nhu cầu tích trữ hàng hoá của Mỹ và EU phục hồi.

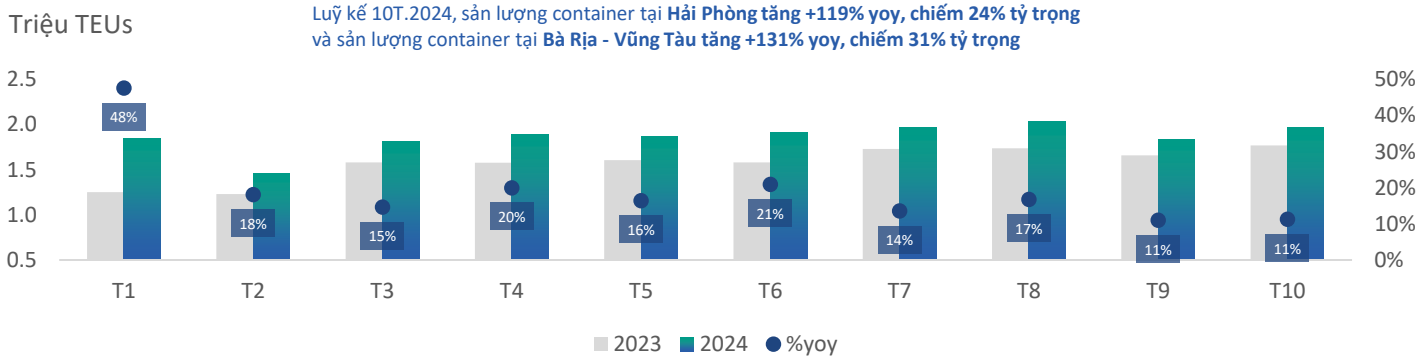
→ **BSC cho rằng các khu vực cảng biển cốt lõi (điểm nóng phục vụ các tuyến Nội Á và chặng dài đi Mỹ & EU) sẽ dẫn dắt tăng trưởng sản lượng container nhờ:**

- Hấp thụ nguồn hàng từ khối doanh nghiệp FDI tại ĐB sông Hồng và Đông Nam Bộ (trung bình chiếm tới 70% kim ngạch XNK Việt Nam)
- Nhu cầu tiêu dùng tại thị trường Mỹ được tăng lực từ chính sách nới lỏng tiền tệ của FED (lãi suất hạ về ngưỡng 4.75%)
- Các gói kích thích của Trung Quốc bắt đầu thẩm thấu sâu vào nền kinh tế

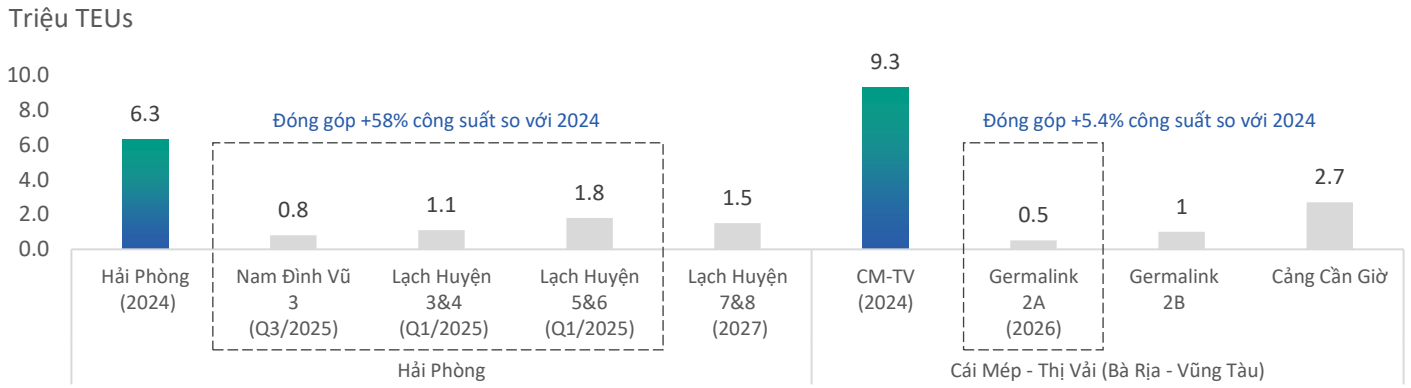
2. Công suất mở rộng tại các cụm cảng cốt lõi

Các cụm cảng mới chủ yếu đi vào vận hành trong năm 2025/2026, giúp mở rộng công suất tại HP (+58%) và CMTV (+5.4%) so với 2024. Sự bổ sung này sẽ **(i)** tạo thêm áp lực cạnh tranh vốn đã rất gay gắt tại HP, **(ii)** hấp thụ sản lượng đang dư thừa, gia tăng thị phần tại CM-TV.

Hình: Sản lượng cointainer các cảng cốt lõi tại Việt Nam hồi phục trên mức nền thấp



Hình: Công suất dự kiến của các cảng sắp đi vào vận hành tại Hải Phòng và Bà Rịa – Vũng Tàu



NGÀNH CẢNG BIỂN: SẢN LƯỢNG TIẾP TỤC DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM: **BSC** duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành Cảng biển trong năm 2025-2026. Chúng tôi kỳ vọng KQKD các doanh nghiệp đầu ngành sẽ duy trì xu hướng tích cực nhờ:

1. Đà phục hồi nhu cầu XNK cả trong và ngoài nước dẫn dắt thông lượng container qua các cảng tại Việt Nam

2. Công suất mở rộng và xây mới tại các cụm cảng cốt lõi góp phần gia tăng năng lực bốc dỡ hàng hoá trong khu vực

Cổ phiếu khuyến nghị: GMD

Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp đầu ngành như GMD sẽ tiếp tục đón đầu xu hướng tích cực từ nhu cầu XNK hàng hoá nhờ đóng góp của 2 dự án mới là Nam Đình Vũ 3 và Germalink 2A, dự kiến đi vào vận hành trong 2025/2026. Trong đó:

- Vị trí đắc địa, giá dịch vụ thấp hơn cảng nước sâu và lượng khách từ các cảng đã thoái vốn sẽ giúp NDV 3 có năng lực cạnh tranh với cảng Lạch Huyện tại các tuyến Nội Á.
- Nguồn hàng bền vững từ đối tác CMA, khả năng tiếp nhận tàu mẹ và lợi thế cạnh tranh từ hệ sinh thái khép kín mở khoá kỳ vọng GML 2A đạt 70% công suất sau 1 năm hoạt động.

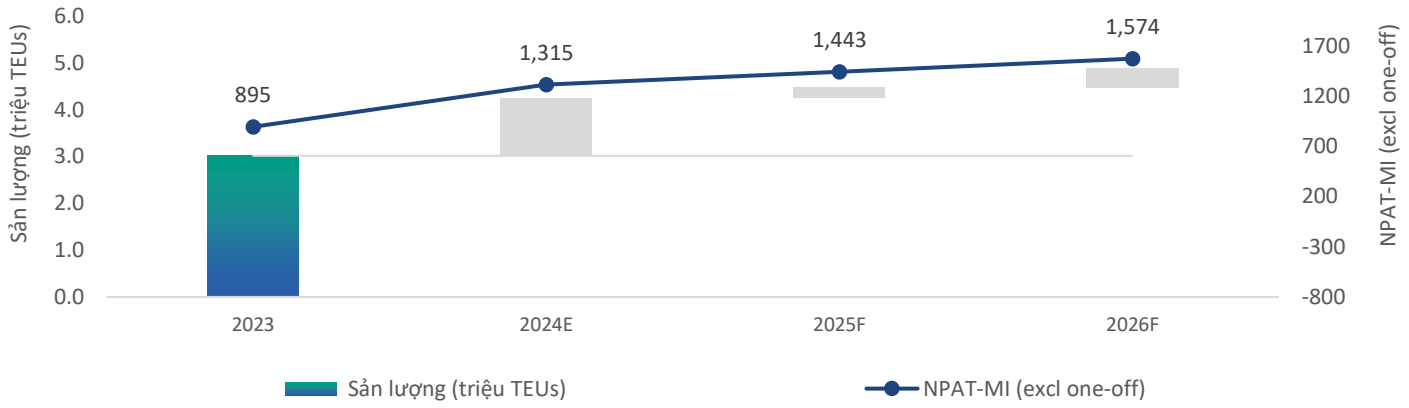
→ Dựa trên những yếu tố trên, **ước tính sản lượng GMD lần lượt đạt 4.48 triệu TEUs/4.89 triệu TEUs trong 2025/2026, tăng +5%/+15% so với 2024.**

3. Định giá đã bắt đầu về vùng hấp dẫn

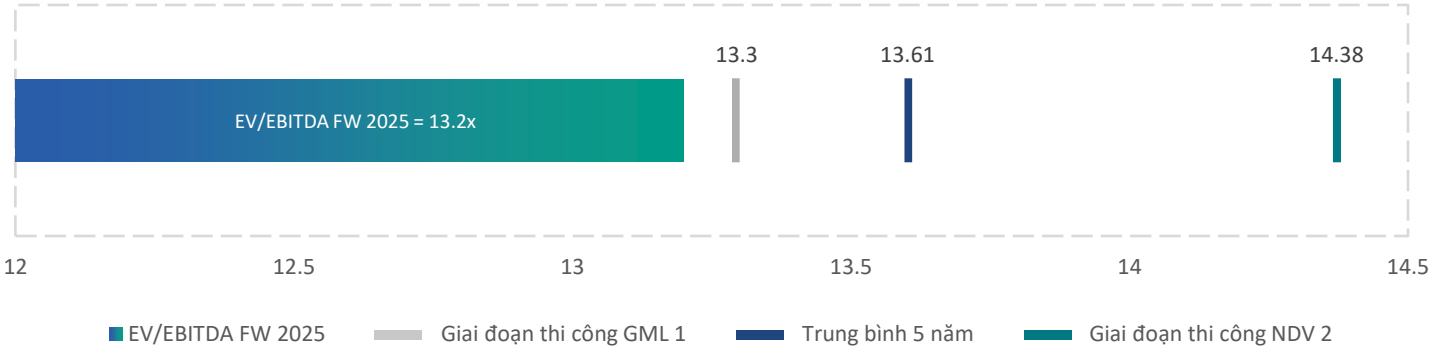
Cổ phiếu GMD đang được giao dịch với EV/EBITDA fw 2025F = 13.2x lần, thấp hơn EV/EBITDA giai đoạn thi công GML 1 = 13.3 lần và EV/EBITDA giai đoạn thi công NDV 2 = 14.38 lần.

→ **GMD vẫn còn dư địa tăng trưởng về mặt định giá do chưa phản ánh hết tiềm năng từ việc mở rộng quy mô từ 2 dự án mới.**

Hình: Sản lượng tăng thêm và lợi nhuận dự phóng của GMD với đóng góp của 2 dựa án mới



Hình: Định giá GMD đã bắt đầu về vùng hấp dẫn so với các giai đoạn trước trong lịch sử



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

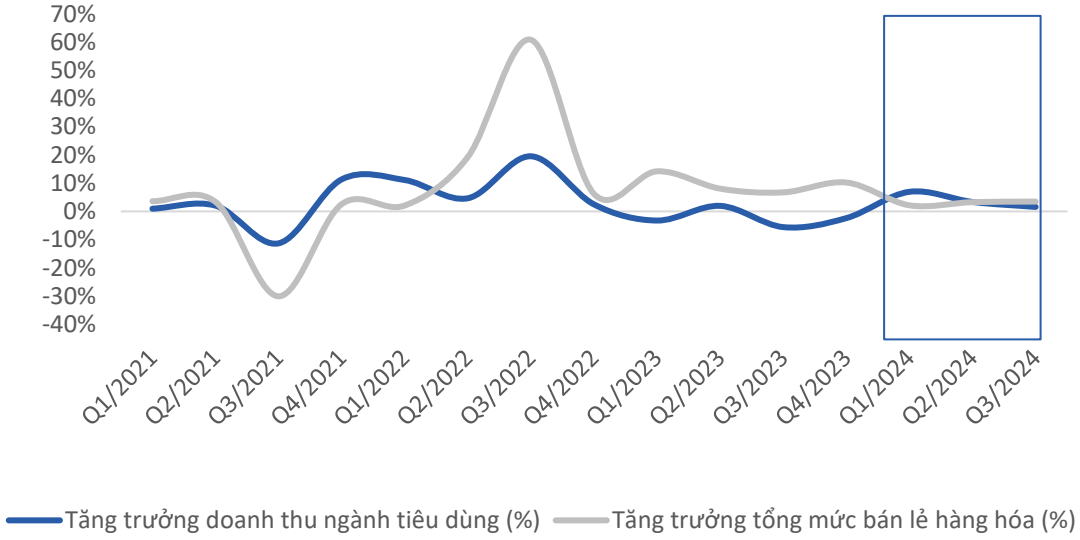
BSC cho rằng nhu cầu tiêu dùng phục hồi vẫn là động lực chính hỗ trợ KQKD của nhóm ngành tiêu dùng – bán lẻ nhờ các chính sách hỗ trợ kinh tế (1) trong nước: nỗ lực kích thích đầu tư công, đề xuất kéo dài thời hạn giảm thuế VAT đến 1H/2025,… và (2) thế giới: động thái giảm lãi suất của FED hỗ trợ tích cực lên tâm lý tiêu dùng, các gói kích thích mới của Trung Quốc dự kiến có tác động vào năm 2025. Tuy nhiên, mức độ phục hồi nhu cầu là biến số lớn nhất, tác động lên kì vọng KQKD 2025-2026:

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành tiêu dùng và duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Chăn nuôi và Bán lẻ trong năm 2025-2026.

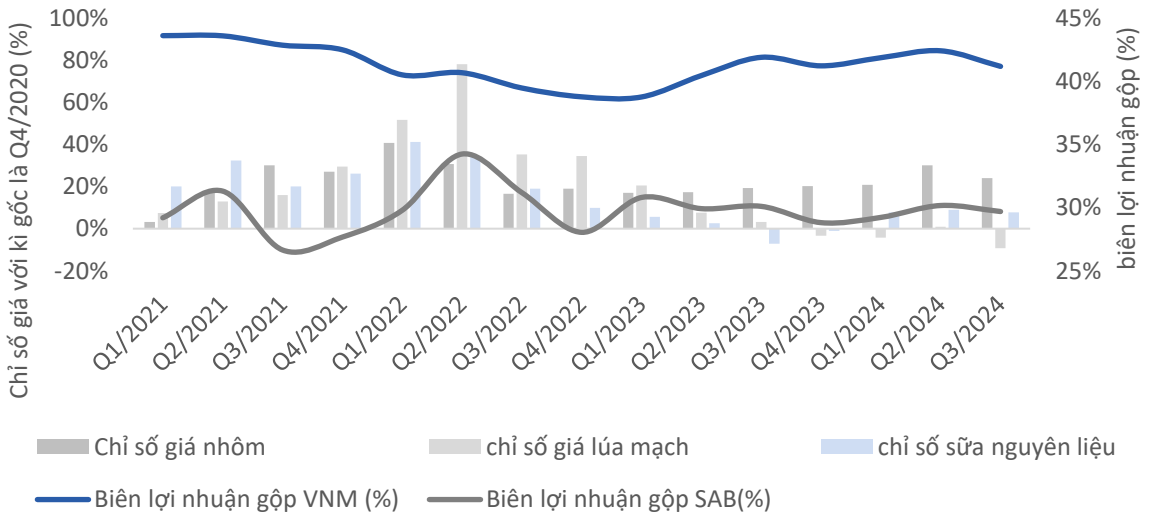
Cổ phiếu khuyến nghị: MWG, PNJ, MSN, FRT

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** bởi (i) kì vọng KQKD tăng trưởng tương đương với xu hướng phục hồi của nhu cầu chung và (2) mức nền cao của KQKD năm 2024 tạo thách thức trong bối cảnh giá nguyên liệu đầu vào biến động tác động tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Hình 1: Bối cảnh vĩ mô khởi sắc so với cùng kì, nhưng tốc độ phục hồi chậm hơn dự kiến.



Hình 2: Giá nguyên vật liệu trung bình của một số sản phẩm trong tháng 12 đã tăng từ 8% đến 12% YTD, do những lo ngại về thay đổi chính sách thương mại trong nhiệm kì mới của tổng thống Trump



Nguồn: Bloomberg, fiinpro

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

BSC cho rằng nhu cầu tiêu dùng phục hồi vẫn là động lực chính hỗ trợ KQKD của nhóm ngành tiêu dùng – bán lẻ nhờ các chính sách hỗ trợ kinh tế (1) trong nước: nỗ lực kích thích đầu tư công, đề xuất kéo dài thời hạn giảm thuế VAT đến 1H/2025,… và (2) thế giới: động thái giảm lãi suất của FED hỗ trợ tích cực lên tâm lý tiêu dùng, các gói kích thích mới của Trung Quốc dự kiến có tác động vào năm 2025. Tuy nhiên, mức độ phục hồi nhu cầu là biến số lớn nhất, tác động lên kì vọng KQKD 2025-2026:

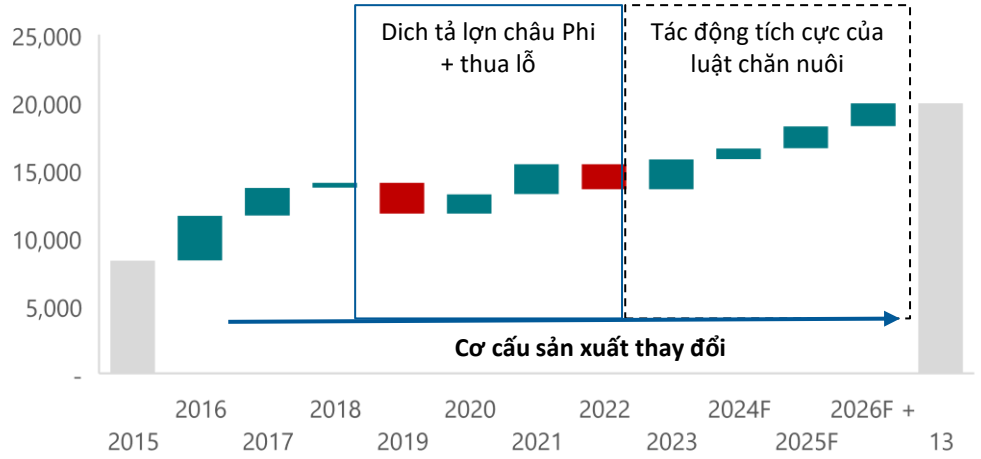
BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành tiêu dùng và duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Chăn nuôi và Bán lẻ trong năm 2025-2026.

Cổ phiếu khuyến nghị: MWG, PNJ, MSN, FRT

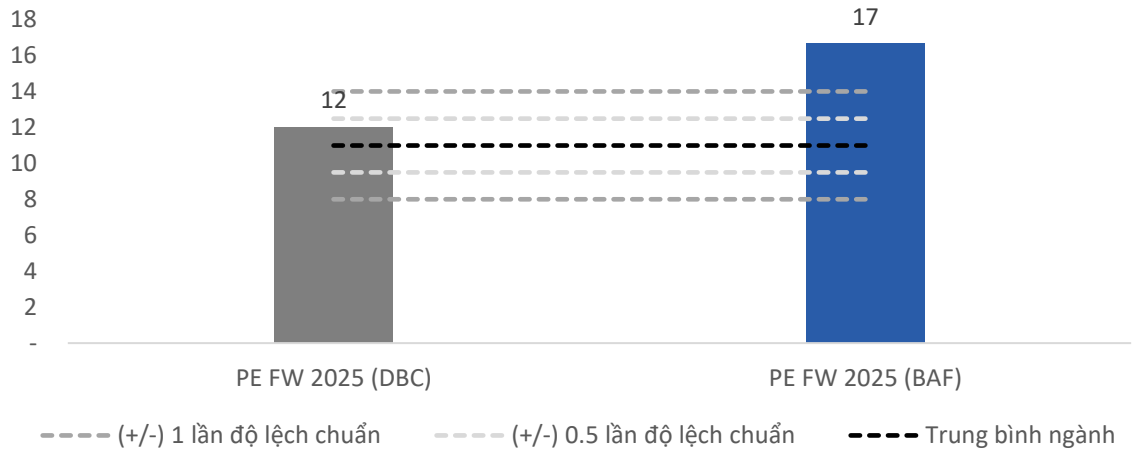
BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với nhóm ngành chăn nuôi nhờ các doanh nghiệp chăn nuôi chuyên nghiệp bắt kịp xu hướng chuyển dịch của ngành, mở rộng quy mô tổng đàn từ 10%-50% so với giai đoạn 2023-2024 (đã được đề cập trong báo cáo BSC link).

Ngoài ra, Chúng tôi cũng lưu ý rằng diễn biến giá cổ phiếu biến động nhanh và mạnh dựa vào biến động giá heo hơi và tình hình dịch bệnh nhưng định giá của ngành đã phản ảnh triển vọng tích cực của KQKD năm 2025.

Hình 1: xu hướng chuyển dịch cơ cấu sản xuất dưới tác động của luật chăn nuôi và diễn biến phức tạp của dịch bệnh



Hình 2: định giá cổ phiếu ngành chăn nuôi PEFW 2025 = 12-17 lần – giao dịch trên 1 lần std và đã phản ánh kì vọng tăng trưởng lợi nhuận.



Nguồn: BAF, Hoichannuoi.vn,GSO, BSC

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

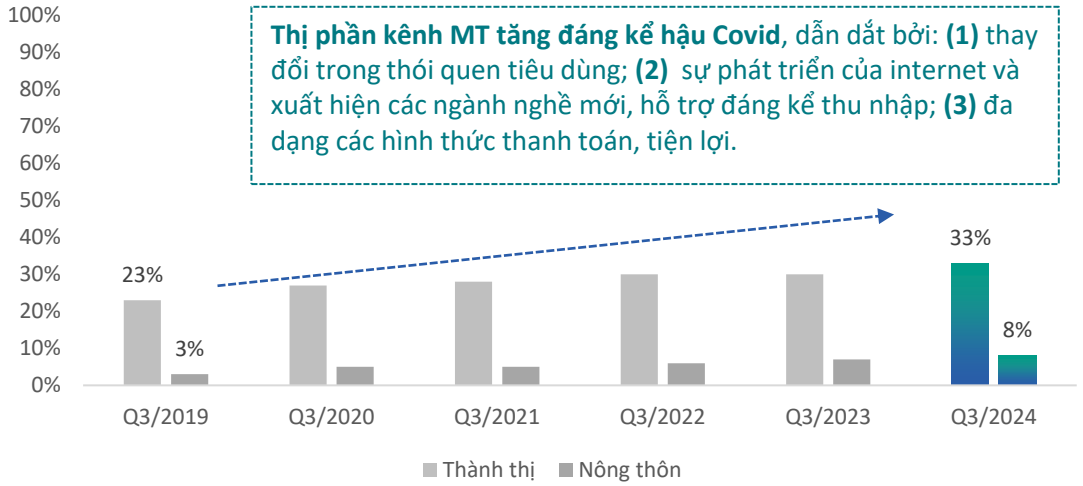
BSC cho rằng nhu cầu tiêu dùng phục hồi vẫn là động lực chính hỗ trợ KQKD của nhóm ngành tiêu dùng – bán lẻ nhờ các chính sách hỗ trợ kinh tế (1) trong nước: nỗ lực kích thích đầu tư công, đề xuất kéo dài thời hạn giảm thuế VAT đến 1H/2025,… và (2) thế giới: động thái giảm lãi suất của FED hỗ trợ tích cực lên tâm lý tiêu dùng, các gói kích thích mới của Trung Quốc dự kiến có tác động vào năm 2025. Tuy nhiên, mức độ phục hồi nhu cầu là biến số lớn nhất, tác động lên kì vọng KQKD 2025-2026:

BSC đưa ra quan điểm **TRUNG LẬP** đối với nhóm ngành tiêu dùng và duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Chăn nuôi và Bán lẻ trong năm 2025-2026.

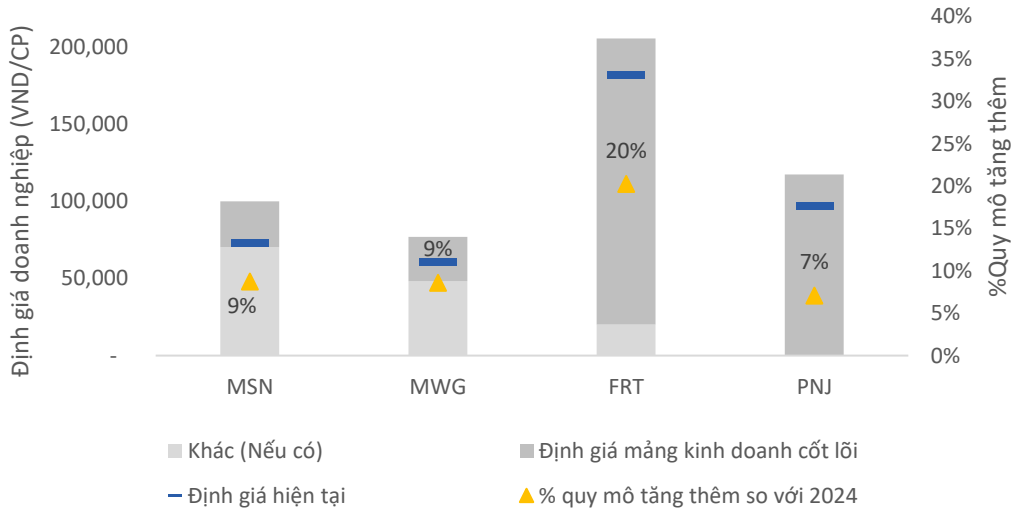
Cổ phiếu khuyến nghị: MWG, PNJ, MSN, FRT

BSC đưa ra quan điểm **KHẢ QUAN** đối với KQKD nhóm ngành bán lẻ giai đoạn 2025-2026 *nhờ* (1) nắm bắt được xu hướng dịch chuyển quả ngành từ kênh GT sang MT; (2) hiệu quả của hoạt động tối ưu hóa hoạt động giúp các doanh nghiệp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận hoạt động trong trung hạn. Do đó, với định giá hiện tại phù hợp để đầu tư cổ phiếu trong ngành bán lẻ trung hạn

Hình 1: Dư địa tăng trưởng của kênh bán lẻ hiện đại còn lớn nhờ tăng tỷ lệ đô thị hóa, thu nhập cải thiện và sự phục hồi từ xu hướng"chi tiêu trước, trả tiền sau" *



Hình 2: Định giá hiện tại của các doạn nghiệp chưa phản ánh hết kì vọng tăng



Nguồn: Kantar, BSC

Doanh số xe máy chậm lại và ô tô bứt tốc trong Q4/2024.

Trong tháng 11/2024, doanh số xe máy đạt gần 240 nghìn (+26% YoY) và lũy kế 11 tháng đạt 8% YoY, mức tăng trưởng ấn tượng này đã bù đắp được mức giảm nhẹ của tháng 9 và tháng 10 trước đó và kéo doanh số cả năm quay lại đà tăng.

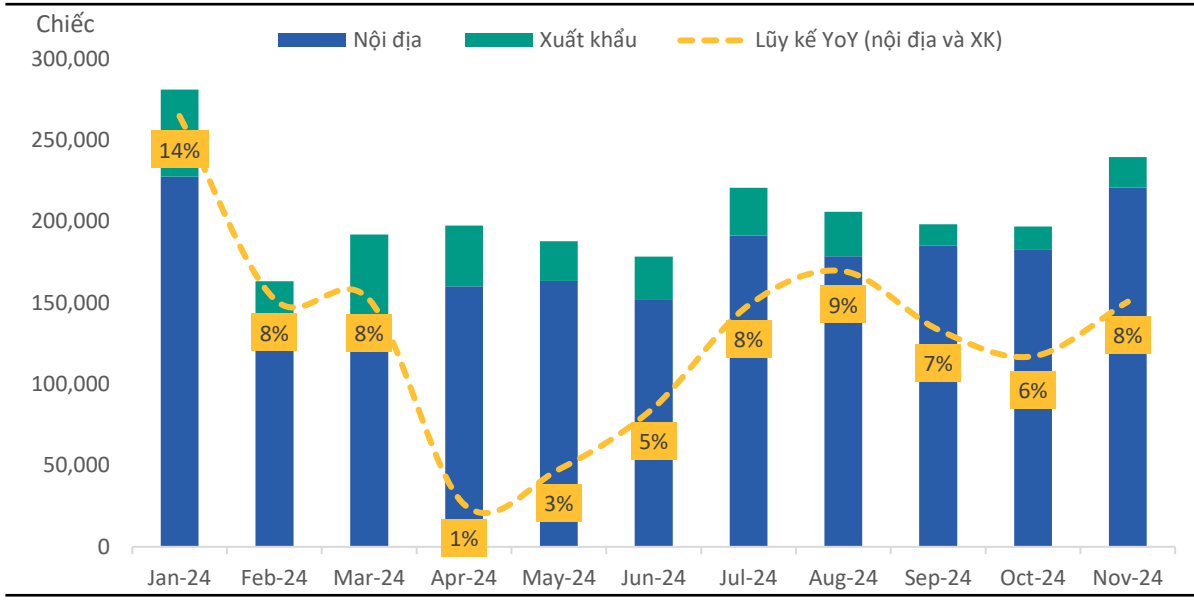
Doanh số ô tô của VAMA tăng trưởng ấn tượng trong tháng 9 – 11 (+33% YoY/ +50% YoY/ +67% YoY) chủ yếu nhờ chính sách giảm 50% lệ phí trước bạ (LPTB) - có hiệu lực từ tháng 9-11/2024. Tính chung lũy kế 11 tháng, doanh số ô tô tăng trưởng 7% YoY.

Chúng tôi cho rằng doanh số xe máy sẽ tiếp tục tăng trưởng trong tháng 12 với dự báo tăng trưởng GDP năm 2024 lần lượt là 6.1% (**tham khảo báo cáo vĩ mô BSC**). Đối với nhóm ô tô, doanh số có thể giảm 25-30% trong tháng 12 do không còn chính sách ưu đãi của chính phủ (tham khảo các 3 lần giảm LPTB trước). Triển vọng năm 2025, doanh số của xe máy và ô tô có thể giảm nhẹ -1% YoY và -5% YoY do 1) nền so sánh cao, 2) không có chính sách hỗ trợ của chính phủ (doanh số ô tô trong 2-3 tháng kế tiếp thường giảm -20% sau khi hết chính sách).

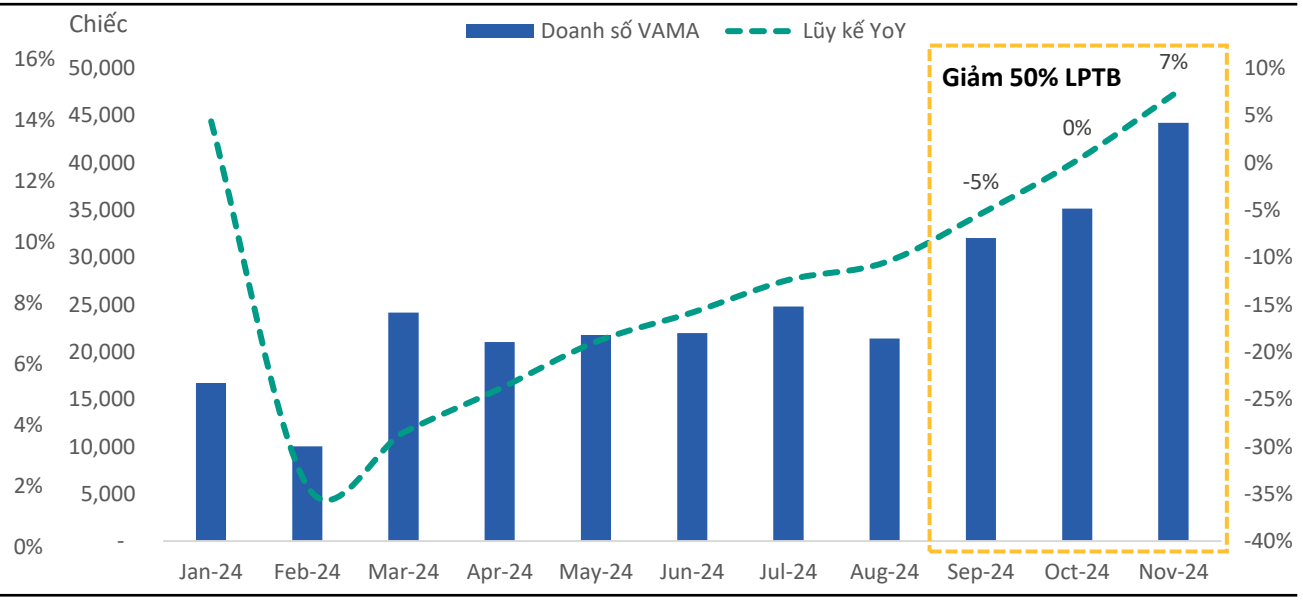
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM

BSC thay đổi quan điểm từ **KHẢ QUAN** sang **TRUNG LẬP** đối với ngành ô tô trong năm 2025. Cổ phiếu khuyến nghị: VEA *(tham khảo báo cáo)*

Doanh số xe máy lấy lại đà tăng trưởng trong tháng 11



Doanh số ô tô tăng trưởng mạnh trong tháng 9, 10 nhờ chính sách giảm 50% LPTB



Nguồn: BSC Research, Honda Việt Nam, VAMA, Huyndai

TOP CỔ PHIẾU KHUYẾN NGHỊ NĂM 2025

Ticker	Market cap	Revenue		% YoY Revenue		NPATMI		% YoY NPATMI		EPS		P/E FWD		P/B FWD		ROA		ROE		Closing Price	Target Price	Upside
	(VND Bn)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	23/12/2024		
MSN	101,116	82,623	86,264	6%	4%	419	2,070	3,236	394%	56%	1,407	2,198	50.1	32.0	3.1	2.9	3%	4%	9%	12%	70,300	97,800	39%
MWG	89,177	134,342	141,983	14%	6%	168	3,881	4,863	2215%	25%	2,651	3,322	22.6	18.0	3.2	2.8	6%	7%	14%	15%	61,000	77,000	26%
HAH	6,079	3,769	4,627	44%	23%	385	532	714	38%	34%	4,709	5,915	11.4	8.5	1.8	1.6	8%	9%	14%	16%	50,100	61,700	23%
PNJ	32,878	38,692	36,359	17%	-6%	1,971	2,092	2,439	6%	17%	5,664	6,777	15.6	13.4	2.9	2.5	15%	15%	19%	19%	97,300	118,000	21%
GMD	26,909	4,643	5,046	21%	9%	2,251	1,528	1,443	-32%	-6%	3,690	3,486	18.0	19.0	2.0	1.9	11%	9%	14%	13%	65,000	78,000	20%
TNG	3,224	7,932	9,659	12%	22%	218	324	411	49%	27%	2,874	3,380	9.7	7.7	1.4	1.4	5%	6%	16%	17%	26,300	30,500	16%
FRT	25,028	39,294	46,573	23%	19%	-346	371	610	-207%	64%	2,721	4,478	67.0	40.8	12.6	9.6	2%	4%	19%	24%	183,700	205,600	12%

Nguồn: BSC Research

**Giá đóng cửa 12/12/2024*

MSN – MỞ KHÓA GIAI ĐOẠN HIỆU QUẢ

TP: 97,800 VND - Upside +39%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

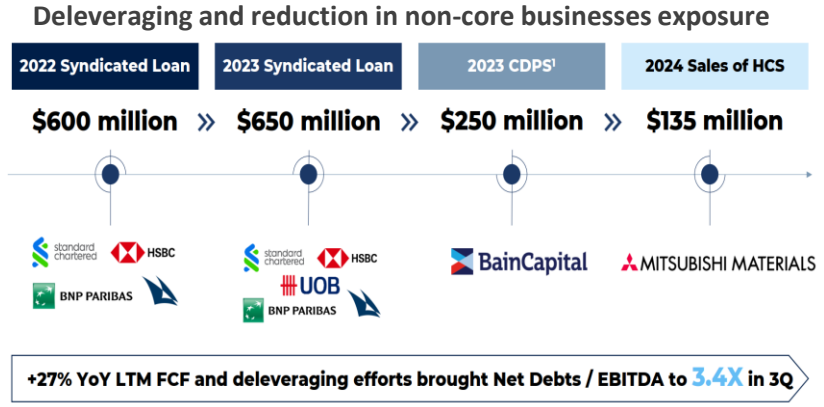
Luận điểm đầu tư: KQKD năm 2024 đã chứng minh HĐKD cốt lõi đạt điểm hiệu quả và giảm đòn bẩy tài chính (The Net debt/EBITDA leverage to < 3.5 lần) và năm 2025F dự kiến bước vào giai đoạn tăng trưởng tích cực. Động lực tăng trưởng chính đến từ mảng tiêu dùng cốt lõi (+15% YoY):

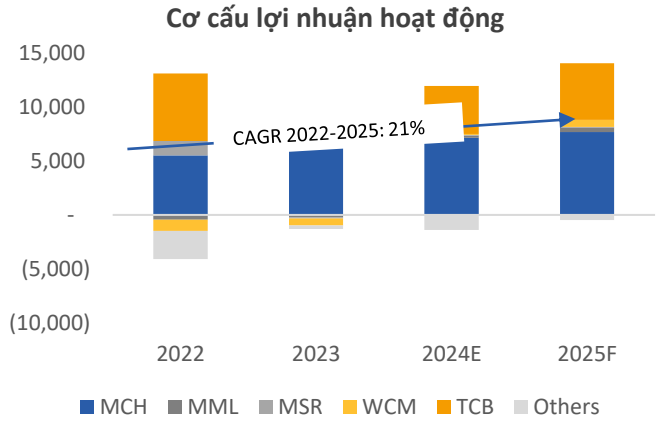
- MCH tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ mở rộng cơ cấu danh mục sản phẩm theo hướng cao cấp hóa và tối ưu hóa chi phí hoạt động.
- WCM được kỳ vọng tiếp tục cải thiện biên LNST tại mức +1% trong năm 2025, được dẫn dắt bởi tăng trưởng DT TB/CH +2%YoY riêng DT/CH WCM +8%YoY nhờ kỳ vọng nhu cầu phục hồi và nắm bắt cơ hội chuyển dịch của ngành bán lẻ (ii) nhân rộng mô hình cửa hàng mới (hơn 300 CH/năm), (iii) tối ưu hóa chị phí.
- MML tiếp tục ghi nhận tăng trưởng về lợi nhuận dẫn dắt bởi mảng thịt và cải thiện hiệu suất nhà máy chế biến, cộng hưởng giá trị với tập khách hàng than thiết của WCM
- Khác: PHL tối ưu hóa hoạt động kinh doanh; MSR quản trị chi phí và giảm đòn bẩy tài chính

Catalyst: chuyển sàn MCH lên HOSE vào năm 2025

Rủi ro: KQKD thấp hơn kì vọng

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	70,300
Vốn hóa (tỷ đồng)	101,116
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	5.2
Room khối ngoại còn lại	20.5%





	2023	2024	2025	Vnindex
P/E (x)	261.5	52.9	33.8	13.8
P/B (x)	8.6	9.6	10.6	1.7
ROE (%)	4.9%	9.0%	12.4%	12.5%
ROA (%)	1.3%	2.9%	4.3%	2.1%

	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	76,189	78,252	82,623	86,264
Lợi nhuận gộp	21,035	22,121	24,981	27,833
LN sau thuế	3,567	419	2,070	3,236
EPS	5%	1%	3%	4%

Nguồn: BSC Research

MWG – THÁCH THỨC NIỀM TIN

TP: 77,000 VND - Upside +26%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

- KQKD 2025F duy trì đà tăng trưởng +25%YoY- ghi nhận mức đỉnh lợi nhuận từ khi thành lập, nhờ BHX trở thành động lực tăng trưởng mới của MWG:

(1) TGDĐ+ ĐMX: cải thiện biên hoạt động từ 3.6% lên 5%-6%, nhờ chiến lược giảm lượng tăng chất;

(2) BHX – bước đầu của chu kì tăng trưởng: ước ghi nhận lãi tại mức biên LNST +0.3% (2024E) từ mức -3.1% (2023) và nhân rộng mô hình hiệu quả kết hợp cải thiện biên LNST +1.5% (2025F)

(3) Tối ưu các mảng kinh doanh khác; kiểm soát hiệu quả dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp và KQKD tích cực của Erablue.

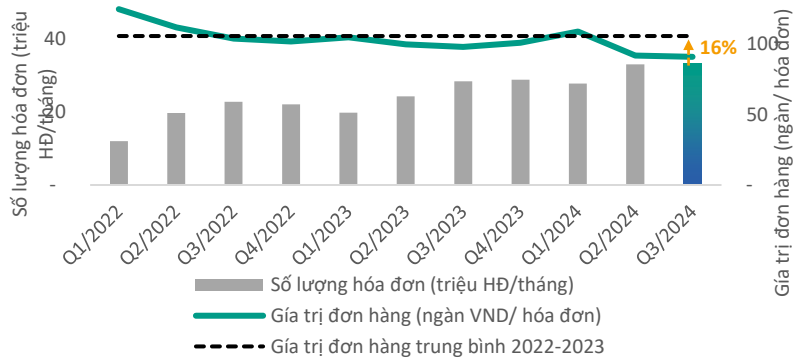
- Gía cổ phiếu chiết khấu về vùng hấp dẫn PE FW 2025~ 18 lần – thấp hơn PE TB giai đoạn 2021-2024 -chưa phản ánh hết tiềm năng định giá của BHX trong giai đoạn 2024-2026.

Catalyst: Tiến hành mua cổ phiếu quỹ trong năm 2025

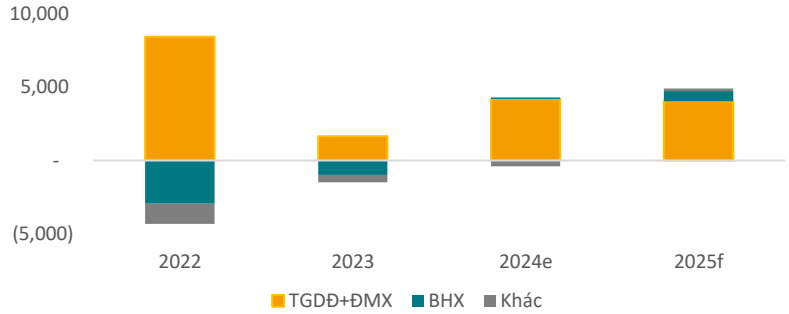
Rủi ro: KQKD thấp hơn kì vọng do áp lực cạnh tranh và bối cảnh kinh tế; Phát sinh chi phí 1 lần

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	61,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	89,177
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	7.8
Room khối ngoại còn lại	2.2%

Dư địa tăng trưởng về giá trị đơn hàng khi nhu cầu phục hồi



Cơ cấu lợi nhuận MWG 2022-2025



	2022	2023E	2024F	2025F
P/E (x)	22	528	23	18
P/B (x)	3.7	3.8	3.3	2.8
ROA (%)	7%	0%	6%	7%
ROE (%)	17%	1%	14%	15%

	2022	2023	2024E	2025F
Doanh thu thuần	133,405	118,280	134,342	141,983
Lợi nhuận gộp	30,782	22,521	28,149	29,614
LNST-CĐTS	4,100	168	3,881	4,863
EPS	2,801	115	2,651	3,322

Nguồn: BSC Research

HAH – THUẬN BUỒM XUÔI GIÓ

TP: VND 61,700 - Upside +23%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

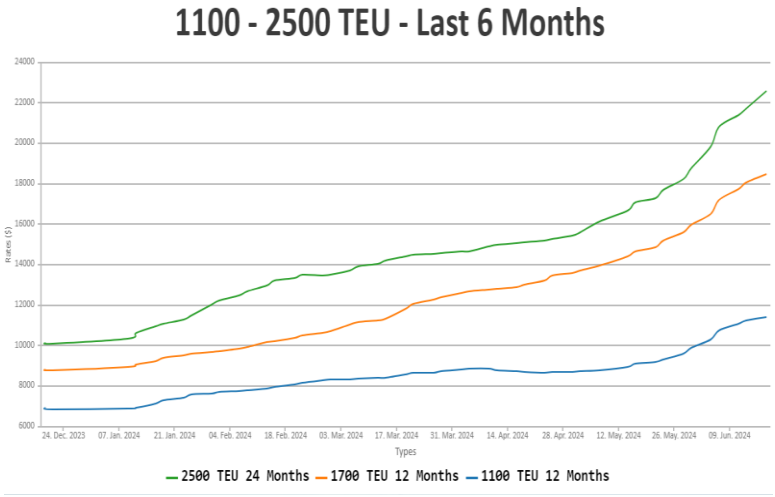
BSC cho rằng KQKD của HAH sẽ ghi nhận +34% yoy trong 2025, nhờ:

1. **Doanh thu cho thuê định hạn +87% yoy** nhờ **(1)** giá cho thuê định hạn kỳ vọng sẽ được tái ký ở mức 18 – 20 nghìn USD/ngày so với mức 12 – 15 nghìn USD/ngày trong phần lớn thời gian của năm 2024 **(2)** tổng số tháng cho thuê định hạn kỳ vọng +48% yoy do các tàu mới nhận sẽ đóng góp đầy dủ thời gian trong 2025.
2. **Doanh thu tự khai thác +10% yoy** nhờ **(1)** sản lượng +10% yoy nhờ (i) nhu cầu giao thương nội địa và nội á hồi phục (ii) tuyến dịch vụ mới với ONE **(2)** giá cước kỳ vọng đi ngang svck do tình trạng dư cung của thị trường nội địa.
3. **Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng +4% svck** nhờ **(1)** giá cước định hạn cải thiện svck và vượt hơn mức hòa vốn (12 – 13 nghìn USD/ngày) **(2)** nhiều tàu và thời gian chạy định hạn hơn svck

Định giá hợp lý để mua vào cho giai đoạn hồi phục của một ngành có chu kỳ dài. EV/EBITDA FW 2025 = 3.3x thấp hơn nhiều so với mức trung bình 5 năm = 4.8x

Risk: Giá cho thuê định hạn và tự khai thác thấp hơn so với kỳ vọng của BSC

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại	50,100
Vốn hóa (tỷ VND)	6,079
KLGD trung bình 6M (triệu cp)	2.48
Room ngoại	41.35%



	2023	2024F	2025F	Peers
PE	7.8	10.2	8.1	16
PB	1.1	1.7	1.6	1.47
ROE (%)	12%	14%	16%	12%
ROA (%)	7%	8%	9%	5%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3,206	2,613	3,769	4,627
Lợi nhuận gộp	1,422	611	1,053	1,481
LNST-CĐTS	829	385	532	714
EPS	12,142	5,636	4,709	5,915
Tăng trưởng EPS	33%	-54%	-16%	26%

Source: BSC Research

PNJ – ÁP LỰC TẠO KIM CƯƠNG

TP: 118,000 VND - Upside +20%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tóm tắt tình hình 2024: Trong bối cảnh ngành nhiều biến động và các quy định quản lý bị thắt chặt trong năm 2024 thì PNJ liên tục mở rộng thị phần về doanh thu trang sức (+16.1%YoY so với ngành trang sức +3% YoY theo WGC) và tăng độ phủ cửa hàng về "chất" khi, mở mới +32CH và đóng +11 CH/421 CH trong 10T/2024. Tuy nhiên, thách thức về nguồn cung nguyên vật liệu gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp.

Luận điểm đầu tư:

Năm 2025 (NPAT+ 17% YoY) kỳ vọng mảng bán lẻ trang sức tiếp tục mở rộng thị phần về quy mô và doanh thu, sau khi ngành có sự thanh lọc:

(1) DT/CH tiếp tục tăng trưởng trên mức nền cao +9%YoY nhờ nhu cầu dần phục hồi và tận dụng về tập khách hàng mới tại khu vực tier 2,3; (2) tăng số lượng CH +30/455 CH.

(2) Biên lợi nhuận hoạt động cải thiện nhờ 1.5 điểm % nhờ giảm áp lực về nguồn nguyên liệu đầu vào khi diễn biến giá vàng dần ổn định và hiệu quả của chiến lược marketing

Định giá ở vùng hấp dẫn ~13-14 lần thấp đáng kể so với PE trung bình 4 năm của doanh nghiệp, chưa phản ánh hết kì vọng tăng trưởng CAGR 2024-2026 ~22% cao hơn giai đoạn 2020-2024 (CAGR ~18%)

Yếu tố theo dõi: Ra mắt bộ sưu tập trang sức thời trang nam,

Rủi ro: bối cảnh ngành kinh doanh vàng diễn biến phức tạp khiến KQKD suy giảm

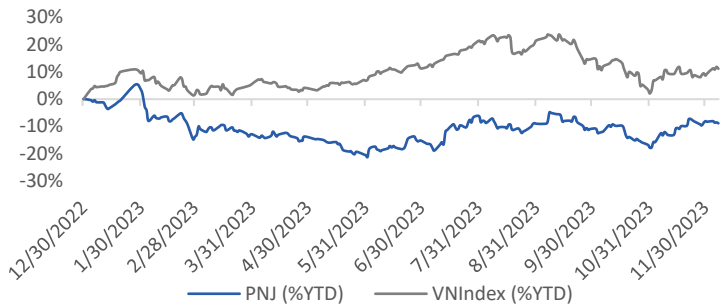
	2023	2024	2025	2025
P/E (x)	18.2	17.5	14.6	14.4
P/B (x)	3.3	3.0	2.6	1.8
ROA (%)	14%	15%	15%	2%
ROE (%)	20%	19%	19%	12%

	2022F	2023F	2024	2025
Doanh thu thuần	33,876	33,137	38,692	36,359
Lợi nhuận gộp	5,927	6,059	6,564	6,969
LN sau thuế	1,811	1,971	2,092	2,439
EPS	5,093	5,434	5,664	6,777

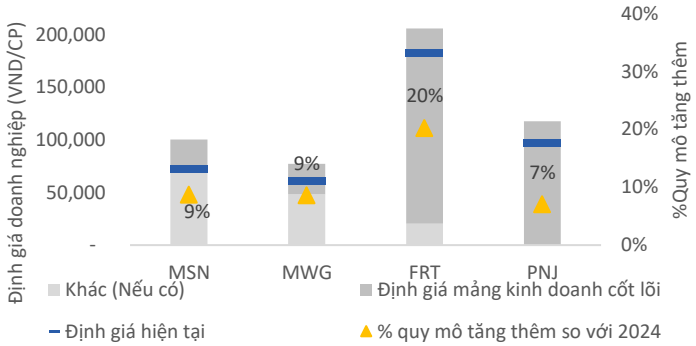
Source: BSC Research

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	98,200
Vốn hóa (tỷ đồng)	33,182
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	0.76
Room khối ngoại còn lại	0.0%

Diễn biến giá cổ phiếu PNJ và VNI



Retaining higher sale's base and protect earning



GMD – VỮNG VÀNG TIẾN BƯỚC

TP 78,000 VND - Upside +20%

Luận điểm đầu tư

Luận điểm đầu tư:

1. BSC kỳ vọng GMD sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng trong 2025F nhờ (1) NDV 1 & 2 và GML 1 đạt 111%/117% công suất do xu hướng đa dạng hoá tuyến tàu và nhu cầu xnk hồi phục, (2) 3 bến tàu của NĐV 3 lần lượt đi vào hoạt động, đạt 20% công suất.

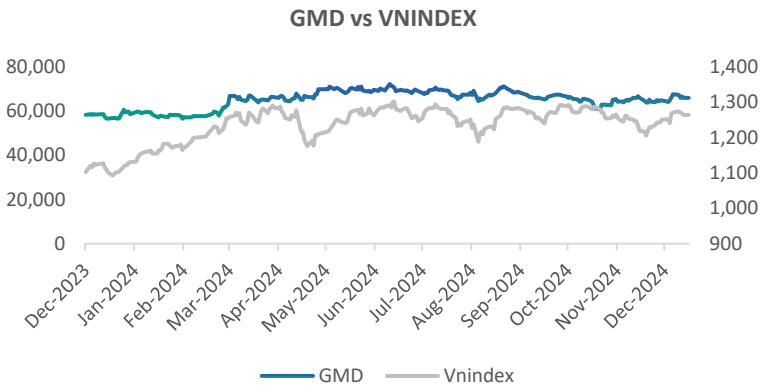
2. Hiệu suất cải thiện từ NĐV 3 và đóng góp từ GML 2A là động lực chính trong 2026F. Theo đó, chúng tôi ước tính tổng sản lượng của NĐV và GML sẽ đạt 1.73 triệu TEUs (+16%) và 1.94 triệu TEUs (+10%).

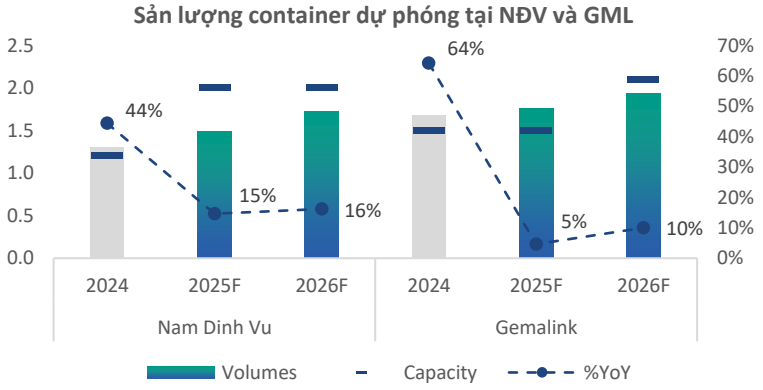
- BSC tin rằng NĐV vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh bất chấp sự mở rộng của cụm cảng Lạch Huyện nhờ (1) vị trí thuận lợi với phí dịch vụ thấp hơn cảng nước sâu giúp thu hút tàu đi tuyến Nội Á, (2) khách hàng từ cảng NHĐV & NH chuyển sang tăng tỷ lệ lấp đầy.
- GML 2A dự kiến đi vào hoạt động trong Q3/2026, đóng góp thêm 500,000 TEUs công suất và 170,000 TEUs sản lượng, hỗ trợ bởi (1) nguồn hàng bền vững từ đối tác CMA và liên minh OCEAN, khả năng tiếp nhận tàu mẹ lên tới 250,000 DWT, (3) mật độ cạnh tranh thấp do quỹ đất hạn chế.

3. Định giá thấp hơn so với các giai đoạn trong quá khứ. GMD đang được giao dịch với EV/EBITDA FWW 2025F = 13.2x lần, thấp hơn EV/EBITDA trung bình giai đoạn NDV 2 và GML 1 = 14.38/13.3 lần.

Rủi ro: (1) thay đổi tiềm tàng trong chính sách thuế quan của Mỹ dưới thời Trump 2.0, (2) NDV 3 và GML 2A khai thác chậm hơn so với dự kiến.

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	65,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	26,909
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	1.299
Room khối ngoại còn lại	0.03





	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	9.3	17.5	18.6	17.0
P/B (x)	2.0	1.9	1.8	1.7
ROA (%)	19%	11%	9%	10%
ROE (%)	26%	14%	13%	13%

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,846	4,643	5,046	5,594
Lợi nhuận gộp	1,778	2,115	2,288	2,503
LNST-CĐTS	2,251	1,528	1,443	1,574
EPS	7,207	3,690	3,486	3,803

Source: BSC Research

TNG – VƯỢT LÊN CHÍNH MÌNH

TP: 30,500 VND - Upside +16%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư:

1. Trong 2025, BSC dự báo TNG sẽ ghi nhận KQKD +27% yoy, nhờ:

- Đơn hàng +18% yoy trong 2025 nhờ (1) áp lực toàn kho thấp (2) nhu cầu hồi phục tại các thị trường xuất khẩu chính của TNG (3) lượng đơn hàng hiện tại đã được lấp đầy đến hết 1H.2025
- Đơn giá trong 2025 kỳ vọng sẽ đi ngang so với 2024. Tuy nhiên, TNG sẽ hưởng lợi từ chi phí tài chính thấp hơn do (1) ban lãnh đạo đặt kế hoạch giảm vay do TNG sẽ không mở rộng công suất trong 2025 (2) tỷ giá kỳ vọng bình ổn hơn trong 2025.

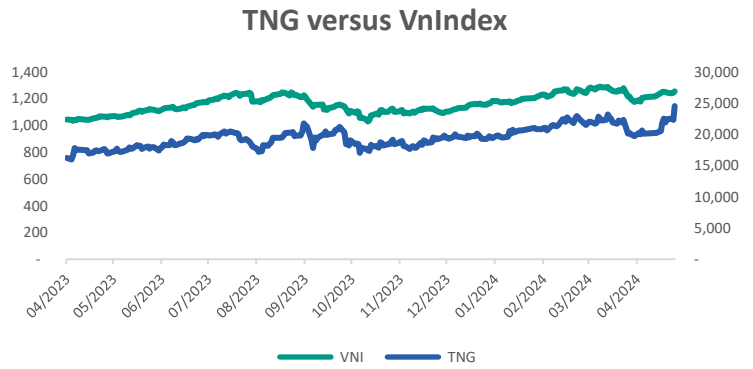
2. TNG đang được giao dịch ở mức định giá hợp lý để mua vào. P/E FW 2025 = 7.5x thấp so với trung bình ngành = 9x và chu kỳ trước = 8.5x

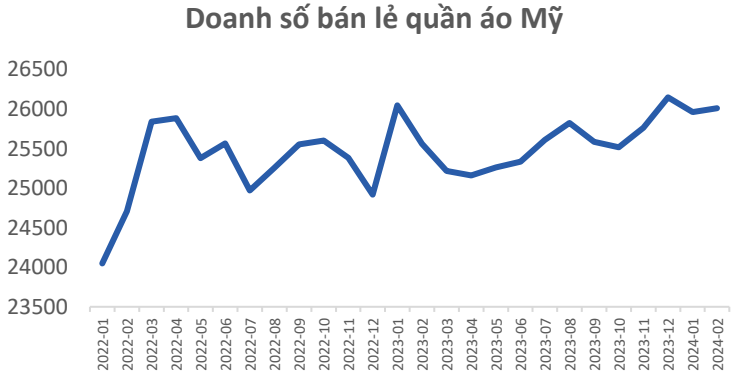
Rủi ro:

(1) Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu thấp hơn BSC kỳ vọng

(2) Đơn giá thấp hơn so với BSC kỳ vọng

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại	26,300
Vốn hóa (USD mn)	3,224
KLGD trung bình 6M (triệu cp)	2.06
Room ngoại	31%





	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	7.8	10	9	6.7
PB (x)	1.3	1.2	1.4	1.3
PS (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	18%	12%	16%	19%
ROA (%)	6%	4%	6%	6%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	6,772	7,095	7,932	9,652
Lợi nhuận gộp	999	981	1,260	1,493
LNST-CĐTS	293	226	324	412
EPS	2,787	1,988	2,874	3,380
Tăng trưởng EPS	11%	-29%	35%	18%

Nguồn: BSC Research

FRT – MỞ KHÓA TĂNG TRƯỞNG

TP: 205,600 VND - Upside +12%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Luận điểm đầu tư: Kỳ vọng KQKD 2025 +64%YoY- thiết lập mức nền lịch sử mới, được dẫn dắt bởi

(1) Long Châu: (+114%YoY) – là động lực lợi nhuận chính của FRT, khi tiếp tục tăng trưởng về số lượng cửa hàng (+400CH/2,379CH) và duy trì DT /TB/CH trên mức 1.15 tỷ/CH/tháng nhờ

(i) Mở rộng thị phần tăng độ phủ ở các tỉnh thành tier 2,3 và tận dụng khoảng trống thị phần khi các chuỗi cùng ngành tiền hành tái cấu trúc và đóng góp tuyệt đối của các cửa hàng bước vào giai đoạn trưởng thành sau giai đoạn mở nhanh chóng và cơ cấu sản phẩm hợp lý và tối ưu hóa chi phí vận hành;

(ii) Tiềm năng trung hạn: những điều chỉnh của luật BHYT sửa đổi, bổ sung và luật dược sửa đổi, bổ sung có hiệu lực vào tháng 7/2025, kỳ vọng dẫn dắt xu hướng chuyển dịch từ kênh bệnh viện sang chuỗi bán lẻ thuốc hiện đại.

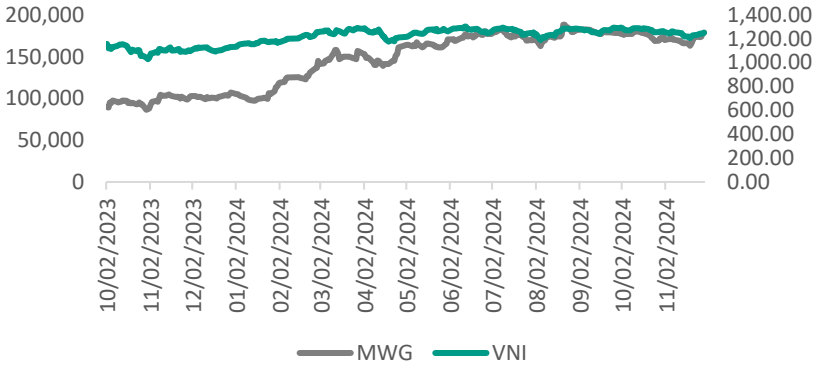
(2) FPT shop:biên lợi nhuận dương ~0.8% nhờ cải thiện cơ cấu sản phẩm và tối ưu hóa hoạt động vận hành.

Catalyst: kỳ vọng hoạt động phát hành CP riêng lẻ của Long Châu, giúp tái định giá FRT

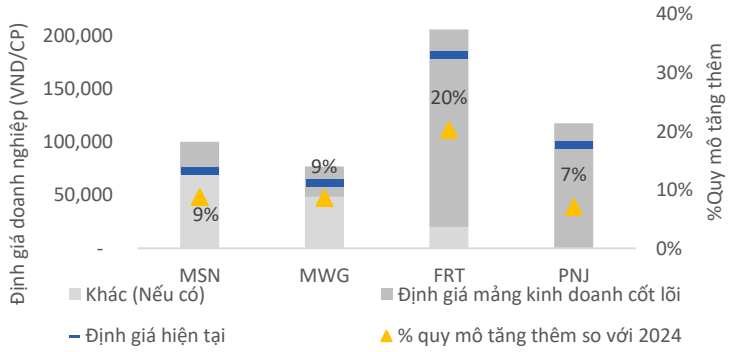
Rủi ro: KQKD thấp hơn kì vọng do áp lực cạnh tranh và bối cảnh kinh tế;

Thông tin giao dịch	23/12/2024
Giá hiện tại (VND)	186,000
Vốn hóa (tỷ đồng)	25,341
KLGD trung bình 6M (triệu CP)	
Room khối ngoại còn lại	

Diễn biến giá CP và VNindex



Tiềm năng tăng định giá đến từ dư địa tăng quy mô



	2023	2024	2025	VNIndex
P/E (x)	(70.4)	24.0	14.6	14.3
P/B (x)	15.2	12.3	9.4	1.7
ROA (%)	-3%	2%	4%	2%
ROE (%)	-20%	19%	24%	12%

	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	30,166	31,850	39,294	46,573
Lợi nhuận gộp	4,703	5,162	7,566	9,316
LN sau thuế	398	(329)	371	610
EPS	2,865	(2,537)	2,721	4,478

Nguồn: BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

