

...

SỨC BẬT TỪ KỶ VỌNG MỚI





1

Tiêu điểm 2024

Vĩ mô

Dòng tiền

2

Dự báo thị trường

Vĩ mô

Dòng tiền

Dự báo

Rủi ro

3

Ngành - cổ phiếu tiềm năng

Ngân hàng

Logistic

BĐS KCN

Hóa chất

Bán lẻ

Đệt may

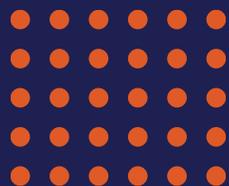
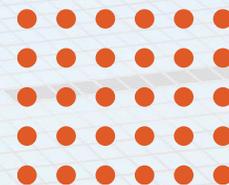
Công nghệ

Đầu tư công

1



TIÊU ĐIỂM THỊ TRƯỜNG 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

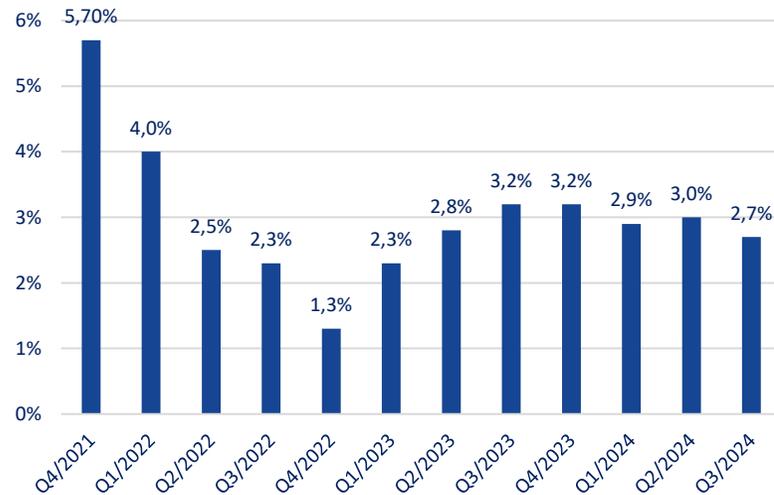
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

a. Vĩ mô quốc tế

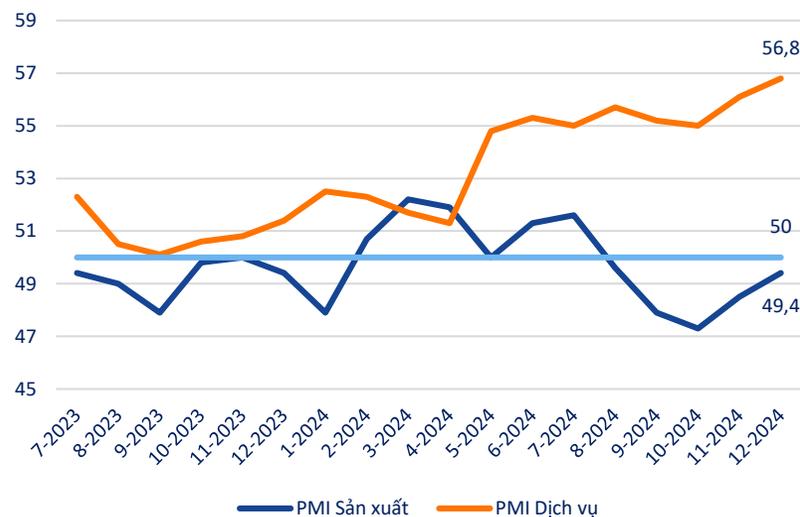
Kinh tế Mỹ vững vàng trong môi trường lãi suất cao, lạm phát giảm về gần mục tiêu, FED kích hoạt lộ trình cắt giảm lãi suất

- **GDP thực của Mỹ duy trì mức tăng trưởng ổn định đáng ngạc nhiên bất chấp môi trường lãi suất cao**, đạt 2,8% trong năm 2024 so với cùng kỳ. Động lực của sự tăng trưởng này đến từ sự bền bỉ trong lĩnh vực dịch vụ chi tiêu tiêu dùng chiếm đến hai phần ba tỷ trọng nền kinh tế gánh đỡ cho phần sụt giảm của lĩnh vực sản xuất. Điều này thể hiện khá rõ thông qua việc PMI ngành sản xuất liên tục đi xuống và có nhiều tháng nằm dưới ngưỡng 50. Tháng 12.2024, PMI sản xuất vẫn chỉ đạt mức 49,4 điểm là tháng thứ 5 liên tiếp nằm dưới mức 50, phản ánh sự suy yếu kéo dài của lĩnh vực này. Trong khi đó, PMI lĩnh vực dịch vụ thì trái ngược liên tục duy trì việc nằm trên ngưỡng 50, trong tháng 12 thì tăng đến 56,8 là mức cao so với đầu năm, cho thấy các hoạt động kinh tế trong lĩnh vực dịch vụ của Mỹ tiếp tục mở rộng đóng góp tích cực vào tăng trưởng kinh tế.
- **Xu hướng CPI Mỹ trong năm 2024 là giảm khi tăng cao nhất là 3,5% vào 4.2024 rồi giảm về mức thấp nhất 2,4% vào 10.2024 và tăng nhẹ trở lại vào cuối năm chốt tại mức 2,9%.** Xu hướng lạm phát giảm và tiến gần mục tiêu 2% cho phép FED kích hoạt lộ trình giảm lãi suất trong năm 2024.
- **Trong năm 2024, FED đã cắt giảm lãi suất ở mức 0,25% ba lần liên tiếp, đưa lãi suất về mức 4,25 - 4,50%.** Tuy nhiên, cuối năm 2024 Fed đã thận trọng hơn và đưa ra dự báo sẽ chỉ giảm thêm 2 lần, mỗi lần 0,25 điểm, nhằm đưa lãi suất về 3,75 - 4,00% vào cuối năm 2025 do nền kinh tế vẫn thể hiện sức khỏe, sự ổn định trong khi phải đối mặt với khả năng lạm phát tăng trở lại do những tác động của chính sách thuế quan của của Tổng thống Trump với các đối tác thương mại lớn.

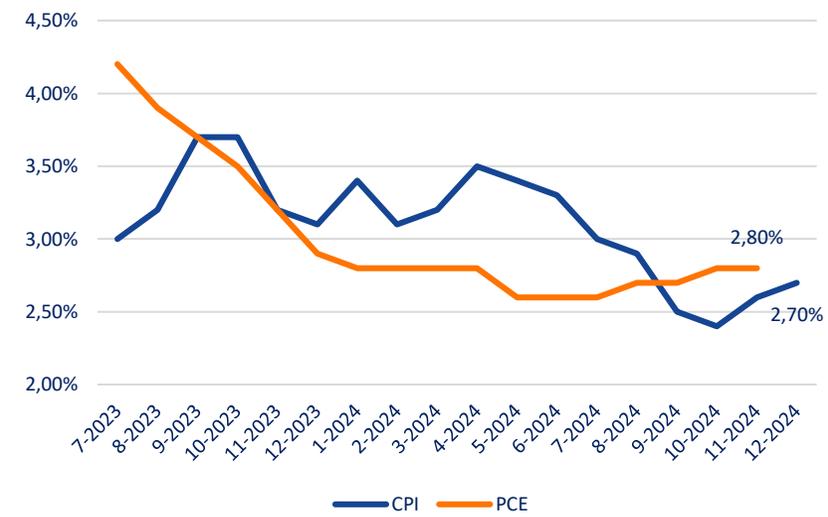
Tăng trưởng GDP của Mỹ giai đoạn 2021 - 2024



Xu hướng PMI của Mỹ từ 2023 - 2024



Diễn biến lạm phát tại Mỹ từ 2023 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

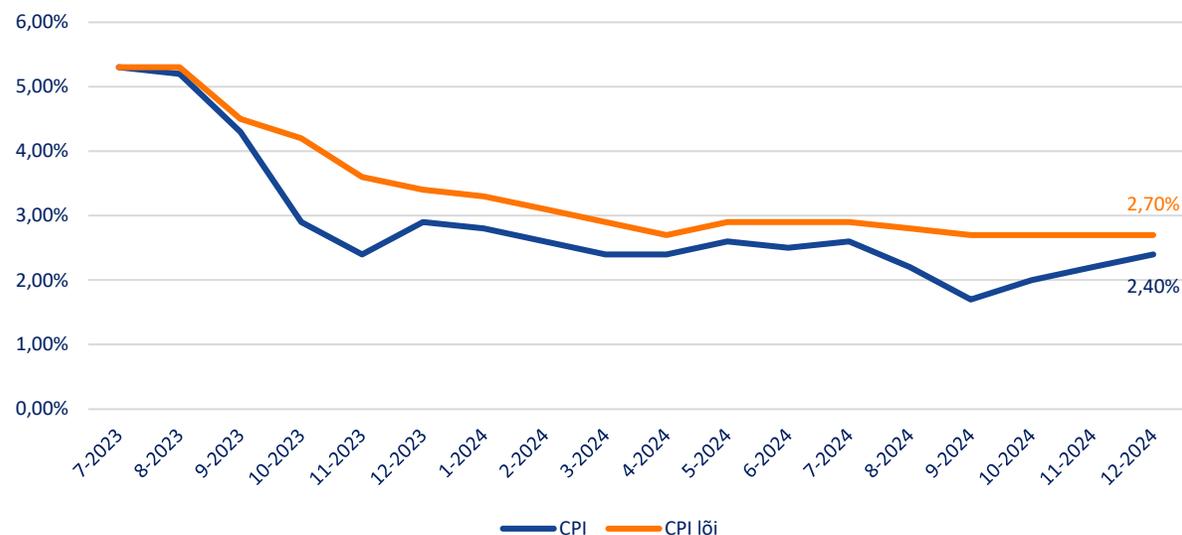
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

a. Vĩ mô quốc tế

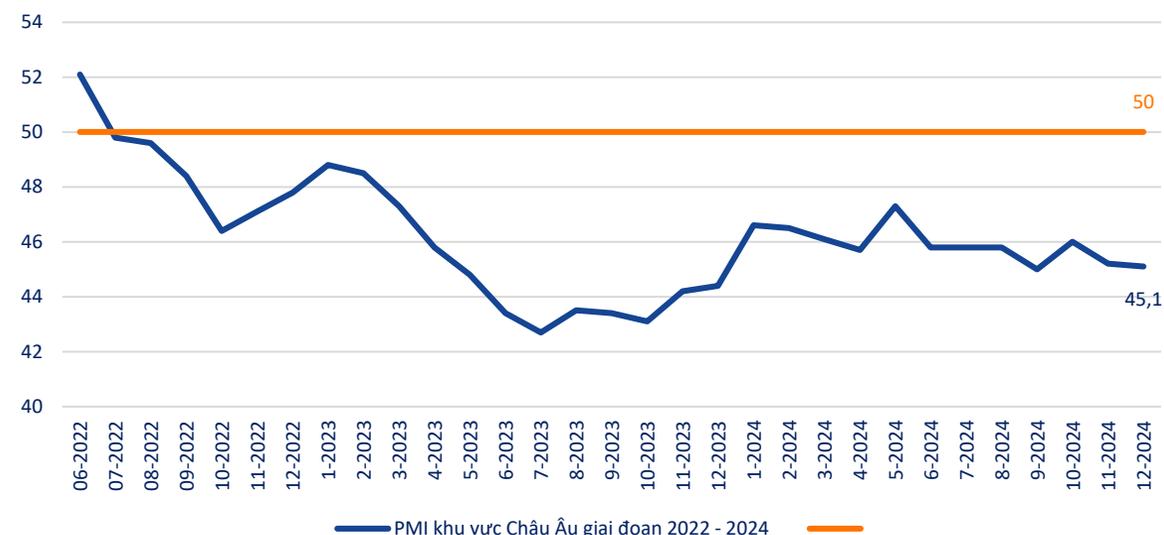
Kinh tế Châu Âu đối mặt với nhiều khó khăn, lạm phát giảm mạnh về sát mục tiêu, ECB kích hoạt lộ trình giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế

- Khu vực Châu Âu duy trì **chính sách tiền tệ khắt nghiệt trong một thời gian dài với lãi suất cao kỷ lục 4%** nhằm kiểm soát lạm phát đã lên đến mức đỉnh điểm là 11,5% cuối năm 2022. Điểm nhấn trong năm 2024 là lạm phát đã được kiểm soát giảm về mức 2,4% sát mức mục tiêu 2% vào tháng. Từ đó, ECB kích hoạt lộ trình giảm lãi suất và đã giảm 4 lần 0,25% trong năm 2024 nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- **Kinh tế Châu Âu tiếp tục suy yếu khi tăng trưởng GDP 2024 chỉ đạt mức 0,8%** tăng so với mức 0,4% của năm 2023 nhưng thấp hơn mục tiêu đặt ra là 1%. Nền kinh tế châu Âu đối mặt với nhiều khó khăn như môi trường lãi suất cao, chi phí năng lượng tăng cao, bất ổn chính trị nội khối, xung đột địa chính trị, nhu cầu tiêu dùng suy giảm. Hai nền kinh tế đầu tàu là Đức và Pháp chìm trong suy giảm tăng trưởng kéo dài. PMI sản xuất của Eurozone liên tục duy trì ở mức dưới 50 điểm cao nhất đạt được là 47,1 vào tháng 5-2024 cho thấy hoạt động kinh tế liên tục thu hẹp trong cả năm 2024.

Diễn biến lạm phát khu vực Châu Âu giai đoạn 2023 - 2024



PMI khu vực Châu Âu giai đoạn 2022 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

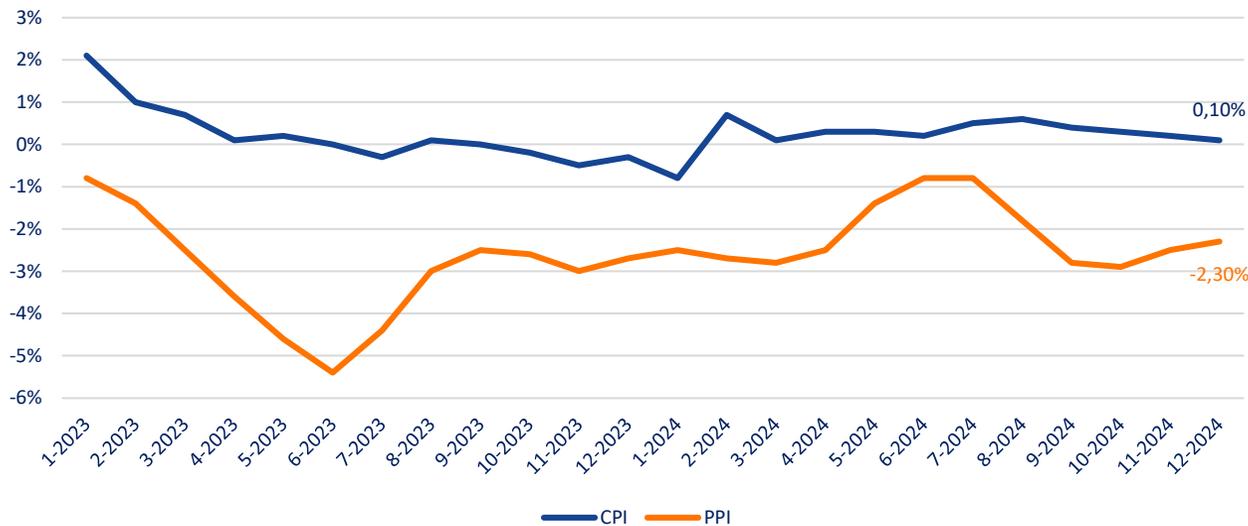
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

a. Vĩ mô quốc tế

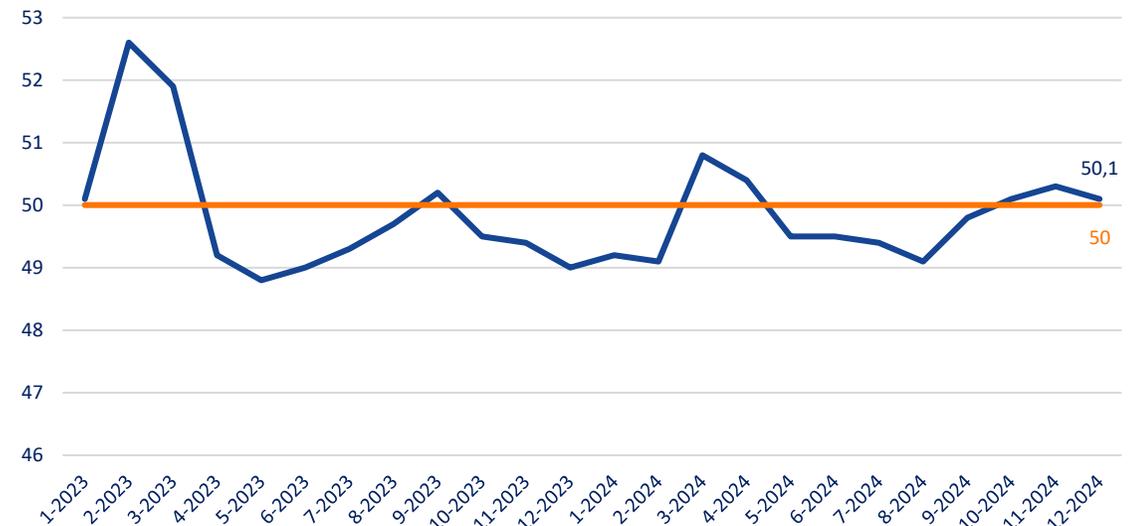
Kinh tế Trung Quốc tiếp tục đối mặt với rủi ro giảm phát, hoạt động sản xuất có hồi phục nhưng tâm lý còn thận trọng

- **Kinh tế suy yếu CPI 2024 của Trung Quốc chỉ tăng 0,2%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu lạm phát 3%** mà Chính phủ nước này đề ra, đồng thời đánh dấu năm thứ 13 liên tiếp lạm phát đều nằm dưới mức 1%. Chỉ số CPI ghi nhận xu hướng giảm liên tiếp trong 5 tháng qua và đánh dấu mức thấp nhất kể từ tháng 03/2024. Nguyên nhân giảm chủ yếu đến từ nhu cầu tiêu dùng trong nước yếu, giá cả sản phẩm giảm do cung vượt cầu và sự suy thoái của thị trường bất động sản cũng ảnh hưởng trầm trọng đến sức mua của người dân.
- **Lĩnh vực sản xuất của Trung Quốc trải qua một năm khó khăn và chật vật để phục hồi.** Trong 8 tháng đầu năm, chỉ số PMI đa phần đều nằm dưới ngưỡng 50, điều này phản ánh tâm lý bị quan và sự thu hẹp quy mô liên tiếp của các nhà sản xuất. Chỉ số có sự phục hồi tháng 9 sau những giải pháp kích cầu mạnh của Chính phủ nhưng khá chậm chạp và thấp hơn so với kỳ vọng ở mức 50,3. Sự thận trọng của các nhà sản xuất vẫn là yếu tố chủ đạo khi kinh tế tổng thể của Trung Quốc vẫn còn yếu thể hiện qua nhu cầu nội địa yếu và giá sản phẩm thấp. Ngoài ra, kinh tế Trung Quốc sẽ còn phải đối mặt với các ảnh hưởng tiêu cực bởi chính sách thuế quan mới dưới nhiệm kỳ hai của ông Donald Trump.

Diễn biến chỉ số giá tiêu dùng và chỉ số giá sản xuất giai đoạn 2023 -2024



Chỉ số PMI của Trung Quốc giai đoạn 2023 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

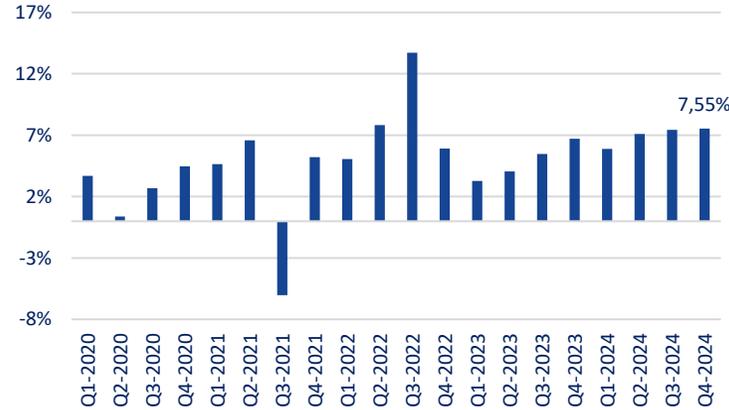
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

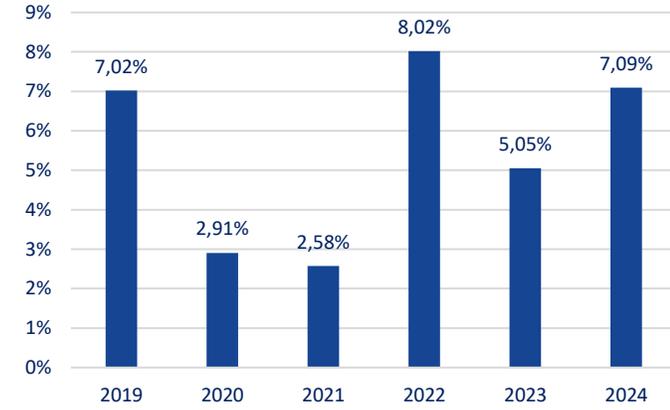
GDP 2024 tăng trưởng ấn tượng vượt kế hoạch đề ra

- GDP của Việt Nam năm 2024 đã ghi nhận mức tăng ấn tượng, đạt 7,1% so với năm trước, bất chấp kinh tế toàn cầu gặp nhiều biến động và thách thức. Mức tăng trưởng năm 2024 cao hơn so với mức 5,1% của năm 2023 và vượt dự báo 6,9% cũng như kế hoạch Quốc hội phê duyệt là 6,0% - 6,5%. Đây cũng là con số tương đương với thời kỳ kinh tế Việt Nam bình thường trước dịch Covid bình quân 5 năm từ 2015 – 2019 là 6,76%.**
- Khu vực Dịch vụ là động lực chính với mức tăng trưởng 8,2% trong quý 4 và 7,4% trong cả năm 2024, đóng góp 49,5% vào tổng tăng trưởng GDP. Các ngành chính như vận tải và kho bãi (+10,8% YoY), dịch vụ hành chính và hỗ trợ (+10,6% YoY) và dịch vụ lưu trú, ăn uống (+9,8% YoY) đều ghi nhận tăng trưởng mạnh.
- Khu vực Công nghiệp & Xây dựng tăng 8,4% trong quý 4 và 8,2% trong cả năm, đóng góp 45,2% vào tổng GDP. Ngành sản xuất chế biến, chế tạo đạt mức tăng trưởng 9,8% YoY, là mức cao nhất từ năm 2019.
- Khu vực Nông, Lâm nghiệp và Thủy sản có mức tăng trưởng khiêm tốn 3,0% trong quý 4 và 3,3% cho cả năm, chủ yếu chịu ảnh hưởng của bão Yagi, đóng góp 5,4% vào tổng tăng trưởng GDP.

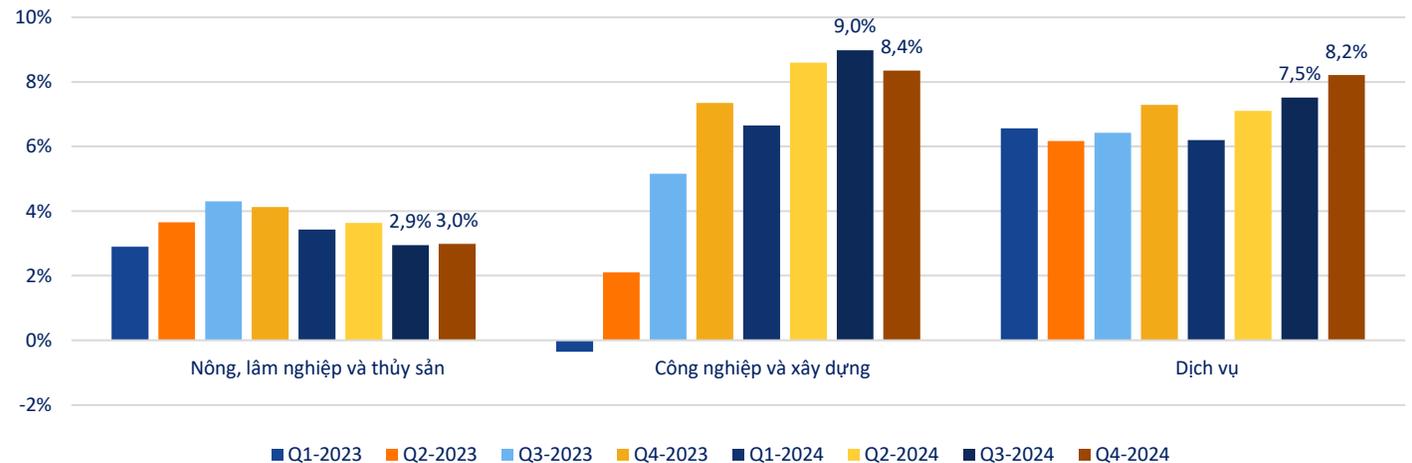
Tăng trưởng GDP theo từng quý giai đoạn 2020 - 2024



Tăng trưởng GDP theo năm giai đoạn 2019 - 2024



Tăng trưởng GDP các thành phần kinh tế theo quý giai đoạn 2023 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

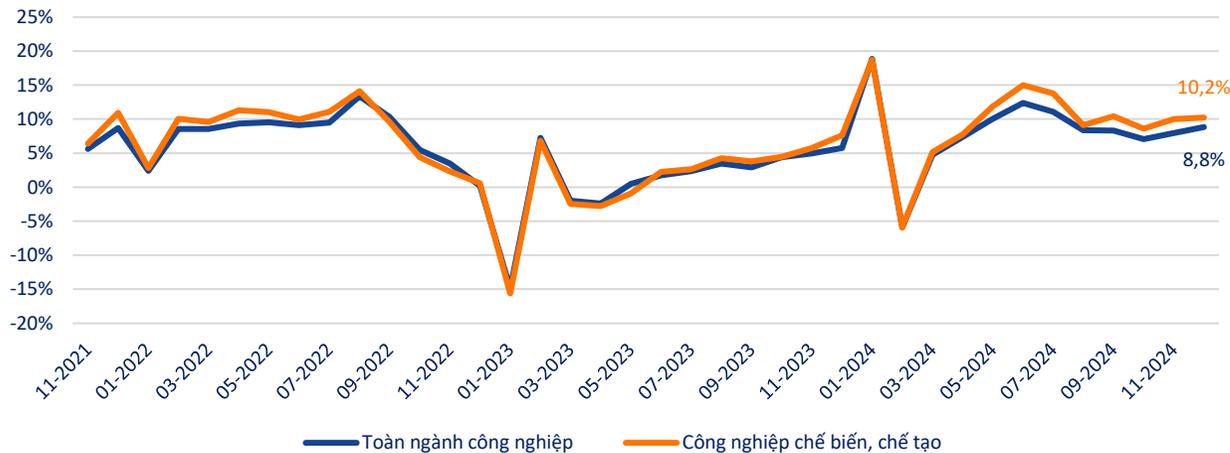
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

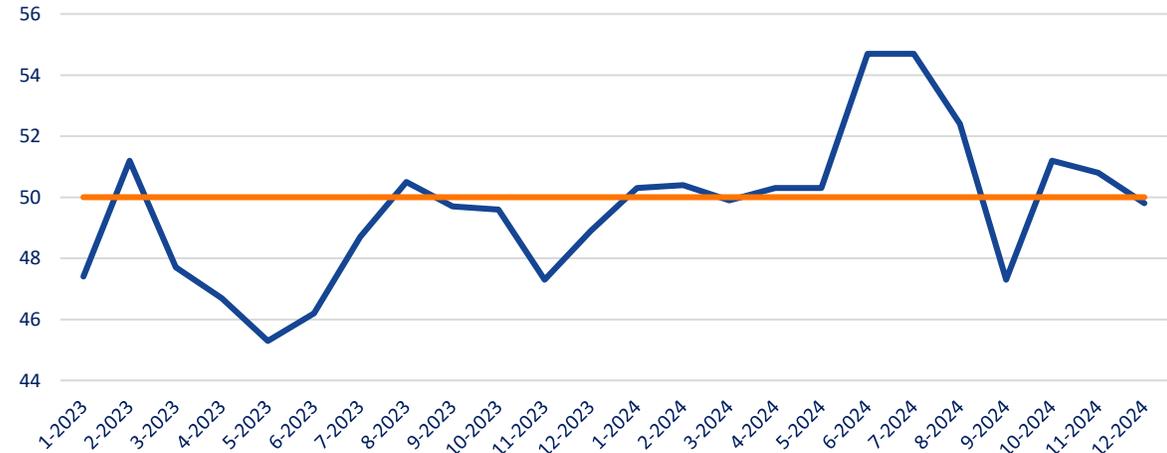
Sản xuất Công nghiệp hồi phục mạnh là một trong những động lực chính cho sự tăng trưởng ấn tượng của GDP 2024

- Lũy kế cả năm 2024, chỉ số IIP ghi nhận mức tăng trưởng 8,4% so với năm trước, đánh dấu mức cao nhất trong 4 năm gần đây.** Ngành chế biến chế tạo, ngành sản xuất và phân phối điện là hai ngành đạt mức tăng trưởng cao nhất lần lượt là 9,6% và 9,5%. Bức tranh sáng màu của hoạt động sản xuất công nghiệp có dấu hiệu chậm lại trong quý 4, với mức tăng 7,9% so với cùng kỳ năm trước (quý 1: 5,9%, quý 2: 9,9%, quý 3: 9,3%). Sự giảm tốc trong những tháng cuối năm được lý giải bởi ba yếu tố chính: (1) tác động của cơn bão Yagi, (2) hoạt động xuất khẩu yếu đi, và (3) nền tảng cao trong năm trước, khi sản xuất trong nước đã có sự hồi phục trong quý 4/2023. Và sự suy giảm này cũng là những tín hiệu sớm phản ánh phần nào những khó khăn và biến động trên thị trường toàn cầu trước những biến số mới từ chính sách của Tổng thống Trump trong năm 2025.
- Chỉ số Nhà quản trị Mua hàng (PMI) cũng phản ánh diễn biến tương tự khi duy trì mức tăng liên tục từ cuối 2023 và đạt đỉnh vào tháng 7.2024 với gần 55 điểm trước khi biến động đi xuống và dừng ở mức 49,8 của tháng 12 cho thấy những dấu hiệu suy giảm vẫn đang tiếp tục. Đơn hàng xuất khẩu giảm đáng kể, và các doanh nghiệp đã điều chỉnh quy mô tuyển dụng và hàng tồn kho. Niềm tin doanh nghiệp cũng giảm xuống mức thấp nhất từ tháng 5/2023, phản ánh lo ngại về những biến động khó dự đoán trên thị trường toàn cầu trong năm 2025.

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) theo tháng giai đoạn 2021 - 2024



Chỉ số PMI của Việt Nam giai đoạn 2023 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

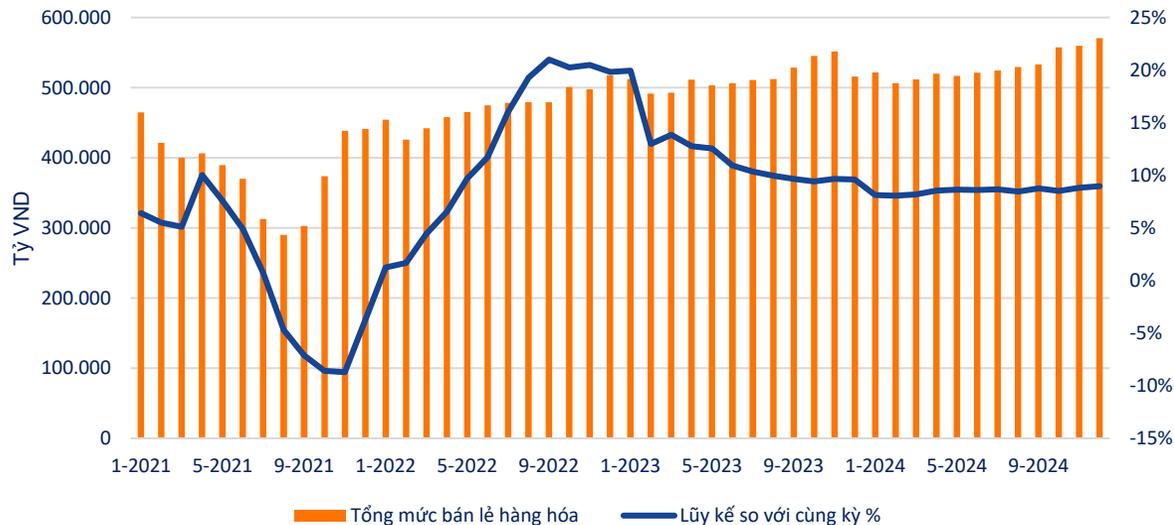
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

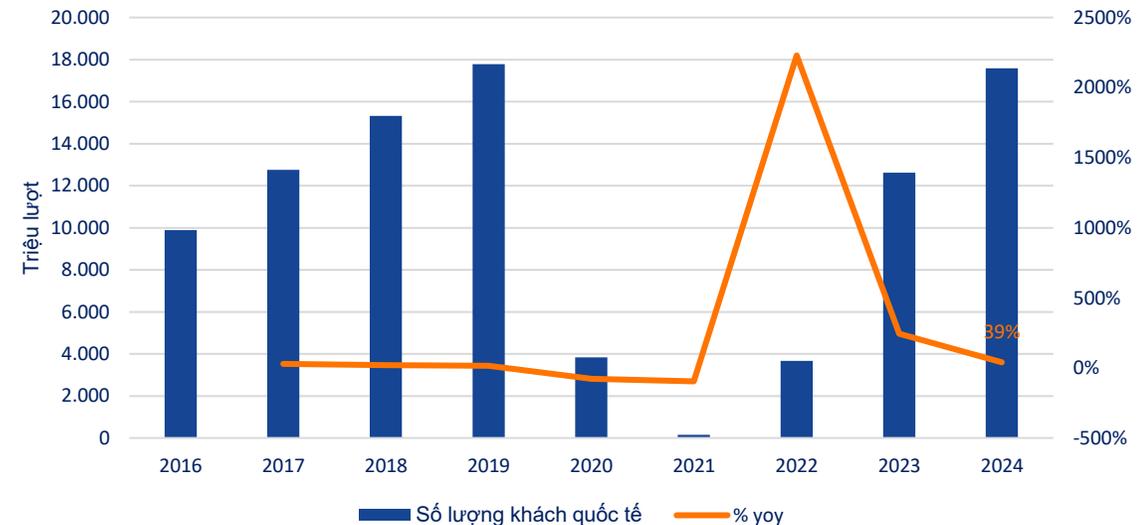
Doanh thu bản lẻ tăng trưởng không như kỳ vọng

- **Trong năm 2024, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước tính tăng 9% so với cùng kỳ**, trong khi nếu loại trừ yếu tố giá, mức tăng là 5,9%. Ngành du lịch tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ và trở thành động lực chính cho lĩnh vực bán lẻ nhờ vào chính sách thị thực thông thoáng, hoạt động xúc tiến quảng bá du lịch được củng cố, cùng với các giải thưởng du lịch quốc tế. Việt Nam đã thu hút hơn 17,6 triệu du khách quốc tế trong năm 2024, tăng 39,5% so với năm trước và chỉ giảm 2,4% so với cùng kỳ năm 2019, thời điểm chưa có đại dịch Covid-19. Trong khi đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa, chiếm 77% tổng doanh thu, chỉ ghi nhận mức tăng khiêm tốn 8,3% YoY.
- Trong ba tháng cuối năm, tổng mức bán lẻ đã ghi nhận những tín hiệu tăng trưởng tích cực hơn. Cụ thể, tổng mức bán lẻ hàng hóa trong tháng 12 tăng 1,9% so với tháng trước và tăng 9,3% so với cùng kỳ năm trước, là mức tăng mạnh nhất kể từ tháng 7. Nhiều chương trình khuyến mãi và hội chợ được triển khai mạnh mẽ trong giai đoạn này đã thúc đẩy tiêu dùng nội địa. Điều này kết hợp với tính mùa vụ cuối năm thúc đẩy nhu cầu trong nước cải thiện đáng kể, kỳ vọng tạo bước đệm cho sự phục hồi mạnh mẽ hơn trong năm 2025.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa giai đoạn 2021 - 2024



Lượng khách quốc tế giai đoạn 2016 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

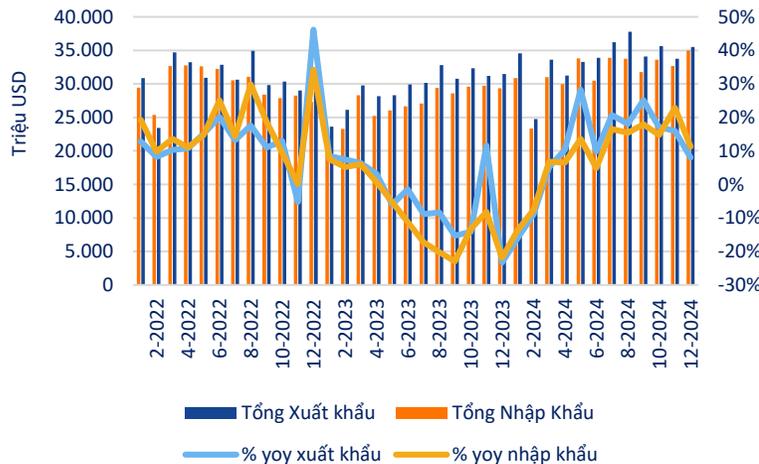
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

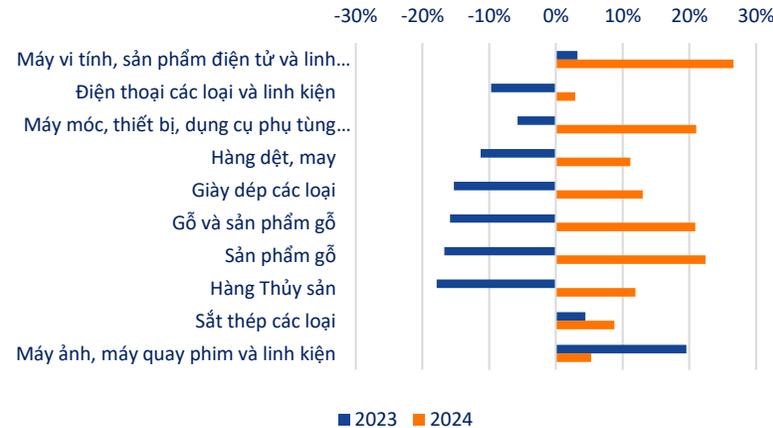
Xuất nhập khẩu 2024 tăng mạnh hai con số dẫn dắt đà hồi phục của nền kinh tế.

- Sự cải thiện của thương mại toàn cầu trong năm 2024 đã trở thành yếu tố chính thúc đẩy hoạt động thương mại của Việt Nam đạt kỷ lục mới về tổng kim ngạch xuất nhập khẩu. Cụ thể, năm 2024, kim ngạch xuất khẩu đạt 405,5 tỷ USD (+14,3% YoY) và nhập khẩu là 380,8 tỷ USD (+16,7%), dẫn đến thặng dư thương mại 24,8 tỷ USD, giảm so với 28,4 tỷ USD năm 2023.
- Trong năm 2024, các mặt hàng xuất khẩu chủ lực đều ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng, trong đó máy tính và linh kiện điện tử đạt 72,6 tỷ USD (+26,6% YoY), tiếp tục giữ vị thế số 1 trong các mặt hàng xuất khẩu, chiếm 17,9% tổng kim ngạch xuất khẩu. Điện thoại và linh kiện đạt 53,9 tỷ USD (+2,9% YoY), máy móc và thiết bị 52,2 tỷ USD (+21,0% YoY) và hàng dệt may 37,0 tỷ USD (+11,2% YoY). Về nhập khẩu, ba mặt hàng hàng đầu bao gồm máy tính và linh kiện điện tử với kim ngạch 107,1 tỷ USD (+21,7% YoY), máy móc và thiết bị 48,9 tỷ USD (+17,6% YoY) và vải 14,9 tỷ USD (+14,5% YoY).
- Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam năm 2024, đạt 119,6 tỷ USD (+23,3% YoY) và chiếm 29,5% tổng kim ngạch xuất khẩu. Trung Quốc và EU lần lượt đứng thứ hai và ba. Nhập khẩu từ Trung Quốc đạt 144,3 tỷ USD (+30,4% YoY), trong khi Hàn Quốc là 56,2 tỷ USD (+7,1% YoY).

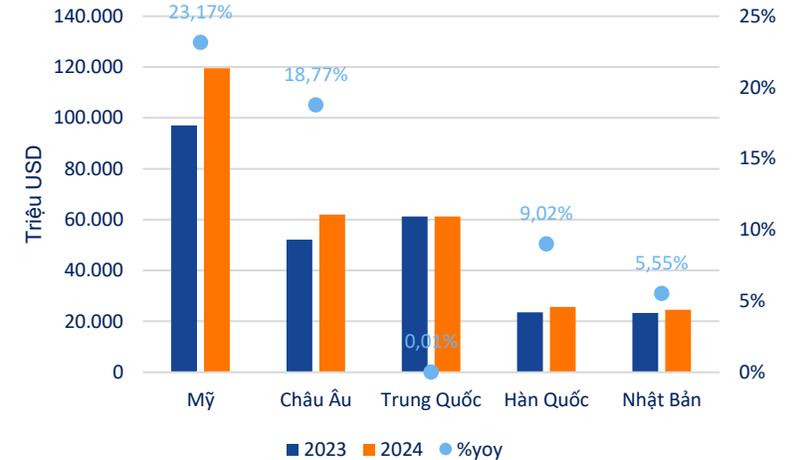
Diễn biến xuất nhập khẩu giai đoạn 2022 - 2024



Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất



Các thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam



I. TIÊU ĐIỂM 2024

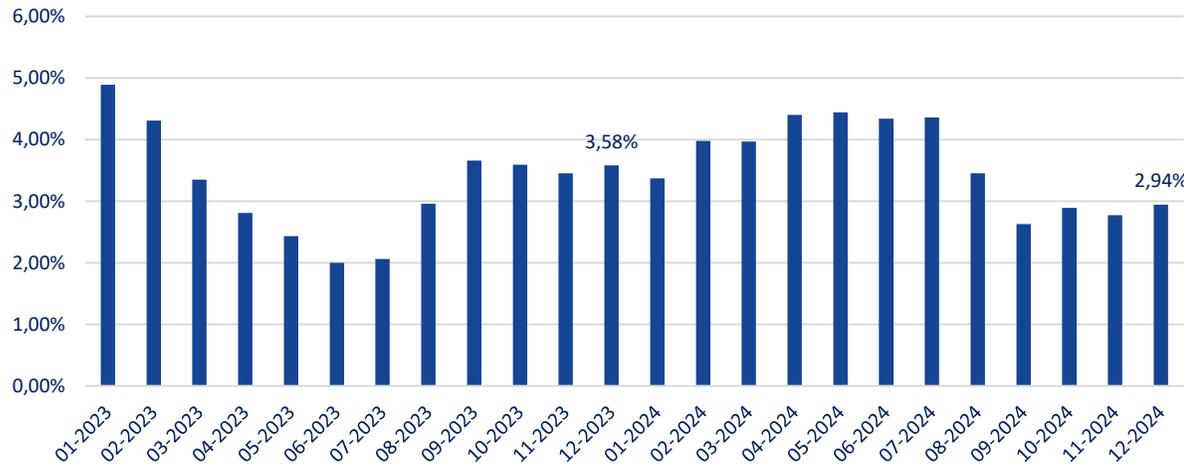
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

Lạm phát là điểm sáng khi được kiểm soát hiệu quả góp phần hỗ trợ phát triển kinh tế, ổn định vĩ mô

- Năm 2024, CPI trung bình tăng 3.63%, đạt mục tiêu Quốc hội đề ra.** CPI có xu hướng hạ nhiệt trong giai đoạn Quý 2 và Quý 3 sau khi đạt đỉnh 4,44% vào tháng 5, tuy nhiên 3 tháng cuối năm CPI lại có dấu hiệu tăng nhẹ trở lại. Nguyên nhân đến từ việc một số địa phương điều chỉnh giá dịch vụ y tế theo mức lương cơ sở mới, cùng với nhu cầu gia tăng đối với các loại thuốc như thuốc giảm đau, thuốc hô hấp và vitamin do thời tiết lạnh. Các yếu tố chính thúc đẩy lạm phát năm 2024 bao gồm:
 - Nhóm lương thực, thực phẩm và dịch vụ ăn uống: Tăng 4,0% YoY, đóng góp 1,4 điểm phần trăm vào CPI chung. Từ đó, giá lương thực tăng 12,2% YoY, chủ yếu nhờ vào giá gạo tăng 15,9% và thực phẩm tăng 2,7%.
 - Nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng: Tăng 5,2% YoY, góp phần làm CPI chung tăng thêm khoảng 1,0 điểm phần trăm, chủ yếu do giá thuê nhà ở và giá điện đều tăng.
 - Nhóm thuốc và dịch vụ y tế: Tăng 7,2% YoY, làm tăng CPI 0,4 điểm phần trăm do điều chỉnh giá dịch vụ y tế.
 - Nhóm giáo dục: Tăng 5,4%, góp phần tăng CPI thêm 0,3 điểm phần trăm nhờ vào việc tăng học phí tại một số tỉnh.

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) giai đoạn 2023 - 2024



Nhóm ngành	Tỷ trọng	Bình quân 2023 yoy	Bình quân 2024 yoy
Tổng CPI	100,00%	3,25%	3,63%
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	33,56%	3,44%	4,03%
Đồ uống và thuốc lá	2,73%	3,29%	2,42%
May mặc và giày dép	5,70%	2,21%	1,40%
Nhà ở và VLXD	18,82%	6,58%	5,20%
Thiết bị và đồ dùng gia đình	6,74%	2,09%	1,27%
Thuốc và dịch vụ y tế	5,39%	1,23%	7,16%
Giao thông	9,67%	-2,49%	0,76%
Bưu chính viễn thông	3,14%	-0,81%	-1,02%
Giáo dục	6,17%	7,44%	5,37%
Văn hóa, giải trí và du lịch	4,55%	2,55%	1,97%
Đồ dùng và dịch vụ khác	3,53%	4,65%	6,56%

I. TIÊU ĐIỂM 2024

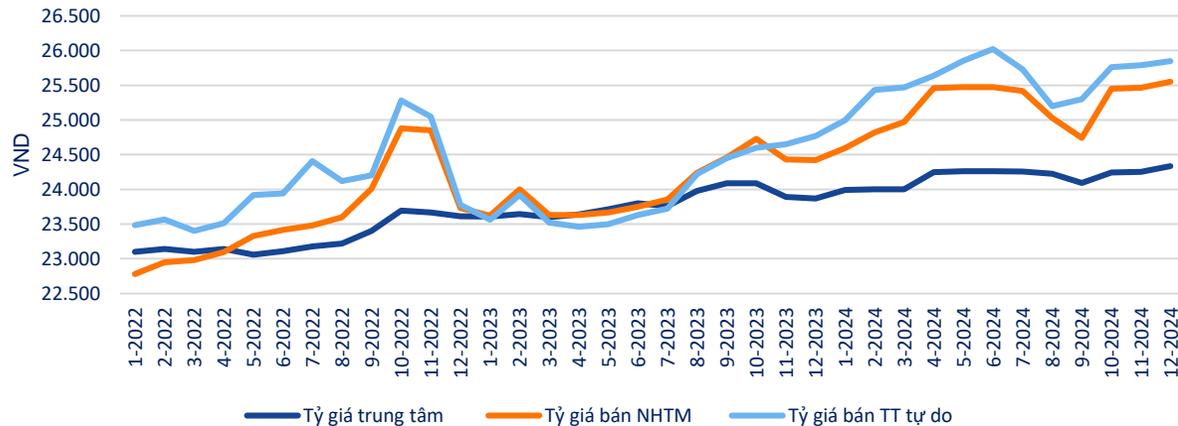
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

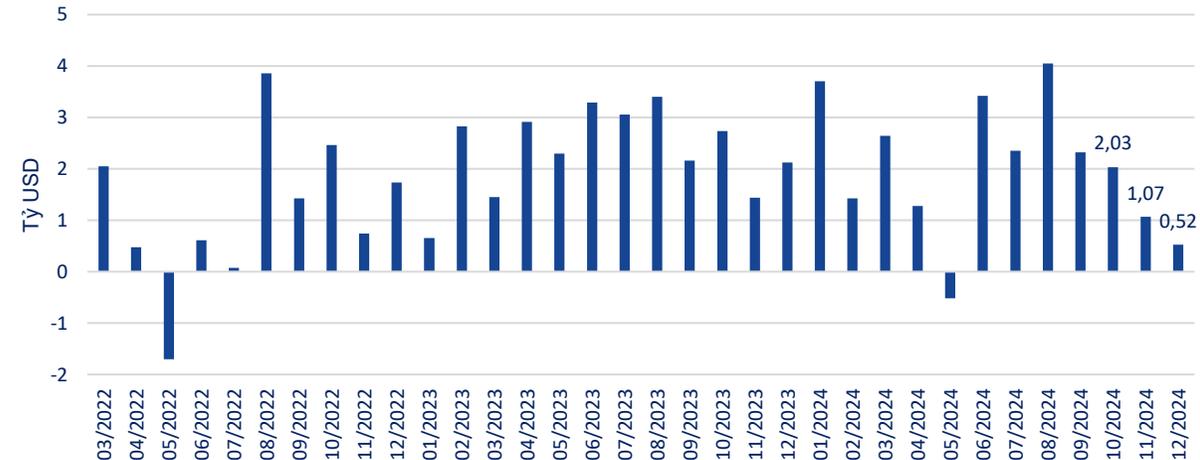
Tỷ giá USD/VND tăng mạnh và tạo áp lực lớn với nhà điều hành chính sách

- **Tỷ giá USD/VND năm 2024 đã trải qua nhiều biến động mạnh và gây nhiều khó khăn cho nhà điều hành chính sách để có thể cân bằng được mục tiêu tăng trưởng và ổn định tỷ giá.** Năm 2024 việc điều hành tỷ giá được đánh giá là thành công khi tỷ giá vẫn nằm trong biên độ kiểm soát của Ngân hàng Nhà nước (NHNN) với ngưỡng +/- 5%. Tỷ giá leo thang do nhiều yếu tố nhưng có thể xem xét ở hai nguyên nhân chính như sau: (1) nhu cầu USD cho nhập khẩu tăng mạnh kết hợp với thặng dư thương mại thu hẹp, (2) Nhu cầu đầu cơ USD tăng mạnh do kỳ vọng về việc đồng USD mạnh lên vì FED chậm lại quá trình giảm lãi suất và nền kinh tế Mỹ tiếp tục mạnh mẽ khi Tổng thống Donald Trump đắc cử.
- Trong bối cảnh tỷ giá biến động nhanh, mạnh và liên tục, NHNN đã chủ động áp dụng đồng bộ nhiều biện pháp để ổn định thị trường và hạn chế sự mất giá của đồng VND. Nổi bật trong đó là những hành động như bán dự trữ ngoại hối mạnh mẽ trong quý 2 và quý 4, với tổng lượng dự trữ bán ra khoảng 9,5 tỷ USD trong năm 2024. Điều tiết thanh khoản tiền đồng bằng cách sử dụng linh hoạt các công cụ thị trường mở (OMO), phát hành tín phiếu để hút ròng tiền đồng trong các khoảng thời gian cao điểm từ tháng 5-6, tháng 10-12. Điều chỉnh tăng tỷ giá trung tâm, kết thúc năm tỷ giá trung tâm tăng 1,9% so với đầu năm, đạt 24.320 VNĐ/USD, kết hợp với việc tăng tỷ giá bán ra của NHNN từ mức 25.009 lên mức 25.450. Và tiến hành song song các biện pháp thanh kiểm tra, giám sát hoạt động giao dịch ngoại hối tại các ngân hàng nhằm giảm thiểu yếu tố đầu cơ USD trên thị trường.

Diễn biến tỷ giá USD/VND giai đoạn 2022 - 2024



Diễn biến cán cân thương mại giai đoạn 2022 - 2024



I. TIÊU ĐIỂM 2024

1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

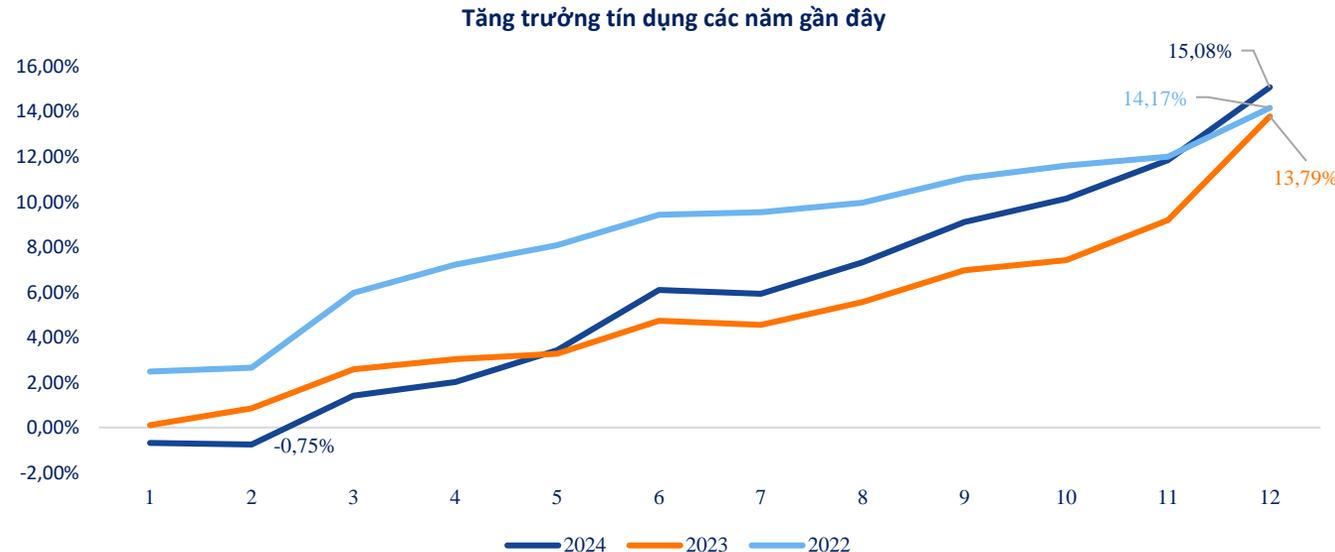
c. Dòng tiền trong nền kinh tế

Lãi suất duy trì ổn định ở mức thấp, tăng trưởng tín dụng bắt đầu bứt tốc từ cuối quý 2

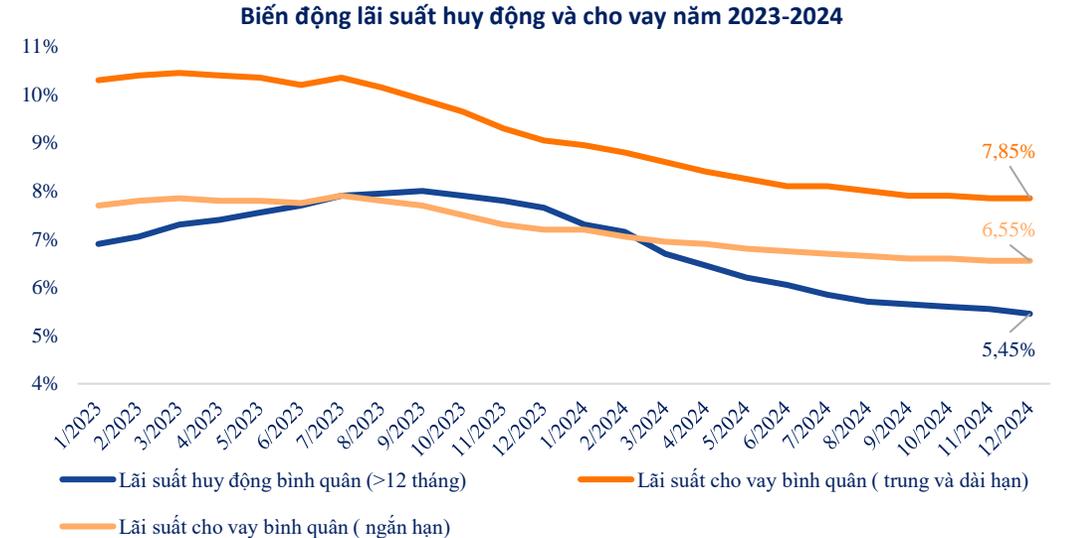
Năm 2024, nhằm hỗ trợ người dân và doanh nghiệp tiếp cận vốn, NHNN đã giao toàn bộ chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng vào đầu năm thay vì chia ra như các năm trước. Điều này thể hiện được sự nỗ lực cố gắng của chính phủ trong việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Trong năm 2024, tín dụng có xu hướng thấp ở đầu năm và tăng tốc vào cuối năm. Nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu tín dụng thấp, đặc biệt đến từ hoạt động kinh doanh của một số ngành trọng điểm như Bất động sản còn gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên từ tháng 6 trở đi, tín dụng đã bứt tốc nhờ sự phục hồi từ nền kinh tế đặc biệt đến từ nhóm sản xuất và xuất khẩu.

Đến cuối năm 2024, tín dụng toàn nền kinh tế ước tăng 15,08% so với cuối năm 2023, đạt quy mô 15,6 triệu tỷ đồng, tương đương khoảng 2,1 triệu tỷ đồng được bơm vào nền kinh tế.



Cùng với sự nỗ lực để gia tăng tín dụng thì lãi suất cũng đã được điều chỉnh và duy trì ổn định ở mức thấp. Đây là tiền đề để kích thích tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh cầu tín dụng vẫn còn yếu đặc biệt ở đầu năm 2024 (tín dụng xuống mức âm 0,75%). Lãi suất cho vay và lãi suất huy động biến động cùng chiều theo xu hướng giảm, điều này khiến cho việc huy động vốn không thể chạy theo kịp tín dụng (ước tính ngày 7/12/2024, huy động chỉ tăng nhẹ 7,36% đạt 14,8 triệu tỷ). Để bù đắp nhiều, NHTM đã liên tục phát hành chứng chỉ tiền gửi cũng như trái phiếu để cân đối nguồn và đảm bảo tỷ lệ LDR. Nếu tín dụng tiếp tục tăng mạnh thì lãi suất huy động có thể sẽ phải đảo chiều và tăng trở lại. Cuối năm 2024 lãi suất huy động ngắn hạn gần như đi ngang là một tín hiệu sớm.



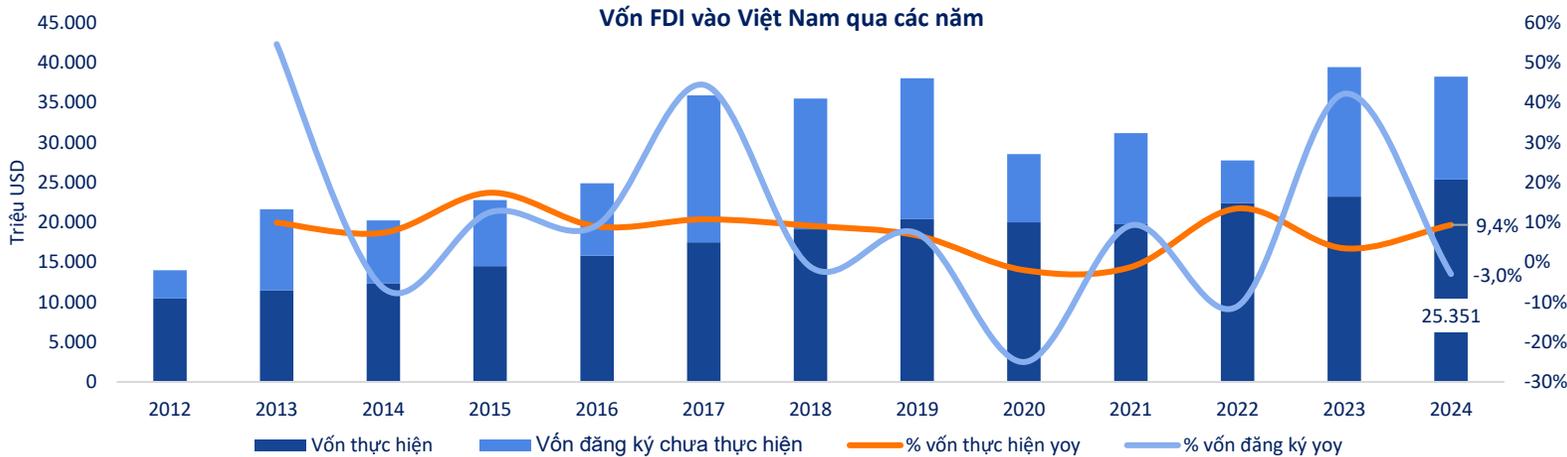
I. TIÊU ĐIỂM 2024

1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

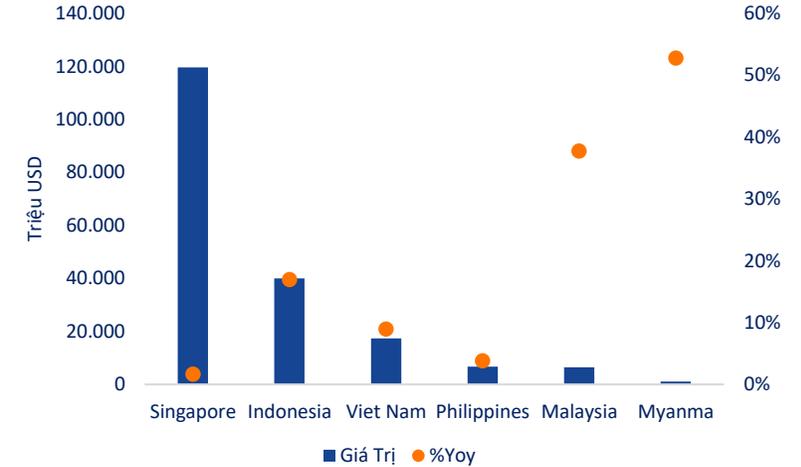
c. Dòng tiền trong nền kinh tế

Dòng vốn FDI Việt Nam tiếp tục chảy mạnh vào nền kinh tế Việt Nam

- Mặc dù trong năm 2024, FDI thế giới có xu hướng dịch chuyển và tập trung vào thị trường phát triển như OECD nhưng nhóm các nước Asean vẫn duy trì thu hút dòng tiền nhờ hưởng lợi từ (1) *Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung, chiến lược "Trung Quốc +1"*; (2) *xu hướng đầu tư lĩnh vực chuyển đổi năng lượng*; và (3) *Hiệp định RCEP*. Trong đó, Việt Nam luôn nằm trong top 3 nước nhận được lượng FDI cao nhất toàn khối Asean với tăng trưởng đều 7-8% mỗi năm.
- Năm 2024, mặc dù tổng lượng vốn FDI đăng ký giảm nhẹ 3% do sự không chắc chắn về cuộc bầu cử Mỹ và những tác động đến Việt Nam nhưng **số vốn thực hiện lại cao kỷ lục, đạt 25.351 triệu USD** (tăng 9,4% yoy) nhờ sự ổn định của môi trường kinh doanh cho các nhà đầu tư, vị trí chiến lược trong thương mại toàn cầu và những nỗ lực cải cách thủ tục hành chính, pháp lý của chính phủ.
- Lĩnh vực công nghiệp chế biến chế tạo vẫn là lĩnh vực chiếm tỷ trọng lớn nhất trong vốn FDI đăng ký vào Việt Nam, chiếm 64% tổng vốn thực hiện nhờ lợi thế về nhân công, tiến trình hội nhập kinh tế, quốc tế sâu rộng, chính sách ngoại giao linh hoạt. Bên cạnh đó, FDI vào nhóm bất động sản tăng mạnh 20% yoy, nâng tỷ trọng nhóm ngành lên 18% so với 2023. Trong đó, BĐS KCN là nhóm được quan tâm hơn khi có ưu điểm là pháp lý rõ ràng, dễ thực hiện M&A hơn.



FDI 9 tháng đầu năm 2024 của một vài nước ASEAN



Công nghiệp chế biến vẫn là nhóm ngành chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu FDI



Nguồn: FiinPro-X, Tradingeconomics

I. TIÊU ĐIỂM 2024

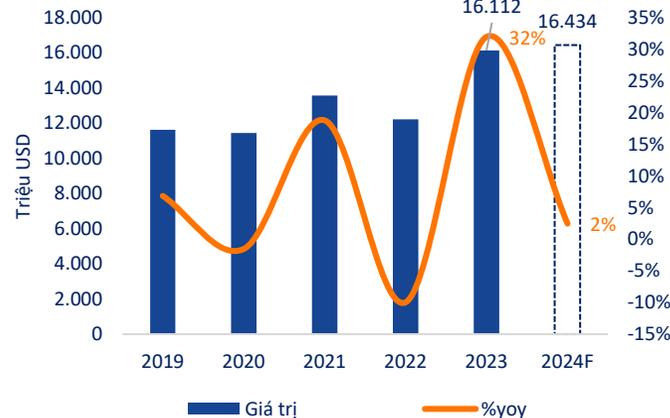
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

c. Dòng tiền trong nền kinh tế

Dòng tiền kiều hối tăng nhẹ

- Sau đại dịch, nhiều quốc gia đã nới lỏng các biện pháp hạn chế xuất nhập cảnh, tạo điều kiện thuận lợi cho người Việt Nam đi lao động và học tập ở nước ngoài. Năm 2023, hơn 158.000 lao động Việt Nam ra nước ngoài làm việc, tăng hơn 11% so với năm 2022. Điều này góp phần thúc đẩy dòng tiền kiều hối tăng mạnh.
- Năm 2024, hơn 6 triệu kiều bào tại 130 quốc gia là nguồn lực quan trọng, góp phần ổn định tỷ giá và dự trữ ngoại hối. Trong 9 tháng đầu năm 2024, lượng kiều hối chuyển về Việt Nam đạt gần 12 tỷ USD, tăng 2,43% so với cùng kỳ năm trước. Với việc dòng tiền này sẽ tăng mạnh vào cuối năm kỳ vọng sẽ giúp cho tổng kiều hối 2024 tăng nhẹ 2% so với 2023, đạt 16,4 nghìn tỷ.
- Kiều hối hiện chiếm khoảng 24% tổng nguồn ngoại tệ của Việt Nam, bên cạnh FDI (35%) và cán cân thương mại (42%). Để thu hút thêm dòng kiều hối, Việt Nam đang đẩy mạnh các chính sách hỗ trợ và tạo điều kiện thuận lợi cho kiều bào gửi tiền về đầu tư, kinh doanh. Đặc biệt, Luật Kinh doanh Bất động sản có hiệu lực từ ngày 1/8/2024 đã mở ra cơ hội cho kiều bào đầu tư, kinh doanh bất động sản tại Việt Nam như công dân trong nước. Đây được xem là một bước tiến quan trọng nhằm thu hút nguồn vốn từ nước ngoài, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và ổn định tài chính quốc gia.

Dòng tiền kiều hối về Việt Nam bắt đầu tăng mạnh từ 2023



Dòng tiền kiều hối về Việt Nam 2024 tăng nhẹ



Bảng so sánh giữa Luật Đất đai cũ và mới liên quan đến quyền sử dụng đất của người Việt Nam ở nước ngoài

Tiêu chí	Luật Đất đai hiện hành	Luật Đất đai 2024 (mới)
Quyền sử dụng đất của Việt kiều	Việt kiều phải nhờ người thân, họ hàng đứng tên hộ khi muốn đầu tư, sở hữu đất.	Việt kiều được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất nếu đủ điều kiện.
Đối tượng áp dụng	Chỉ áp dụng cho cá nhân trong nước hoặc người Việt Nam ở nước ngoài có quốc tịch Việt Nam.	<ul style="list-style-type: none"> Cá nhân trong nước. Người Việt Nam định cư ở nước ngoài là công dân Việt Nam. Người gốc Việt Nam định cư ở nước ngoài.
Quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất	Không rõ ràng hoặc khó thực hiện đối với Việt kiều.	Quy định rõ ràng, Việt kiều đủ điều kiện được cấp giấy chứng nhận quyền sử dụng đất và quyền sở hữu tài sản gắn liền với đất.
Hình thức sử dụng đất	Thuê đất hoặc ủy quyền quản lý nhà không sử dụng.	Việt kiều có quyền chuyển nhượng quyền sử dụng đất ở.
Tác động đối với thị trường BĐS	Dòng tiền kiều hối vào thị trường BĐS hạn chế do tâm lý e ngại và thủ tục pháp lý phức tạp.	Khuyến khích đầu tư từ Việt kiều, tăng lượng kiều hối đổ vào thị trường BĐS.



I. TIÊU ĐIỂM 2024

1. VĨ MÔ - DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

d. Dòng tiền trong nền kinh tế dưới góc nhìn chính sách của nhà điều hành

Chính sách tiền tệ bớt nới lỏng hơn nhưng vẫn chủ đạo là bơm tiền hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

Về chính sách tiền tệ, Năm 2024, NHNN đã điều hành tín dụng linh hoạt để đẩy dòng vốn ra nền kinh tế.

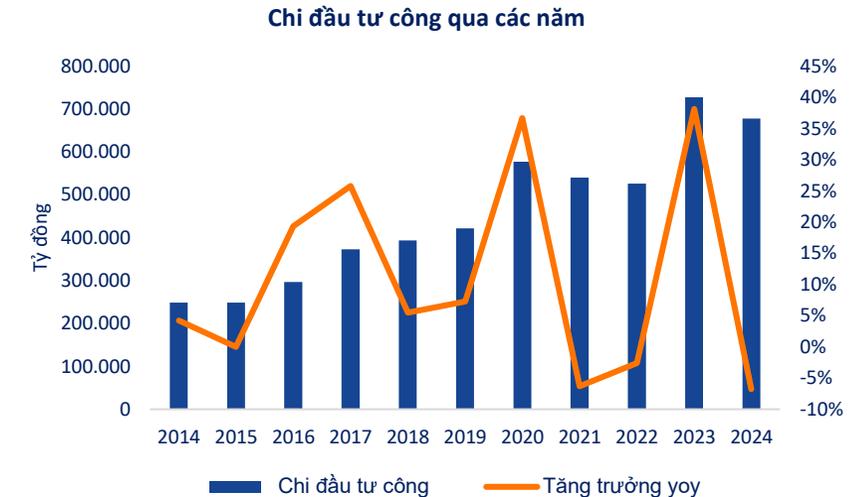
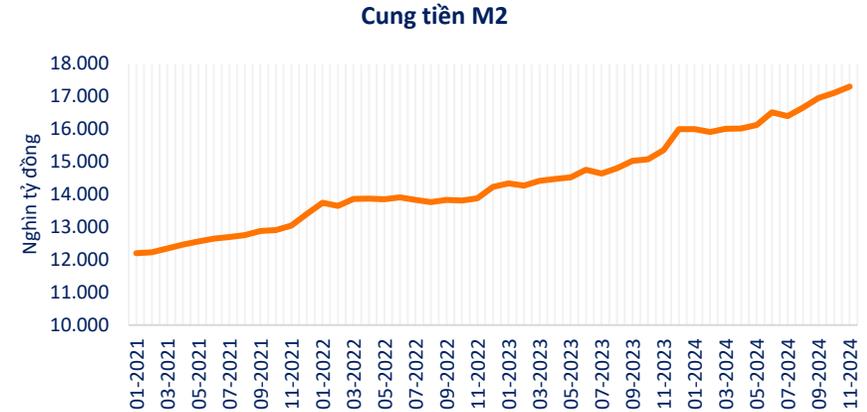
Trong đó, NHNN nỗ lực giữ nguyên lãi suất tái chiết khấu, tái cấp vốn ở mức thấp trong bối cảnh lãi suất điều hành tại các nền kinh tế lớn vẫn neo ở mức cao. Chủ động điều chỉnh 2 lần chỉ tiêu tín dụng theo hướng minh bạch, công khai và thúc đẩy các gói tín dụng như chương trình 120 nghìn tỷ cho vay nhà ở xã hội, khoan nợ cho các khách hàng khó khăn bởi cơn bão số 3 ... giúp thúc đẩy tăng trưởng tín dụng đạt 15.08%, vào thời điểm cuối năm tương đương với 2,1 triệu tỷ đồng đã được bơm ra nền kinh tế.

Trong năm 2024, con gió ngược tỷ giá đã buộc NHNN phải bán ra khoảng 9 - 10 tỷ USD tương đương với việc hút ròng khoảng 260 nghìn tỷ và bơm hút liên tục trên thị trường liên ngân hàng qua kênh tín phiếu và OMO để góp phần giảm áp lực tỷ giá và giữ thanh khoản, ổn định lãi suất liên ngân hàng. Tính chung cả năm 2024, NHNN vẫn bơm ròng khoảng 21,6 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO.

Cũng trong năm này tính đến tháng 11/2024, một cơn gió ngược khác là cơn sốt vàng cũng đã khiến NHNN phải bán ra 13 tấn vàng tương đương với việc hút về hơn 31 nghìn tỷ đồng (giá vàng ước tính là 90 triệu đồng/lượng).

Song song với đó là chính sách tài khóa mở rộng thông qua công cụ đầu tư công và miễn giảm thuế: Lũy kế từ đầu năm, tổng chi tiêu đầu tư công mặc dù giảm 6,8% svck và chỉ hoàn thành 87% kế hoạch cả năm, nhưng vẫn tương đương với 677 nghìn tỷ đồng được bơm ra nền kinh tế. Thêm vào đó, việc gia hạn và miễn giảm một số loại thuế, phí như giảm 2% thuế VAT... ước tính cho cả năm 2024 cũng có khoảng 189,6 nghìn tỷ đồng được giữ lại và đẩy vào lưu thông.

Nhìn chung, dưới góc nhìn chính sách của nhà điều hành thì định hướng chính vẫn là bơm tiền hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tính đến cuối tháng 11/2024 tổng cung tiền M2 đạt 181 triệu tỷ đồng, tăng 11,9% svck tiếp tục duy trì xu hướng bơm tiền từ 2021 đến nay.



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



I. TIÊU ĐIỂM 2024

2. DÒNG TIỀN TRÊN CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ

a. Thị trường BĐS có chuyển biến tích cực nhưng phân hóa khá mạnh

Tín dụng BĐS sôi động trở lại

Năm 2024, thị trường BĐS đã chứng kiến sự hồi phục khá rõ rệt. Theo báo cáo từ NHNN, tính đến cuối tháng 9/2024, tín dụng bất động sản (BĐS) đã tăng 9,15% so với cuối năm 2023, cao hơn so với tốc độ tăng trưởng tín dụng chung của toàn hệ thống (9%). Trong đó, dư nợ tín dụng BĐS phục vụ mục đích tự sử dụng ở mức 1,88 triệu tỷ đồng, tăng 4,62% và dư nợ tín dụng kinh doanh BĐS là hơn 1,26 triệu tỷ, tăng hơn 16%. Tại một số ngân hàng, dư nợ cho vay BĐS có sự hồi phục khá mạnh mẽ. Ví dụ, tính đến hết quý 4, tổng dư nợ cho vay kinh doanh BĐS tại VPB đạt 196 nghìn tỷ (+65%yoy) và cho vay mua nhà ở đạt 93 nghìn tỷ (+8,5% yoy).

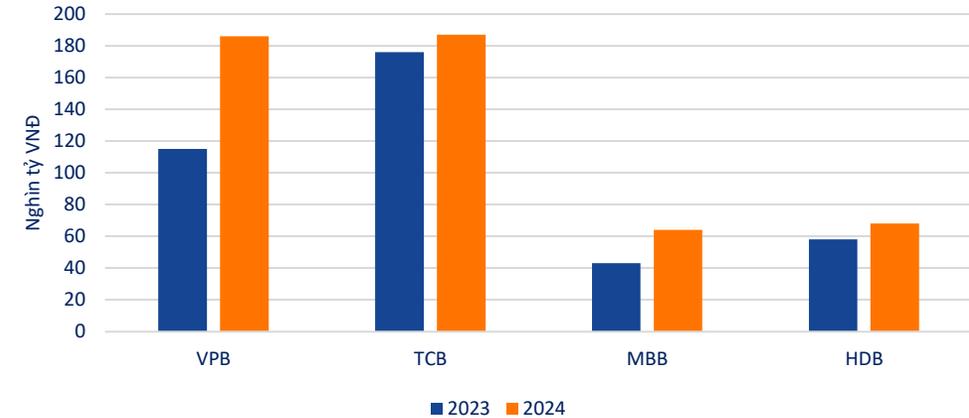
Giao dịch sôi động tại Hà Nội nhưng khá trầm lắng tại các địa điểm khác.

9 tháng đầu năm, thị trường BĐS Hà Nội ghi nhận 83.000 giao dịch thành công, gấp 2.5 lần so với cùng kỳ năm 2023 (theo OneHousing). Ở cả 2 phân khúc chung cư và nhà phố, đều ghi nhận nguồn cung và tiêu thụ cải thiện đáng kể so với cùng kỳ 2023, đặc biệt là trong quý 3.

Cụ thể, tại Hà Nội, tổng nguồn cung chung cư 9 tháng đầu năm là 19.000 nghìn căn, hơn tổng số nguồn cung mới trong năm 2023. Trong đó 75% là phân khúc cao cấp. Dù nguồn cung lớn nhưng lượng hấp thụ cũng rất khả quan, chỉ tính riêng trong quý 3, tổng số căn bán được lên đến 8.000 căn. Tại phân khúc biệt thự và nhà phố, tổng nguồn cung mới về nhà ở gắn liền với đất tại Hà Nội đạt hơn 3.500 căn trong đó đã hấp thụ hơn 800 căn. Về giá bán, ở cả 2 phân khúc đều có mức tăng trung bình từ 5 – 30% ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp.

Tại Hồ Chí Minh, dù lượng hấp thụ có cải thiện nhưng nguồn cung mới ở mức thấp cho thấy thị trường vẫn chưa có sự phục hồi nhưng không đáng kể. Giá bán căn hộ cũng chỉ tăng từ 4 – 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính cả năm 2024, dự kiến chỉ có khoảng 5.000 căn mở bán mới. Tương tự với phân khúc nhà phố và biệt thự dự kiến có khoảng 600 căn mở mới, thấp hơn rất nhiều so với thị trường Hà Nội.

Dư nợ cho vay kinh doanh BĐS tại 1 số ngân hàng



Nguồn cung mới, Căn hộ bán, Hà Nội



Nguồn: BCTC các ngân hàng, CBRE, VFS tổng hợp



I. TIÊU ĐIỂM 2024

2. DÒNG TIỀN TRÊN CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ

b. Vàng chứng kiến mức giá cao kỷ lục hút dòng tiền đầu tư

Trong năm 2024, giá vàng thế giới kết thúc neo quanh mốc 2.600 USD/ounce tăng 25,5% svck trước những biến động mạnh về tình hình địa chính trị trên thế giới bao gồm căng thẳng Trung Đông, những biến động trong chính sách của FED làm giảm sức hấp dẫn của đồng USD, bầu cử tổng thống Mỹ. Diễn biến cùng chiều với vàng thế giới, giá vàng trong nước cũng chứng kiến mức giá cao kỷ lục, có thời điểm lên mức hơn 90 triệu VNĐ/lượng. Tính đến cuối năm 2024 vàng tăng hơn 30% so với đầu năm, một mức tăng mạnh trong nhiều năm trở lại đây phản ánh sức hút mạnh mẽ với nhà đầu tư với loại tài sản này. Thị trường vàng nóng ảnh hưởng tiêu cực đến dòng tiền trong nền kinh tế và tạo thêm áp lực cho nhà điều hành trong việc kiểm soát tỷ giá. Tính đến tháng 11/2024, NHNN đã phải can thiệp vào thị trường vàng bằng việc bán ra khoảng 13 tấn vàng thông qua 4 NHTM quốc doanh và công ty SJC tương đương khoảng hơn 31 ngàn tỷ VND. Điều này là chưa tính đến lượng ngoại tệ (USD) tuần qua biên giới chủ yếu là Trung Quốc và Campuchia để nhập lậu vàng góp phần tạo thêm áp lực tỷ giá cho nhà điều hành.

Diễn biến giá vàng



Nguồn: FiinPro-X

I. TIÊU ĐIỂM 2024

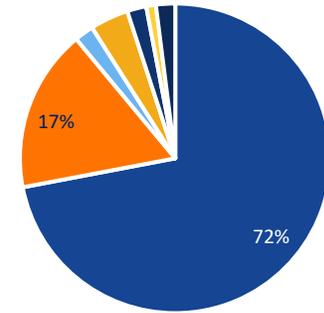
2. DÒNG TIỀN TRÊN CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ

c. Thị trường trái phiếu: có sự phục hồi đáng kể nhưng vẫn chỉ tập trung ở nhóm ngân hàng

Sau 2 năm trầm lắng, thị trường trái phiếu đã có những sự phục hồi nhất định mặc dù không quá rõ nét. 11 tháng đầu năm, tổng khối lượng cả phát hành ra công chúng và riêng lẻ là 383 đợt với tổng khối lượng là 374 nghìn tỷ VNĐ, cao hơn so với tổng cả khối lượng phát hành năm 2023 là 338 nghìn tỷ. Ngân hàng là nhóm ngành chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng khối lượng phát hành khi chiếm đến 72%, trái phiếu của nhóm sản xuất và kinh doanh vẫn vắng bóng.

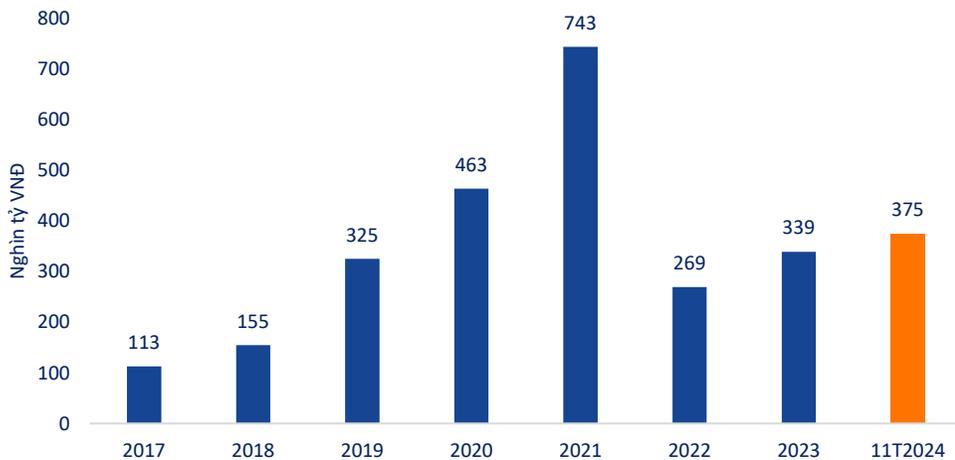
Bên cạnh đó, tình trạng chậm trả lãi và nợ gốc cũng đang trong xu hướng giảm dần phản ánh những dấu hiệu tích cực trở lại của thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, vẫn còn lượng lớn trái phiếu sẽ đáo hạn trong năm 2025, 2026 sẽ là những yếu tố cần theo dõi thêm.

Giá trị phát hành theo nhóm ngành

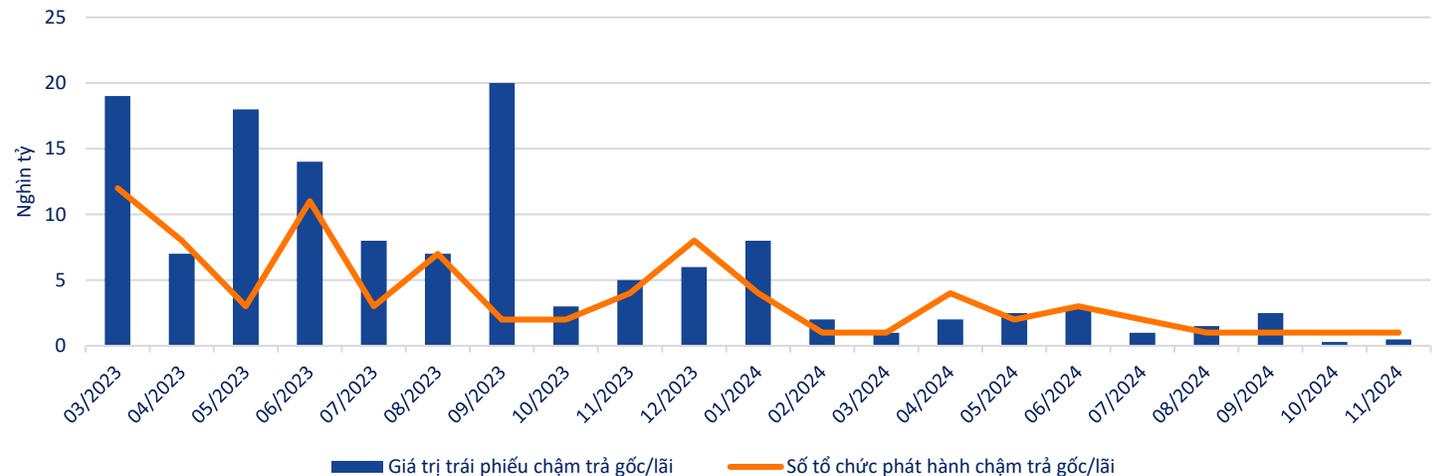


- Ngân hàng
- BDS
- Chứng khoán
- Công nghiệp
- Tài chính
- Tiêu dùng
- Khác

Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp



Trái phiếu chậm trả phát sinh theo tháng



Nguồn: VBMA, VFS tổng hợp



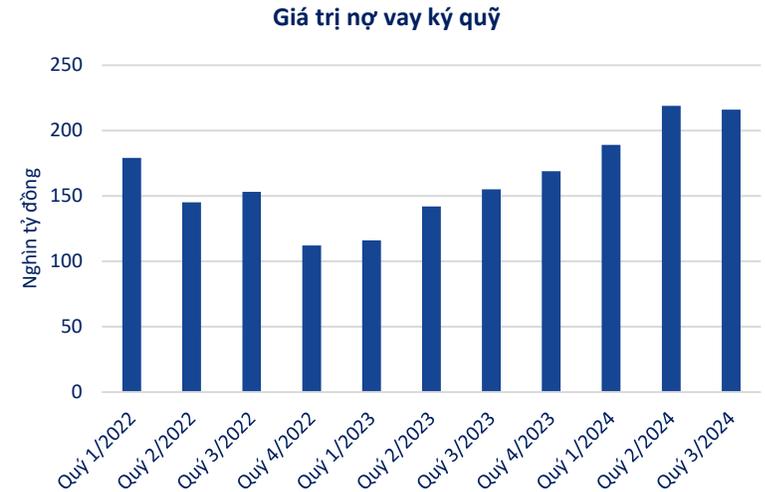
I. TIÊU ĐIỂM 2024

3. DÒNG TIỀN TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

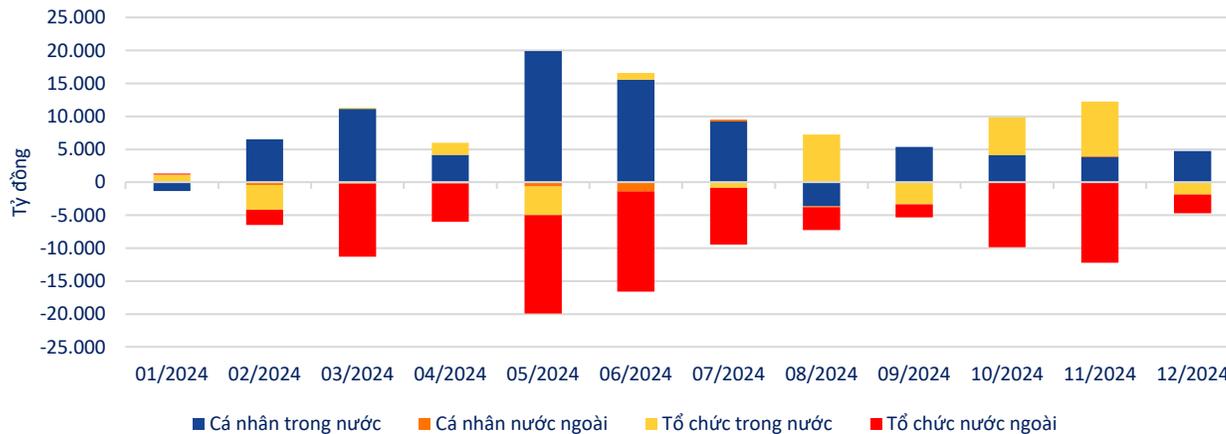
a. Thanh khoản thị trường sụt giảm khá mạnh cho thấy dòng tiền rút ra khỏi thị trường chứng khoán

Trong năm 2024 thanh khoản VNindex đạt mức cao nhất là 24 nghìn tỷ 1 phiên vào tháng 3 sau đó sụt giảm dần, đến tháng 12 chỉ còn trung bình gần 12 nghìn tỷ 1 phiên (giảm 50% so với tháng 3) cho thấy dòng tiền liên tục bị rút ra khỏi thị trường chứng khoán. Điều này có thể lý giải ở những điểm chính như sau:

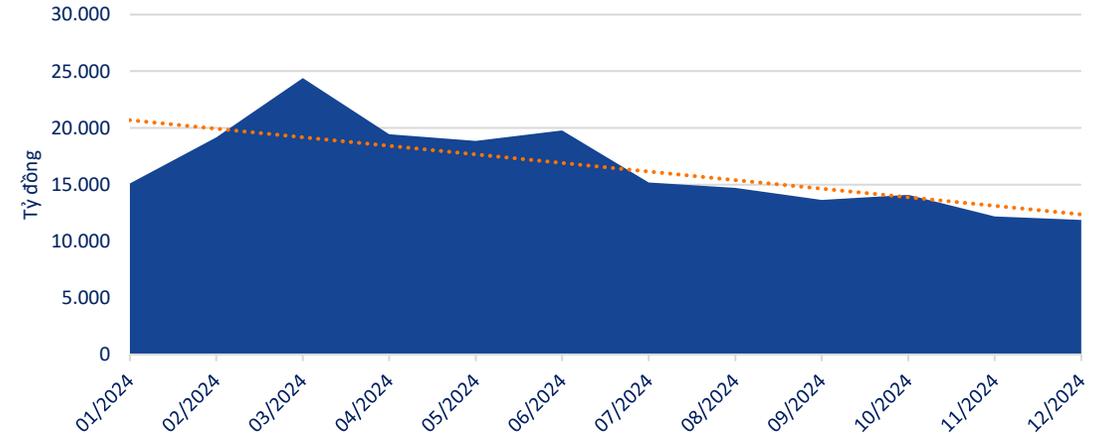
- (1). Những cơn gió ngược về tỷ giá và thị trường vàng khiến NHNN hút bớt tiền khỏi lưu thông ảnh hưởng phần nào đến dòng tiền trên TTCK
- (2). Dòng tiền thông minh rút bớt khỏi thị trường chứng khoán chuyển hướng sang các kênh đầu tư khác có hiệu suất cao hơn như bất động sản, vàng (tăng 30% svck), tiền số (120% svck)...
- (3). Nhà đầu tư nước ngoài liên tục rút ròng. Tính cả năm 2024, nước ngoài bán ròng gần 90 nghìn tỷ trong đó chỉ duy nhất chỉ có tháng 1 nước ngoài mua ròng 165 tỷ.
- (4). Tâm lý nhà đầu tư cá nhân chán nản rút tiền ra đầu tư vào kênh tài sản khác hoặc để nằm im trong tài khoản quan sát chứ không giao dịch. Số dư tiền gửi của NĐT tại các công ty chứng khoán năm 2024 giảm quý thứ 3 liên tiếp ghi nhận ở mức 73,5 nghìn tỷ giảm 18% svck một trong những mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây.



Giá trị mua ròng theo nhà đầu tư



Giá trị khớp lệnh trung bình 1 phiên



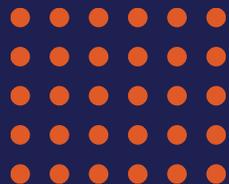
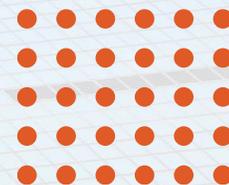
Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



2



DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG 2025



II. DỰ BÁO NĂM 2025

1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

a. Vĩ mô quốc tế

Các nền kinh tế lớn diễn biến trái chiều.

Trong báo cáo tháng 1/2025, IMF đã đưa ra dự báo tốc độ tăng trưởng GDP toàn cầu là 3,3%, tăng nhẹ 0,1% so với GDP năm 2024. Tỷ lệ lạm phát dự kiến sẽ duy trì xu hướng giảm và đạt 4,3%.

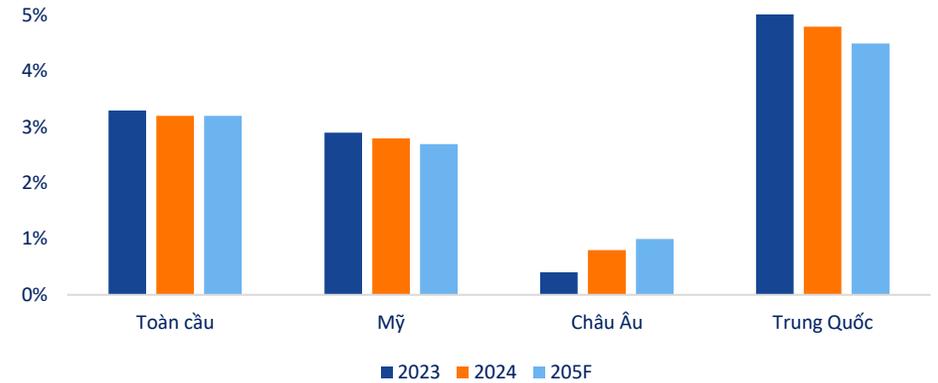
Kinh tế Mỹ tăng trưởng ổn định ở mức 2,7% vào năm 2025 do nhu cầu tiêu dùng nội địa tăng trưởng mạnh mẽ cùng với việc tăng tốc đầu tư cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, chính sách thuế quan mới có thể gây áp lực lên lợi nhuận của các doanh nghiệp có sản phẩm phụ thuộc vào hàng hóa nhập khẩu như bán dẫn và linh kiện điện.

Tăng trưởng GDP của châu Âu dự kiến sẽ tang nhẹ từ 0,8% năm 2024 lên 1% trong năm 2025 nhờ thu nhập tăng giúp thúc đẩy tiêu dùng. Bên cạnh đó, chính sách tiền tệ nới lỏng sẽ hỗ trợ cho đầu tư. Tuy nhiên, nền kinh tế châu Âu vẫn có thể đối mặt với rủi ro lạm phát do tăng phí vận chuyển.

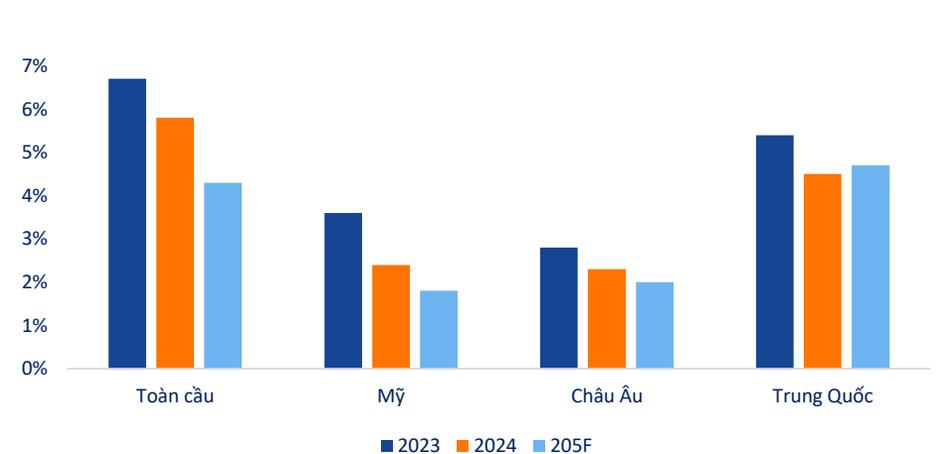
Trung Quốc - Triển vọng bấp bênh. Theo dự báo của IMF, kinh tế Trung Quốc sẽ tăng trưởng chậm lại từ mức 4,9% trong năm 2024 xuống 4,5% trong năm 2025. Nguyên nhân là do cuộc khủng hoảng bất động sản kéo dài đã làm giảm thu nhập hộ gia đình. Mặt khác, xuất khẩu cũng có thể bị ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan mới của Mỹ. Ngoài ra, việc Trung Quốc nới lỏng chính sách tài khóa và tiền tệ quá mức trong khi nợ công cao và nhu cầu tín dụng yếu sẽ là rủi ro lớn nhất với sự tăng trưởng của Trung Quốc.

Hai biến số lớn nhất với tăng trưởng kinh tế toàn cầu trong năm 2025 là căng thẳng địa chính trị và các chính sách mới của chính quyền Trump 2.0. Theo dự báo của IMF, chính sách thuế quan, cùng với việc thắt chặt các quy định về nhập cư nếu kéo dài có thể khiến sản lượng kinh tế toàn cầu giảm 0,8% trong năm 2025 và 1,3% vào năm 2026.

Dự báo tốc độ tăng trưởng GDP của các nền kinh tế lớn



Dự báo tỷ lệ lạm phát của các nền kinh tế lớn



II. DỰ BÁO NĂM 2025

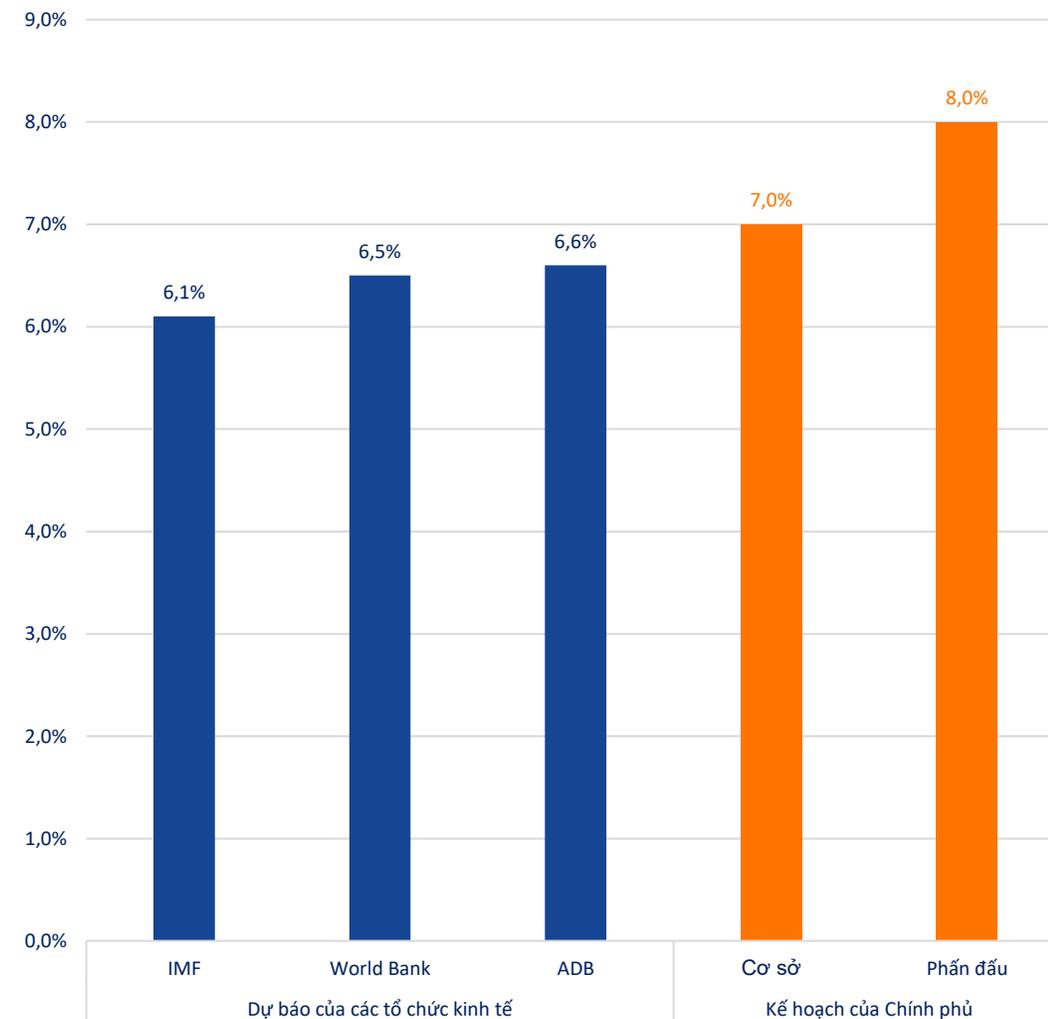
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

Mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng

- Năm 2024, Việt Nam đã đạt được những thành tựu kinh tế đáng kể, tạo nền tảng cho những bước phát triển tiếp theo. Năm 2025 được xem là cột mốc quan trọng, với mục tiêu GDP bình quân đầu người đạt 12,000 USD vào năm 2045. Do đó, Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng GDP cho năm 2025 từ 6,5% đến 7%, và đang trình nâng kế hoạch lên mức 8%. Để đạt mục tiêu này, Chính phủ đã có chiến lược rõ ràng trên ba phương diện: thể chế, nhân lực và hạ tầng.
- Thể chế:** Công tác lập pháp đang được đẩy mạnh với việc ban hành 31 luật và 42 nghị quyết trong năm 2024, chiếm nửa số từ đầu nhiệm kỳ. Một số luật quan trọng như Luật đất đai và nhà ở đã sớm có hiệu lực.
- Nhân lực:** Tinh gọn bộ máy và nâng cao hiệu quả hoạt động là trọng tâm. Kế hoạch cắt giảm ít nhất 20% công chức, viên chức nhận lương từ ngân sách, dự kiến sẽ được thông qua vào tháng 2/2025.
- Hạ tầng:** Đầu tư vào các dự án như mở rộng đường cao tốc lên 2,021 km và tăng lên 3,000 km trong năm 2025, cùng với việc phát triển vành đai 4 vùng Thủ đô, vành đai 3 TP HCM, và đường sắt đô thị.
- Nhiều tổ chức kinh tế lớn nâng mức dự báo tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong năm 2025. Nhìn chung, đa phần các tổ chức quốc tế đều dự báo rằng GDP của Việt Nam sẽ tăng trưởng trong khoảng 6,1% - 6,6% trong năm 2025, và động lực thúc đẩy kinh tế chính đều từ việc (1) đẩy mạnh đầu tư công, (2) đầu tư phát triển công nghệ số, (3) sự hồi phục từ thị trường bất động sản và xây dựng, (4) tiêu dùng trong nước cải thiện.
- Trong khi đó, **VFS dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2025 đạt mức 7%** nhờ vào các động lực như đẩy mạnh chính sách tài khóa, tăng trưởng tín dụng và sự phục hồi từ thị trường bất động sản.

Dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam trong năm 2025



II. DỰ BÁO NĂM 2025

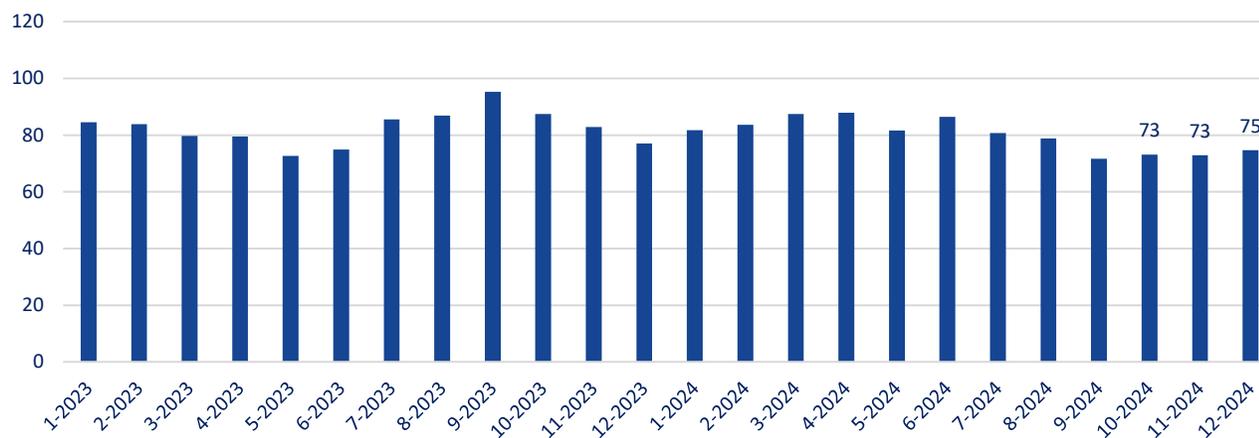
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

Lạm phát tiếp tục trong tầm kiểm soát

- **VFS dự báo CPI bình quân năm 2025 của Việt Nam duy trì ở dưới 4%, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 4,5% của Chính phủ.** Các yếu tố được kỳ vọng giúp lạm phát nằm trong tầm kiểm soát gồm:
 - Giá dầu trên thế giới được dự báo giảm trong năm 2025, do (1) nhu cầu tiêu thụ phục hồi chậm, đặc biệt tại thị trường Trung Quốc; (2) Dưới thời Tổng thống Trump, nguồn cung dầu được dự báo sẽ gia tăng do ông đưa ra quan điểm muốn bãi bỏ các quy định cản trở khai thác dầu khí và than, tạo áp lực giảm giá. Do đó, chúng tôi dự kiến giá trung bình của dầu thô Brent năm 2025 sẽ dao động quanh mức 70 USD/thùng, thấp hơn mức 77 – 82 USD/thùng của năm 2024.
 - Giá gạo được kỳ vọng giảm khi (1) khi Ấn Độ dỡ bỏ lệnh cấm xuất khẩu gạo trắng phi basmati, giúp nguồn cung dồi dào hơn (2) Indonesia, một trong những nước nhập khẩu gạo lớn nhất, đã thông báo sẽ ngừng nhập khẩu trong năm 2025, làm giảm nhu cầu gạo toàn cầu.
 - Chính sách tài khóa trong nước cũng hỗ trợ bình ổn giá cả, cụ thể Chính phủ gia hạn giảm 2,0% thuế GTGT trong nửa đầu năm 2025 và giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu vào năm 2025.
- **Tuy nhiên vẫn còn một vài biến số cần phải theo dõi** như (1) xung đột địa chính trị có thể lan rộng; (2) Nhưng thay đổi chính sách dưới thời Tổng thống Trump có thể gây ra gián đoạn trong chuỗi cung ứng, dẫn đến việc gia tăng giá cả hàng hóa. Từ có thể tạo thêm áp lực lên lạm phát toàn cầu và của Việt Nam.

Diễn biến giá dầu thô Brent giai đoạn 2023 - 2024



Diễn biến giá gạo trong nước và quốc tế giai đoạn 2023 - 2024



II. DỰ BÁO NĂM 2025

1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

b. Vĩ mô Việt Nam

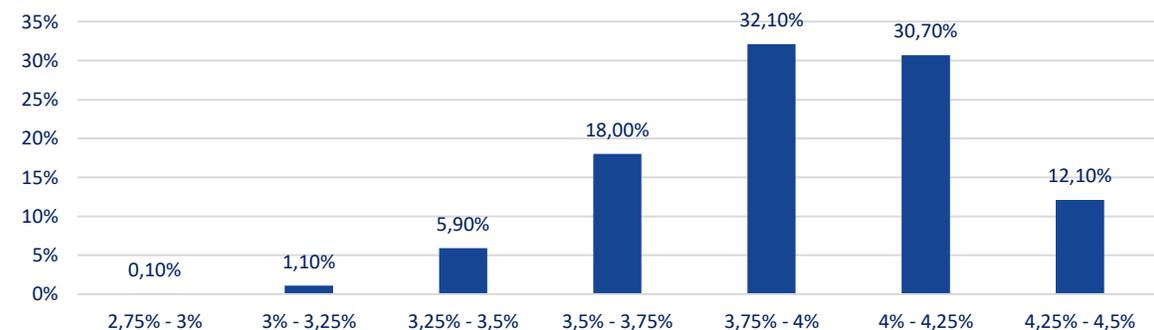
Tỷ giá dự kiến còn chịu nhiều áp lực trong nửa đầu năm 2025

- **VFS dự báo tỷ giá USD/VND tiếp tục gặp áp lực trong nửa đầu năm 2025 và dao động trong khoảng 25.500 – 26.000.** Yếu tố tác động tiêu cực chính lên tỷ giá đến từ việc đồng USD được kỳ vọng sẽ mạnh lên do các chính sách của Tổng thống Donald Trump, bao gồm nới lỏng tài khóa, tăng thuế quan và siết chặt nhập cư, điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhưng cũng làm gia tăng lạm phát. Từ đó khiến cho FED sẽ thận trọng hơn trong quyết định hạ lãi suất chậm hơn so với dự kiến, dẫn đến chênh lệch lãi suất giữa Mỹ và các nền kinh tế lớn khác ngày càng gia tăng. Tính đến cuối năm 2024, các chuyên gia dự báo xác suất FED chỉ hạ lãi suất 1 lần trong năm 2025 là 30,7%; và 2 lần là 32,1%; trong khi xác suất để FED giảm 3 lãi suất 3 lần trở lên chỉ có 25,1%.
- **Tuy nhiên, một chính sách tiền tệ linh hoạt với nhiều giải pháp tổng thể tương tự như 2024 sẽ giúp đồng VND không biến động quá mạnh trong vòng +/- 5%.** Nguồn USD từ bên ngoài chảy vào nền kinh tế tiếp tục tăng trưởng cũng là yếu tố quan trọng duy trì sự ổn định, cụ thể (1) dòng vốn FDI dự kiến (25.35 tỷ USD, +9.4% svck); (2) du lịch phục hồi mạnh mẽ +39.5% svck trong năm 2024; (3) Kiều hối dự kiến đạt 17 tỷ USD tăng trưởng +6% svck. Bên cạnh đó, các biện pháp can thiệp tỷ giá sẽ được tiếp tục áp dụng trong các thời điểm căng thẳng, với trọng tâm là giữ cho thị trường ngoại hối ổn định. Những công cụ như bán dự trữ ngoại hối và điều tiết thanh khoản thông qua giao dịch thị trường mở (OMO) cùng với phát hành tín phiếu sẽ vẫn được sử dụng. Tuy nhiên, khả năng sử dụng các công cụ này có thể sẽ giảm so với năm 2024, với hy vọng rằng áp lực lên tỷ giá trong năm 2025 sẽ dịu bớt. Việc bán dự trữ ngoại hối sẽ được thực hiện một cách thận trọng nhằm bảo vệ nguồn dự trữ quốc gia, trong khi việc điều chỉnh bơm hoặc hút ròng tiền đồng qua OMO và tín phiếu sẽ được thực hiện linh hoạt để cân bằng giữa áp lực tỷ giá và thanh khoản của hệ thống ngân hàng.

Diễn biến chỉ số DXY trong năm qua



Xác suất FED cắt giảm lãi suất trong năm 2025



II. DỰ BÁO NĂM 2025

1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

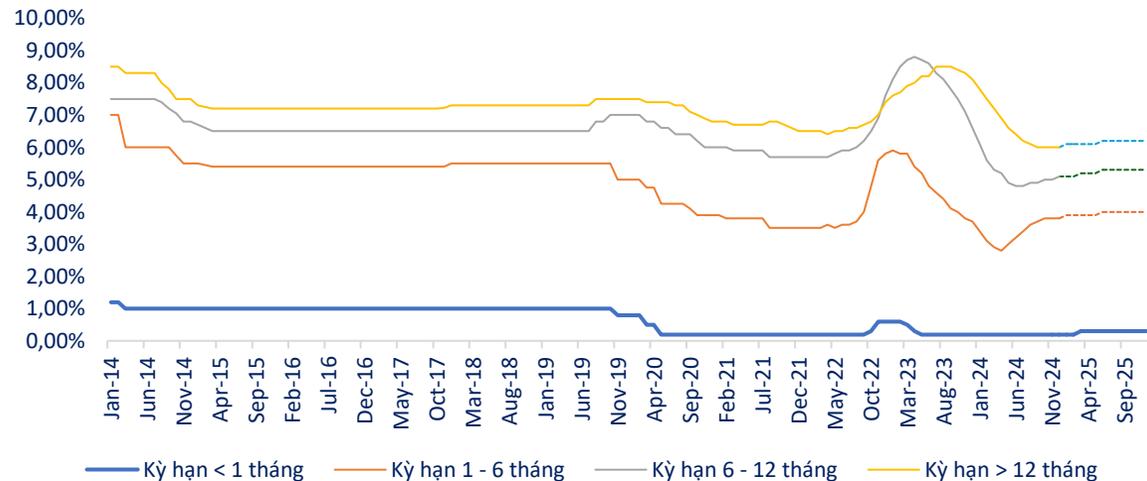
c. Dòng tiền trong nền kinh tế

Tín dụng tiếp tục tăng, lãi suất dự kiến neo cao vào cuối năm, FDI tăng trưởng nhờ làn sóng công nghệ cao

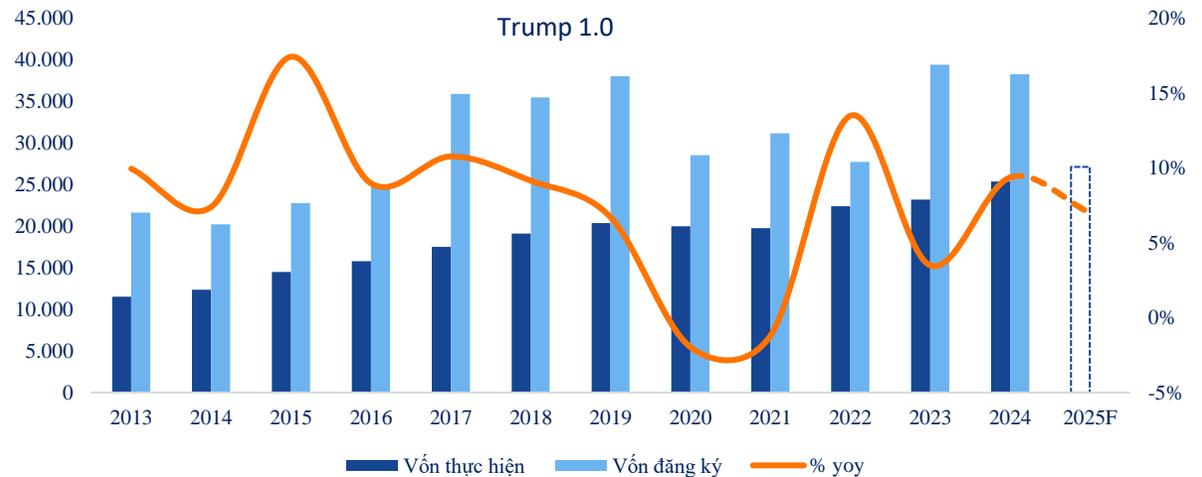
- **Tín dụng:** Năm 2025, NHNN dự kiến tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống năm 2025 khoảng 16% nhờ sự hồi phục của bất động sản và đẩy mạnh đầu tư công từ chính phủ. Năm 2025 là năm cuối trong giai đoạn 2021 – 2025 nên những áp lực về tăng trưởng kinh tế và tăng trưởng tín dụng là khá lớn.
- **Lãi suất:** VFS cho rằng, năm 2025, dự địa hạ lãi suất sẽ không còn và lãi suất sẽ neo ở mức hiện tại thậm chí là có thể tăng vào nửa cuối năm khi (1) tốc độ huy động vốn đang chậm hơn so với tốc độ đẩy tín dụng và (2) xu hướng tăng giá của đồng USD sẽ còn tiếp diễn khi tổng thống Trump thực hiện các chính sách tài khóa mở rộng và triển khai các biện pháp thuế quan sẽ gây áp lực lên tỷ giá.

- **FDI:** 2025 được kỳ vọng sẽ là một năm tăng trưởng trước việc Nvidia sẽ đặt trung tâm AI mới vào Việt Nam và cam kết đầu tư từ 4 đến 4,5 tỷ USD trong vòng 4 năm tới. Điều này đã nâng cao uy tín của Việt Nam thành một điểm đến hấp dẫn cho các tập đoàn công nghệ hàng đầu, thúc đẩy dòng vốn FDI vào các lĩnh vực như AI, bán dẫn và công nghệ thông tin. Tuy nhiên, vẫn còn nhiều những thách thức mà Việt Nam phải vượt qua khi muốn trở thành điểm đến của FinTech đó là về nguồn lực lao động chuyên ngành, cơ sở hạ tầng và nguồn tín dụng dài hạn cần được đảm bảo để tài trợ cho các khoản đầu tư dài hạn.

Lãi suất huy động trung bình



Vốn FDI vào Việt Nam qua các năm



II. DỰ BÁO NĂM 2025

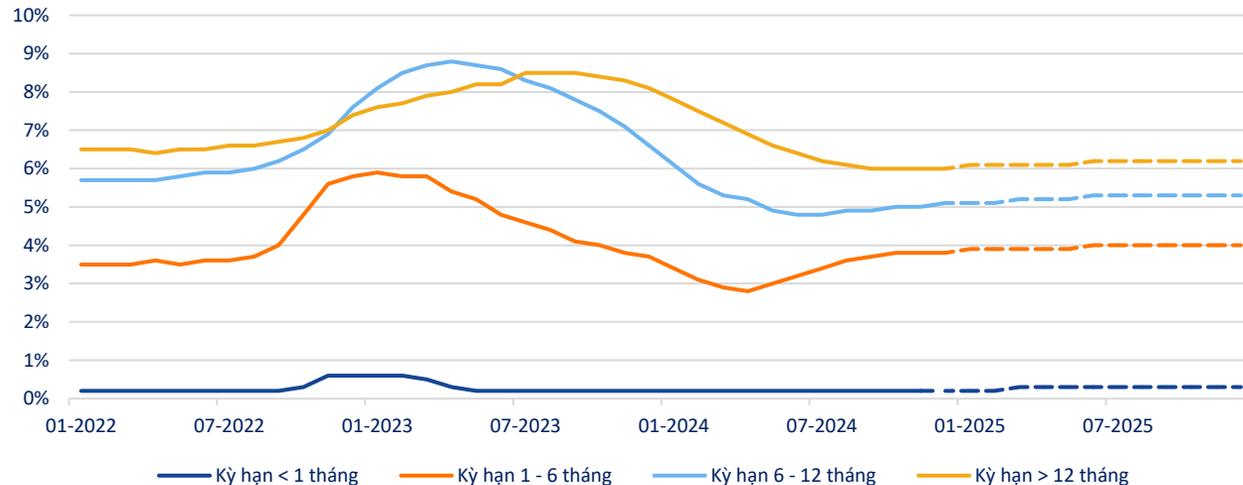
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

d. Dự báo chính sách năm 2025

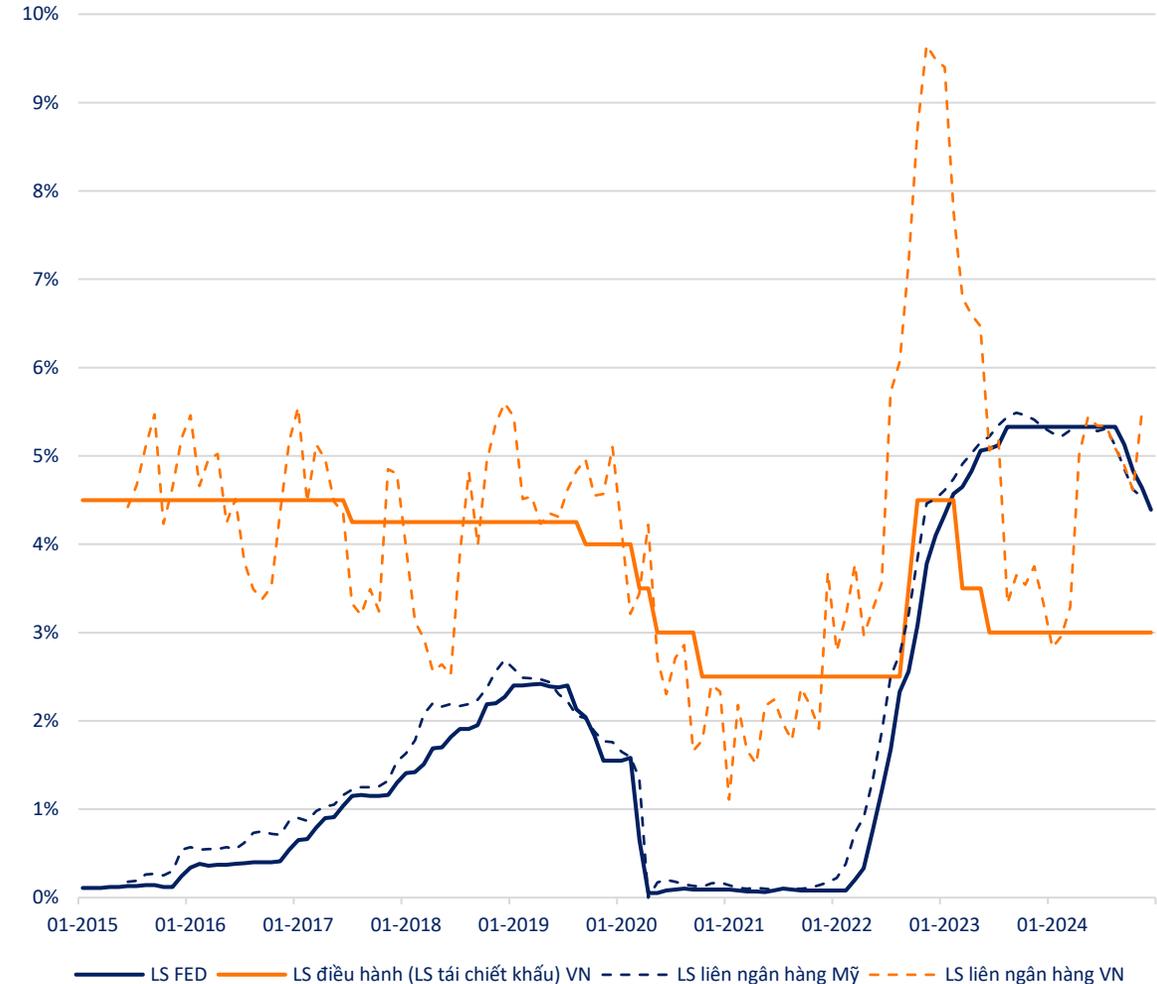
Chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng, linh hoạt ứng biến với các biến số vĩ mô

- Trong bối cảnh chính sách tiền tệ các nền kinh tế lớn như Mỹ và Châu Âu tiếp tục nới lỏng dần, sự chênh lệch lãi suất giữa các nền kinh tế lớn và Việt Nam sẽ thu hẹp. Điều này giúp chính sách nới lỏng tiền tệ của Việt Nam sẽ tiếp tục được duy trì mà không phải đối mặt với áp lực lớn về tỷ giá.
- Tuy nhiên, trong bối cảnh các chính sách dưới thời Trump 2.0 được kỳ vọng sẽ làm gia tăng giá trị đồng USD, NHNN có thể sẽ phải tiếp tục áp dụng linh hoạt các biện pháp bơm hút tiền trong ngắn hạn để ổn định tỷ giá. Điều này có thể tạo áp lực lên thanh khoản hệ thống trong ngắn hạn, đòi hỏi các ngân hàng phải tăng nhẹ lãi suất huy động để thu hút dòng tiền từ người dân và doanh nghiệp.

Lãi suất huy động trung bình



Diễn biến lãi suất của Mỹ và Việt Nam



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Nguồn: Investing, VFS tổng hợp



II. DỰ BÁO NĂM 2025

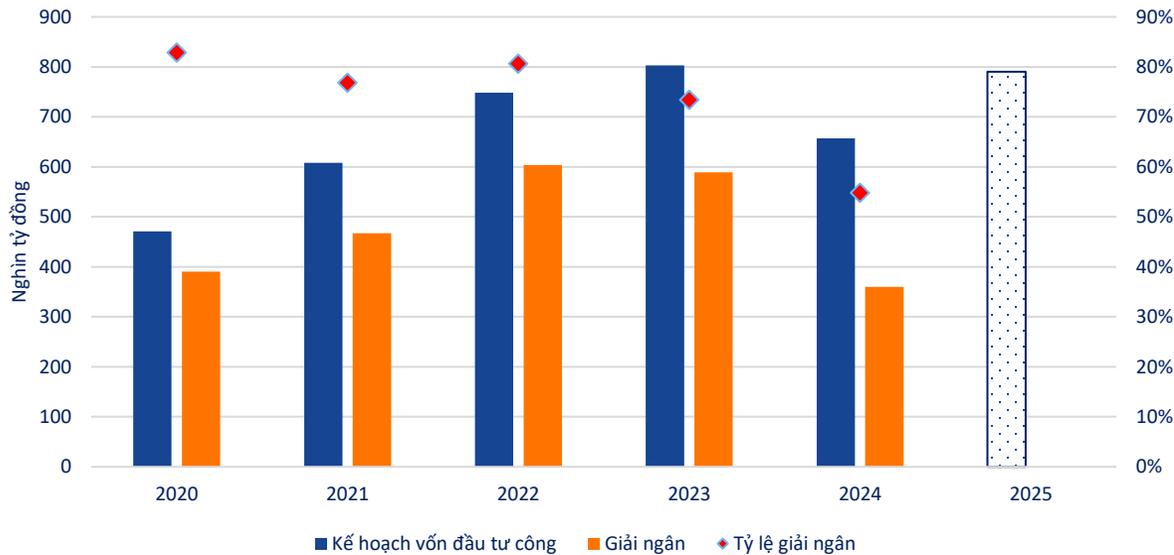
1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

d. Dự báo chính sách năm 2025

Chính sách tài khóa đặt trọng tâm vào đầu tư công

- Với nhiều thách thức đến từ vĩ mô, việc thúc đẩy tăng trưởng GDP sẽ phụ thuộc phần lớn vào việc đầu tư của Chính phủ khi mảng thương mại, tiêu dùng chậm lại. Trong đó, hoạt động đầu tư công sẽ là trọng tâm với kế hoạch vốn triển khai cho năm 2025 là khoảng 790 nghìn tỷ đồng (+20,2% yoy). Năm 2025 là năm cuối của kế hoạch đầu tư trung hạn 2021 – 2025 nên nguồn vốn tập trung đầu tư ưu tiên cho các ngành, lĩnh vực quan trọng, then chốt của nền kinh tế, bố trí vốn tập trung cho các công trình giao thông quan trọng quốc gia, trọng điểm có ý nghĩa lan tỏa, thúc đẩy phát triển kinh tế - xã hội, cũng như các nhiệm vụ, dự án thuộc Chương trình Phục hồi và Phát triển kinh tế - xã hội...
- Với kế hoạch vốn đầu tư lớn đặc biệt là khi việc giải ngân vốn đầu tư công có phần chậm lại trong năm 2024, hành lang pháp lý cũng đang được cải cách (Luật đầu tư công sửa đổi chính thức có hiệu lực từ 01/01/2025) giúp đơn giản hóa trình tự, thủ tục giải ngân vốn đầu tư công, nâng cao chất lượng chuẩn bị đầu tư, khai thác nguồn lực, năng lực thực hiện dự án,....

Kế hoạch và giải ngân vốn đầu tư công



Nguồn: MOF, VFS tổng hợp

Một số dự án đầu tư công trọng điểm năm 2025

Dự án	TMDT (Tỷ đồng)	Khởi công
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh GD1	6.120	Tháng 12/2024
Cầu Ninh Cường vượt sông Ninh Cơ trên QL37B	581	Quý 02/2025
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	9.000	Tháng 01/2025
Mở rộng cao tốc Bắc - Nam đoạn Cao Bồ - Mai Sơn	1.875	
Cao tốc tuyến Chợ Mới - Bắc Kạn	5.751	
Tuyến nối cao tốc Nội Bài - Lào Cai với cao tốc Tuyên Quan - Phú Thọ	692	
Mở rộng đường bộ cao tốc Bắc Nam đoạn La Sơn - Hòa Liên	3.010	

Nguồn: VFS tổng hợp



II. DỰ BÁO NĂM 2025

1. VĨ MÔ – DÒNG TIỀN TRONG NỀN KINH TẾ

d. Dự báo chính sách năm 2025

Luật đầu tư công sửa đổi kỳ vọng góp phần tháo gỡ các vướng mắc trong việc giải ngân vốn đầu tư công

- Các điểm sửa đổi chính trong Luật đầu tư công sửa đổi giúp tăng cường tính linh hoạt trong công tác điều hành, tổ chức thực hiện kế hoạch đầu tư công trung hạn có hiệu lực từ 01/01/2025 bao gồm:
 - Thẩm quyền quyết định chủ trương đầu tư dự án nhóm B, nhóm C thay đổi từ **Ủy ban nhân dân các cấp lên phương án để Hội đồng nhân dân các cấp quyết định** sang **Ủy ban nhân dân các cấp quyết định**;
 - Hạn mức 20% đối với các dự án qua hai kỳ trung hạn được giữ nguyên nhưng **bổ sung quy định cho phép vượt mức 20%, không vượt quá 50% khi cấp có thẩm quyền báo cáo và được cho phép**;
 - Cơ chế, chính sách thí điểm, đặc thù đã được Quốc hội cho phép áp dụng như:
 - Tách công tác đền bù, tái định cư thành dự án độc lập;
 - Giao 01 UBND cấp tỉnh là cơ quan chủ quản thực hiện dự án đi qua địa bàn từ 02 đơn vị hành chính cấp tỉnh trở lên;
 - Cho phép HĐND cấp tỉnh bố trí vốn ngân sách địa phương để uỷ thác thực hiện các chính sách tín dụng thông qua Ngân hàng Chính sách xã hội...



II. DỰ BÁO NĂM 2025

2. DÒNG TIỀN TRÊN CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ

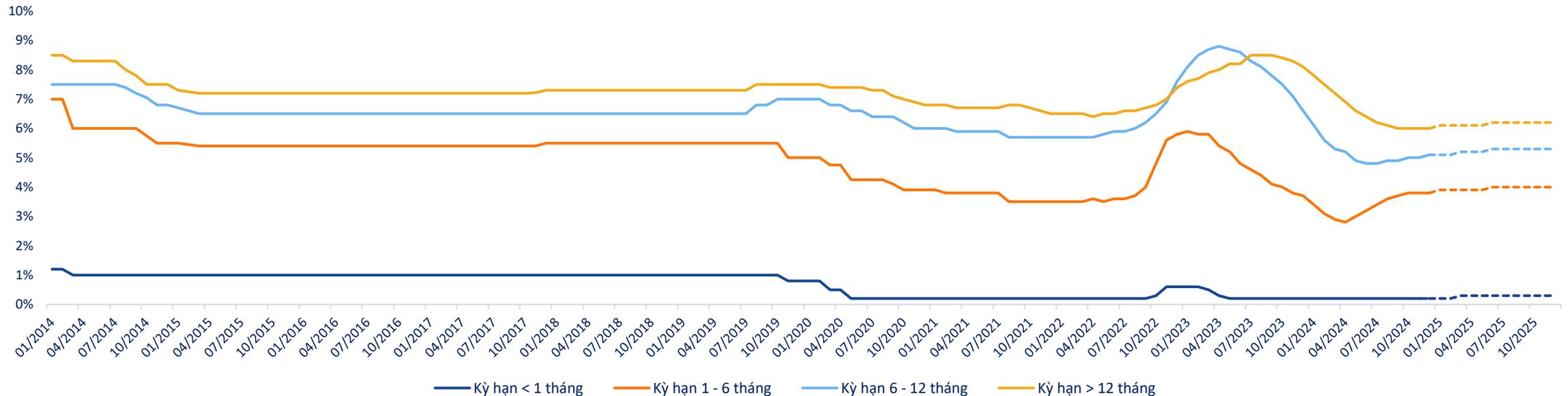
a. Quy mô dòng tiền gửi tiết kiệm và đầu tư vào thị trường vàng sẽ thấp hơn so với năm 2024

Lãi suất huy động duy trì xu hướng tăng nhẹ

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ 20 điểm phần trăm. Trong bối cảnh sản xuất và tiêu dùng đang trên đà hồi phục, nhu cầu mở rộng tín dụng. Bên cạnh đó, năm nay. Chính phủ đặt ra mục tiêu tăng trưởng GDP ở mức 8% và tăng trưởng tín dụng đạt 16%, tăng nhẹ so với mức 15,08% của năm 2024. Nhu cầu tín dụng sẽ làm tăng mức độ cạnh tranh về huy động vốn giữa các ngân hàng. Ngoài ra, để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế, hệ thống ngân hàng sẽ cần duy trì mật bằng lãi suất cho vay ở mức thấp cũng như đưa ra các gói tín dụng ưu đãi để phục vụ các lĩnh vực mũi nhọn như tiêu dùng, đầu tư công và xuất khẩu. Do đó, chúng tôi dự báo lãi suất huy động có thể tăng nhẹ từ 10 -20 điểm phần trăm. Trong đó, lãi suất huy động bình quân 12 tháng có thể đạt 6,3% và tăng chủ yếu sẽ ở giai đoạn cuối năm 2025.

=> Việc lãi suất tiền gửi chỉ tăng nhẹ có thể khiến dòng tiền chuyển dịch từ kênh tiền gửi sang những tài sản có tỷ suất lợi nhuận cao hơn như chứng khoán.

Lãi suất huy động trung bình



Nguồn: FiinPro-X, VFS dự báo



II. DỰ BÁO NĂM 2025

2. DÒNG TIỀN TRÊN CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ

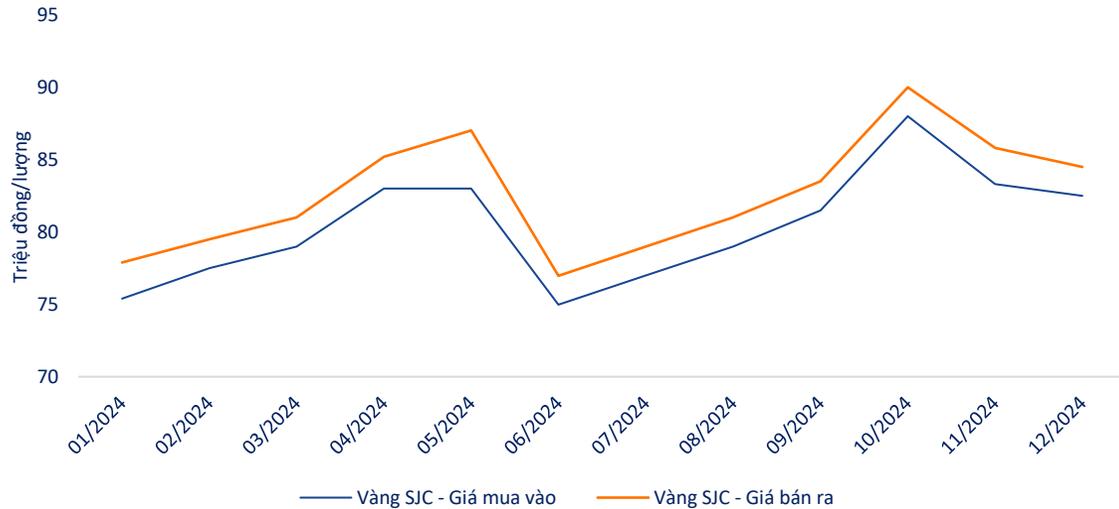
a. Quy mô dòng tiền gửi tiết kiệm và đầu tư vào thị trường vàng sẽ thấp hơn so với năm 2024.

Giá vàng có thể tăng lên vùng 3000 USD/oz

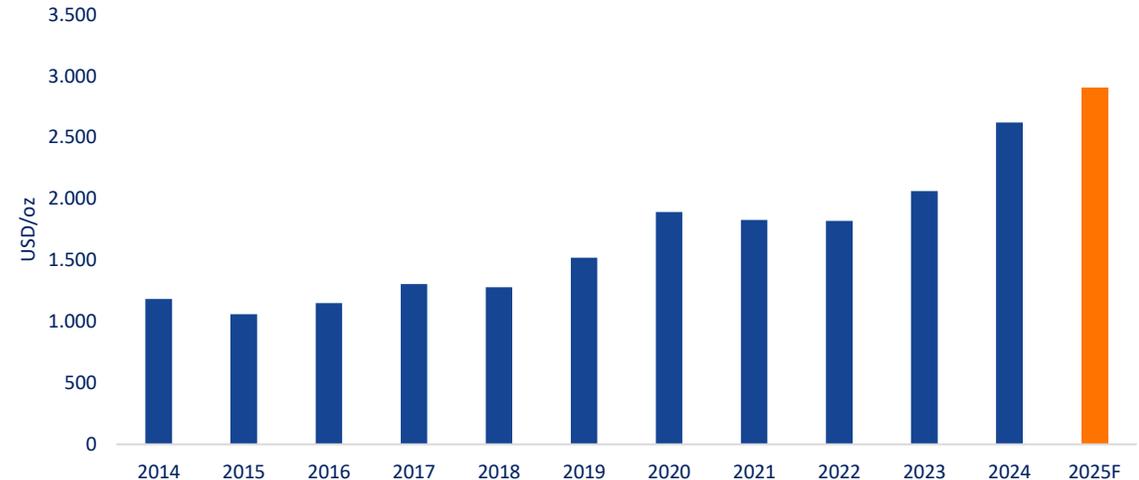
Chúng tôi kỳ vọng giá vàng thế giới sẽ duy trì xu hướng tăng và có thể dao động quanh vùng 3000 USD/oz do căng thẳng địa chính trị kéo dài dẫn đến tăng nhu cầu tích trữ vàng như một tài sản trú ẩn an toàn trước những tác động trong sự bất bình của các chính sách mới cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung. Quan trọng hơn, nhu cầu trú ẩn an toàn đối với vàng cũng sẽ giúp tài sản này tránh được áp lực tiêu cực từ đà tăng của đồng USD. Bên cạnh đó, xu hướng hạ lãi suất trên toàn cầu sẽ thúc đẩy các ngân hàng trung ương tăng dự trữ vàng. Theo đó, giá vàng thế giới sẽ duy trì đà tăng của năm 2024. Đồng thời, kéo giá vàng trong nước đi lên. Tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận của vàng ước tính khoảng 14,4%, thấp hơn so với mức 27,2% của năm trước.

=> Lợi suất đầu tư lớn hơn so với mức 10,6% của VN-Index sẽ tiếp tục thu hút dòng tiền tham gia vào thị trường vàng. Tuy nhiên, quy mô có thể giảm khi biên lợi nhuận thấp hơn so với năm trước.

Diễn biến giá vàng SJC từ đầu năm 2024



Diễn biến giá vàng thế giới



II. DỰ BÁO NĂM 2025

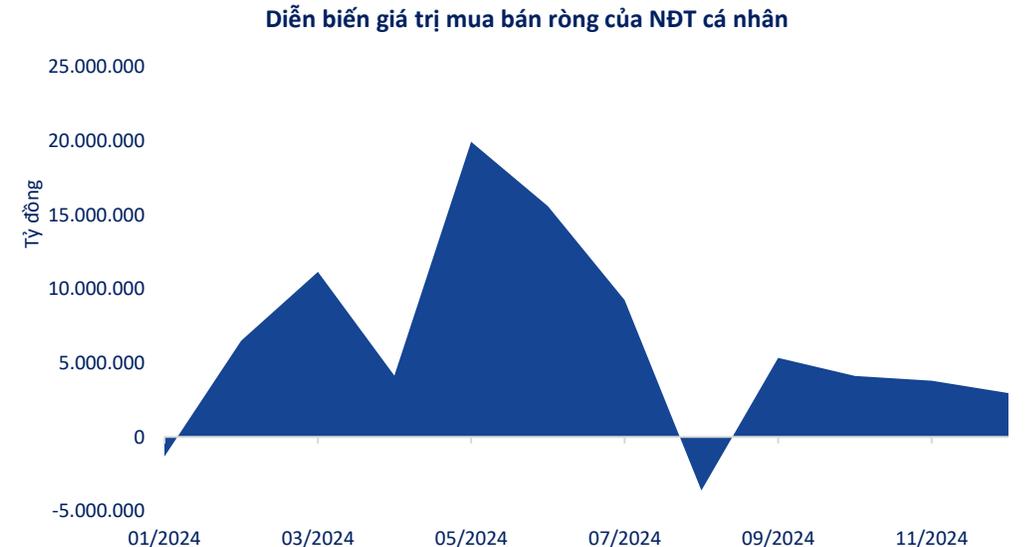
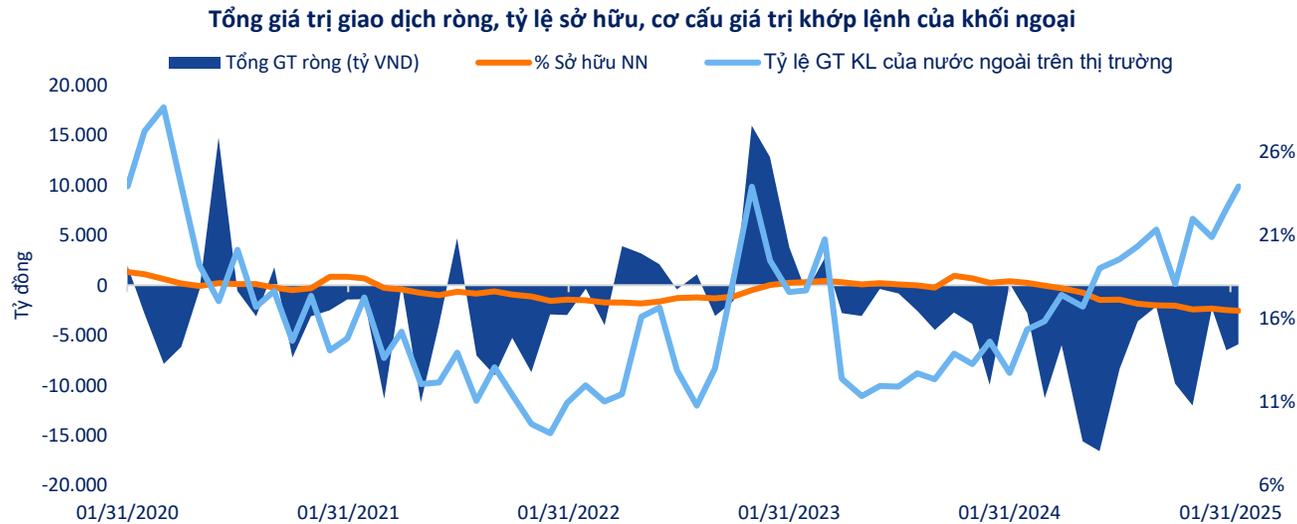
2. DÒNG TIỀN TRÊN CÁC THỊ TRƯỜNG ĐẦU TƯ

b. Thị trường chứng khoán – Kỳ vọng dòng tiền được kích hoạt trở lại

Dòng tiền ngoại có thể quay trở lại khi thị trường được nâng hạng

Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng dòng tiền ngoại có thể được kích hoạt trở lại khi khối ngoại có cái nhìn rõ ràng hơn về tác động từ những chính sách mới của chính quyền Trump sau năm 2024 bán ròng kỷ lục lên tới hơn 90 nghìn tỷ khiến tỷ lệ sở hữu nước ngoài trên thị trường Việt Nam đã xuống mức thấp nhất trong 10 năm gần đây (khoảng 16,5%). Mặt khác, câu chuyện về thay đổi hệ thống giao dịch cũng như nâng hạng thị trường nếu được thực hiện trong năm 2025 thì sẽ là yếu tố quan trọng để thu hút dòng vốn ngoại với quy mô ước tính khoảng 2,5 tỷ USD, đặc biệt là trong thời điểm tỷ trọng giá trị giao dịch của khối ngoại trên thị trường liên tục gia tăng.

Và khi các yếu tố hỗ trợ này tác động rõ ràng hơn đến thị trường thì đồng thời dòng vốn nội cũng sẽ giao dịch sôi nổi hơn khi tâm lý thị trường được cải thiện. Bên cạnh đó, triển vọng kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ tích cực trong năm tới sẽ gắn liền với tăng trưởng kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra dòng tiền sẽ được cải thiện khi dòng vốn đầu tư công được đẩy mạnh. Tuy nhiên, thanh khoản thị trường vẫn có thể phải chịu sức ép nếu dòng tiền cá nhân dịch chuyển từ chứng khoán sang các tài sản có lợi suất cao hơn như vàng khi xu hướng giá vàng tiếp tục tăng mạnh trong năm tới.



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

II. TRIỂN VỌNG NĂM 2025

3. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN 2025

a. Dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2025 các doanh nghiệp trên sàn tăng trưởng khoảng 12,2% yoy

- Dự báo cả năm 2025, lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp trên sàn tăng trưởng khoảng 12,3% yoy trong bối cảnh lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp ghi nhận sự chững lại từ quý 3/2024 sau khi bút phá mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024.

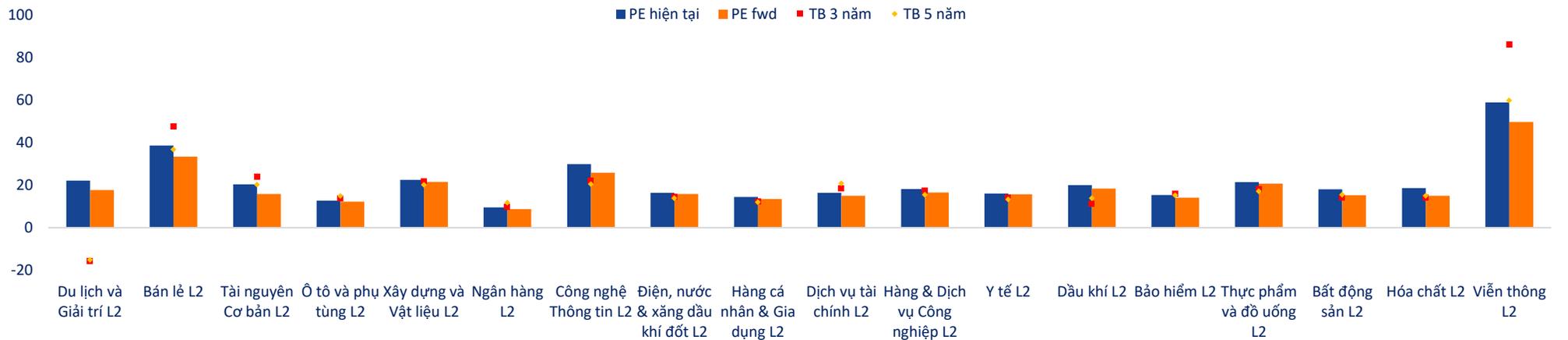
- Các ngành vẫn đang trong quá trình tạo đáy lợi nhuận như Tài nguyên cơ bản, Hóa chất,... sẽ là những ngành được kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng trên 20%. Trong khi đó, các ngành như Ngân hàng, Công nghệ thông tin dự báo tiếp mạch tăng trưởng ổn định.

Dự phóng tăng trưởng LNST 2024 - 2025 của các doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

PE và PE fwd các ngành L2 dựa trên KQKD dự phóng 2025



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



II. DỰ BÁO NĂM 2025

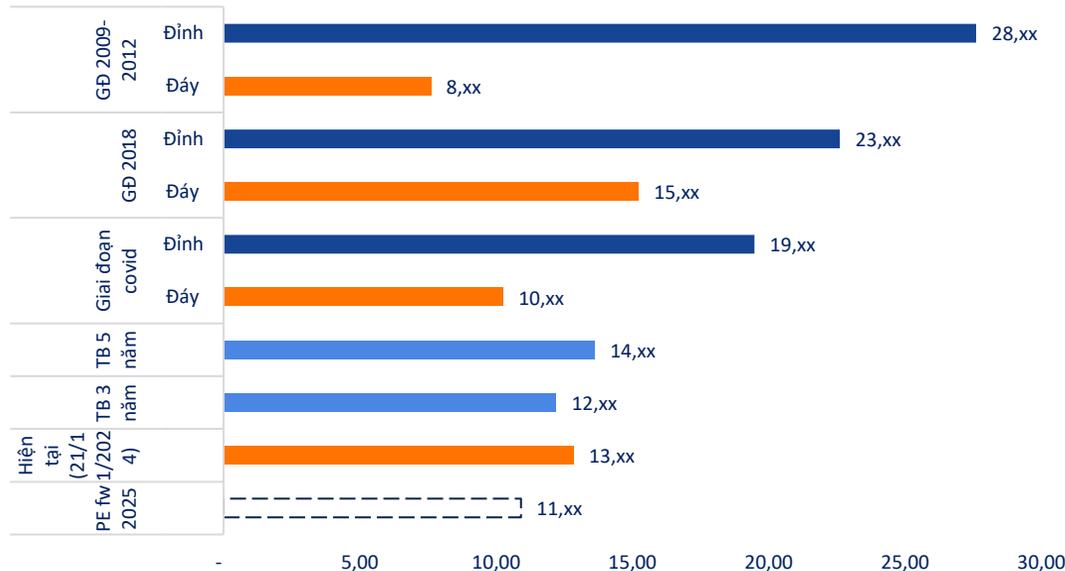
3. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

b. Dự báo thị trường

Định giá thị trường vẫn ở mức tương đối thấp trong quá khứ

VFS duy trì quan điểm khả quan đối với thị trường chứng khoán 2025. Kỳ vọng trong năm 2025, với tăng trưởng của GDP từ 7% - 8% sẽ thúc đẩy kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết lên 11-12%, tăng định giá đầu tư của các cổ phiếu. Chính vì vậy mốc 1.300 điểm vẫn là mốc có thể vượt qua trong năm 2025 với PE fw là 11,xx lần lên 13,5 lần (mức trung bình các năm) thì lợi nhuận đầu tư được kỳ vọng trong khoản từ 10-18% (VN-Index)

PE và PE fw 2025 của VN-Index so sánh với các thời điểm trong quá khứ



Chỉ số PE cơ bản VN-Index trong 10 năm gần nhất



Tăng trưởng LNST của các DN trên sàn ước đạt 12,2% yoy
PE fw 2025 của VN-Index là 11,xx lần
VN-Index sẽ dao động trong vùng 1.200 – 1.400 điểm

II. DỰ BÁO NĂM 2025

3. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

b. Dự báo thị trường

Thanh khoản thị trường duy trì ở mức trung bình 16-17 nghìn tỷ mỗi phiên

TH (1) – Giả định giá trị giao dịch thanh khoản hằng tháng năm 2025 sẽ bằng trung bình hằng tháng 4 năm liền trước => Thanh khoản năm 2025 trung bình đạt 16,5 nghìn tỷ mỗi phiên. Trong đó, quý 3 sẽ là quý thấp điểm nhất khi về lại mức 15 nghìn tỷ và nâng lên 18-19 nghìn tỷ vào quý 4.

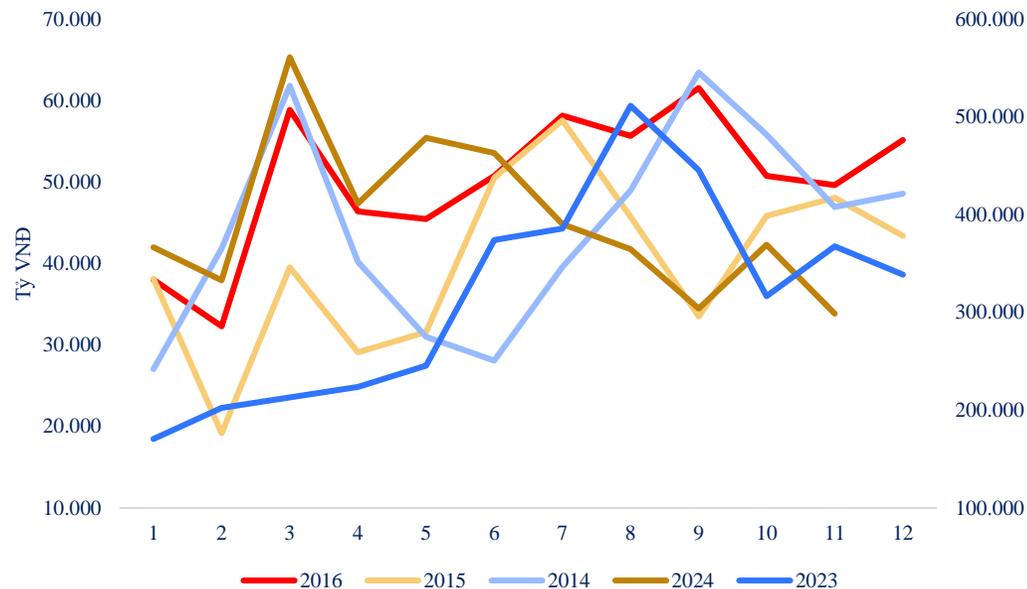
TH (2) – VN-Index hiện tại đang trong giai đoạn hồi phục sau khi tạo đáy dài hạn tương tự giai đoạn 2013 - 2016 => Dự phóng thị trường chứng khoán tiếp tục biến động theo dạng sideway up trong năm 2025, tương đồng với giai đoạn 06/2015 - 06/2016 (line màu đỏ) và điều chỉnh lại theo quy mô GTGD thị trường hiện tại.

Quý 1: Thanh khoản Q1/2025 sẽ tiếp tục diễn biến thấp theo cuối năm 2024 ở mức TB 10-11k tỷ/1 phiên hoặc có thể thấp hơn 10-12% . Tạo đáy và hồi phục vào cuối quý 1 với thanh khoản lên mức 13-15k tỷ.

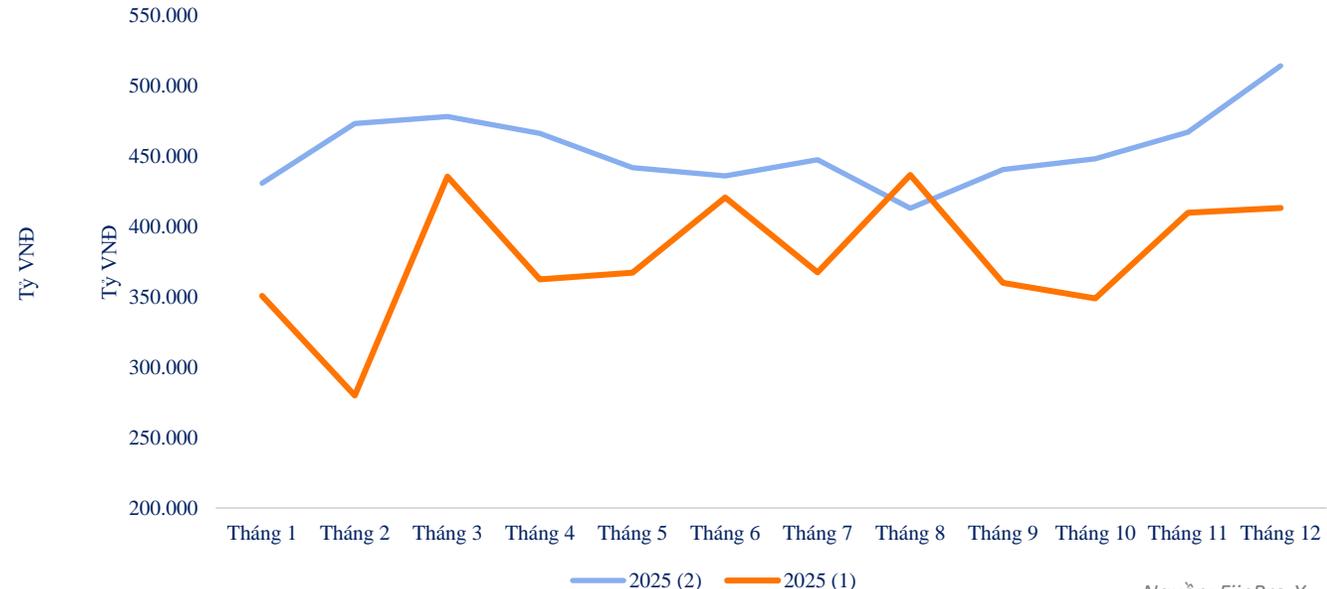
Quý 2: Thanh khoản lên mức cao nhất năm, đây cũng được coi là thời điểm dòng tiền vào mạnh nhất tại hầu hết các năm được thống kê.

Quý 3,4: Đây là thời điểm thách thức khi nếu thị trường có thể vượt được vùng kháng cự tại quý 2 thì thanh khoản có thể hồi phục mạnh và đi ngang biên +/- 10% so với quý 2.

Thanh khoản thị trường giai đoạn 2014-2016 và 2023-2024



Dự phóng thanh khoản thị trường chứng khoán 2025



II. DỰ BÁO NĂM 2025

3. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

Nguồn: FiinPro-X

b. Dự báo thị trường

Dự báo xu hướng của dòng tiền trong thị trường chứng khoán

Các chủ đề đầu tư	Câu chuyện -->Tác động	Các ngành	Ảnh hưởng
Tăng tốc giải ngân Đầu tư công	<ul style="list-style-type: none"> - Hoạt động đầu tư công sẽ là trọng tâm với kế hoạch vốn triển khai cho năm 2025 là khoảng 790 nghìn tỷ đồng (+20,2% yoy). - Những sửa đổi về hành lang pháp lý (Luật đầu tư công sửa đổi), tình hình giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ đạt con số cao, tạo ra động lực tăng trưởng cho ngành xây dựng hạ tầng và vật liệu xây dựng. 	Xây dựng hạ tầng và vật liệu xây dựng	
		Thép	
Trump 2.0, Xuất nhập khẩu	<ul style="list-style-type: none"> - Mỹ đánh thuế 25% toàn bộ mặt hàng thép, nhôm nhập khẩu - Tỷ giá tăng do đồng đô la Mỹ mạnh hơn trước các chính sách về thuế của TT Trump - Lấy thị phần từ các nước bị đánh thuế cao vào thị trường Mỹ - Xuất nhập khẩu tiếp tục tăng cao nhờ nhu cầu hồi phục cũng như hưởng lợi từ sự biến động vĩ mô tại các thị trường lớn như Trung Quốc và Mỹ - Giá cả hàng hóa leo thang khi cuộc chiến tranh thương mại nổ ra 	Thép (các doanh nghiệp có tỷ trọng XK sang Mỹ cao)	
		BDS Khu công nghiệp	
		Logistic	
		Dệt may, thủy sản, phân bón - hóa chất, gỗ	
Công nghệ	<ul style="list-style-type: none"> - Hiện tại, Việt Nam vẫn đang được đánh giá là quốc gia hấp dẫn và tiềm năng đối với dịch vụ gia công phần mềm. - Theo Chiến lược quốc gia, Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2025, tỷ trọng kinh tế số đạt 20% GDP; Tỷ trọng kinh tế số trong từng ngành, lĩnh vực đạt tối thiểu 10% 	Công nghệ	
Nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng tín dụng: kỳ vọng đạt mức cao từ 16 – 17% nhờ XNK và đầu tư công tăng trưởng, chính sách tiền tệ nới lỏng toàn cầu - Trong năm 2025 với trước những biện pháp hỗ trợ của Chính phủ, nền kinh tế sẽ hồi phục từ đó nhu cầu tiêu dùng hồi phục và ngành bán lẻ sẽ được hưởng lợi. 	Ngân hàng	
		Bán lẻ	

Nguồn: FiinPro-X



II. DỰ BÁO NĂM 2025

3. DỰ BÁO THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

c. Rủi ro

Yếu tố khó lường – xung đột địa chính trị và chiến tranh thương mại

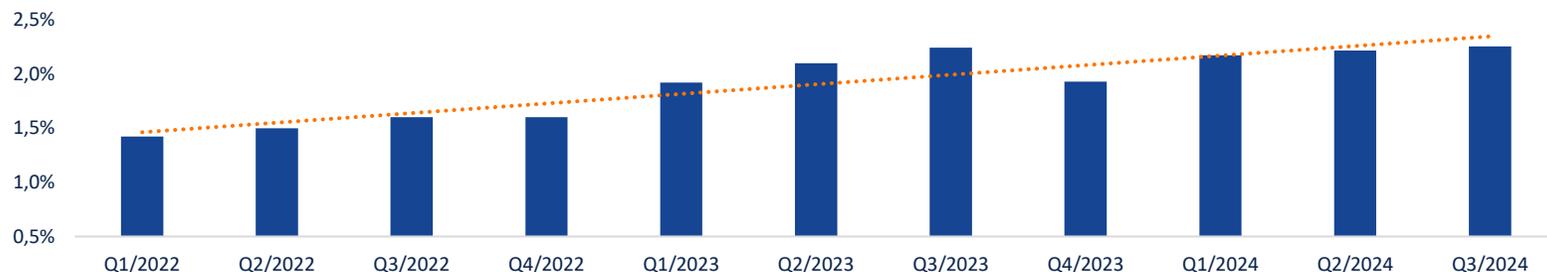
Rủi ro đến từ thế giới – các cuộc xung đột

- **Gián đoạn chuỗi cung ứng:** Xung đột địa chính trị tiềm ẩn nguy cơ làm gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu, ảnh hưởng đến các doanh nghiệp xuất khẩu, đặc biệt là những ngành phụ thuộc nhiều vào thị trường quốc tế.
- **Tác động lên giá hàng hóa khiến lạm phát tăng cao:** Xung đột có thể đẩy giá hàng hóa và năng lượng tăng cao, gây áp lực lên lạm phát. Ví dụ, trong quý I/2024, giá dầu tăng hơn 20% lên 85 – 86 USD/thùng do căng thẳng leo thang ở Trung Đông và các cuộc tấn công vào nhà máy lọc dầu tại Nga làm giảm nguồn cung.
- **Áp lực tỷ giá và xuất nhập khẩu giảm:** Lo ngại về chính sách của ông Trump có thể làm tăng giá trị đồng USD, khiến căng thẳng thương mại toàn cầu leo thang và ảnh hưởng đến dòng tiền trên thị trường tài chính. Xung đột thương mại Mỹ - Trung cũng khiến Trung Quốc có thể phá giá đồng Nhân dân tệ để thúc đẩy xuất khẩu, đáp trả Mỹ, gây áp lực lên tỷ giá và làm giảm sức cạnh tranh của hàng hóa Việt Nam.

Rủi ro nội tại

- **Rủi ro chính sách:** Việc điều chỉnh chính sách tiền tệ, tài khóa nhằm kiểm soát lạm phát có thể ảnh hưởng đến thanh khoản, hoạt động đầu tư và triển vọng tăng trưởng của nhiều ngành.
- **Bất động sản và nợ xấu:** Ngành bất động sản vẫn đối mặt với khó khăn về thanh khoản và pháp lý. Nếu thị trường hồi phục chậm, nợ xấu ngân hàng có thể tăng, gây áp lực lên hệ thống tài chính.

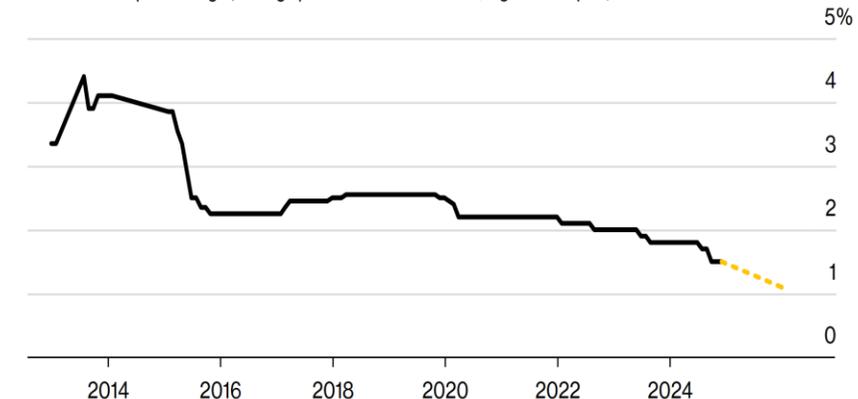
Nợ xấu toàn ngành ngân hàng



Trung Quốc có thể cắt giảm lãi suất mạnh nhất trong một thập kỷ vào năm 2025

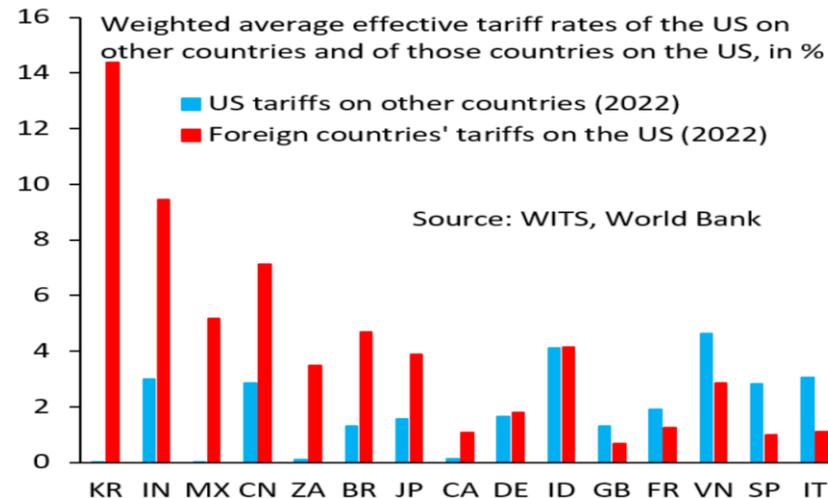
Hàng chục nhà kinh tế trong và ngoài nước dự đoán mức giảm ít nhất 40bp

↙ Lãi suất repo đảo ngược 7 ngày của PBOC ↘ Mức cắt giảm 40bp dự kiến vào cuối năm 2025



Nguồn: Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc, Bloomberg

Mỹ dự kiến áp mức thuế quan qua lại đối với các nước áp thuế cao với mình



Source: WITS, World Bank

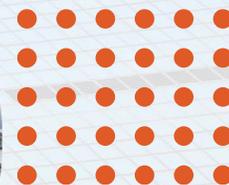
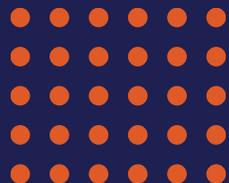
Nguồn: FiinPro-X



3

...

NGÀNH - CỔ PHIẾU
TIỀM NĂNG



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH NGÂN HÀNG

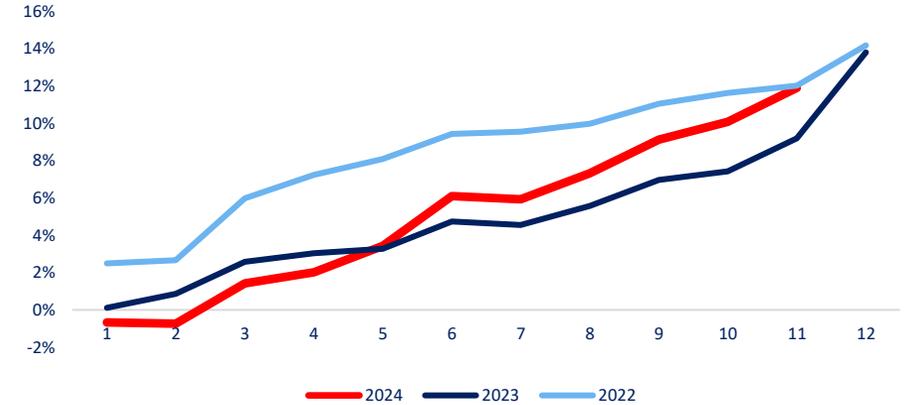
Cập nhật 2024

Tăng trưởng tín dụng tăng tốc vào cuối năm tuy nhiên tăng trưởng huy động lại vẫn ở mức thấp

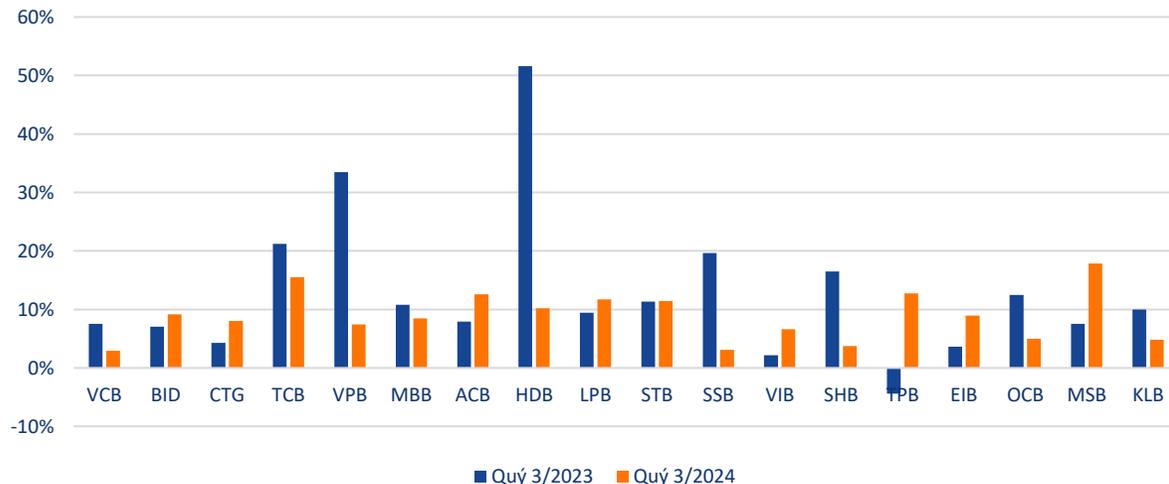
Dù đầu năm 2024 tăng trưởng tín dụng thậm chí còn âm trong 2 tháng đầu năm, thế nhưng đã liên tục đẩy mạnh trong những tháng cuối năm. Tính đến cuối tháng 11, tăng trưởng tín dụng toàn ngành đạt 11,9% cao hơn so với cùng kỳ 2023 và tương đương với năm 2022, cho thấy những quyết tâm của Chính phủ trong việc đẩy mạnh tín dụng kích thích tăng trưởng kinh tế. Trong đó, TCB, HDB và LPB là 3 ngân hàng có tăng trưởng tín dụng cao nhất với sự dẫn dắt đến từ khối khách hàng doanh nghiệp.

Tuy nhiên, tăng trưởng huy động tính đến hết quý 3/2024 của 27 ngân hàng niêm yết chỉ đạt 8,1% thấp hơn so với mức tăng trưởng tín dụng là 11,1% nguyên nhân do người dân có xu hướng rút tiền đi mua vàng, bất động sản... là những kênh đang có hiệu suất đầu tư cao hơn. Điều này có thể gây áp lực cho hệ thống lãi suất đầu vào trong thời gian tới.

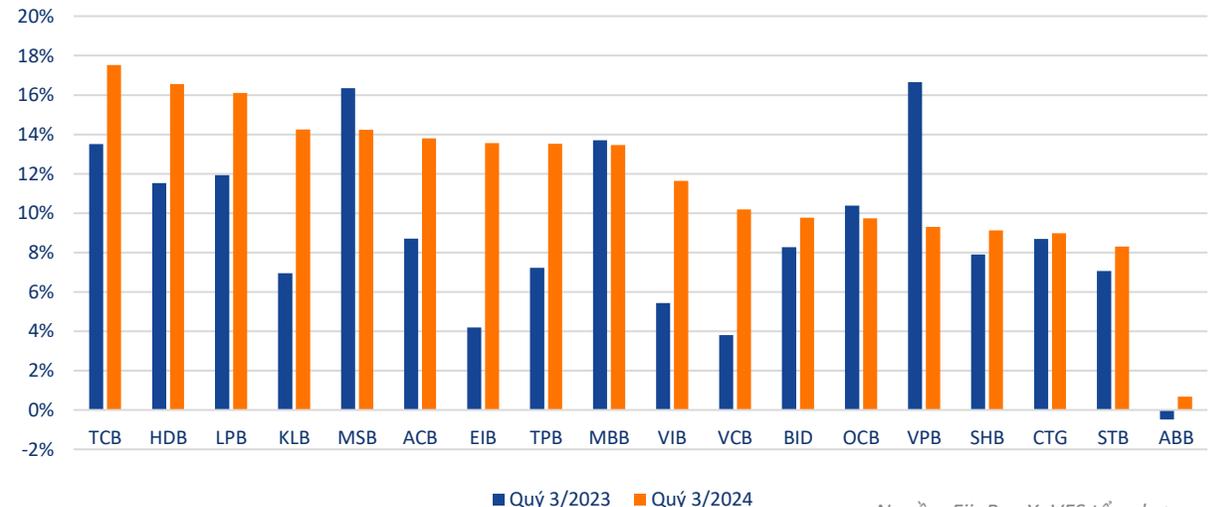
Tăng trưởng tín dụng toàn ngành từ 2022 - 11/2024



Tăng trưởng huy động



Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

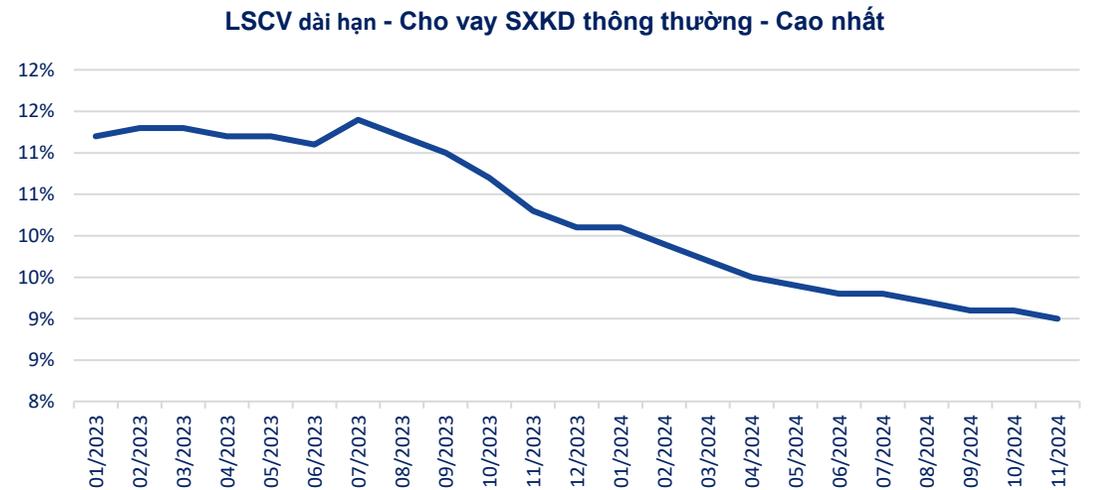
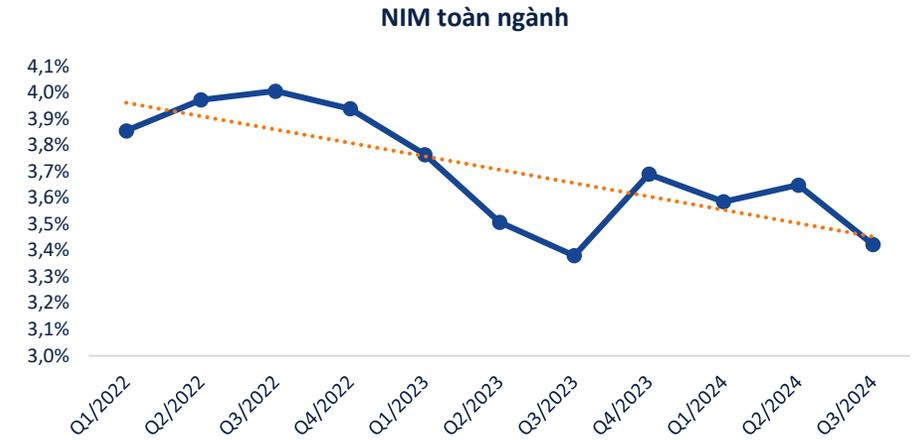
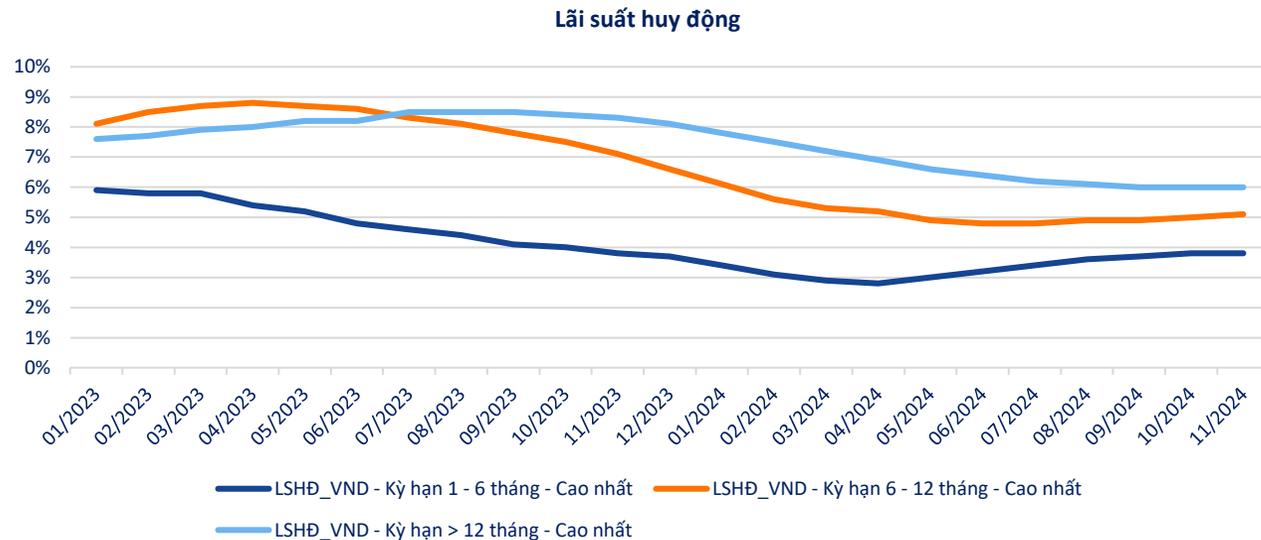
1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Cập nhật 2024

Lãi suất cho vay thấp kỷ lục trong khi lãi suất cho vay có xu hướng tăng gây áp lực lên NIM

Tính đến cuối tháng 11/2024, lãi suất cho vay dài hạn cho các lĩnh vực sản xuất kinh doanh giảm khoảng gần 3% so với đỉnh năm 2023 và giảm 2% so với đầu năm 2024, tiếp tục duy trì ở mức thấp nhằm mục đích hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Tuy nhiên ở chiều ngược lại lãi suất huy động có dấu hiệu đạt đáy trong quý 2 và đã nhích dần lên trong quý 3/2024 do áp lực thanh khoản khi tốc độ huy động đang chậm hơn so với tăng trưởng tín dụng. Điều này ngay lập tức tác động đến NIM. Tính đến cuối quý 3/2024, NIM trung bình của 27 ngân hàng niêm yết là 3,42% thấp hơn so với quý 2 là 3,65%.



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH NGÂN HÀNG

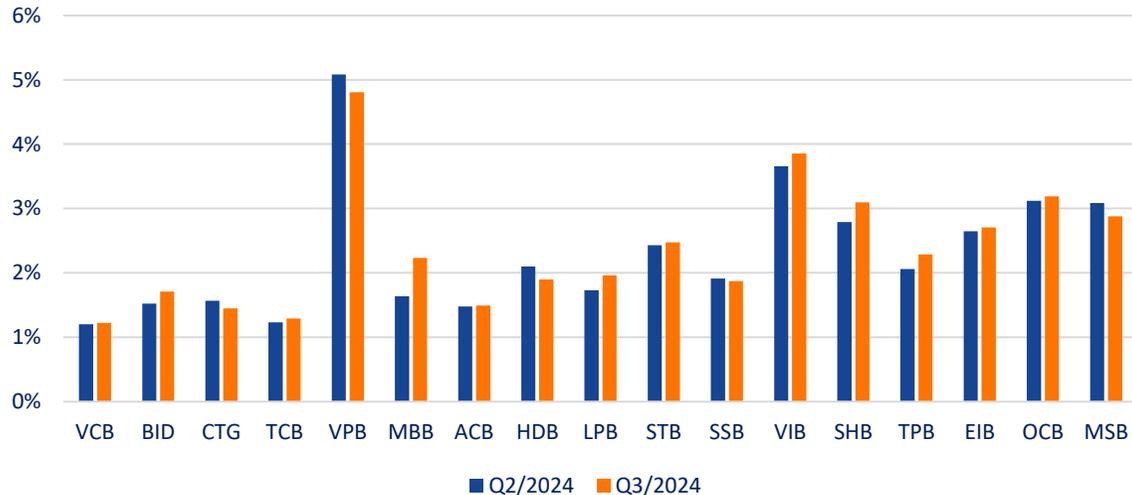
Cập nhật 2024

Nợ xấu hạ nhiệt nhưng cần thời gian xử lý

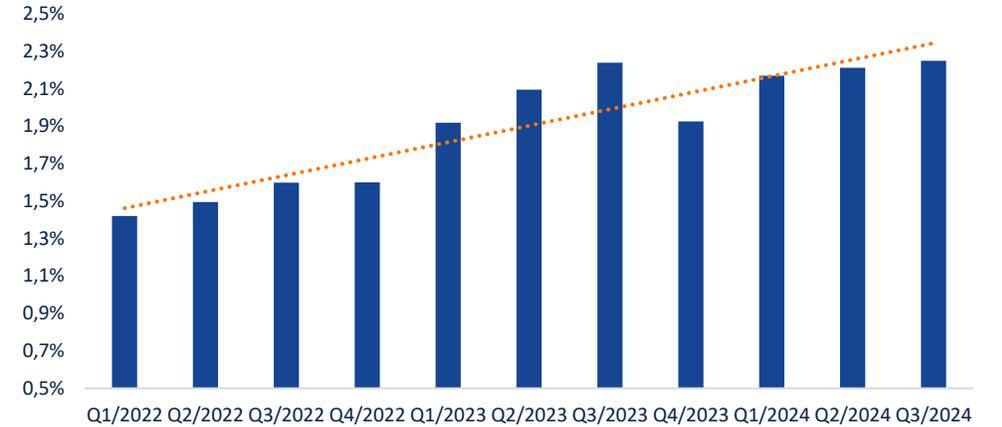
Tính đến hết quý 3/2024, tỷ lệ nợ xấu toàn ngành vẫn đang trong xu hướng tăng là 2,25% tăng so với quý 2 là 2,21% là mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. Chất lượng tài sản có sự phân hóa khá mạnh giữa các ngân hàng. Trong đó những ngân hàng có tốc độ tăng nợ xấu khá mạnh như MBB là 2,23% tăng 0,6 điểm phần trăm, nguyên nhân đến từ một doanh nghiệp ngành năng lượng tái tạo.

Điểm tích cực là tốc độ hình thành nợ xấu mới đã giảm cho thấy dù nợ xấu sẽ cần thời gian xử lý nhưng những áp lực lớn nhất cũng đã qua đi. Mặc thù thông tư 02 bắt đầu hết hiệu lực từ đầu năm 2025 nhưng các ngân hàng cũng đã trích lập đủ 100% trong năm 2024 nên sẽ không gặp áp lực mới trong năm 2025.

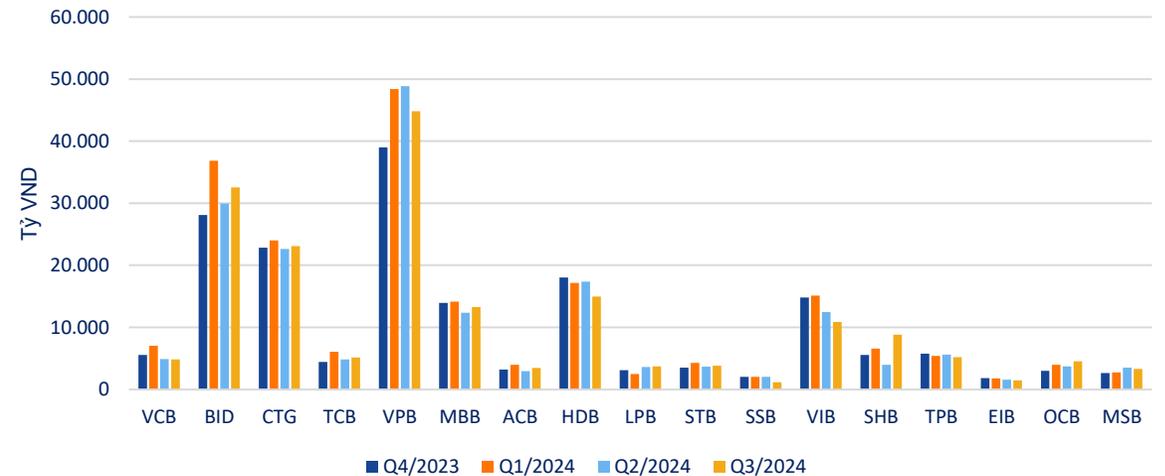
Tỷ lệ nợ xấu



Nợ xấu toàn ngành



Nợ nhóm 2



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng 2025

Tăng trưởng tín dụng đạt mức cao 16 – 17%

VFS kỳ vọng năm 2025 sẽ là một năm tích cực của nền kinh tế nói chung và ngành ngân hàng nói riêng. Trong đó, tăng trưởng tín dụng kỳ vọng đạt mức cao từ 16 – 17% nhờ vào

- Nhóm khách hàng doanh nghiệp giữ vững đà tăng trưởng khi nền kinh tế tiếp tục hồi phục động lực đến từ tăng trưởng FDI vào Việt Nam, xuất nhập khẩu hồi phục và đầu tư công.
- Nhóm khách hàng cá nhân tăng trưởng từ mức nền thấp trong năm 2024 và sẽ có sự phục hồi đáng kể trong năm 2025.

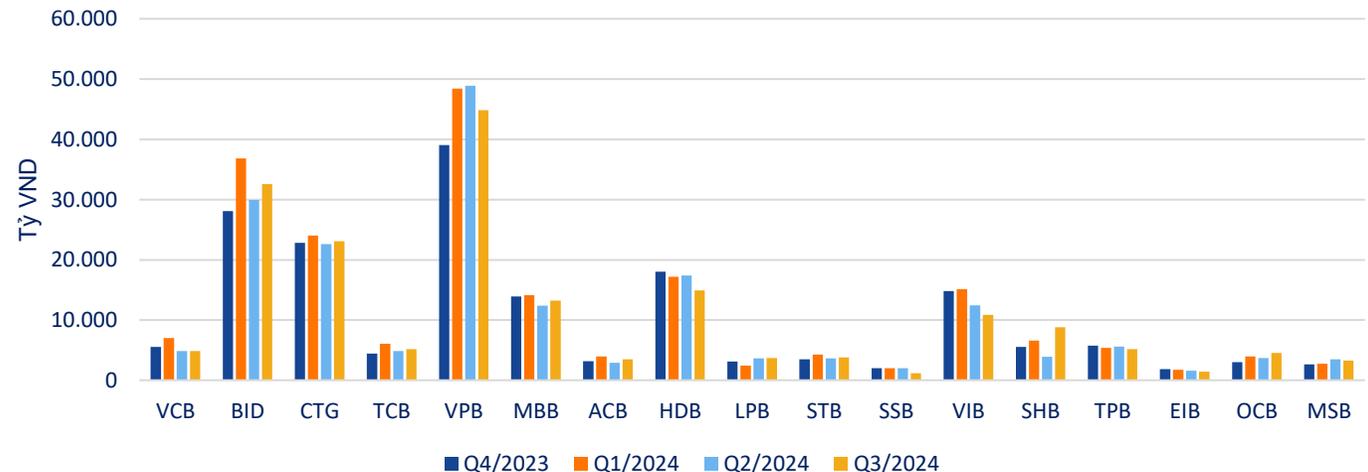
Tuy nhiên, NIM tuy khó giảm nhưng cũng khó tăng

- Lãi suất đầu ra dù không còn nhiều dư địa giảm nhưng sẽ duy trì ở mức thấp để kích thích tăng trưởng kinh tế.
- Lãi suất đầu vào khó giảm do gặp căng thẳng thanh khoản và gặp áp lực tỷ giá trước những chính sách mới của tổng thống Donald Trump.
- Nhiều ngân hàng cần tăng lãi suất huy động với mục đích cải thiện chất lượng tài sản.

Nợ xấu đã trải qua giai đoạn khó khăn nhưng sẽ có sự phân hóa

- Nợ xấu đã trải qua giai đoạn khó khăn khi tốc độ hình thành nợ xấu mới có xu hướng giảm cùng với đà hồi phục của nền kinh tế.
- Nhóm ngân hàng quốc doanh và tư nhân lớn với chất lượng tài sản tốt hơn và tệp khách hàng chất lượng hơn sẽ không gặp quá nhiều áp lực
- Những ngân hàng có khẩu vị rủi ro cao tiếp tục sẽ gặp căng thẳng trong vấn đề xử lý nợ xấu

Nợ nhóm 2



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

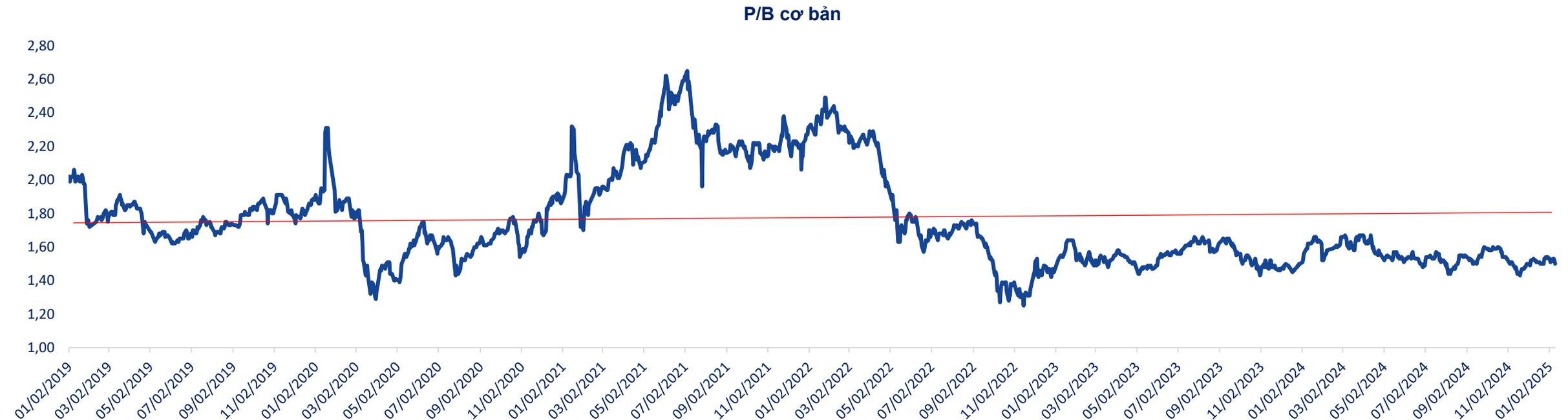
1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng 2025

Định giá ngành ngân hàng ở mức hấp dẫn để đầu tư dài hạn

P/B ngành ngân hàng hiện đang ở mức 1,5 thấp hơn so với trung bình ngành 5 năm gần nhất là mức 1,75. Trong đó mức P/B thấp nhất được ghi nhận là 1,25 và cao nhất là 2,65. Như vậy chúng tôi cho rằng mức định giá hiện tại là mức khá hấp dẫn để đầu tư dài hạn đối với nhóm ngân hàng.

Tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa rõ rệt trong các ngân hàng khác nhau. rằng sẽ có sự phân hóa khá mạnh giữa các cổ phiếu, những ngân hàng có năng lực cạnh tranh và chiến lược kinh doanh rõ ràng, chất lượng tài sản lành mạnh, kiểm soát nợ xấu tốt sẽ là những ngân hàng được lựa chọn.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

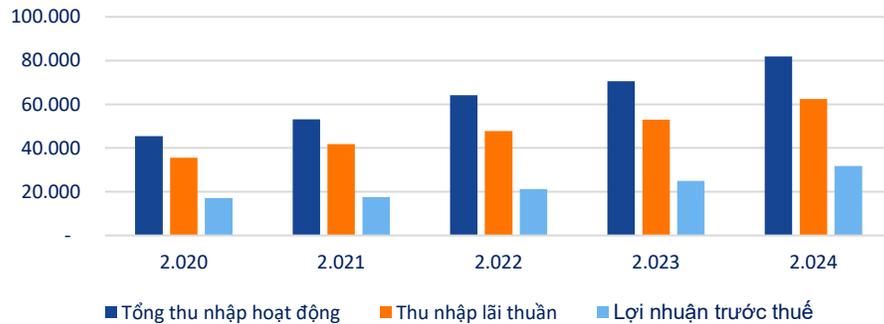
1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Cổ phiếu tiềm năng: CTG

CTG Ngân hàng TMCP Công Thương VN

Giá hiện tại	40.000 VNĐ
Thị giá vốn	216 nghìn tỷ
CP tự do	5.369 triệu
EPS	4.719
P/E	8.54

Kết quả kinh doanh



P/B



Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, CTG lần lượt đạt tỷ tổng thu nhập hoạt động 81,9 nghìn tỷ (+16,1%yoy) trong đó đạt 62,4 nghìn tỷ thu nhập lãi thuần (+17,7%yoy), thu nhập lãi thuần tăng trưởng mạnh nhờ vào tăng trưởng tín dụng đạt 16,8% khi CTG mở rộng cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn và FDI. Lợi nhuận trước thuế đạt 31,7 nghìn tỷ (+26,8%) là một mức tăng trưởng rất ấn tượng nhờ vào chi phí trích lập dự phòng giảm đáng kể trong quý 4/2024.

Điểm nhấn đầu tư

- Tăng trưởng tín dụng trong năm 2025 tiếp tục được kỳ vọng đạt 18%, cao hơn so với mức trung bình ngành nhờ vào dư địa lớn của nhóm khách hàng doanh nghiệp và FDI, bên cạnh đó cũng sẽ ghi nhận thêm sự hồi phục của nhóm khách hàng cá nhân. Biên sinh lời tiếp tục cải thiện nhờ duy trì mức CASA cao nhất trong lịch sử và NIM ổn định nhờ vào chiến lược lựa chọn khách hàng hiệu quả. Bên cạnh đó, áp lực trích lập sẽ giảm đáng kể trong năm 2025 khi năm 2024 CTG đã trích lập rất mạnh tay để xử lý nợ xấu. Điều này tạo cơ hội cho việc nâng cao chất lượng tài sản và có nhiều dư địa cho việc giải ngân tín dụng.
- Chất lượng tài sản tiếp tục duy trì vị thế top đầu ngành khi tỷ lệ bao phủ nợ xấu đứng thứ 2 ngành, chỉ sau VCB.

Rủi ro

- Căng thẳng thương mại thế giới ảnh hưởng tiêu cực đến kinh tế Việt Nam.

Định giá

Ước tính năm 2025, CTG lần lượt đạt 97,6 nghìn tỷ tổng thu nhập hoạt động (+19%) và 39 nghìn tỷ (+24,2%yoy).

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **45.000 VNĐ/cổ phiếu**.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

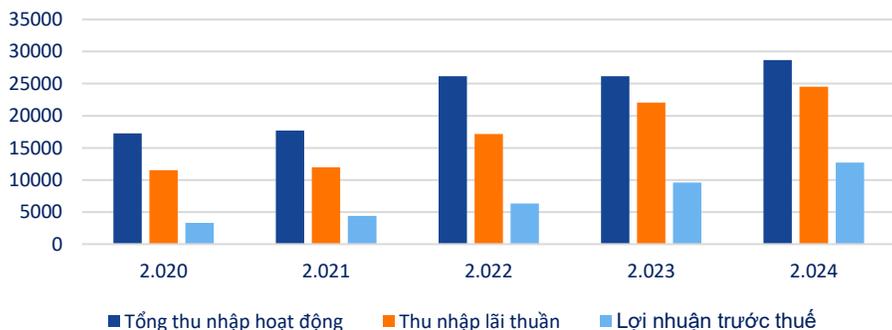
1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Cổ phiếu tiềm năng: STB

STB Ngân hàng TMCP Sài Gòn Thương Tín

Giá hiện tại	38.450 VNĐ
Thị giá vốn	72.486 tỷ
CP tự do	1.885 triệu
EPS	5.350
P/E	7.19

Kết quả kinh doanh



P/B



Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, STB lần lượt đạt 24.531 tỷ tổng thu nhập hoạt động (+11,3%yoy) và 12.720 tỷ lợi nhuận trước thuế (+32,3%yoy). Mặc dù tăng trưởng tín dụng đạt 11% thấp hơn so với trung bình ngành nhưng lợi nhuận trước thuế tăng trưởng mạnh nhờ chi phí trích lập giảm đáng kể sau khi đã hoàn tất việc xử lý nợ xấu VAMC.

Điểm nhấn đầu tư

- Quá trình cơ cấu đã kết thúc, chất lượng tài sản cải thiện mạnh. Tỷ lệ nợ xấu giảm mạnh từ mức cao nhất là 9,5% ở quý 2 năm 2016 còn 2,4% tính đến hết quý 4/2024. Cùng với đó áp lực trích lập dự phòng giảm giúp lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh mẽ.
- Kỳ vọng lợi nhuận đột biến đến từ (1) thu được từ bán đấu giá thành công KCN Phong Phú, hiện đã thu được 20% giá trị, dự kiến sẽ ghi nhận tiếp 40% trong 2025 và 40% trong 2026. Dự kiến thu được (2) bán đấu giá 32,5% cổ phần STB của ông Trần Bê. Dự kiến việc chào bán sẽ được thực hiện trong năm 2025.

Rủi ro

- Chậm trễ trong quá trình thu KCN Phong Phú và bán đấu giá cổ phần STB.

Định giá

Ước tính năm 2025, STB lần lượt đạt 28.235 tỷ tổng thu nhập hoạt động và 14.782 tỷ LNST. Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **44.000 VND/cổ phiếu**.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

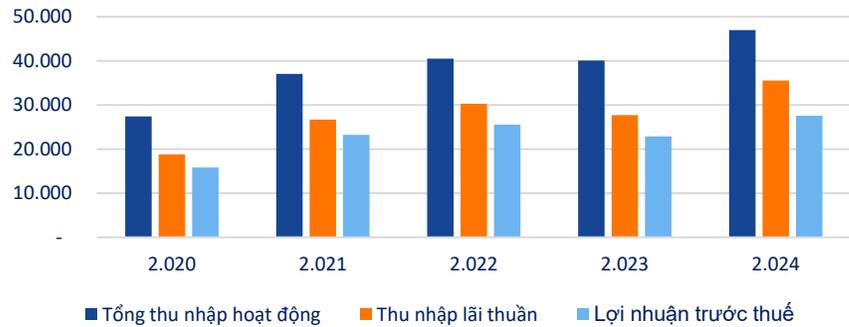
1. NGÀNH NGÂN HÀNG

Cổ phiếu tiềm năng: TCB

TCB Ngân hàng TMCP Kỹ Thương Việt Nam

Giá hiện tại	25.750 VNĐ
Thị giá vốn	181.919 tỷ
CP tự do	7.064 triệu
EPS	3.054
P/E	8.43

Kết quả kinh doanh



P/B



Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, TCB lần lượt đạt 46,99 nghìn tỷ tổng thu nhập hoạt động (+17,3%) và 27,5 nghìn tỷ lợi nhuận trước thuế (+20,3%yoy). Tăng trưởng tín dụng đạt 21,7% cao hơn rất nhiều so với trung bình ngành là 17,6% và là ngân hàng có tăng trưởng tín dụng cao top đầu ngành, động lực tăng trưởng đến từ mảng cho vay cá nhân (các sản phẩm cho vay mua nhà).

Điểm nhấn đầu tư

- Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng tiếp tục duy trì vị trí top đầu ngành động lực tiếp tục đến từ cho vay bán lẻ đặc biệt là các sản phẩm cho vay mua nhà khi thị trường bất động sản trong nước hồi phục.
- Tiếp tục tận dụng lợi thế chi phí giá rẻ nhờ tỷ lệ CASA cao top đầu ngành đạt 29,6% đứng thứ 3 sau VCB và MBB. Nhờ đó, NIM cũng duy trì cao top đầu ngành đạt 4,13% cao hơn so với trung bình ngành là 3,32%.
- Chất lượng tài sản đang dần cải thiện tỷ lệ nợ xấu giảm từ 1,29% trong quý 3 xuống còn 1,12% trong quý 4 giúp TCB trở thành ngân hàng có tỷ lệ nợ xấu thấp thứ 2, chỉ đứng sau VCB. Giúp làm giảm áp lực trích lập dự phòng, đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận trong 2025.

Rủi ro

- Nhu cầu bán lẻ bất động sản chậm lại gây ảnh hưởng đến mảng bán lẻ của TCB.

Định giá

Ước tính năm 2025, TCB lần lượt đạt 55,6 nghìn tỷ tổng thu nhập hoạt động (+21%yoy) và 33,8 tỷ LNST (+23%yoy).

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **32.000 VNĐ/cổ phiếu**.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Dòng vốn FDI tăng trưởng đều tác động tích cực đến nhu cầu thuê đất

Trong năm 2024, Việt Nam ghi nhận 38,2 tỷ USD vốn FDI đăng ký và 25 tỷ USD vốn FDI thực hiện, tăng lần lượt -2,5% và 9% svck. Tốc độ tăng trưởng này vẫn khá tích cực trong bối cảnh kinh tế thế giới gặp nhiều khó khăn. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến chế tạo dẫn đầu với 25 tỷ USD, chiếm 66,9% tổng vốn FDI. Theo sau là ngành kinh doanh bất động sản với tỷ trọng 16,5%, tương ứng 6,3 tỷ USD. Xét theo tỉnh thành, Bắc Ninh và Hải Phòng dẫn đầu về thu hút vốn FDI, lần lượt đạt 5,1 tỷ USD (+189% svck) và 4,9 tỷ USD (+51,4% svck).

Nhìn chung, tốc độ tăng trưởng dòng vốn FDI đăng ký bắt đầu chậm lại kể quý 2 khi các doanh nghiệp nước ngoài chờ đợi kết quả của cuộc bầu cử Mỹ cũng như những tác động của các chính sách mới lên nền kinh tế Việt Nam, xuất phát từ yếu tố rủi ro thuế quan và đồng USD duy trì sức mạnh tăng giá khi Fed làm chậm quá trình giảm lãi suất. Tuy nhiên, dòng vốn FDI thực hiện vẫn duy trì xu hướng tăng kể từ năm 2021 khi nhiều doanh nghiệp lớn vẫn đang có kế hoạch mở rộng sản xuất tại Việt Nam như Samsung, Amkor, Foxconn, Qualcomm...cho thấy Việt Nam vẫn là một điểm đến hấp dẫn của dòng vốn đầu tư toàn cầu.

Một số dự án FDI đáng chú ý trong năm 2024

Dự án	Lĩnh vực	Vốn đầu tư (Tỷ USD)
Dự án FCPV Foxconn	Linh kiện điện tử	0,38
Dự án sản xuất màn hình và linh kiện điện tử (Samsung)	Linh kiện điện tử	1,80
Nhà máy sản xuất, lắp ráp và thử nghiệm vật liệu, thiết bị bán dẫn (Ankor)	Linh kiện điện tử	1,07
Nhà máy ITM Semeconductor	Linh kiện điện tử	0,50

Vốn FDI đăng ký vào Việt Nam qua các tháng



Cơ cấu FDI theo tỉnh thành



Nguồn: Bộ KH&ĐT, FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Nguồn cung tiếp tục cải thiện trong thời gian tới.

Tháng 3 năm 2024, Thủ Tướng đã ban hành Quyết định 227/QĐ/TTg nhằm nới lỏng các hạn chế về quỹ đất, đơn giản hóa thủ tục cấp phép thành lập KCN ở một số tỉnh như Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên. Mặt khác, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong năm 2024, cả nước có 27 KCN được phê duyệt đầu tư, tương ứng với khoảng 6.300 ha đất sẽ được bổ sung vào quỹ đất cho thuê trong vòng 2 năm tới khi các dự án đi vào hoạt động.

Chúng tôi dự báo nguồn cung mới sẽ tiếp tục được đẩy mạnh tại các tỉnh phía Đông Bắc của đồng bằng sông Hồng như Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng, Bắc Ninh, Bắc Giang do có cơ sở hạ tầng được cải thiện bao gồm đường cao tốc và các cảng biển nước sâu như cảng Hải Phòng, cảng Lạch Huyện và cảng Cái Lân cùng với sân bay Nội Bài, Cát Bi...giúp tạo điều kiện kết nối giữa các vùng kinh tế. Trong khi đó, tại thị trường phía Nam, nguồn cung sẽ tiếp tục được mở rộng ở các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương, Vũng Tàu khi nhiều dự án tại các tỉnh này dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong 1 - 2 năm tới. Bên cạnh đó, hệ thống giao thông gồm đường vành đai 3 TP HCM, cao tốc Long Thành, Biên Hòa, hệ thống cảng Cái Mép, - Thị Vải sân bay quốc tế Tân Sơn Nhất...đảm bảo việc kết nối giữa các tỉnh này với các vùng kinh tế trọng điểm phía Nam.

Một số KCN phía Bắc dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025 - 206

Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tiến độ
KCN Xuân Cầu	Hải Phòng	752	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Tiên Thanh	Hải Phòng	410	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Tràng Duệ 3	Hải Phòng	687	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Đại An MR	Hải Dương	227	Đang thực hiện GPMB
KCN Kim Thành 2	Hải Dương	509	Đã thông qua QH 1/2000
KCN Nam Bình Xuyên	Vĩnh Phúc	236	Đang thực hiện GPMB
KCN Châu Minh - Bắc Lý - Hương Lâm (GD 1)	Bắc Giang	106	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư

Một số KCN phía Nam dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025 - 206

Dự án	Địa điểm	Diện tích (ha)	Tiến độ
KCN Cây Trường	Bình Dương	700	Đang thực hiện QH 1/500
KCN Nam Tân Uyên 3	Bình Dương	346	Đang thực hiện đóng tiền thuê đất
KCN VSIP 3	Bình Dương	904	Đang thực hiện QH 1/500
KCN Mỹ Xuân B1 Mở rộng	Vũng Tàu	110	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Tân Phước 1	Tiền Giang	470	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Xuân Quế - Sông Nhạn GD 1	Đồng Nai	1000	Đã được chấp thuận chủ trương đầu tư
KCN Lộc Giang	Long An	465	Đang thực hiện QH 1/2000



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

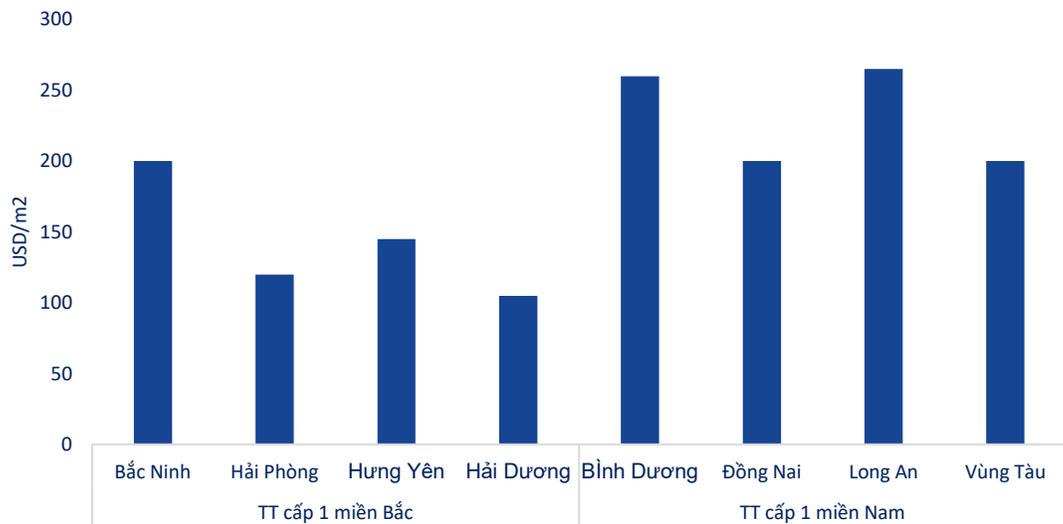
2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Giá cho thuê đất sẽ duy trì xu hướng tăng nhờ tỷ lệ lấp đầy ổn định.

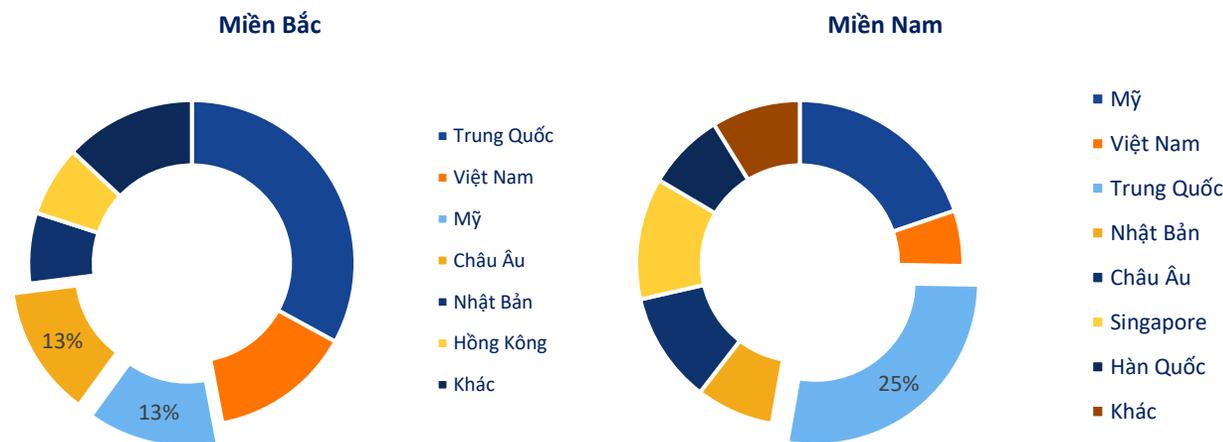
Theo CBRE, trong năm 2024, giá thuê đất công nghiệp tại các thị trường cấp 1 miền Bắc tiếp tục xu hướng tăng lên ngưỡng cao khi nhu cầu và mức hấp thụ được duy trì khả quan. Giá thuê trung bình đạt 137 USD/m²/kỳ hạn còn lại, tăng 4,6% theo năm. Diện tích hấp thụ đạt khoảng 330 ha, giúp tỷ lệ lấp đầy trung bình các tỉnh trọng điểm miền Bắc đạt 80%, tăng 0,3% svck. Mặt khác, tại thị trường phía Nam, giá đất tại các thị trường cấp 1 tăng 1% svck, đạt trung bình 175 USD/m²/kỳ do không ghi nhận thêm KCN mới đi vào hoạt động kể từ năm 2023. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư cũng có xu hướng mở rộng ra các tỉnh ở thị trường cấp 2 như Long An, nơi có quỹ đất cho thuê còn tương đối nhiều và giá thuê cạnh tranh hơn so với thị trường cấp 1.

CBRE dự báo, trong 2025–2027, giá thuê tăng ở cả miền Bắc và miền Nam sẽ tăng bình quân khoảng 2 - 4%/năm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng miền Bắc sẽ có tốc độ tăng giá mạnh hơn do lợi thế về quỹ đất mới tại các tỉnh như Bắc Ninh, Hải Phòng, Hải Dương, Hưng Yên...giúp tiếp tục thu hút các doanh nghiệp sản xuất thiết bị điện tử. Trong khi thị trường phía Nam sẽ tiếp tục duy trì giá cho thuê trên nền cao nhờ tỷ lệ lấp đầy ổn định quanh mức 90% và khả năng thu hút vốn đầu tư từ các ngành nghề đa dạng.

Giá thuê đất KCN trung bình tại các tỉnh TT cấp 1



Nhu cầu thuê đất của DN Trung Quốc mở rộng tại miền Nam. Trong khi DN Âu Mỹ hoạt động tích cực tại miền Bắc



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

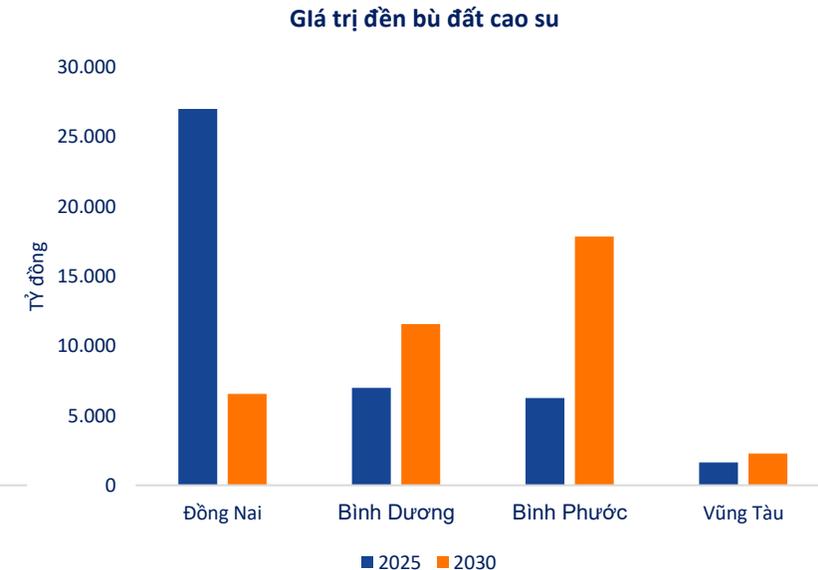
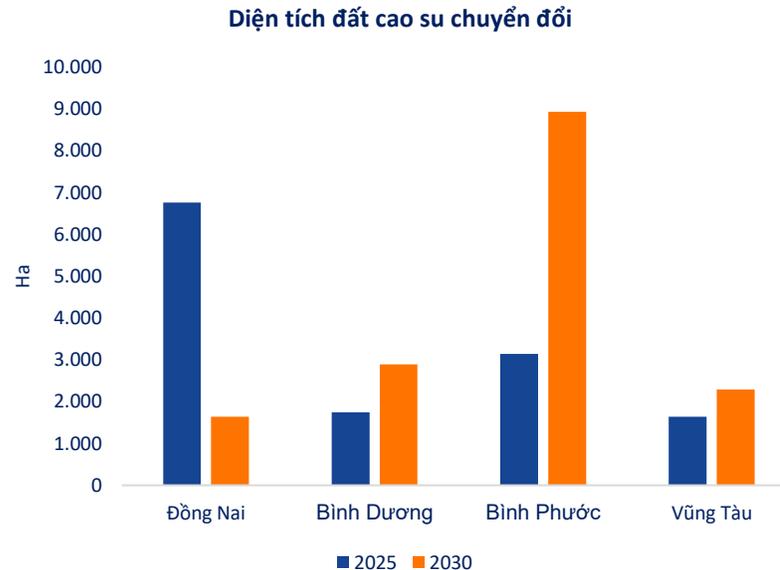
2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Chuyển đổi đất cao su sang đất KCN tại khu vực phía Nam giúp cải thiện nguồn cung trong trung, dài hạn

Theo quy hoạch KCN được Thủ tướng phê duyệt, diện tích đất KCN chuyển đổi từ đất trồng cao su năm 2025 tại các tỉnh Đồng Nai, Bình Dương, Bình Phước, Vũng Tàu lần lượt là 6.760 ha, 3.084 ha, 2.994 ha và 3.933 ha. Việc chuyển đổi đất trồng cao su sẽ giúp tăng nguồn cung cho thị trường phía Nam khi tỷ lệ lấp đầy tại các KCN hiện tại đã đạt trung bình 90%. Mặc dù việc chuyển đổi đất trồng cao su sang KCN còn gặp một số khó khăn như cơ sở hạ tầng không đồng bộ dẫn đến tăng chi phí xây dựng và vị trí thường không thuận lợi. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp chuyển đổi đất vẫn được hưởng lợi từ diện tích chuyển đổi lớn, thời gian giải phóng mặt bằng nhanh và giá đền bù dự kiến sẽ tăng trong năm 2025 khi Luật Đất đai sửa đổi bắt đầu đi vào thực tiễn dẫn đến đất trồng cây cao su sẽ được định giá gần với giá giao dịch thị trường. Điều này sẽ giúp đẩy nhanh tốc độ chuyển giao đất từ các doanh nghiệp trồng cao su sang các doanh nghiệp phát triển KCN.

Các KCN đã được phê duyệt quy hoạch chuyển đổi từ đất cao su

KCN	Tổng diện tích (ha)	Chủ đầu tư
Đồng Nai		
Phước Bình 2	294	CTI
Long Đức 3	344	Long Đức
Xuân Quế - Sông Nhan	3.995	Xuân Quế
Bàu Cạn- Tân Hiệp	2.627	Tân Hiệp
Bình Dương		
Rạch Bắp mở rộng	639	An Điền
Tân Lập 1	200	PHR
VSIP 3	1.000	VSIP
Bình Phước		
Minh Hưng 2 mở rộng	578	Cao su Bình Long
Bắc Đông Phú mở rộng	317	Bắc Đông Phú
Nam Đông Phú mở rộng	480	Bắc Đông Phú
Đông Nam Đông Phú	1.619	
Vũng Tàu		
Xuyên Lộc	1.143	
Cù Bị	500	
Xà Bang	2.290	



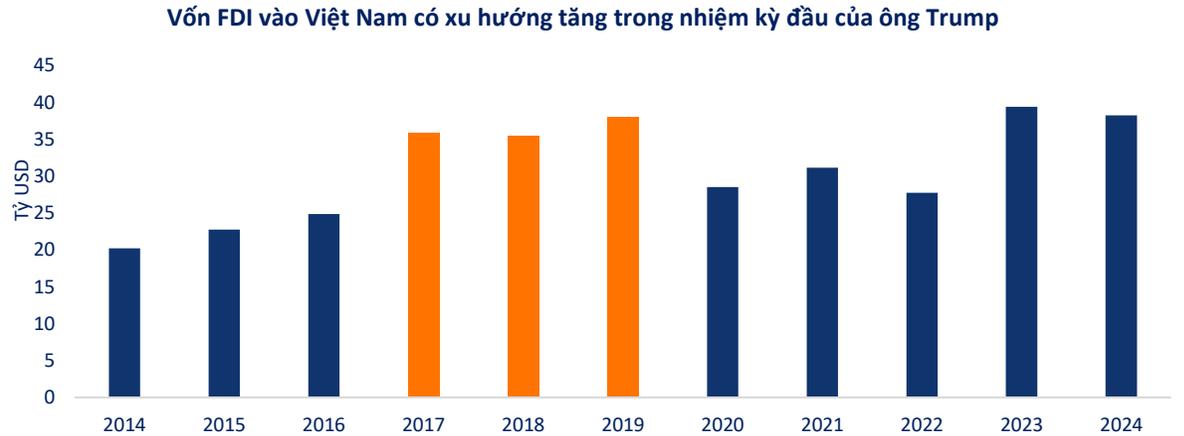
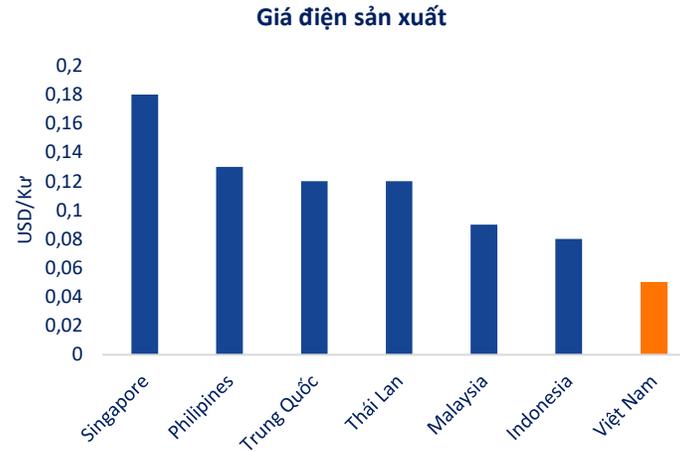
III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sản xuất

Trong nhiệm kỳ đầu của Tổng thống Trump, dòng vốn FDI vào Việt Nam có xu hướng tăng lên do nhiều doanh nghiệp thực hiện chính sách “Trung Quốc +1” để tránh những tác động từ cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung. Bên cạnh đó, việc quy mô nền kinh tế ngày càng mở rộng khiến Trung Quốc mất dần những lợi thế để thu hút dòng vốn đầu tư. Cụ thể như chi phí lao động, điện sản xuất và giá thuê đất KCN có xu hướng tăng lên. Điều này cũng là nguyên nhân khiến các tập đoàn đa quốc gia chuyển dịch sản xuất sang các nước có chi phí rẻ hơn như Việt Nam. Trong nhiệm kỳ Trump 2.0, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sản xuất này. Việt Nam vẫn là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn đầu tư quốc tế nhờ môi trường kinh tế, chính trị ổn định và điều hành chính sách linh hoạt. Từ đó giúp các doanh nghiệp FDI giảm thiểu được những rủi ro liên quan đến biến động tỷ giá. Mặt khác, so với một số nước trong khu vực, Việt Nam, có lợi thế về chi phí lao động và chi phí điện sản xuất. Đây vốn là những khoản chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu giá vốn của doanh nghiệp, đặc biệt là ngành sản xuất.

Mặt khác, việc nâng cấp quan hệ đối tác chiến lược với các quốc gia như Mỹ, Nhật Bản, Úc, Pháp, Trung Quốc...cùng với việc ký kết nhiều hiệp định thương mại tự do giúp Việt Nam có thêm lợi thế cạnh tranh so với các nước khác trong khu vực. Hiện tại Việt Nam đã ký hiệp định thương mại tự do với trên 60 nước. Trong đó, có Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, Úc, Anh...và là một trong số ít quốc gia ký hiệp định thương mại tự do với EU. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động đầu tư. Từ đó, thúc đẩy nhu cầu thuê đất KCN



Nguồn: Jetro, FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sản xuất

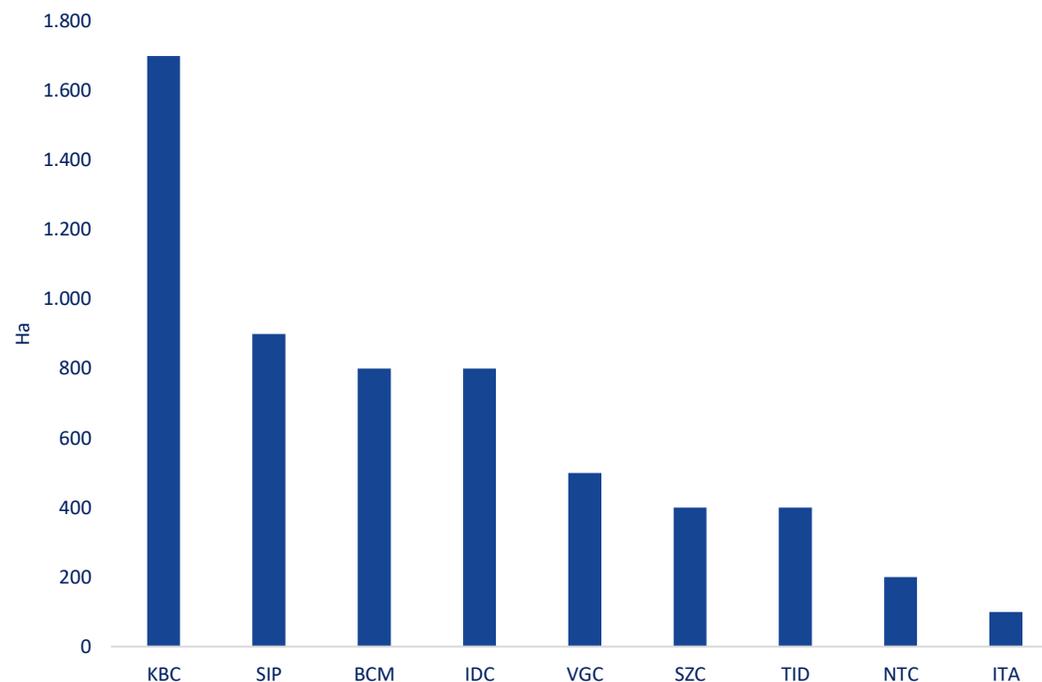
Chúng tôi cho rằng những doanh nghiệp sau sẽ được hưởng lợi

Doanh nghiệp có quỹ đất sẵn sàng cho thuê lớn sẽ đón đầu được nhu cầu thuê đất khi các doanh nghiệp tiếp tục đẩy mạnh chuyển dịch sản xuất trong nhiệm kỳ Trump 2.0

Doanh nghiệp có quỹ đất sạch, đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng sẽ có lợi thế về chi phí triển khai dự án khi giá đền bù giải phóng mặt bằng tăng theo quy định mới của Luật Đất đai sửa đổi.

Doanh nghiệp có các dịch vụ tiện ích gắn với KCN như điện, nước, nhà xưởng xây sẵn...sẽ dễ dàng hơn trong việc thu hút khách hàng.

Diện tích đất thương phẩm còn lại của một số DN BĐS KCN niêm yết



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

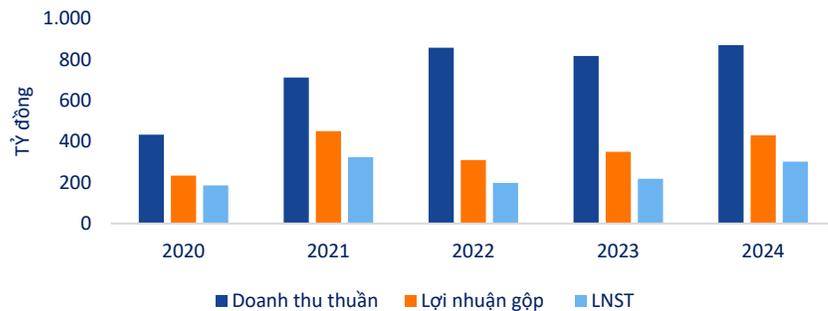
Cổ phiếu tiềm năng: SZC

SZC

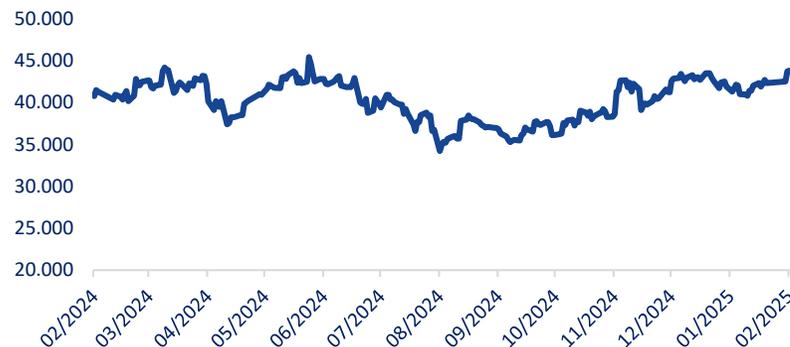
CTCP Sonadezi Châu Đức

Giá hiện tại	43.800 VNĐ
Thị giá vốn	7.883,4 tỷ
CP tự do	179.98 triệu
EPS	1.678
P/E	26.10

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2024, SZC ghi nhận doanh thu 870,6 tỷ đồng (+6,4%) svck. Lợi nhuận sau thuế đạt 302 tỷ đồng, (+38,8%) svck. Ước tính SZC đã bàn giao khoảng 46 ha đất. Tỷ lệ lấp đầy được nâng lên gần 52%. Mặc dù tiến độ bàn giao đất chậm hơn so với kỳ vọng nhưng giá cho thuê đất tăng trưởng tích cực đã giúp thúc đẩy lợi nhuận của SZC.

Điểm nhấn đầu tư

- **Lợi thế về quỹ đất sẵn sàng cho thuê.** Ước tính hiện còn khoảng 400 ha đất còn lại cho thuê. Trong đó, 250 ha đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng. Trong bối cảnh nhiều KCN tại Vũng Tàu đã đạt tỷ lệ lấp đầy trên 80%, SZC sẽ có lợi thế thu hút khách hàng nhờ diện tích đất sẵn sàng cho thuê lớn và giá cho thuê cạnh tranh. Ước tính trong năm 2024, giá thuê đất tại KCN Châu Đức là 100 USD/m², thấp hơn khoảng 25% so với giá thuê trung bình của tỉnh Vũng Tàu.
- **Giá cho thuê đất ước tính tăng khoảng 10 -12% trong năm 2025** nhờ hạ tầng giao thông ngày càng được đầu tư đồng bộ và giá cho thuê đất tại Vũng Tàu nói chung và KCN Châu Đức nói riêng nhìn chung vẫn thấp hơn so với các khu vực lân cận như Bình Dương, Long An.
- **Kỳ vọng KDC Hữu Phước sẽ được đẩy mạnh bàn giao trong năm 2025** sau khi SZC hoàn thiện giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng.

Rủi ro

- **Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao hơn khi áp dụng bảng giá đất mới theo quy định của Luật Đất đai sửa đổi.**

Định giá

Năm 2025, ước tính **doanh thu và LNST của SZC lần lượt đạt 1.150 tỷ đồng (+31,7% svck) và 356 tỷ đồng (+17,8% vck)**. Trong đó, mảng KCN vẫn sẽ là động lực chính. Ước tính giá trị hợp lý của SZC là khoảng **45.800 đồng/cổ phiếu**.

III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

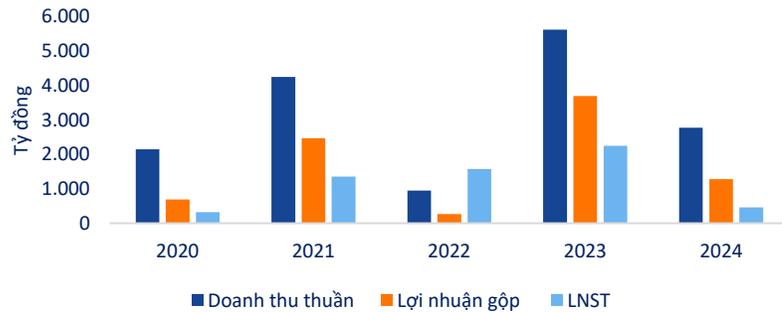
2. BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Cổ phiếu tiềm năng: KBC

KBC Tổng Công ty Phát triển Đô Thị Kinh Bắc

Giá hiện tại	28.500 VNĐ
Thị giá vốn	21.838,4 tỷ
CP tự do	767.6 triệu
EPS	555
P/E	51.24

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2024, KBC ghi nhận doanh thu 2.276 tỷ đồng, (-51% svck). Lợi nhuận sau thuế đạt 460 tỷ đồng (80% svck). Ước tính trong năm 2024, KBC đã cho thuê khoảng 30ha đất, chủ yếu tập trung tại KCN Nam Sơn Hạ Lĩnh, Quang Châu và Tân Phú Trung. Tiến độ bàn giao đất chậm là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận năm 2024 sụt giảm mạnh.

Điểm nhấn đầu tư

- **KCN Tràng Duệ 3 và Tràng Cát sẽ đi vào hoạt động trong năm 2025 - 2026.** Chúng tôi kỳ vọng 2 dự án lớn của KBC là KCN Tràng Duệ và Tràng Cát sau khi nhận được phê duyệt chủ trương đầu tư sẽ là động lực tăng trưởng kinh doanh của KBC trong thời gian tới nhờ vị trí thuận lợi và một số đối tác lớn đã ký MOU thuê đất.
- **Kỳ vọng dự án NOXH Tràng Duệ sẽ được bàn giao trong năm 2025 - 2026** sẽ là động lực chính cho doanh thu mảng BĐS nhà ở của KBC.
- **Kế hoạch tăng vốn giúp giảm gánh nặng tài chính.** Trong năm 2025, KBC có kế hoạch phát hành 250 triệu cổ phiếu riêng lẻ, tương ứng thu về trên 6000 tỷ đồng. Số tiền huy động sẽ dùng để chi trả nợ vay và bổ sung vốn lưu động. Chúng tôi đánh giá việc huy động vốn sẽ giúp KBC cơ cấu nợ và giảm đáng kể chi phí lãi vay. Từ đó, tăng khả năng phát triển các dự án.

Rủi ro

- **Chi phí giải phóng mặt bằng tăng cao hơn khi áp dụng bảng giá đất mới theo quy định của Luật Đất đai sửa đổi.**

Định giá

Ước tính năm 2025, KBC ghi nhận **doanh thu và LNST lần lượt là 3.200 tỷ đồng (+40,6% svck) và 750 tỷ đồng (+63% svck)**. Trong đó, động lực đến từ diện tích bàn giao đất cải thiện từ mức nền thấp của năm 2024

Ước tính giá trị hợp lý của KBC là khoảng **35.000 đồng/cổ phiếu**.

III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BÁN LẺ

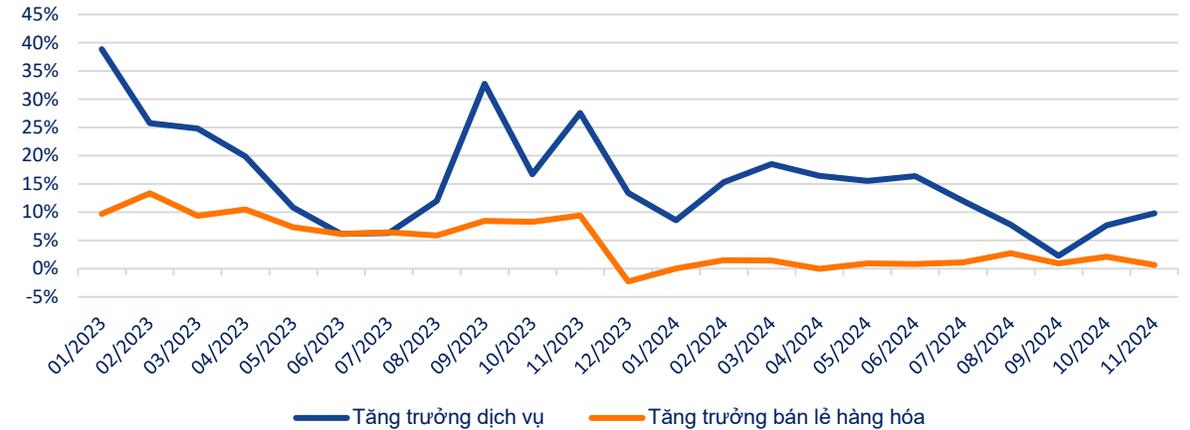
Cập nhật 2024

Tăng trưởng tiêu dùng bán lẻ cho thấy sự hồi phục chậm chạp với động lực chính vẫn đến từ ngành dịch vụ

Tăng trưởng tổng mức bán lẻ



Sự hồi phục chủ yếu vẫn đến từ nhóm dịch vụ

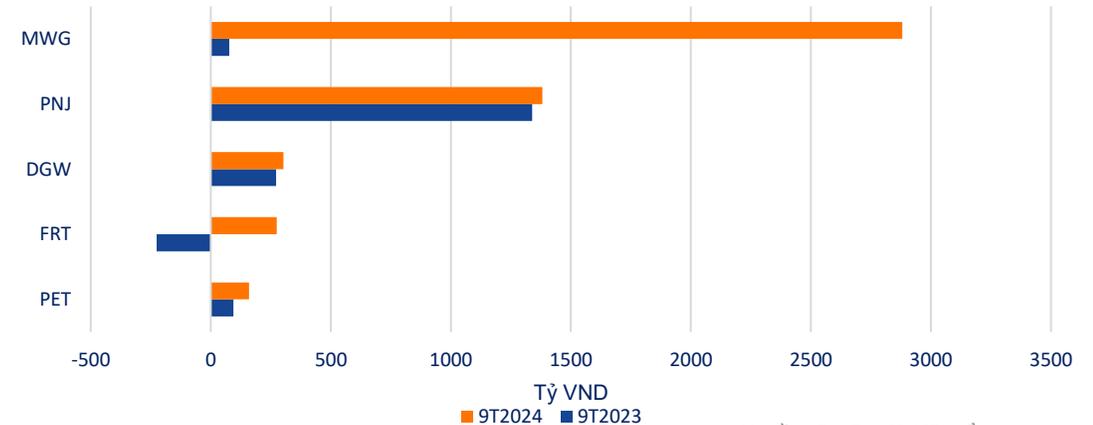


Những chuỗi bán lẻ có câu chuyện riêng ghi nhận những kết quả tích cực

Tính đến hết quý 3/2024, lợi nhuận của các doanh nghiệp bán lẻ đều tăng trưởng trưởng so với cùng kỳ năm ngoái từ mức nền thấp. Trong khi PNJ, DGW và PET có sự hồi phục nhẹ thì MWG và FRT là 2 doanh nghiệp có sự tăng trưởng mạnh mẽ khi MWG lãi 2.881 tỷ so với mức lợi nhuận sau thuế cùng kỳ là 78 tỷ. FRT có lợi nhuận sau thuế đạt 275 tỷ trong khi cùng kỳ lỗ -226 tỷ. Đà hồi phục đến từ:

- Mảng ICT hồi phục sau khi nhu cầu hồi phục và cuộc chiến về giá kết thúc. Các doanh nghiệp nỗ lực tái cơ cấu, đóng cửa những cửa hàng không hiệu quả để tiết giảm chi phí.
- Chuỗi Bách Hóa Xanh của MWG và Long Châu của FRT bước đầu cho thấy thành công khi đã có lãi và tiếp tục mở mới cửa hàng.

Lợi nhuận sau thuế



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

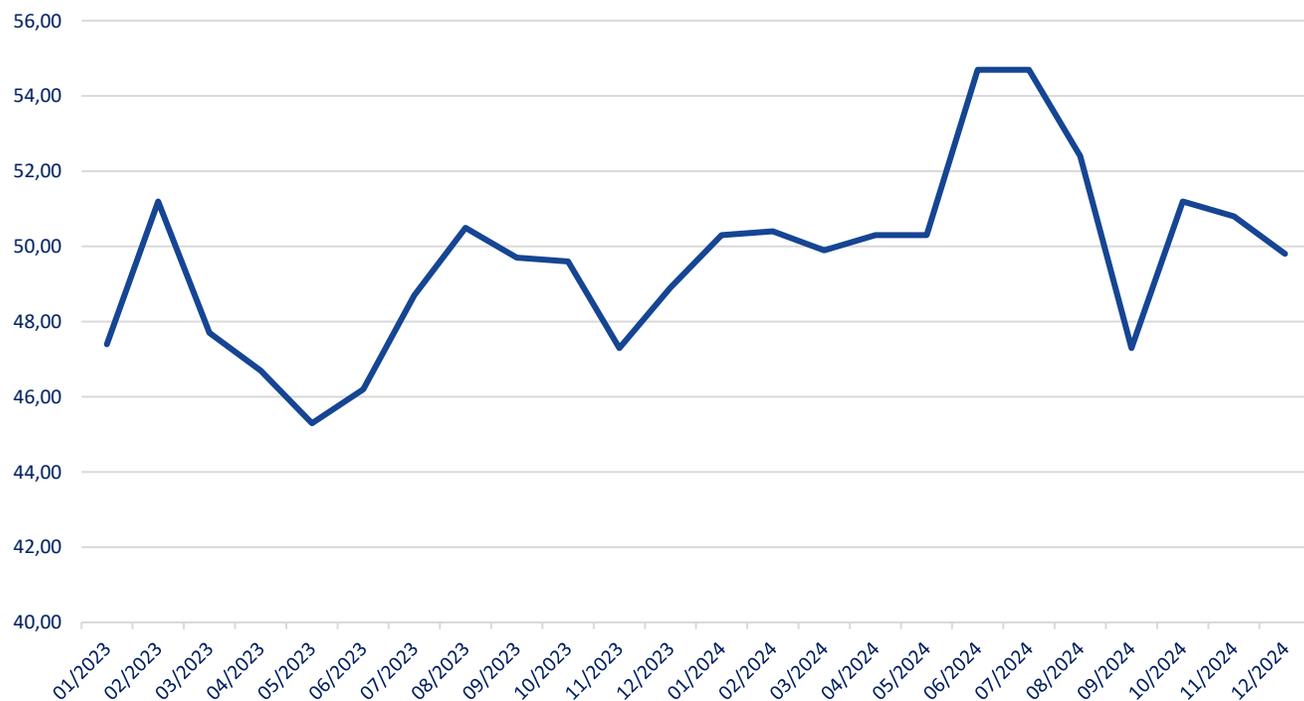
3. NGÀNH BÁN LẺ

Triển vọng 2025

Nền kinh tế hồi phục sẽ kích thích nhu cầu tiêu dùng

Chỉ số PMI trong quý 4 dù sụt giảm so với quý 3 nhưng vẫn cao hơn so với cùng kỳ 2023 cho thấy nền kinh tế vẫn đang trong đà hồi phục dù chưa được như kỳ vọng. Trong năm 2025 với trước những biện pháp hỗ trợ của Chính phủ, nền kinh tế sẽ hồi phục từ đó nhu cầu tiêu dùng hồi phục và ngành bán lẻ sẽ được hưởng lợi.

Chỉ số nhà quản trị mua hàng PMI

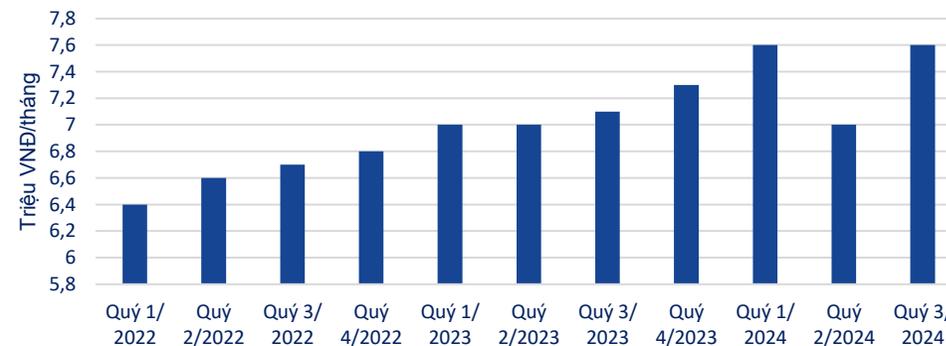


Cùng với đó, tỷ lệ thất nghiệp vẫn ở mức thấp từ 2,2 – 2,3% và mức lương trung bình cả nước tiếp tục cải thiện là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng tiêu dùng. Đặc biệt đối với những chuỗi đã có thương hiệu

Tỷ lệ thất nghiệp



Thu nhập bình quân người lao động



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BÁN LẺ

Triển vọng 2025

Đối với ngành tiêu dùng thiết yếu, những chuỗi bán lẻ có lợi thế vẫn còn nhiều cơ hội mở rộng

Năm 2024 là năm khá thành công đối với các doanh nghiệp ngành hàng thiết yếu nhờ vào việc tìm ra được chiến lược hiệu quả, tận dụng được sự thay đổi của hành vi người tiêu dùng. Đặc biệt là chuỗi Bách Hóa Xanh và Winmart đều ghi nhận sự tăng trưởng doanh thu so với năm 2023. Đối với Bách Hóa Xanh, cả doanh thu/cửa hàng, số lượng cửa hàng và biên lãi ròng đều ghi nhận sự tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ 2023. WCM ghi nhận lợi nhuận sau thuế trước phân bổ cổ đông thiểu số dương, đạt mức 209 tỷ đồng trong quý 4 năm 2024, đánh dấu quý thứ hai liên tiếp có lợi nhuận dương.

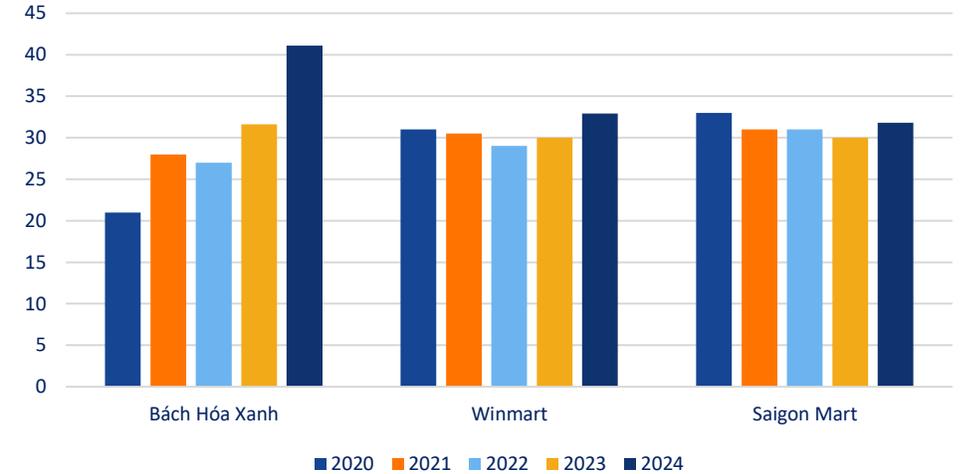
Dự phóng trong năm 2025, cả 2 chuỗi tiếp tục chiến lược mở mới cửa hàng với dư địa còn rất lớn nhờ vào (1) sự hồi phục của nền kinh tế (2) tầng lớp trung lưu đang tăng lên kèm theo đó là hành vi tiêu dùng thay đổi hướng đến những sản phẩm có thương hiệu.

Đối với ngành bán lẻ dược phẩm, phần thắng thuộc về Long Châu

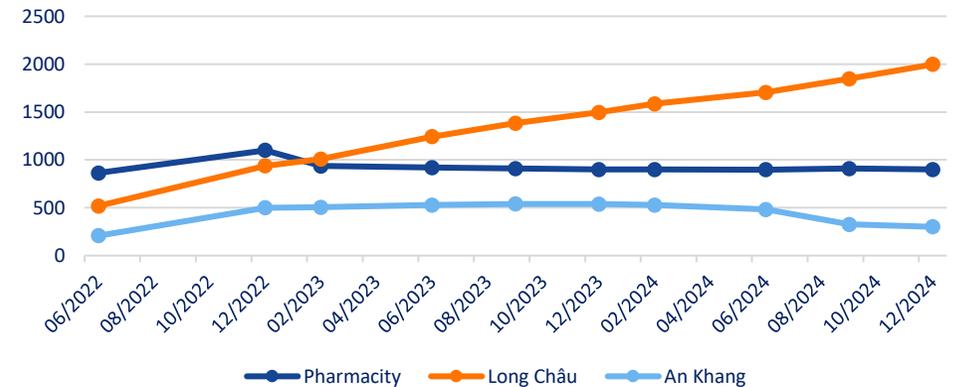
Năm 2024 một lần nữa khẳng định Long Châu là đối thủ chiến thắng trong cuộc đua bán lẻ dược phẩm. Mặc dù về cuối năm, tốc độ mở mới cửa hàng của Long Châu có dấu hiệu chững lại nhưng biên lợi nhuận vẫn trong đà cải thiện. Tính đến hết quý 4, số lượng cửa hàng của Long Châu là 1.943 cửa hàng, tăng 356 cửa hàng so với đầu năm. Ở chiều ngược lại, An Khang đóng 301 cửa hàng, còn 326 cửa hàng tính đến cuối năm 2024. Chuỗi Pharmacy còn gần 1.000 cửa hàng.

Chúng tôi cho rằng năm 2025, đà mở mới của Long Châu sẽ chững lại và sẽ tìm phương án tối ưu lợi nhuận, trong khi đó An Khang và Pharmacy sẽ tiếp tục đi tìm công thức có lãi.

Doanh thu 1 năm



Số lượng cửa hàng



Nguồn: MWG. VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BÁN LẺ

Triển vọng 2025

Đối với ngành ICT, sẽ tiếp đà hồi phục nhưng không có đột biến

Năm 2024 dù không phải là một năm đột biến nhưng đã chứng kiến sự hồi phục nhất định của ngành ICT khi cuộc chiến về giá kết thúc và các chuỗi chứng kiến một loạt các cuộc tái cơ cấu, đóng cửa những cửa hàng không hiệu quả. Nhờ đó, cả doanh thu/cửa hàng và biên lợi nhuận đã cải thiện đáng kể ở cả chuỗi TGDD và FPT Shop.

Đối với chuỗi Thế giới di động, doanh thu/ cửa hàng đã cải thiện lên mức đáy là 1,9 tỷ doanh thu/tháng trong quý 2/2023 lên mức 2,8 tỷ/tháng, tương tự đối với chuỗi ĐMX và FPT Shop cũng đều quay về mức tương đương với năm 2022.

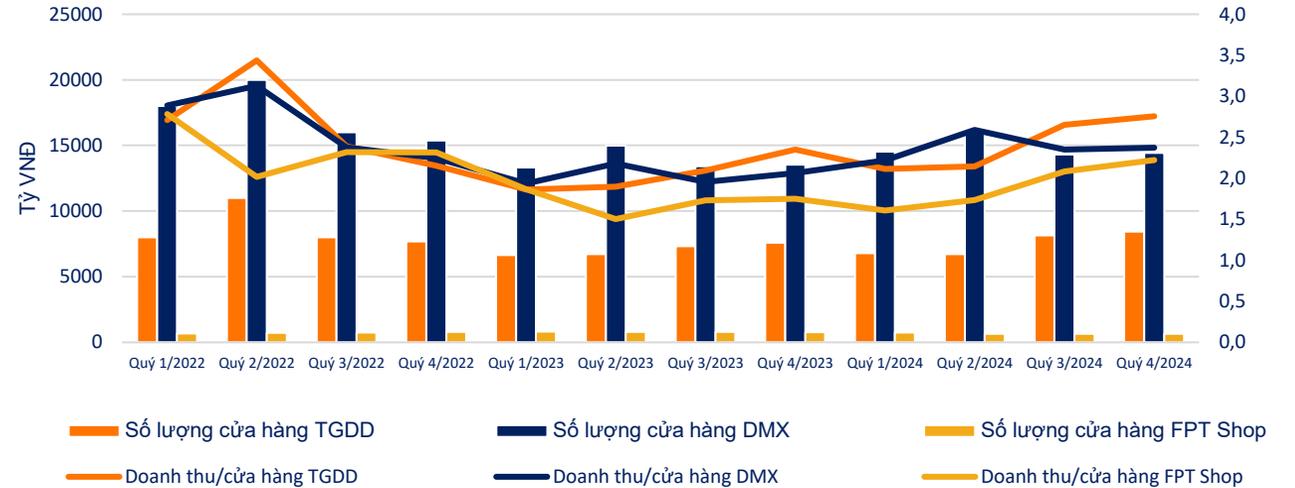
Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2025, đà hồi phục sẽ tiếp tục nhờ vào sức mua hồi phục và những nỗ lực cơ cấu của các chuỗi sẽ phát huy hiệu quả.

Đối với ngành trang sức, các chuỗi bán lẻ trang sức còn nhiều dư địa cho việc mở rộng thị phần

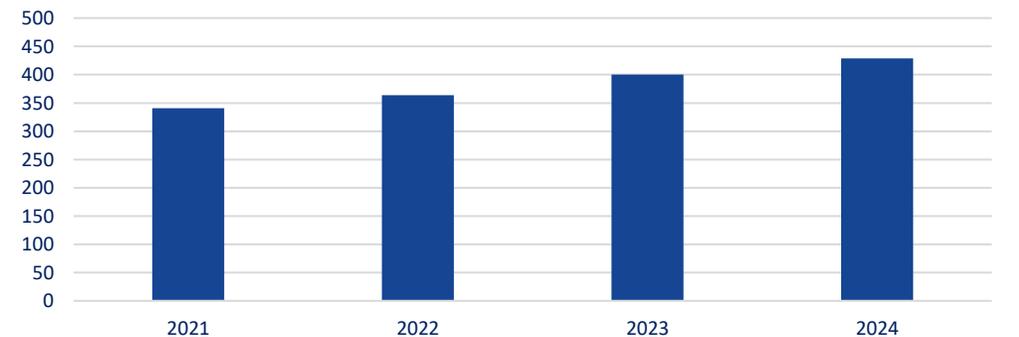
Đến nay, trên cả nước còn khoảng hơn 10.000 cửa hàng bán vàng bạc đá quý. Khi người tiêu dùng ngày càng thông minh hơn, vừa ưu tiên về thương hiệu và chất lượng sẽ là cơ hội cho những chuỗi thương hiệu lớn muốn mở rộng thị phần. Các thương hiệu lớn hiện nay mới chỉ chiếm 40% thị phần, nên dư địa cho các thương hiệu vẫn còn rất lớn.

Chúng tôi cho rằng PNJ đang làm rất tốt trong việc quảng bá thương hiệu và đang là một trong số những chuỗi vàng uy tín, mẫu mã đa dạng, đáp ứng được nhiều phân khúc và nhiều tầng lớp khách hàng với chính sách hợp lý sẽ còn rất nhiều cơ hội cho việc mở thêm cửa hàng mới và giành thị phần với những cửa hàng truyền thống.

SLCH và Doanh thu/cửa hàng



Số cửa hàng PNJ



Nguồn: MWG, FRT, PNJ, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

3. NGÀNH BÁN LẺ

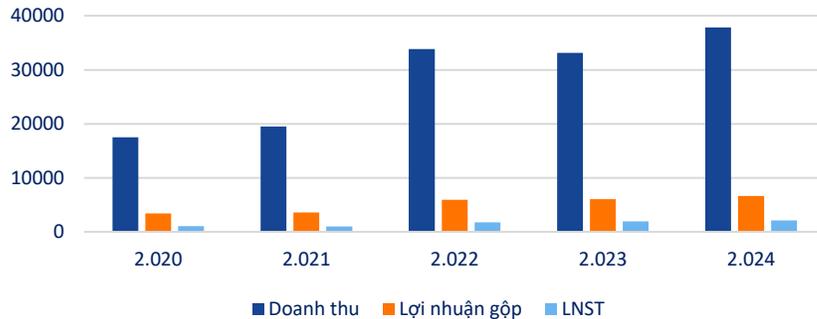
Cổ phiếu tiềm năng: PNJ

PNJ

CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận

Giá hiện tại	25.750 VNĐ
Thị giá vốn	181.919 tỷ
CP tự do	7.064 triệu
EPS	3.054
P/E	8.43

Kết quả kinh doanh



P/E



Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, PNJ ghi nhận doanh thu thuần đạt 37.823 tỷ đồng (+14,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 2.115 tỷ đồng (+7,3% yoy). Doanh thu tăng mạnh nhờ doanh thu bán sỉ tăng 34,6% trong bối cảnh thị trường vàng nóng khi giá vàng có những lúc đạt gần 90 triệu VND/lượng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận thấp hơn so với mảng bán lẻ nên lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 7,3% yoy.

Điểm nhấn đầu tư

- Tiếp tục chiến lược tăng doanh thu đến từ mở rộng cả về chiều rộng và chiều sâu với mảng bán lẻ trang sức là động lực tăng trưởng: tiếp tục mở mới cửa hàng, tăng độ phủ thương hiệu, đẩy mạnh online phát triển hệ thống Omichanel, liên tục ra tăng các bộ sưu tập với đa dạng mẫu mã. Từ đó, dần chiếm lĩnh thị phần từ các cửa hàng truyền thống.
- Doanh thu vàng miếng sẽ hạ nhiệt tuy nhiên là điều trong dự báo: sau khi NHNN ra những biện pháp bình ổn thị trường vàng, doanh thu vàng miếng của PNJ sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn tuy nhiên sẽ không ảnh hưởng đến trung hạn do đây là mảng có biên lợi nhuận rất thấp và không phải là mảng cốt lõi của PNJ.

Rủi ro

- Biến động giá vàng có thể làm ảnh hưởng đến chi phí và biên lợi nhuận của PNJ.
- Sức mua người tiêu dùng không được như kỳ vọng

Định giá

Ước tính năm 2025, PNJ lần lượt đạt 44,6 nghìn tỷ tổng thu nhập hoạt động (+18%yoy) và 2.559 tỷ LNST (+21%yoy).

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **112.000 VND/cổ phiếu**.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

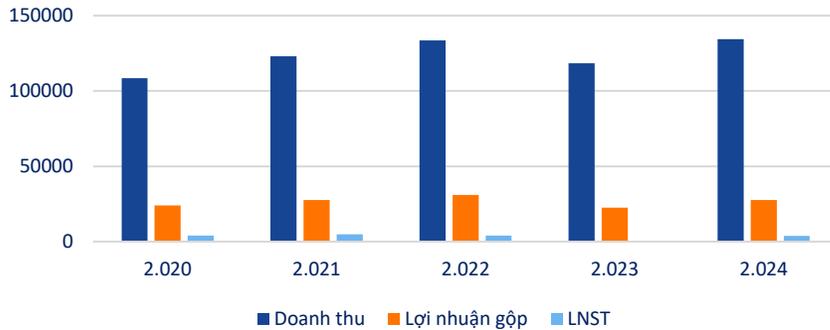
3. NGÀNH BÁN LẺ

Cổ phiếu tiềm năng: MWG

MWG CTCP Đầu tư Thế giới Di động

Giá hiện tại	25.750 VNĐ
Thị giá vốn	181.919 tỷ
CP tự do	7.064 triệu
EPS	3.054
P/E	8.43

Kết quả kinh doanh



P/E



Nguồn: VFS tổng hợp; FiinPro-X

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, MWG ghi nhận 134.341 tỷ doanh thu (+13,6%yoy) và 3.733 tỷ LNST. Trong đó, doanh thu mảng IOT +7% yoy ghi nhận sự hồi phục so với mức nền thấp trong năm 2023. Động lực tăng trưởng đến từ mảng BHX khi doanh thu đạt 41 nghìn tỷ VNĐ (+30%yoy) và đã bắt đầu có lãi. Năm 2024, MWG đã thực hiện tái cơ cấu, đóng cửa 221 cửa hàng ICT và 201 nhà thuốc An Khang, mở thêm 72 cửa hàng BHX mới.

Điểm nhấn đầu tư

- Động lực tăng trưởng chính đến từ BHX khi chuỗi BHX ở miền Nam doanh thu bình quân 2 tỷ đồng/cửa hàng, tăng 29% so với trung bình cùng kỳ cùng với đó đã bắt đầu có lãi, giúp cho biên lợi nhuận của MWG sẽ cải thiện mạnh trong 2025. Sau đó, MWG sẽ áp dụng công thức này để mở rộng sang cả thị trường miền Trung và miền Bắc.
- Mảng IOT tiếp tục hồi phục từ mức nền thấp khi quá trình tái cơ cấu đã cho thấy sự hiệu quả giúp cải thiện doanh thu/cửa hàng và biên lợi nhuận.

Rủi ro

- Việc mở rộng BHX sang miền Trung và miền Bắc khó khăn hơn dự kiến do sự khác biệt về địa lý.

Định giá

Ước tính năm 2025, MWG lần lượt đạt 168 nghìn tỷ tổng doanh thu (+34%yoy) và 4.320 tỷ LNST (+15,7%yoy).

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **74.000 VND/cổ phiếu**.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG NĂM 2025

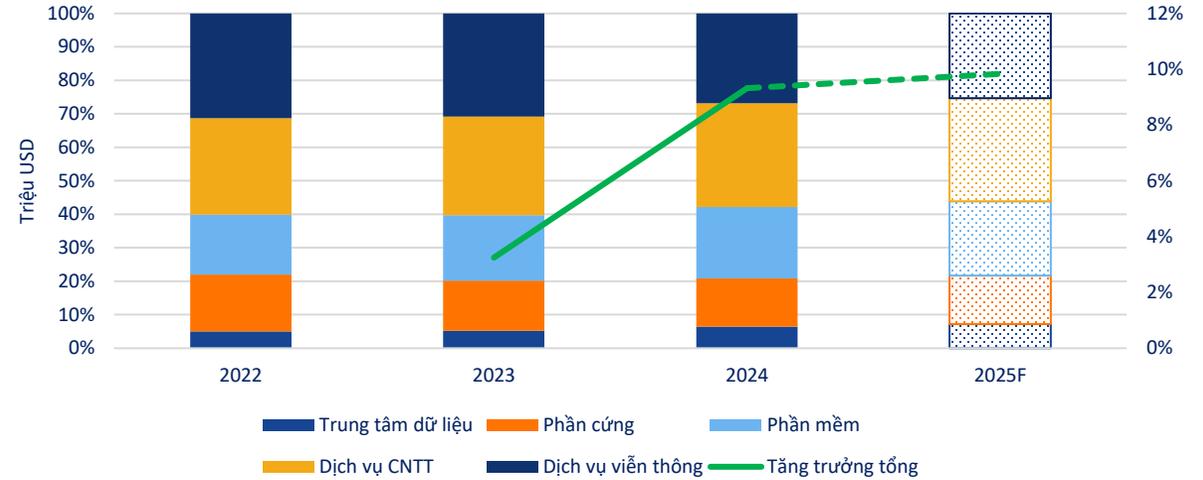
4. CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – VIỄN THÔNG

Ngành công nghệ thông tin dự báo tiếp đà tăng trưởng ổn định

- Theo thống kê của Gartner, tổng chi tiêu toàn cầu cho ngành CNTT năm 2025 dự báo đạt khoảng 5,62 nghìn tỷ USD, tăng khoảng 10% so với năm 2024 tập trung vào phát triển và ứng dụng AI tạo sinh hỗ trợ cho các mảng như phần cứng, phần mềm,... Trong đó:
 - Mảng trung tâm dữ liệu được kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng là 23% yoy khi AI phát triển mạnh và nhu cầu về trung tâm dữ liệu gia tăng tương ứng.
 - Mảng phần mềm duy trì mức tăng trưởng ổn định 14% và tiếp tục mở rộng tỷ trọng lên 22% tổng chi tiêu.
 - Trong khi đó, mảng dịch vụ CNTT vẫn duy trì vị thế chiếm tỷ trọng cao nhất (31%) với mức tăng trưởng 9%.
- Hiện tại, Việt Nam vẫn đang được đánh giá là quốc gia hấp dẫn và tiềm năng đối với dịch vụ gia công phần mềm. Theo Statista, dựa trên chỉ số địa điểm dịch vụ toàn cầu (Global Service Location Index) năm 2023, Việt Nam đứng thứ 7 trong top quốc gia trên thế giới nhờ sự hấp dẫn tài chính, môi trường cho doanh nghiệp và đồng bộ hạ tầng kỹ thuật số (chuyển đổi số). Trong khi đó, chất lượng nhân công về công nghệ tại Việt Nam cũng đang dần được cải thiện với Đề án “Đào tạo nguồn nhân lực phục vụ phát triển công nghệ cao giai đoạn 2025-2035 và định hướng tới 2045” cũng như sự nhập cuộc của các doanh nghiệp đầu ngành như FPT, Samsung... trong việc đào tạo nguồn nhân lực công nghệ cao.

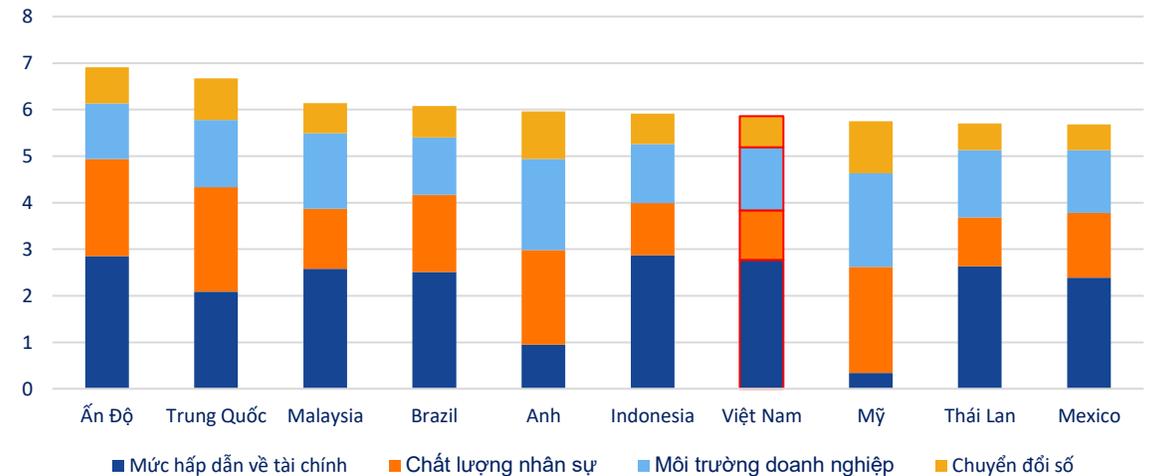
=> **Đây được đánh giá là cơ hội cho ngành CNTT Việt Nam tiếp tục phát triển đặc biệt là trong mảng xuất khẩu phần mềm và mảng trung tâm dữ liệu – 2 mảng đang được chú trọng mở rộng.**

Chi tiêu công nghệ thông tin toàn cầu



Nguồn: Gartner, VFS tổng hợp

Việt Nam nằm trong top các quốc gia có chỉ số GSLI cao nhất thế giới



Nguồn: Statista, VFS tổng hợp



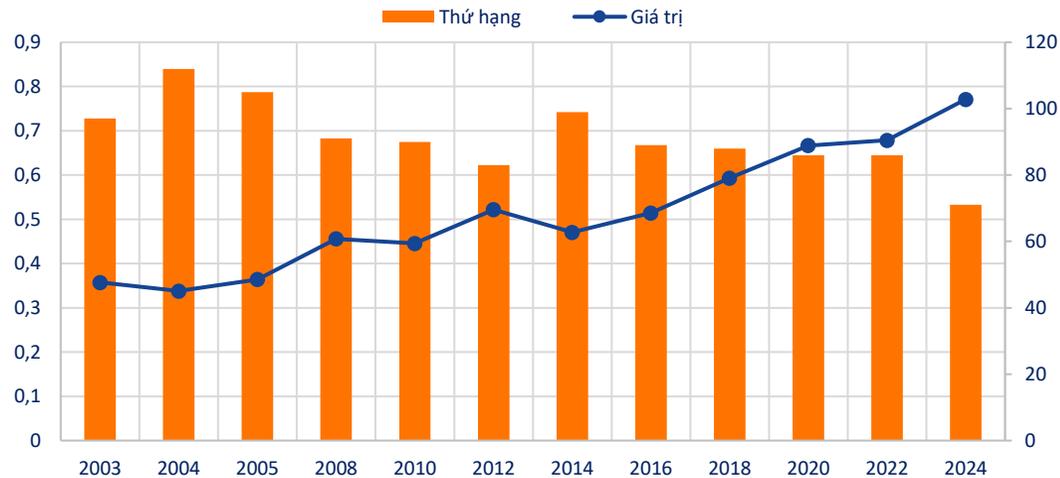
III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG NĂM 2025

4. CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – VIỄN THÔNG

Ngành công nghệ thông tin dự báo tiếp đà tăng trưởng ổn định

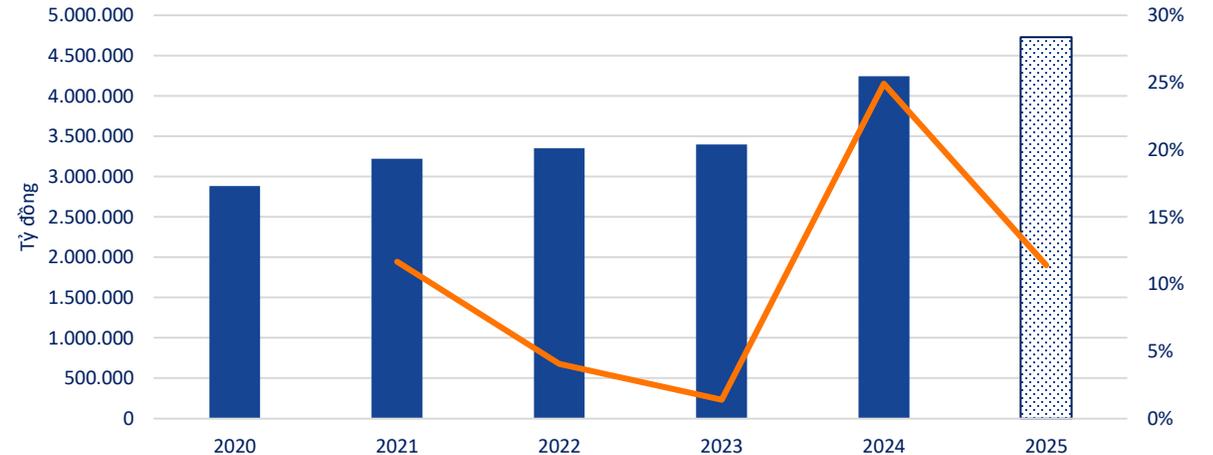
- Theo “Chiến lược quốc gia phát triển kinh tế số và xã hội số đến năm 2025, định hướng đến năm 2030”, Việt Nam đặt mục tiêu đến năm 2025, tỷ trọng kinh tế số đạt 20% GDP; Tỷ trọng kinh tế số trong từng ngành, lĩnh vực đạt tối thiểu 10%; Tỷ trọng thương mại điện tử trong tổng mức bán lẻ đạt trên 10%; Tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng hợp đồng điện tử đạt trên 80%; Tỷ lệ doanh nghiệp nhỏ và vừa sử dụng nền tảng số đạt trên 50%; Tỷ lệ nhân lực lao động kinh tế số trong lực lượng lao động đạt trên 2%, hướng đến tiếp tục cải thiện và nâng cao thứ hạng chỉ số Chính phủ điện tử toàn cầu (EGDI) của Việt Nam. Về lĩnh vực công nghiệp ICT, theo Bộ Thông tin và Truyền thông (TT-TT), doanh thu năm 2024 ước đạt 4,24 triệu tỷ đồng, tăng khoảng 25% so với năm trước và vượt 17% kế hoạch năm. Bộ TT-TT đặt mục tiêu năm 2025 doanh thu lĩnh vực công nghiệp ICT Việt Nam tiếp tục đà tăng trưởng với mức tăng 11% yoy, đạt 4,32 triệu tỷ đồng.
- ⇒ Với vai trò là động lực chủ chốt cho sự bứt phá của tăng trưởng kinh tế Việt Nam, khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số sẽ tiếp tục được chú trọng phát triển, tạo ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp trong ngành.

Chỉ số EGDI và thứ hạng của Việt Nam qua các năm



Nguồn: Liên Hợp Quốc

Doanh thu lĩnh vực công nghiệp ICT Việt Nam



Nguồn: MIC



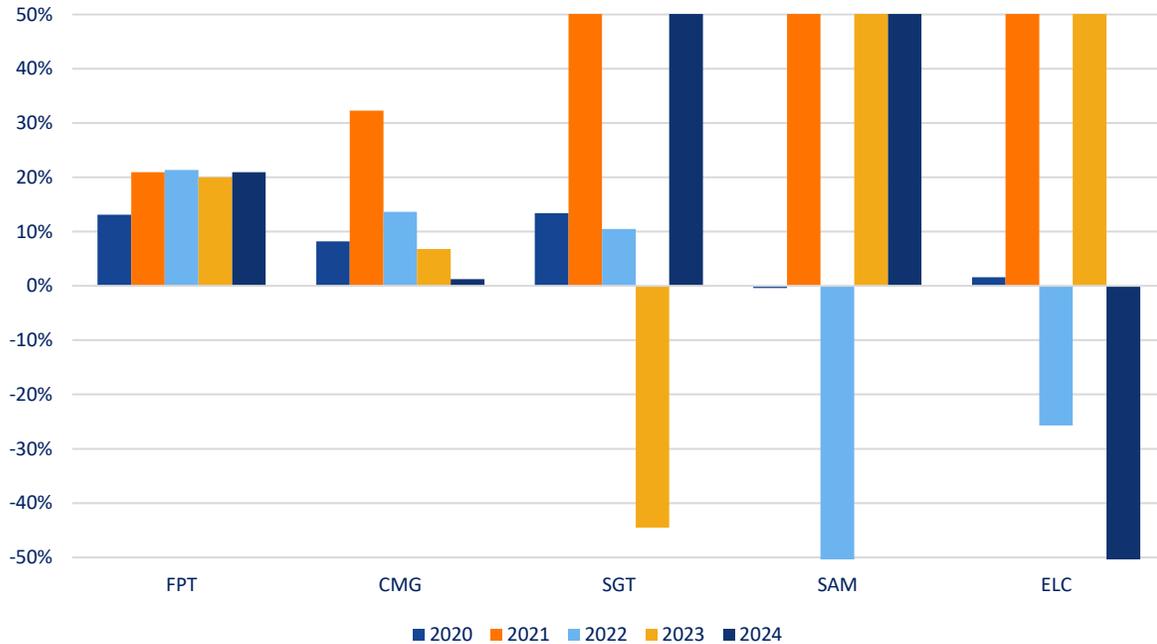
III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG NĂM 2025

4. CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – VIỄN THÔNG

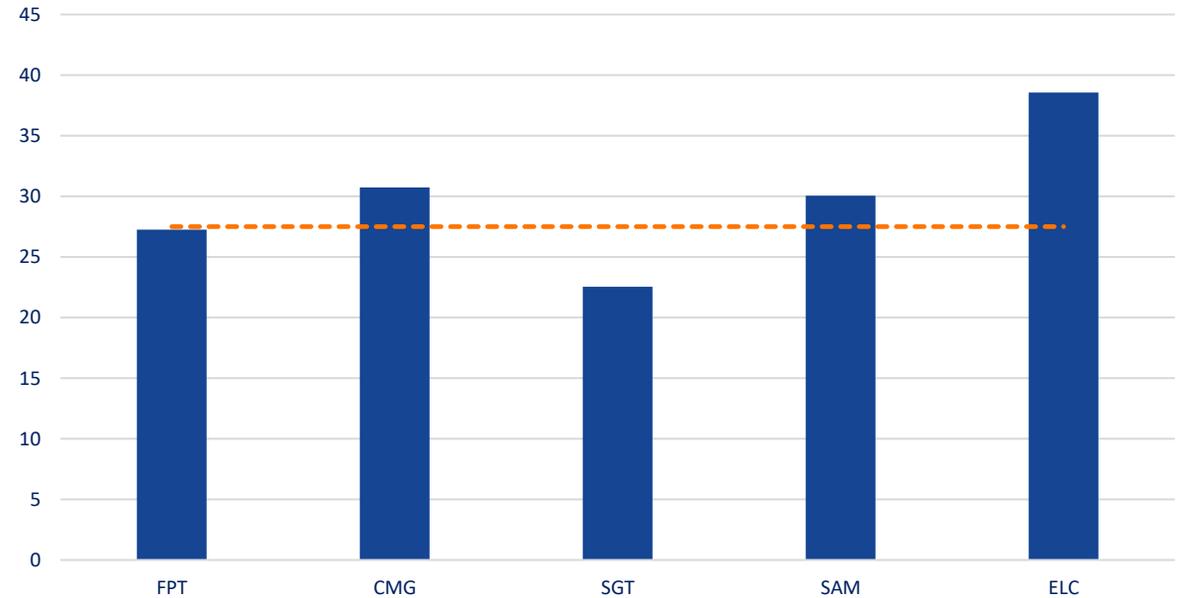
Ngành công nghệ thông tin dự báo tiếp đà tăng trưởng ổn định

- Trong số các doanh nghiệp đầu ngành công nghệ thông tin niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, FPT là doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn nhất và cũng là doanh nghiệp duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế ổn định nhất (trung bình khoảng 20% - 21%) trong 4 năm qua.
- Đồng thời, mặc dù đã ghi nhận mức tăng trưởng lên tới 85% về giá trong năm 2024 và liên tục hình thành vùng giá cao mới kể từ khi lên sàn, mức định giá PE hiện tại của FPT chỉ là khoảng 27,25 lần, tương đương với mức PE trung bình ngành và thấp hơn mức PE cao nhất lịch sử là 30,x lần.

Tăng trưởng LNST top 5 doanh nghiệp công nghệ có vốn hóa lớn nhất trên thị trường



Mức định giá PE của 5 doanh nghiệp có vốn hóa lớn nhất ngành



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG NĂM 2025

4. CÔNG NGHỆ THÔNG TIN – VIỄN THÔNG

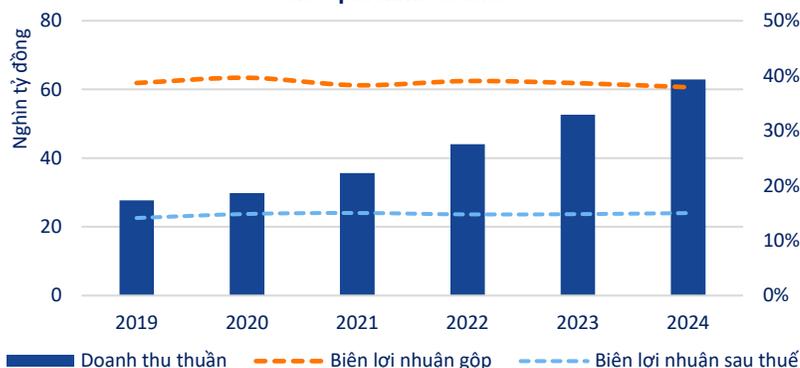
Cổ phiếu tiềm năng: FPT

FPT

FPT Corp

Giá hiện tại	146.300 VNĐ
Vốn hóa	215.070 tỷ
CP tự do	1.471 triệu
EPS	5.040 VNĐ
P/E	27,25

Kết quả kinh doanh



P/E cơ bản



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, FPT ghi nhận 62.848 tỷ đồng doanh thu (+19% yoy) và 9.420 tỷ đồng LNST (+21% yoy). Trong đó, mảng dịch vụ công nghệ thông tin, đặc biệt là tại các thị trường trọng điểm nước ngoài, tiếp tục đóng góp nhiều nhất với mức tăng trưởng doanh thu khoảng 24% yoy. Ngoài ra, mảng chuyển đổi số tại nước ngoài với các công nghệ mới như Cloud, AI,... cũng đem lại các động lực tăng trưởng mới cho FPT.

Điểm nhấn đầu tư

- **Mảng dịch vụ công nghệ thông tin tiếp tục được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính**, đặc biệt là tại các thị trường nước ngoài trọng điểm như Nhật Bản, APAC,.. Với mức tăng trưởng khoảng 25% trong năm 2025.
- **Việc hợp tác với NVIDIA giúp nâng tầm vị thế, sức cạnh tranh của sản phẩm, dịch vụ của FPT** lên tương đương ngang hàng các công ty công nghệ trong khu vực cũng như thế giới trong mảng dịch vụ AI và điện toán đám mây. Hiện tại, NVIDIA mới chỉ có 8 cơ sở địa phương (AI Factory) trên thế giới và Việt Nam là một trong số đó, ngoài ra ở Châu Á chỉ có Nhật Bản và Singapore. Còn về trung tâm R&D thì NVIDIA chỉ mới đặt ở 3 địa điểm, bao gồm một ở Santa Clara (Thung lũng Silicon), một ở Đài Loan (Trung Quốc) và một ở Việt Nam.

Rủi ro

- Sự phát triển nhanh chóng của công nghệ đòi hỏi FPT liên tục phát triển để không bị tụt hậu so với thế giới.

Định giá

Ước tính năm 2025, FPT sẽ ghi nhận **75.392 tỷ đồng doanh thu (+20% YoY)** và **11.395 tỷ đồng LNST (+21% yoy)** khi FPT tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định các mảng kinh doanh chính tại các thị trường trọng điểm và mở rộng phát triển mảng AI và điện toán đám mây.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **190.000 VND/cổ phiếu**.



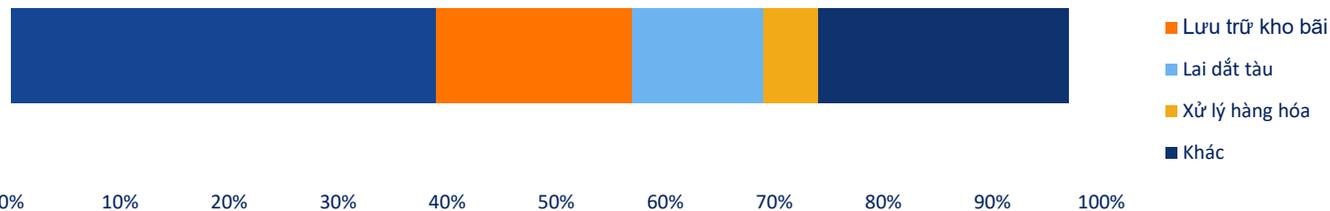
III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. LOGISTIC

Tổng quan ngành



Cơ cấu doanh thu ngành Logistic



Nguồn: VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. LOGISTIC

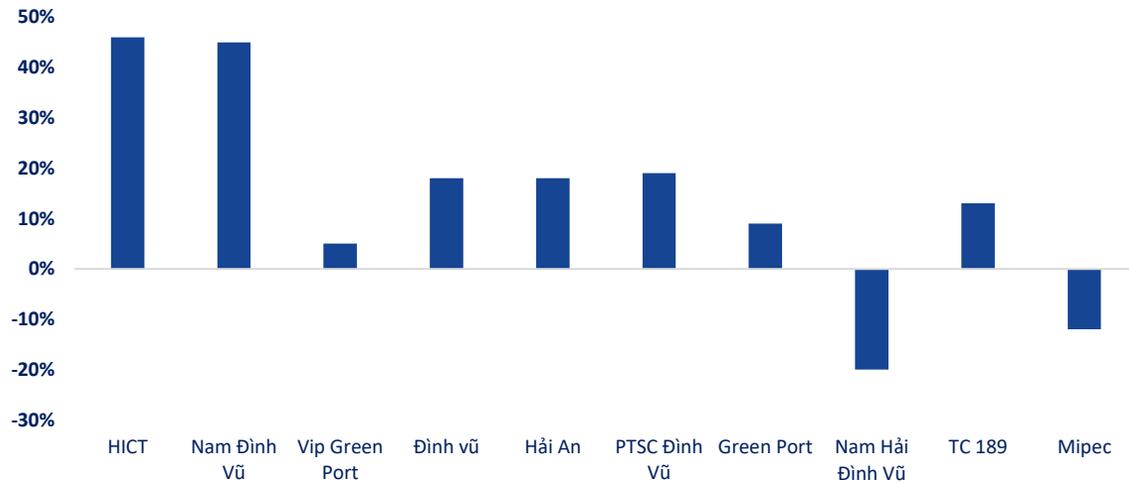
Nhóm cảng biển: Sản lượng container có thể tiếp tục hồi phục

Trong năm 2024, sản lượng container qua các cảng cốt lõi ước tính tăng 118% svck. Tại miền Bắc, sản lượng được đóng góp chủ yếu từ các cảng tại Hải Phòng, đặc biệt là cảng HITC Lạch Huyện và cảng Nam Đình Vũ. Tại miền Nam, các cảng biển khu vực Bà Rịa Vũng Tàu cũng ghi nhận sản lượng thông quan tốt. Đặc biệt, có thể kể đến cảng Gemalink với mức tăng trưởng khoảng 70%. Nguyên nhân là do tình trạng tắc nghẽn tại cảng Singapore trong quý 2 khiến các tàu container có xu hướng dịch chuyển sang các cảng khác trong khu vực. Trong đó có Việt Nam.

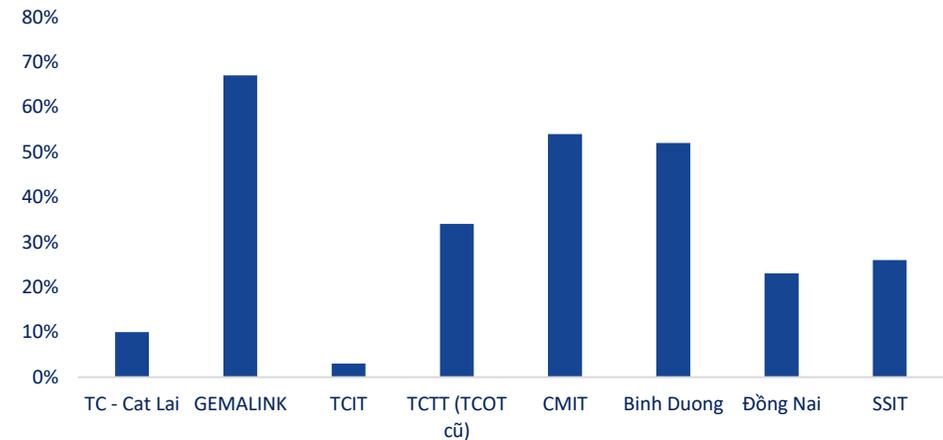
Chúng tôi kỳ vọng sản lượng container qua các cảng sẽ duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025 nhờ:

- 1) Nhu cầu XNK nội địa và quốc tế hồi phục dẫn đến tăng lượng hàng hóa qua các cảng
- 2) Các khu vực cảng biển nước sâu phục vụ tuyến nội Á và chặng dài đi Mỹ, EU sẽ dẫn dắt đà tăng trưởng sản lượng container nhờ nhu cầu tiêu dùng của các thị trường này có sự cải thiện.
- 3) Theo dự báo của Xeneta và Lintertyca, nhu cầu TEU container trong năm 2025 sẽ tăng trưởng ổn định 3-4% trên toàn cầu, khá tốt so với nền cao của năm 2024.

Tăng trưởng sản lượng container tại khu vực Hải Phòng



Tăng trưởng sản lượng container tại khu vực miền Nam



Nguồn: VPA, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. LOGISTIC

Nhóm cảng biển: Mở rộng công suất tại khu vực cảng Hải Phòng và Cái Mép - Thị Vải sẽ đáp ứng được xu hướng tăng size tàu của các hãng tàu

Tại khu vực Hải Phòng, hiện tại, cảng Lạch Huyện chỉ có HITC khai thác từ năm 2018. Sau 5 năm hoạt động, bến số 1 và 2 đã đạt từ 90 -100% công suất. Trong năm 2025, 2 cảng nước sâu tại Lạch Huyện gồm Lạch Huyện 3-4 (PHP) tăng thêm 1,1 triệu TEU. Cảng Lạch Huyện 5 và 6 công suất 1,8 triệu TEU. Bên cạnh đó, cảng Nam Đình Vũ (GMD) giai đoạn 3 tăng công suất thêm 500 nghìn TEU.

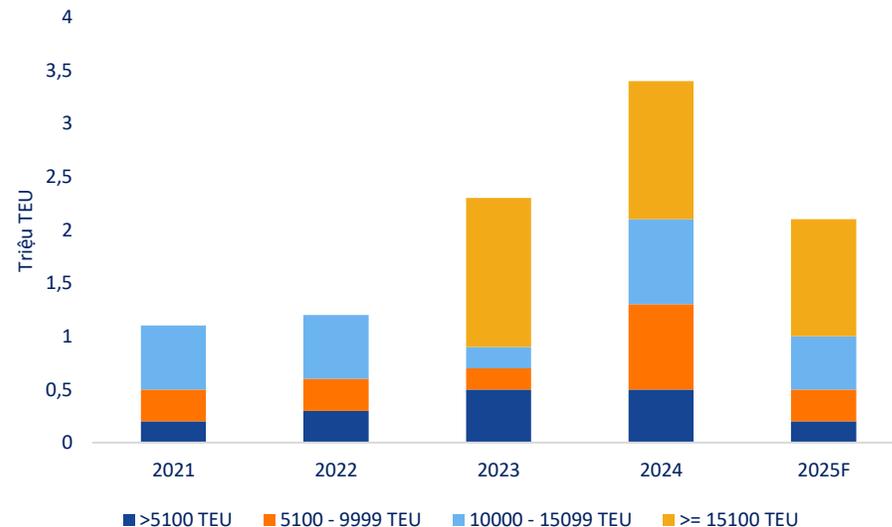
Tại khu vực phía Nam, cụm cảng Cái Mép -Thị Vải là điểm nóng trong việc vận chuyển hàng hóa đi Mỹ và EU. Cụm cảng Cái Mép - Thị Vải có lợi thế nằm gần các khu công nghiệp và là cảng nước sâu nên có thể đón được các tàu trọng tải lớn (megaship), Vì vậy, cụm cảng này ngày càng thu hút được nhiều chuyển tàu ghé qua. Trong năm 2025, 2 cảng thành viên của cụm cảng này là CMIT và Gemalink sẽ nâng công suất lần lượt lên 2 triệu TEU và 3 triệu TEU mỗi năm.

Chúng tôi cho rằng các cảng nước sâu sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng trong dài hạn do đáp ứng được xu hướng của các hãng tàu về việc tăng size tàu để tiết kiệm chi phí nhiên liệu và đáp ứng các tiêu chuẩn về môi trường.

Kế hoạch mở rộng công suất của cụm cảng CM – TV và Lạch Huyện

Cụm cảng	Các cảng thành viên	Trọng tải tối đa tiếp nhận	Công suất hiện tại và kế hoạch		
			2024	2025	2027
Cái Mép - Thị Vải	CMIT, TCIT, SSIT, SP-PSA, và Gemalink.	214.000 DWT	Cảng CMIT (1,1tr TEU/năm), Cảng Gemalink (1,5tr TEU mỗi năm)	Cảng CMIT (2tr TEU/năm), Cảng Gemalink (3tr TEU mỗi năm)	Kế hoạch mở rộng cảng SSIT, Tân Cảng- Cái Mép
Lạch Huyện	Cảng theo giai đoạn từ 1-8	150.000 DWT	Bến cảng 1,2 đã đi vào hoạt động với công suất đạt 90-100%	Bến 3,4,5,6 dự kiến khai thác giai đoạn 1 vào quý I/2025 và hoàn thành trong năm 2025.	Dự án bến số 7 và 8 sẽ tiếp tục hoàn thiện

Lượng cung tàu mới có xu hướng tăng size kể từ năm 2023.



Nguồn: VFS tổng hợp



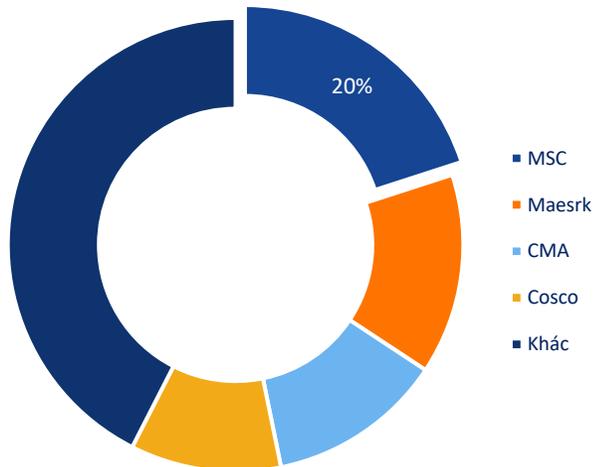
III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. LOGISTIC

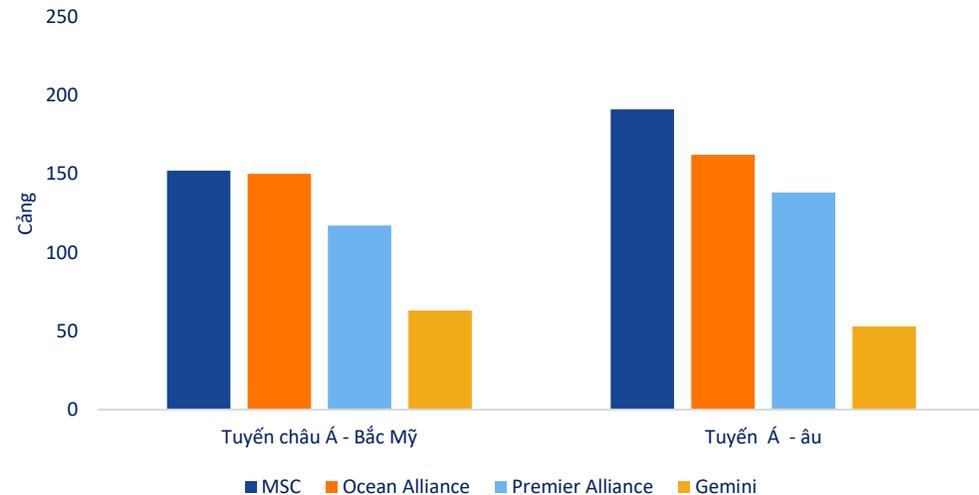
Nhóm cảng biển: Sự mở rộng mạnh mẽ của các hãng tàu lớn tại Việt Nam giúp việc khai thác các cảng hiệu quả hơn và tăng sản lượng hàng hóa qua các cảng.

Maersk và MSC là 2 hãng tàu biển lớn nhất thế giới. Hiện đang vận hành lần lượt 70 và 60 cảng biển trên thế giới. Tuy nhiên, cả 2 công ty này điều chưa có sự hiện diện nhiều ở Việt Nam. Hiện tại, Maersk đang sở hữu 41% cổ phần tại cảng CMIT (khu vực CM-TV), trong khi MSC chưa khai thác cảng biển nào tại Việt Nam. Trong năm 2024, MSC đã ký thỏa thuận hợp tác với PHP để khai thác bến số 3 và 4 cảng Lạch Huyện, hợp tác với tập đoàn Hateco để khai thác bến số 5 và 6 cảng Lạch Huyện. Ngoài ra, MSC cũng liên doanh với SGP để phát triển dự án cảng Cần Giờ với tỷ lệ góp vốn dự kiến là 49%/51%. Sự hiện diện và nhu cầu hợp tác của các hãng tàu lớn trên thế giới cho thấy tầm quan trọng chiến lược của Việt Nam đối với các hãng này. Bên cạnh đó, việc hợp tác cũng sẽ nâng cao hiệu quả khai thác cảng khi MSC có thể chuyển các tuyến dịch vụ từ một số cảng khác trong khu vực về cảng Lạch Huyện. Ngoài ra, MSC cũng hợp tác với liên minh Premier Alliance (gồm One, Yang Ming, HMM) từ năm 2025 trên 9 tuyến thương mại Á - Âu. Cùng với đó, MSC và ZIM: sẽ hợp tác 3 năm và tăng cường hoạt động trên 6 tuyến giữa Á-bờ Đông Mỹ, bờ Tây Mexico, các cảng Caribe và các cảng vùng vịnh Mỹ. 3/6 tuyến này ghé cảng CM-TV và 1 ghé Hải Phòng. Điều này có thể làm tăng sản lượng container qua các cảng khu vực Hải phòng và CM-TV.

MSC đang là hãng tàu có thị phần lớn nhất thế giới



MSC là hãng tàu ghé qua nhiều cảng hơn so với các liên minh còn lại sau 02/2025



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. LOGISTIC

Nhóm cảng biển: Dự án cảng Cần Giờ - Tiềm năng lớn trong dài hạn

Dự án Cảng Cần Giờ dự kiến có quy mô 571 ha với tổng chiều dài 7,2 km, có thể đón tàu trọng tải 24.000 TEU, công suất tối đa 16,9 triệu TEU. Tổng số vốn đầu tư khoảng 4,5 tỷ USD. Kế hoạch phát triển cảng Trung chuyển container quốc tế tại Cần Giờ được phát triển theo 7 giai đoạn từ nay đến 2045. TP.HCM đặt mục tiêu sớm khởi công siêu cảng trung chuyển quốc tế Cần Giờ từ 2025 để đưa vào khai thác cảng từ năm 2027. Sau 7 giai đoạn đầu tư, cảng có thể đạt công suất tối đa vào năm 2047.

Chúng tôi đánh giá dự án cảng Trung chuyển container quốc tế Cần Giờ nếu đi vào khai thác trong năm 2027 sẽ mang lại nhiều lợi thế. Cụ thể:

- 1) Thu hút được nguồn hàng hóa từ các nước trong khu vực như Thái Lan, Philippines...nhờ sự hậu thuẫn của MSC khi hãng này hiện đang chiếm 20% thị phần tàu vận tải thế giới và vận chuyển hơn 1 triệu TEU hàng hóa xuất nhập khẩu từ Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng quyết định thay đổi cảng trung chuyển của một hãng tàu lớn như MSC có thể dẫn đến quyết định tương tự của các hãng vận tại liên kết. Trong đó có liên minh Premier Alliance. với tổng cộng 416 tàu tương ứng với công suất lên tới 3.5 triệu TEU.
- 2) Cảng Cần Giờ có thể chia sẻ sản lượng hàng hóa với các cảng khác trong khu vực như CM - TV khi cụm cảng này bị hạn chế về công suất thiết kế trong bối cảnh nhu cầu XNK dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025.
- 3) Tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp như MVN, SGP.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

5. LOGISTIC

Nhóm vận tải biển: Giá cước vận tải dự kiến duy trì xu thế tăng do bất ổn địa chính trị

Chỉ số container thế giới đại diện cho giá cước vận tải biển sau khi tụt đáy vào tháng 1/2024 đã duy trì xu hướng tăng trong cả năm do bất ổn định chính trị kéo dài. Theo dự báo của Drewry, giá cước vận tải trung bình sẽ tăng trong năm 2025, chủ yếu là giá cước theo hợp đồng, với giả định rằng cuộc đình công mới tại cảng Mỹ sẽ xảy ra. Theo đó, giá thuê tàu có kích thước 1.800 TEU có thể dao động quanh mức 25.00 - 30.000 USD/tàu/ngày.

Gián đoạn biển Đỏ và cuộc đình công tại Mỹ vẫn là hai vấn đề lớn của ngành vận tải biển.

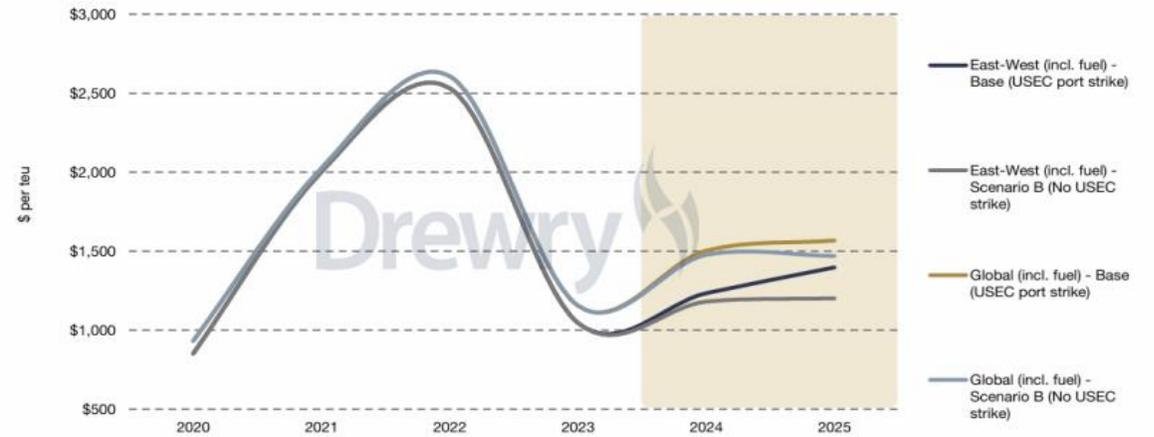
Tình hình tại Biển Đỏ hiện tại vẫn rất căng thẳng khi chưa có biện pháp chính trị nào có thể hạ nhiệt. Qua đó việc phải đi vòng qua Mũi Hảo Vọng khiến quãng đường vận chuyển kéo dài, dẫn đến tăng giá cước vận tải.

Cùng với đó cuộc đình công của khoảng 45.000 lao động thuộc hiệp hội nhân viên bốc xếp quốc tế (ILA) tại các cảng biển phía Đông và Vịnh Mexico của Mỹ trong 2024 đã góp phần làm giá cước vận tải biển tăng trở lại. Tuy ILA và Liên minh Hàng hải Mỹ (USMX) đã ra thông báo cho biết đã "đạt được thỏa thuận sơ bộ về tiền lương và nhất trí gia hạn Hợp đồng lao động chính đến ngày 15/1/2025", nhưng giải pháp tạm thời này chưa loại trừ khả năng về một cuộc đình công mới diễn ra sau đó, dẫn đến nhiều khả năng sẽ thúc đẩy giá cước vận tải tiếp tục tăng trong năm 2025

Chỉ số WCI đại diện cho giá cước vận tải biển duy trì xu hướng tăng trong năm 2024



Dự phóng giá cước vận tải biển giai đoạn 2024 - 2025



Nguồn: Drewry, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

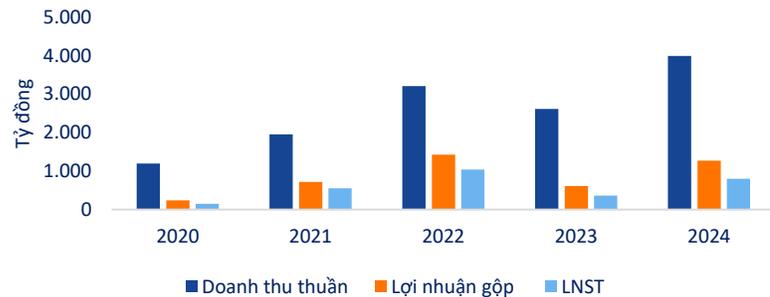
5. LOGISTIC

Cổ phiếu tiềm năng: HAH

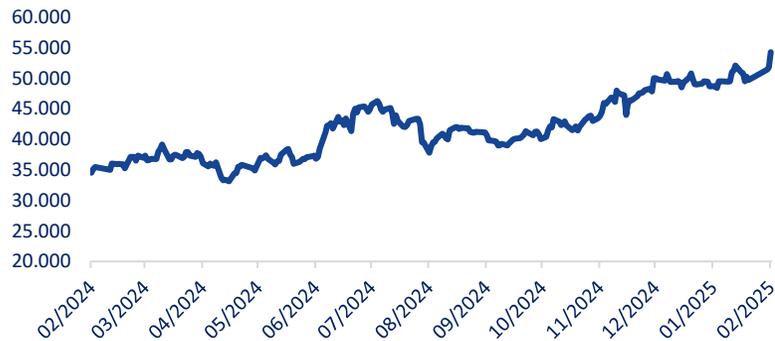
HAH CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An

Giá hiện tại	54.300 VNĐ
Thị giá vốn	6.588,9 tỷ
CP tự do	121.34 triệu
EPS	3.571
P/E	15.21

Kết quả kinh doanh



Biến động giá 1 năm



Kết quả kinh doanh

Năm 2024, HAH ghi nhận doanh thu 3.992 tỷ đồng (+52,8%) svck. LNST tăng đột biến 124%, tương ứng 800 tỷ đồng. Kết quả tăng trưởng ấn tượng này là do HAH đã đưa 4 tàu mới vào hoạt động giúp nâng công suất độ tàu. Ngoài ra, sản lượng và giá cước vận tải tăng cũng thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận.

Điểm nhấn đầu tư

- **Hoạt động cho thuê tàu duy trì tăng trưởng.** Chúng tôi kỳ vọng HAH có thể tái ký các hợp đồng mới với mức giá cho thuê trung bình khoảng 20.000 USD/ngày (+20% svck). Đáng chú ý, tàu HaiAn GAMA được hãng Maersk thuê định hạn 2 năm với giá thuê dự kiến là 31.000 USD/ngày có thể đóng góp khoảng 283 tỷ đồng doanh thu cho thuê tàu trong năm 2025.
- **Tăng trưởng xuất nhập khẩu thúc đẩy hoạt động tự khai thác tàu.** Với kỳ vọng nhu cầu xuất nhập khẩu trong nước duy trì tăng trưởng trong năm 2025, cùng với việc các doanh nghiệp sẽ dịch chuyển sản xuất khỏi Trung Quốc để né tránh những ảnh hưởng của cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, chúng tôi cho rằng sản lượng xuất nhập khẩu hàng hóa tiếp tục tăng trong thời gian tới. Từ đó, doanh thu tự khai thác tàu của HAH ước tính có thể tăng thêm 12% trong năm 2025.

Rủi ro

- **Hoạt động thương mại toàn phục hồi chậm hơn so với kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến giá cước vận tải.**
- **Mức thuế quan của Mỹ áp lên hàng hóa Trung Quốc thấp hơn so với dự kiến trước đó có thể dẫn đến khối lượng hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam không còn được hưởng lợi một cách rõ rệt.**

Định giá

Ước tính năm 2025, HAH ghi nhận **doanh thu 4.800 tỷ đồng (20,2% svck)**. LNST đạt **900 tỷ đồng (+12, % sock)**. Mảng cho thuê tàu kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh. Trong khi mảng tự khai thác duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định.

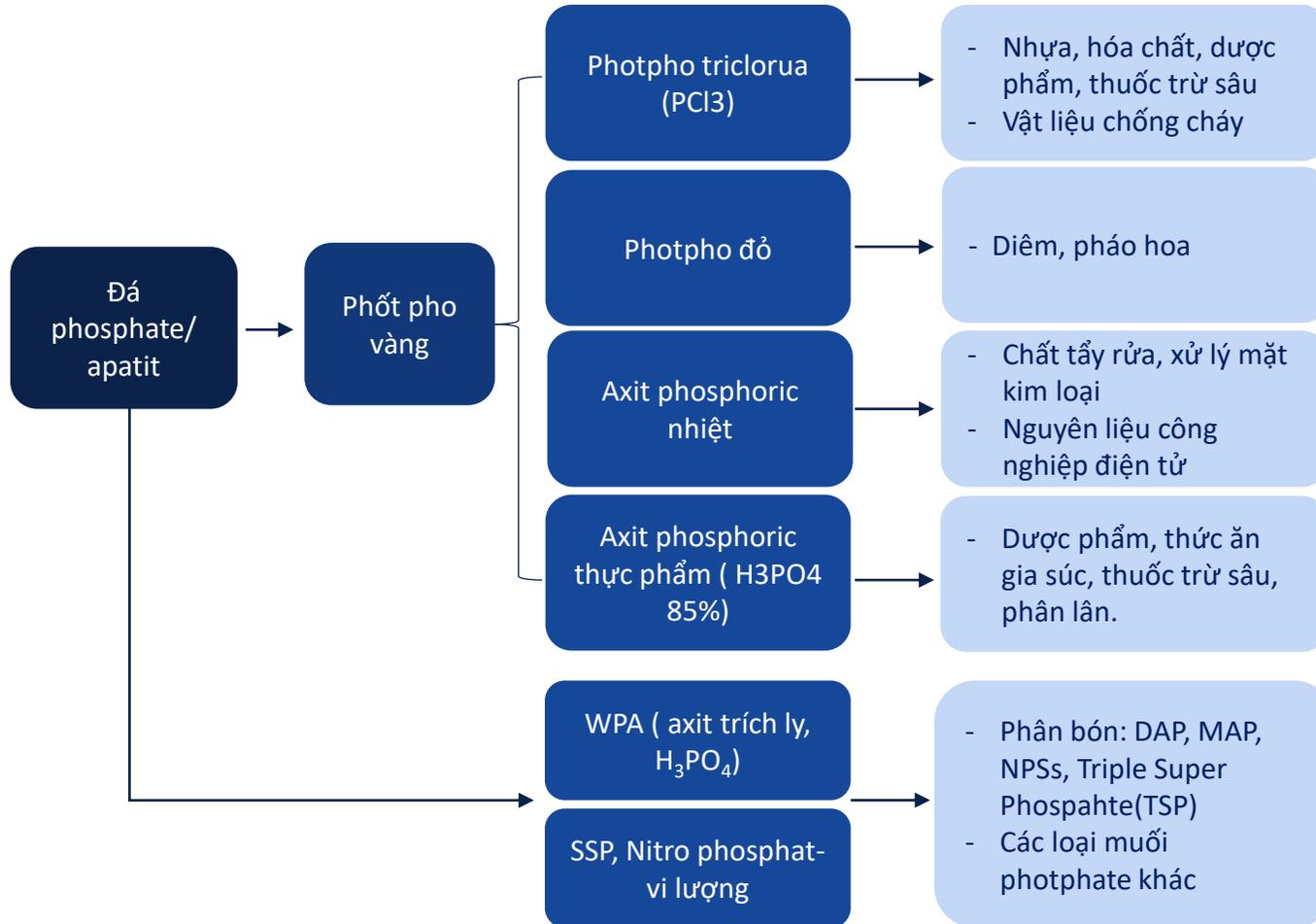
Ước tính giá trị hợp lý của HAH là khoảng **60.000 đồng/cổ phiếu**.

III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

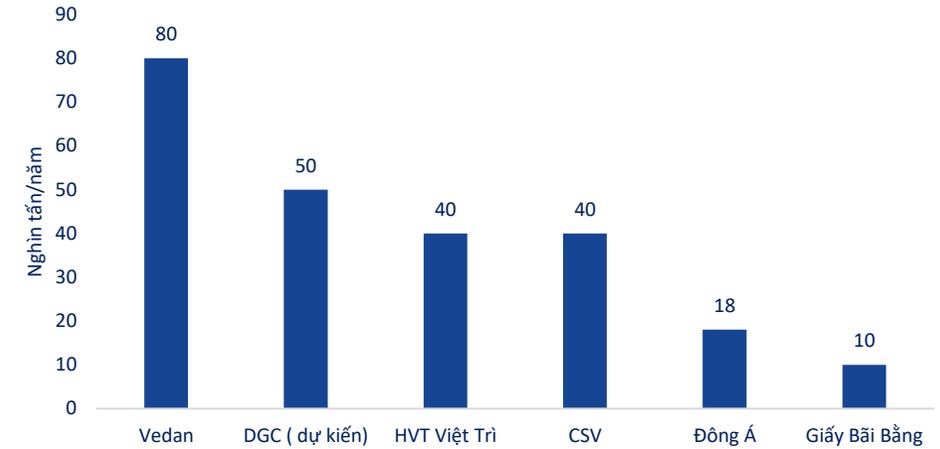
6. HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Tổng quan về thị trường hóa chất – phân bón

Chuỗi đầu ra/ứng dụng của các sản phẩm có gốc Phosphate



Công suất tối đa sản xuất xút của Việt Nam (hiện tại mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu nội địa)



Top 4 quốc gia có kim ngạch xuất khẩu xút lớn nhất thế giới 2023 (nghìn USD)



Nguồn: worldbank, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Photpho vàng - Giá photpho khó giảm về vùng giá trước covid nhưng chưa thể tăng mạnh trở lại

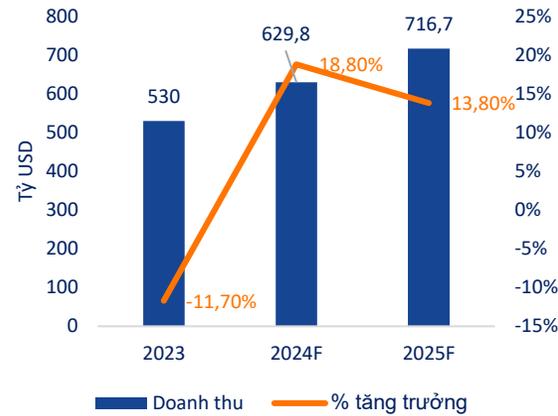
Nhu cầu quay trở lại thúc đẩy sự hồi phục của giá, giúp giá khó giảm về trước covid

- Sản phẩm về photpho vàng là chất bán dẫn cũng liên tục tăng trưởng. Theo WSTS dự báo thị trường bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng 12,5% năm 2025. Trong đó, nhu cầu đến từ pin cho xe điện tăng mạnh. Còn theo dự báo mới nhất từ Gartner, Inc., doanh thu bán dẫn toàn cầu dự kiến sẽ tăng 14% vào năm 2025, đạt tổng cộng 717 tỷ đô la. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi nhu cầu bán dẫn liên quan đến AI liên tục tăng và sự phục hồi trong sản xuất điện tử, trong khi nhu cầu từ các ngành ô tô và công nghiệp vẫn còn yếu.
- **Nguồn cung quặng hạn chế:** Trữ lượng và lượng khai thác phosphate ngày càng giảm. Nguyên nhân do Trung Quốc từng là quốc gia đi đầu trong thị trường xuất khẩu về các mặt hàng photpho, nhưng sản lượng và giá trị xuất khẩu của nước này đã giảm mạnh từ khoảng 113.000 tấn vào năm 2004 xuống dưới 1.000 tấn vào năm 2023, chủ yếu do nước này hạn chế xuất khẩu khoáng sản thô và tăng cường sử dụng trong nội địa.

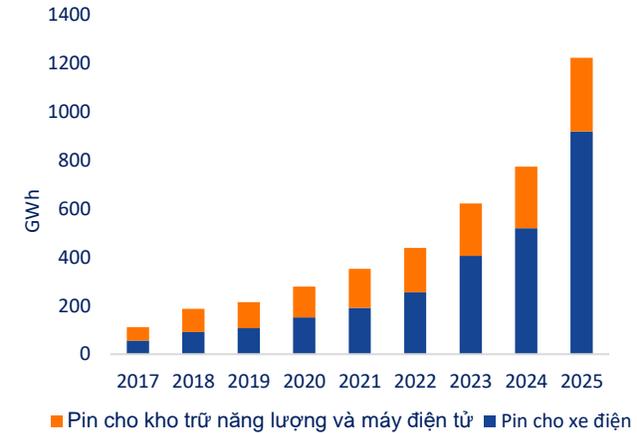
Tuy nhiên, có sự phân hóa nhẹ giữa các khu vực khiến giá chưa thể tăng mạnh

- Tại thị trường Châu Âu và Bắc Mỹ, hàng tồn kho tăng cao cùng áp lực nhu cầu thấp ở khu vực hạ nguồn đã khiến giá photpho vẫn tiếp tục giảm. Bên cạnh đó, việc gián đoạn chuỗi logistic khiến kéo dài thời gian giao hàng, làm chi phí của các nhà sản xuất, bán lẻ tăng cao.
- Ở chiều ngược lại, giá photphat tại các nước Châu Á có phần hồi phục nhẹ kể từ đáy được hình thành vào tháng 7/2023.

Dự báo doanh thu bán dẫn trên toàn thế giới, 2023-2025



Dự báo nhu cầu cho pin LFP toàn cầu



Giá photpho vàng



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Xút (NaOH) – Sự liên kết giữa nhu cầu thấp và mức cung hạn chế sẽ giúp giá cân bằng

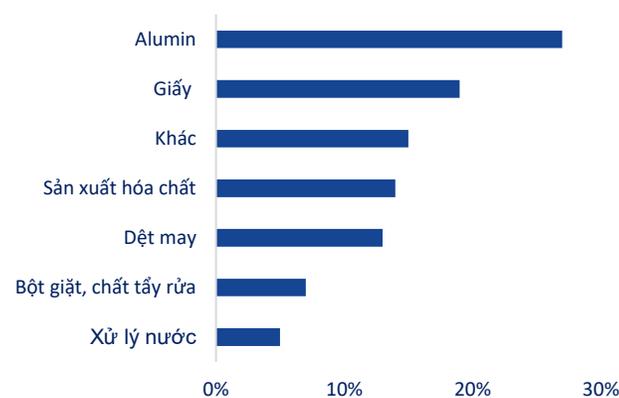
Nhu cầu Alumina toàn cầu yếu ở đầu năm và phục hồi vào cuối năm

- Nhôm Oxit (Alumina) là sản phẩm đầu ra chiếm phần lớn của xút. Trong đó, tiêu thụ ngành xây dựng là động lực chính của ngành công nghiệp Alumina. Ngoài ra, Xút còn là nguyên liệu đầu vào cho việc sản xuất giấy, sản xuất chất tẩy rửa, ngành công nghiệp dệt nhuộm,...
- Thị trường Trung Quốc được kỳ vọng sẽ là thị trường chính trong việc hồi phục nhu cầu nhờ ngành công nghiệp xây dựng tăng trở lại. Đặc biệt khi năm 2025, Trung Quốc cam kết sẽ chi tiêu công nhiều hơn để thúc đẩy tiêu dùng và hỗ trợ nền kinh tế với mục tiêu tăng trưởng là 5%.
- Tại Hoa Kỳ, một số nguồn alumina lớn đã bị mất trong năm 2024, bao gồm Rio Tinto và Alcoa (công suất hàng năm của 2 công ty này là 5,19 triệu tấn) dự kiến sẽ không quay lại sản xuất bình thường cho đến Q2/2025 chủ yếu do tình trạng thiếu hụt cung từ quặng boxit. Điều này khiến nhu cầu xút cũng bị giảm đi đáng kể tại Hoa Kỳ. Tuy nhiên, kỳ vọng các nhà máy sẽ quay trở lại hoạt động bình thường vào Q3/2025 giúp tăng nhu cầu của xút, khiến giá thành tăng nhẹ

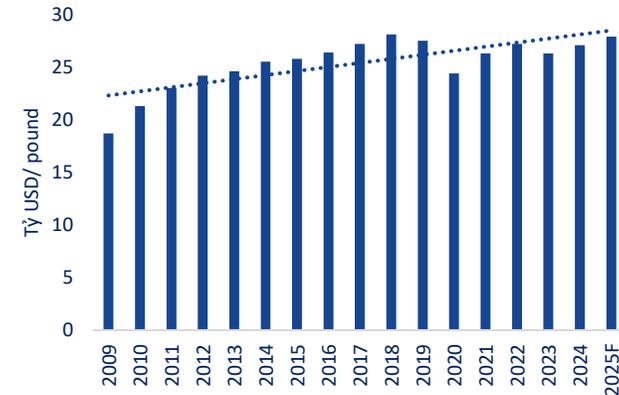
Chuỗi cung ứng bị gián đoạn tại Hoa Kỳ khiến nguồn cung đẩy ra thị trường bị hạn chế

- Thách thức chuỗi cung ứng tại Mỹ khi các cuộc đàm phán lao động đường sắt gặp khó khăn do xung đột giữa các công đoàn vận tải tại Tuyến đường CSX và Union Pacific → Thời gian giao hàng xút được điều chỉnh từ 14 ngày đối với xe tải hàng rời, toa tàu, và bao tải siêu lớn, lên đến 21-28 ngày.

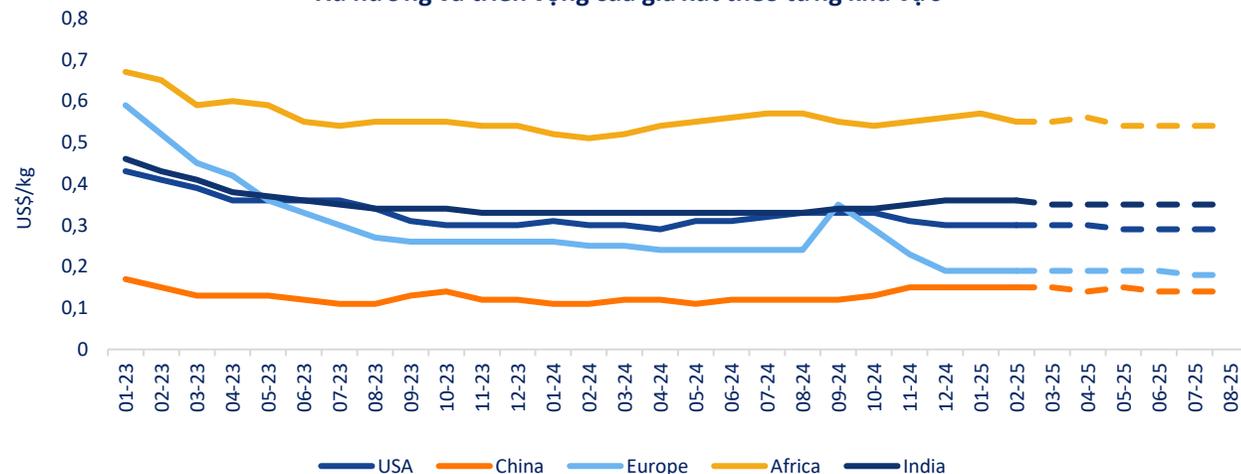
Ứng dụng của xút vào các nền công nghiệp trên thế giới



Nhu cầu Nhôm Oxit ở Bắc Mỹ



Xu hướng và triển vọng của giá xút theo từng khu vực



Nguồn: Aluminum Association, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Phân bón – Biên lợi nhuận gộp dự kiến tăng cao nhờ giá đầu vào giảm

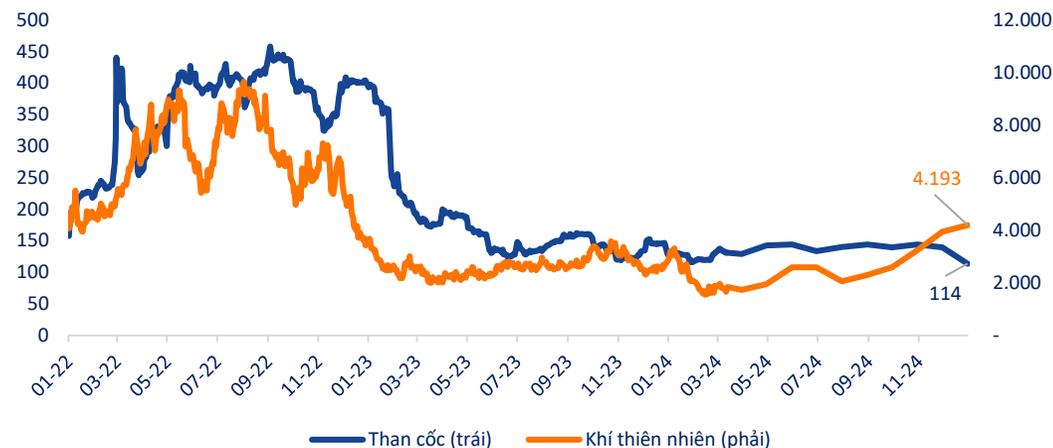
Giá nguyên liệu đầu vào có thể tăng nhẹ so với đầu năm

- *Giá than đá Newcastle tiếp tục giảm do lượng cung cao kỷ lục trong khi cầu vẫn còn yếu tại Trung Quốc.* Mỗi ngày Trung Quốc trung bình sản xuất ra 14,27 triệu tấn (dữ liệu tháng 11), thiết lập một năm sản xuất than phá kỷ lục trong khi đó cầu lại yếu đi vào cuối năm do nguồn thủy điện dồi dào, thay thế nhiệt điện than. Tuy nhiên, tổng cầu về than của Trung Quốc năm 2024 vẫn đạt ở mức cao, tăng 1% so với năm 2023 và dự báo sẽ đạt đỉnh vào năm 2025. Mặc dù vậy, giá than đá tương lai khó có thể tăng mạnh trở lại do sự chuyển dịch cơ cấu sang năng lượng tái tạo mạnh mẽ tại quốc gia tỷ dân này, giá than dự kiến ở mức thấp 110-120 USD/ tấn trong năm 2025
- *Ngược lại với giá than đá thì giá khí tự nhiên lại tăng mạnh* lên trên 4,1 USD/MMBtu do dự báo thời tiết lạnh hơn bình thường tại Đông Âu và Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, việc đường ống dẫn khí giữa Nga và Ukraina đã chính thức ngừng hoạt động dự kiến cho giá khí sẽ tiếp tục tăng cao.

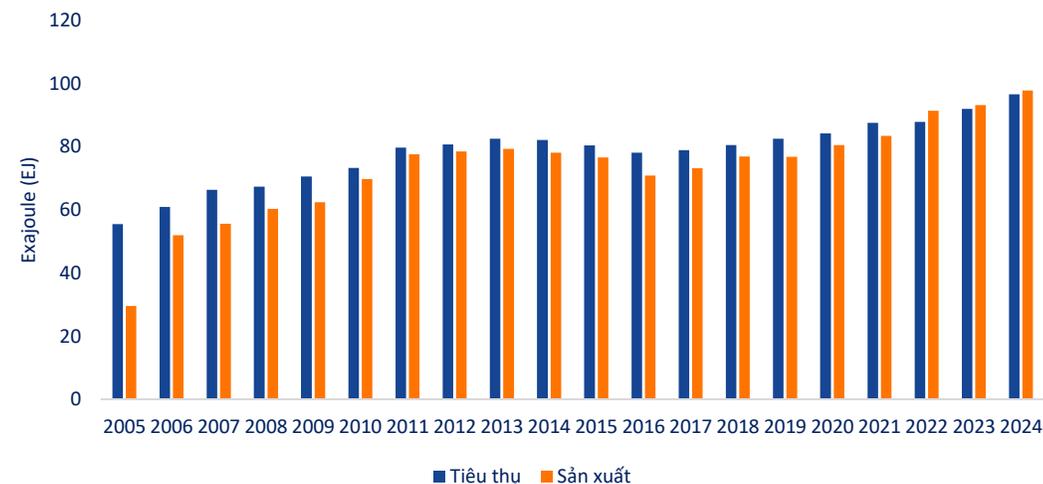
Giá phân bón nội địa hồi phục do kỳ vọng nhu cầu đầu năm cao

- Đối với phân DAP, nhu cầu vẫn được duy trì ổn định và dự định sẽ tăng nhẹ vào vụ mùa Đông Xuân. Bên cạnh đó, việc Trung Quốc hạn chế xuất khẩu kể từ T12/2024 cũng sẽ làm hạn chế lượng cung đổ vào thị trường nội địa cũng như làm giảm khả năng cạnh tranh xuất khẩu tại công ty trong nước ra nước ngoài.
- *Nhu cầu về phân bón gốc phosphate tăng khi diện tích canh tác giảm:* Vì diện tích đất canh tác bình quân đầu người ngày càng ít đi và dân số ngày càng đông nên năng suất nông nghiệp phải tăng để đáp ứng nhu cầu sản xuất lương thực. Tương ứng với việc phải bón các loại phân gốc phosphat đầy đủ và phù hợp.

Giá giao ngay than cốc và khí thiên nhiên (USD/tấn)



Sản Lượng và tiêu thụ than đá của Trung Quốc từ 2005-nay



Nguồn: Investing, Statista, VFS tổng hợp

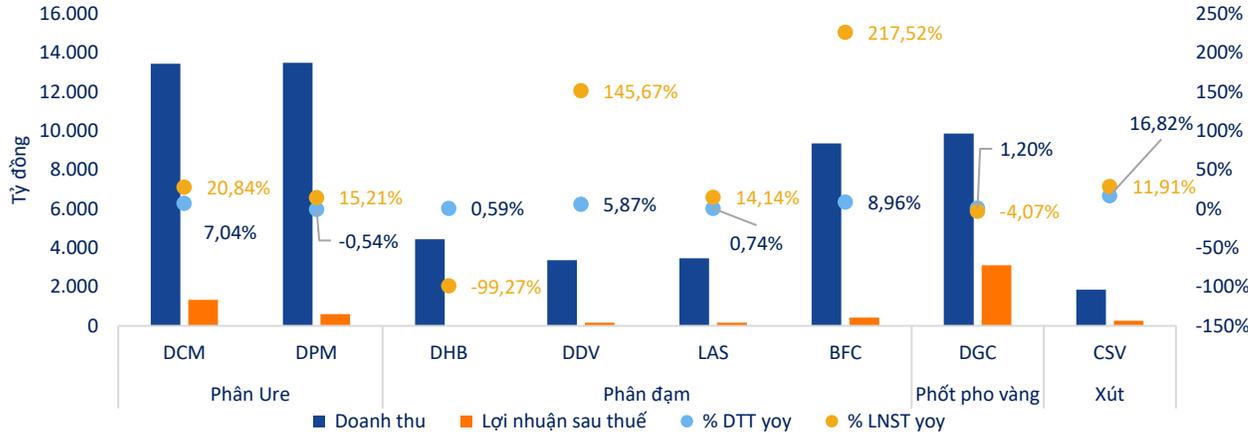


III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

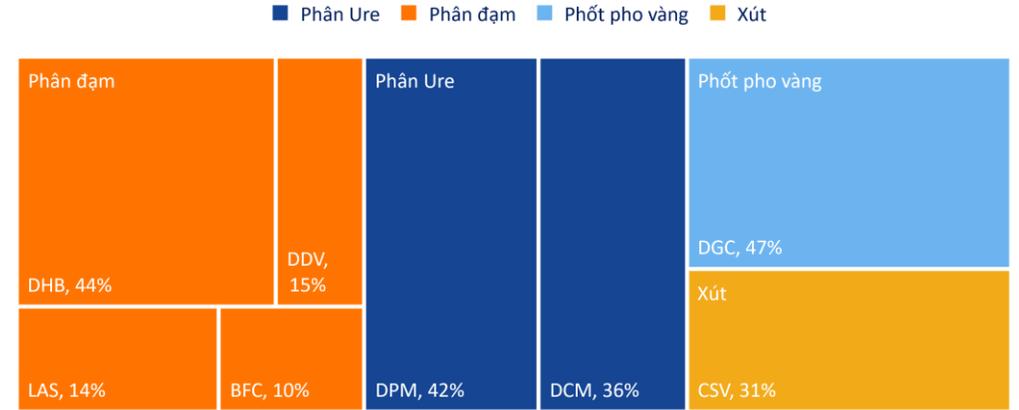
6. HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Biên lợi nhuận cao giúp cho các doanh nghiệp có lợi nhuận phục hồi tốt ngay cả khi doanh thu không tăng trưởng nhiều

Kết quả kinh doanh nhóm ngành phân bón - hóa chất năm 2024

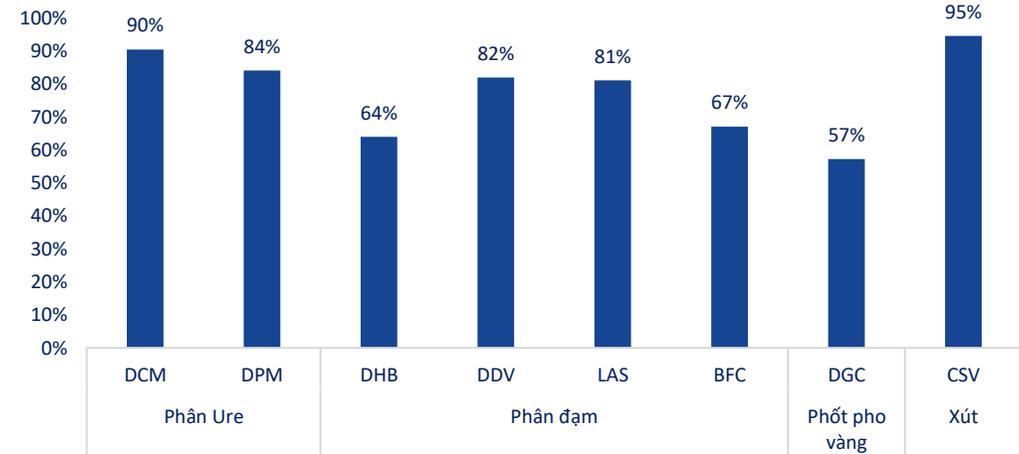


Biên lợi nhuận 2024



- **Nhìn chung kết quả kinh doanh và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp phân bón 2024 đều tăng mạnh**, chủ yếu do nền nhu cầu và giá bán năm 2023 thấp. Sang năm 2024, giá thành các loại phân bón hồi phục trở lại. Cùng với đó, nhu cầu hồi phục sau El nino cũng khiến cho doanh thu và lợi nhuận tăng chóng mặt.
- **DDV và BFC gây ấn tượng với việc LNST tăng trưởng mạnh** (lần lượt 145% và 217% yoy). Nguyên nhân do giá các loại phân lân (DAP, MOP) trong 2024 duy trì ở mức cao và ít biến động hơn phân ure
- **Nhóm hóa chất cơ bản** biến động nhẹ khi nhu cầu cũng như giá của phốt pho vàng vẫn ở mức thấp, ngang với năm 2023.
- **Hầu hết các doanh nghiệp nhóm phân bón đều đã khấu hao hết** giúp biên lợi nhuận ròng tăng so với các năm trước

Hầu hết các doanh nghiệp hóa chất - phân bón đều đã khấu hao hết



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

6. HÓA CHẤT – PHÂN BÓN

Cổ phiếu tiềm năng: DGC

DGC

Đức Giang

Giá hiện tại	111.100 VNĐ
Vốn hóa	42.193,4 tỷ
CP tự do	227.868 triệu
EPS	7.869 VNĐ
P/E	14,12

Kết quả kinh doanh của DGC



Biến động của DGC và VN-Index trong năm 2024-nay



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh

2024, doanh thu thuần và lãi ròng lần lượt là 9.865,3 nghìn tỷ đồng (tăng 1,2% svck) và 3.109,57 tỷ đồng (- 4,07% svck). Do thu tăng nhờ mảng bán thành phẩm chính là phốt pho vàng tăng nhẹ 13% svck. Lãi ròng tại công ty mẹ cũng tăng 0,3% yoy nhưng do điều chuyển lợi nhuận giữa các công ty con cũng như tiền cổ tức đến từ mảng ắc quy giảm nhẹ khiến cho lợi nhuận ròng hợp nhất giảm 4%.

Điểm nhấn đầu tư

- Nhu cầu về các sản phẩm gốc phốt pho tiếp tục gia tăng** khi diện tích đất trồng trọt suy giảm. Bên cạnh đó, nhu cầu về các sản phẩm chip bán dẫn cũng sẽ tiếp tục tăng mạnh giúp cầu về phốt pho vàng tăng cao. Từ đó giúp mảng phốt pho vàng và axit photphoric của DGC có thể hồi phục từ cả sản lượng và giá bán trong năm 2025, với sản lượng và giá bán được dự kiến tăng lần lượt khoảng 16% và khoảng 5%. Kỳ vọng biên lãi gộp mảng hóa chất gốc photpho đạt 36.5% trong 2025
- Liên tục mở rộng tìm kiếm các mỏ quặng apatit nhằm tối ưu hóa nguyên liệu đầu vào** từ các hoạt động M&A, mua mới, mở rộng khai trường,...
- Triển khai hàng loạt các dự án về các sản phẩm mới.** Quý 4/2024, DGC chính thức khởi công giai đoạn 1 dự án Nghi Sơn và dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ năm 2026, đóng góp thêm cho doanh thu của DGC khoảng 12% từ sản phẩm xút. Ngoài ra, nhà máy cùn 50.000 tấn/năm cũng đã chạy thử trong quý 4 và dự kiến sẽ mang lại hàng nghìn tỷ doanh thu mỗi năm cho DGC

Rủi ro

Nhu cầu tiêu thụ phốt pho vàng đi ngang trong khi giá đầu vào các nguyên liệu như điện, than tăng.

Định giá

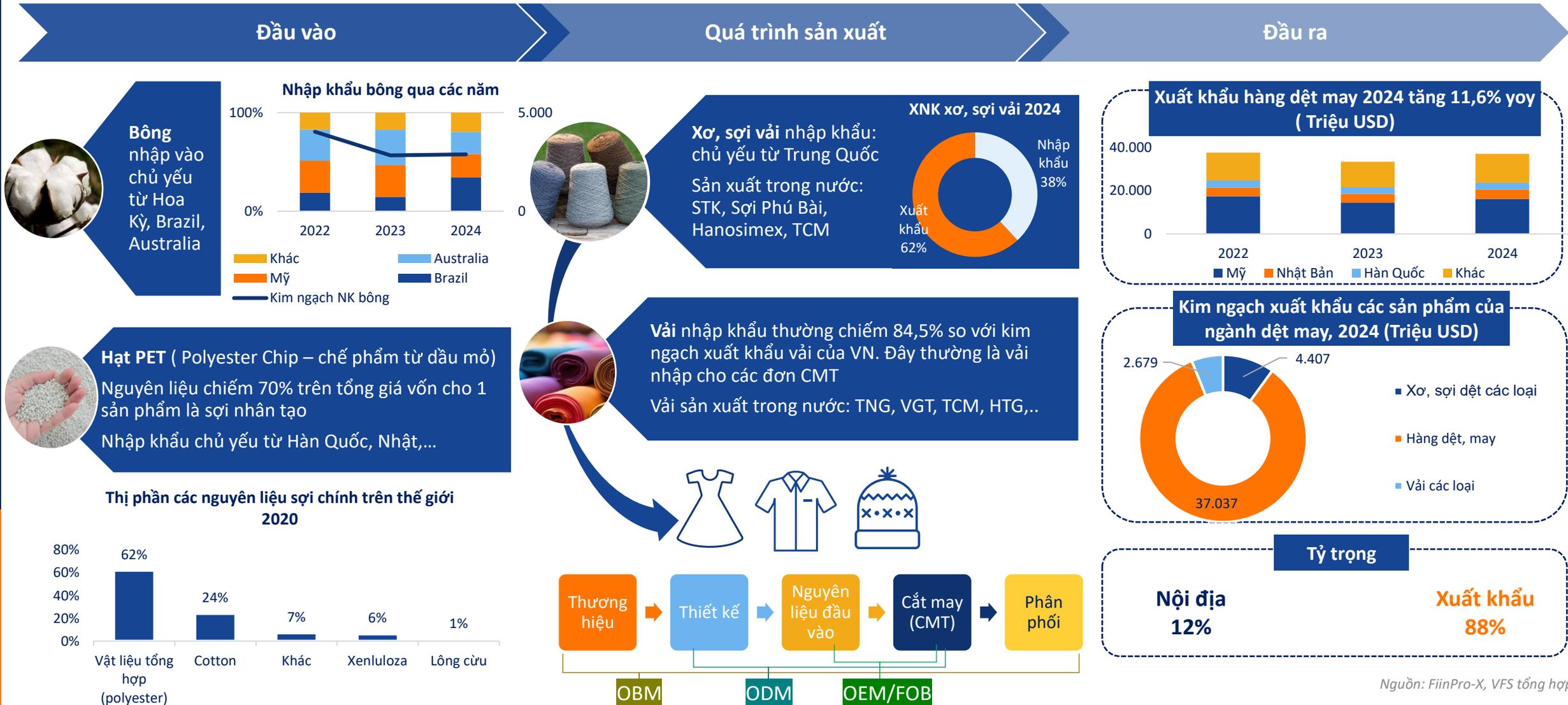
Ước tính năm 2025, DGC sẽ ghi nhận **13.142 tỷ doanh thu (+33,2% YoY)** và **3.891 tỷ LNST** nhờ sự gia tăng nhu cầu từ các sản phẩm về phốt pho
 Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **140.000 VNĐ/cổ phiếu**.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. DỆT MAY

Tổng quan về thị trường dệt may 2024 tại Việt Nam – vươn lên vị trí thứ 2 thế giới

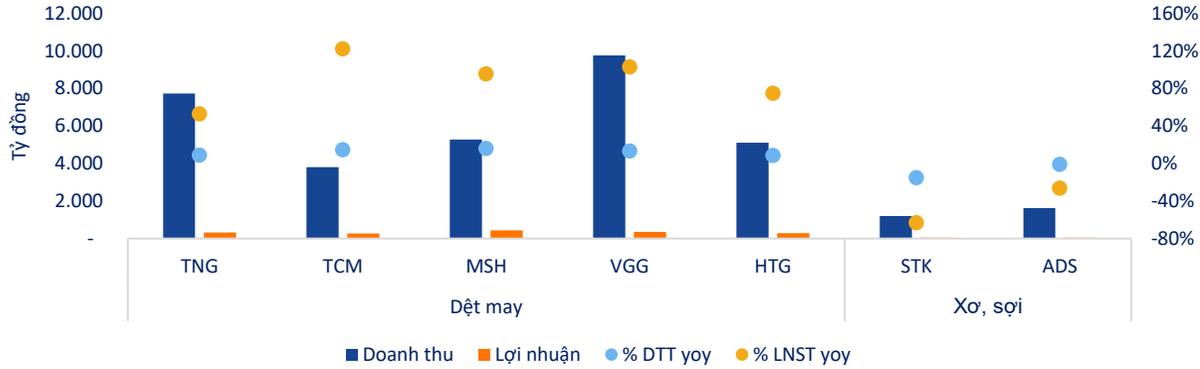


III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. DỆT MAY

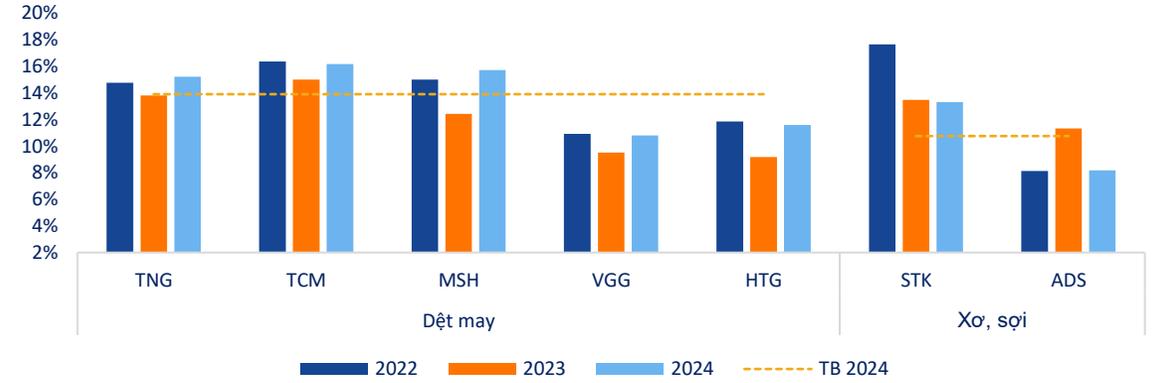
Doanh nghiệp dệt may thành công rực rỡ trong khi doanh nghiệp xơ, sợi cố gắng vượt qua khó khăn

Kết quả kinh doanh của doanh nghiệp dệt may 2024

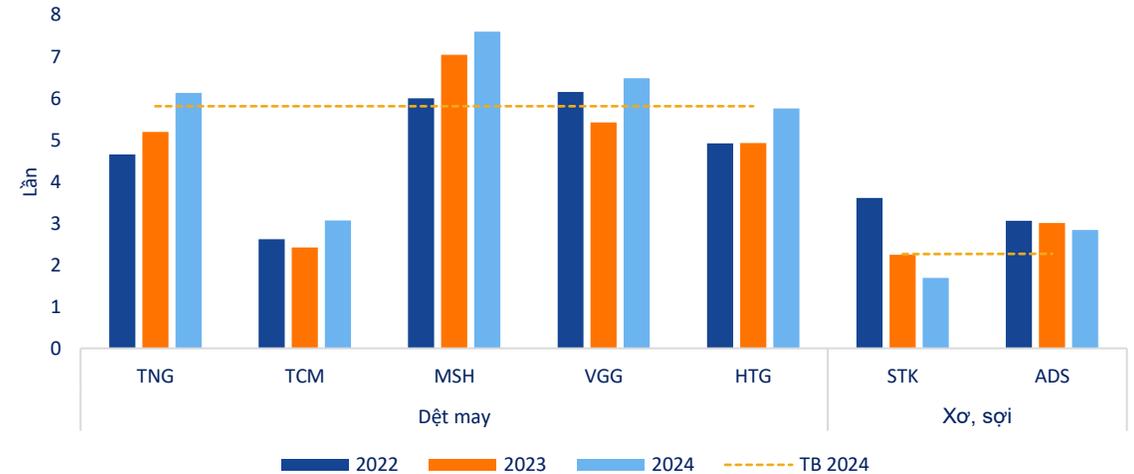


- **Nhìn chung kết quả kinh doanh và khả năng sinh lời của các doanh nghiệp mảng dệt, may đều tăng mạnh**, chủ yếu do nền nhu cầu và giá bán năm 2023 thấp. Sang năm 2024, các đơn hàng bắt đầu quay trở lại, mặc dù giá trị vẫn còn nhỏ và phụ thuộc nhiều vào sự chuyển dịch đơn hàng từ Bangladesh vào cuối năm nhưng đã có sự tăng trưởng vượt trội ở khối lượng. **TCM** là doanh nghiệp có kết quả kinh doanh lẫn biên lợi nhuận tốt nhất trong nhóm này nhờ quy trình sản xuất hoàn thiện (FOB), đây cũng là lý do mà vòng quay hàng tồn của TCM thấp hơn so với các doanh nghiệp khác (chủ yếu là CMT)
- **Ở chiều ngược lại, mảng xơ, sợi vẫn còn đang khá chật vật** khi từ đơn hàng đến biên lợi nhuận đều biến động mạnh. Vòng quay hàng tồn kho cũng giảm đi đáng kể do nhu cầu thấp. Sự biến động nhỏ từ nhu cầu quần áo cũng sẽ ảnh hưởng khá lớn đến cầu của mảng xơ, sợi khiến cho mảng kinh doanh này vẫn chưa thể tạo đáy hồi phục sau hậu Covid.

Biên lợi nhuận nhóm ngành dệt may



Hệ số vòng quay hàng tồn kho



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. DỆT MAY

Triển vọng 2025: Nhu cầu từ các thị trường chủ lực tiếp tục được duy trì

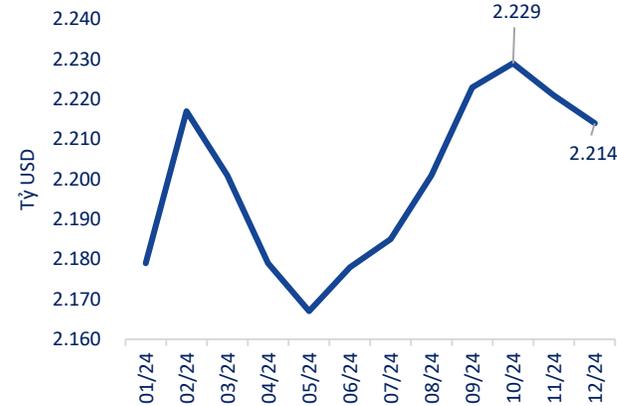
Nhu cầu tiếp tục tăng tại các thị trường chủ lực

- Tồn kho may mặc của thị trường Mỹ (thị trường xuất khẩu top 1 của Việt Nam 2024, tỷ trọng 43,16%) đã giảm nhẹ 0,6% so với đầu quý 4/2024 nhờ sự bùng nổ tiêu dung vào các dịp lễ cuối năm. Nhu cầu lấp đầy hàng tồn kho sẽ quay trở lại. Bên cạnh đó, Việt Nam luôn là nước chiếm thị phần tiêu dùng tại đất nước này (trên 20%) cũng củng cố thêm kỳ vọng về thị trường chủ lực này.
- Nhiều doanh nghiệp dệt may Việt Nam có đơn hàng đến hết quý II/2025 và tiếp tục đàm phán cho các đơn hàng cho quý III/2025

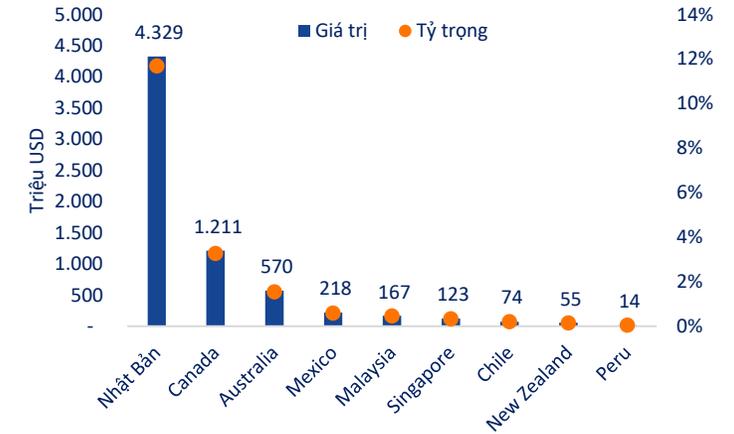
Hưởng lợi nhờ tham gia các hiệp định thương mại CPTPP, FTA

- Tỷ trọng xuất khẩu sang các nước ký hiệp định CPTPP chiếm 18% tổng xuất khẩu dệt, may năm 2024. Trong đó, Nhật Bản và Canada là 2 nước chiếm tỷ trọng cao nhất và tăng trưởng hồi phục trở lại từ vùng đáy 2023. Ngoài ra, Trung Quốc đang có dự định gia nhập vào CPTPP cũng sẽ là cơ hội đối với dệt may Việt Nam khi đây là thị trường có tốc độ tăng trưởng nhập khẩu hàng may mặc Việt Nam lớn nhất, đạt 18,5%
- Giành thị phần tại Mexico: Mexico đã tăng thuế nhập khẩu đối với các nước không thuộc FTA lên 35%

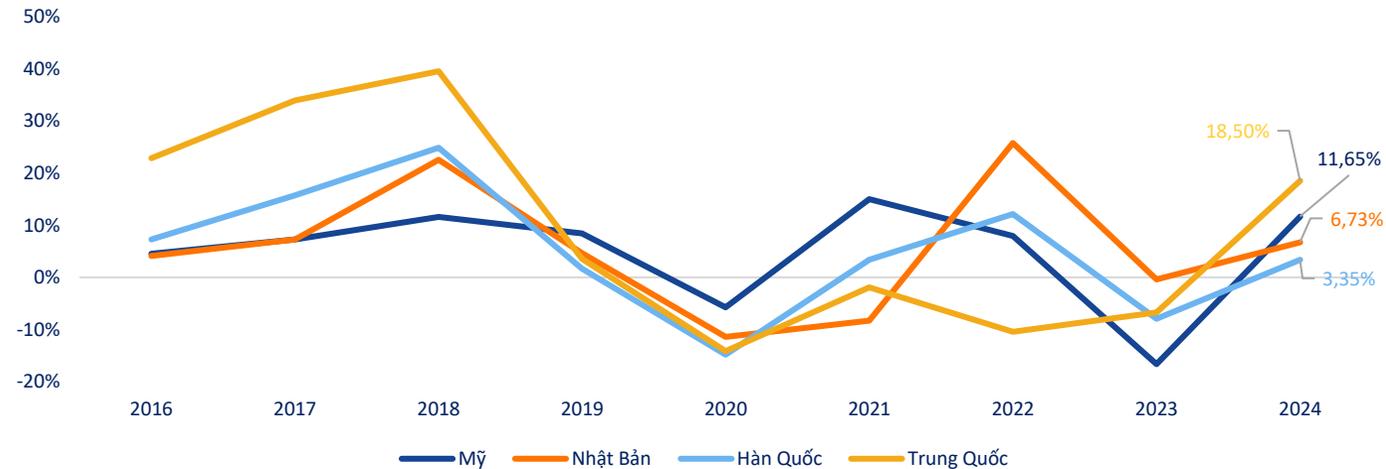
Tồn kho may mặc của Mỹ giảm nhẹ vào cuối năm



Gia trị xuất khẩu mặt hàng dệt, may sang các nước CPTPP của Việt Nam



Tăng trưởng xuất khẩu hàng dệt, may Việt Nam sang các nước lớn



Nguồn: Ychart, FiinPro-X



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. DỆT MAY

Triển vọng 2025: Hưởng lợi ngắn hạn từ Bangladesh không còn nhiều, áp lực từ nền cao

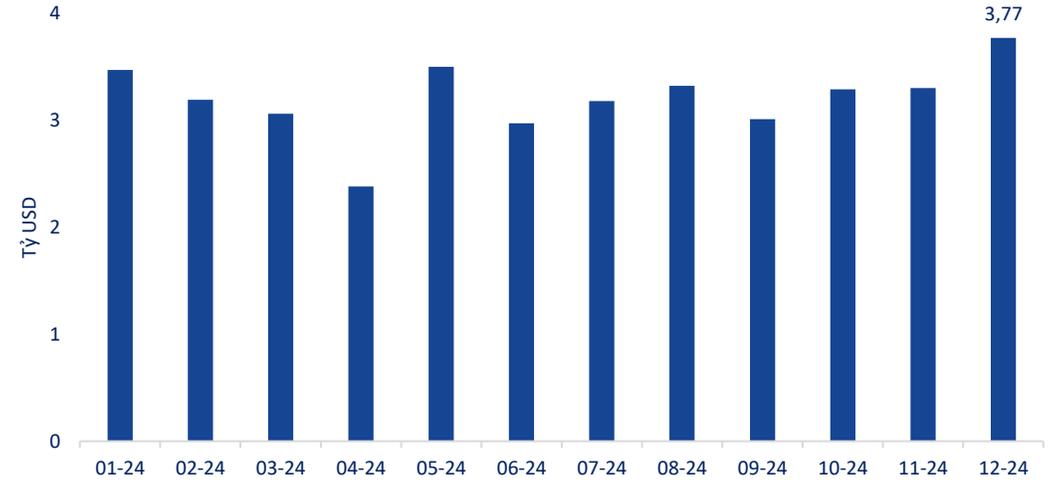
Ngành dệt may của Bangladesh vững vàng trước thách thức

- Xuất khẩu hàng may mặc may sẵn (RMG) của Bangladesh đạt 38,48 tỷ USD vào năm 2024, tăng 7,23% so với 2023, bất chấp bất ổn chính trị và kinh tế. Ngành ghi nhận tăng trưởng tích cực trong 10/12 tháng, đặc biệt tháng 12 đạt đỉnh với 3,77 tỷ USD, tăng 17,45%. Tháng 8, mặc dù có biến động chính trị, xuất khẩu vẫn tăng 7,2%, đạt 3,32 tỷ USD.
- Lãnh đạo BGMEA nhấn mạnh cơ hội từ việc tăng đơn đặt hàng tại Mỹ và EU, đồng thời tập trung vào sản phẩm giá trị gia tăng, mở rộng thị trường mới. Trong kịch bản cơ sở Vinatex đưa ra, xuất khẩu dệt may của Bangladesh sẽ phục hồi lại mức bình thường từ sau quý 2/2025. Bangladesh có những lợi thế về thuế quan, ưu đãi cho nước kém phát triển
- Tuy nhiên, áp lực chung về khủng hoảng năng lượng và vấn đề tài chính vẫn còn tồn tại sẽ là cơ hội để Việt Nam và các nước khác tranh giành thị phần.

Áp lực về tăng trưởng cho năm 2025 do vùng nền cao

- 8 tháng đầu năm 2024, xuất khẩu may mặc Việt Nam chỉ tăng nhẹ so với vùng nền thấp 2023. Dần về cuối năm, nhờ đơn hàng chuyển dịch từ Bangladesh, Việt Nam đã vươn lên vị trí thứ 2 thế giới, chỉ sau Trung Quốc về tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may (hơn cả Ấn Độ khi đây là nước được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhiều nhất trong sự chuyển dịch đơn hàng từ Bangladesh)
- Tuy nhiên, dư địa khai thác đơn hàng dịch chuyển từ nước này không còn nhiều. Chưa kể phần lớn đơn hàng chảy về từ năm đầu có giá trị không lớn. Nếu theo kịch bản bình thường thì Bangladesh sẽ phục hồi sau quý 2/2025, điều này sẽ khiến việc cạnh tranh sẽ trở nên khốc liệt hơn trong nửa cuối năm 2025 cũng như áp lực tăng trưởng cao do vùng nền 2024 tăng mạnh.

Kim ngạch xuất khẩu ngành may mặc của Bangladesh trong năm 2024



Kim ngạch xuất khẩu ngành dệt may của top 4 nước trên thế giới



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. DỆT MAY

Triển vọng 2025: Mảng xơ, sợi – mở rộng chiều ngang trong lúc biên lợi nhuận còn thấp

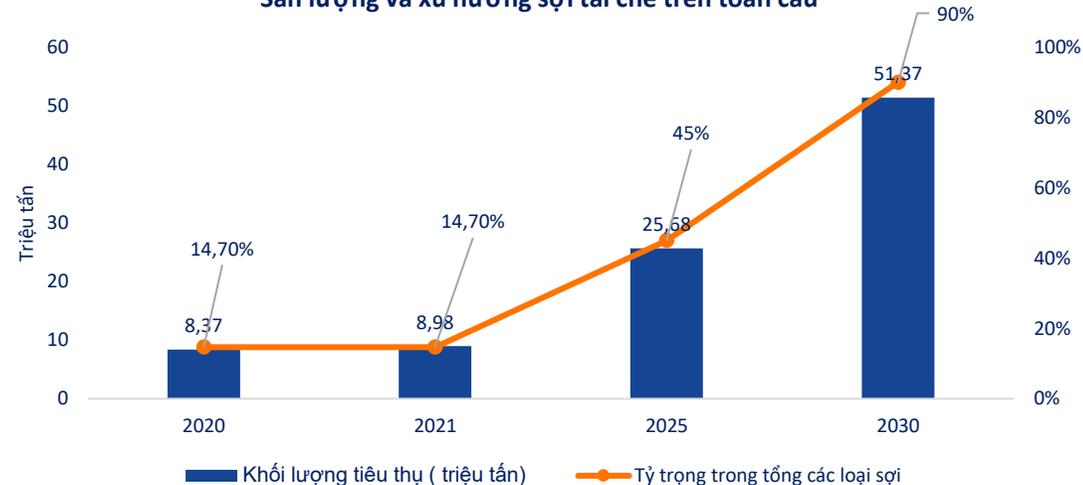
Doanh nghiệp đầu tư mở rộng sản xuất, nghiên cứu các loại xơ, sợi tái chế

- Dự án Sợi tổng hợp Unitex của STK – Nhà máy Unitex đã hoàn thiện lắp đặt và chạy thử toàn bộ hệ thống, sẵn sàng sản xuất nhưng còn chờ hoàn tất thủ tục về phòng cháy chữa cháy. Nếu mọi việc thuận lợi, nhà máy sẽ đi vào sản xuất thương mại từ quý 2/2025 và tạo ra 60.000 tấn sợi/năm (Sợi POY, DTY, sợi tái chế), nâng công suất lên gấp đôi. Ngoài ra, STK cũng liên tục nghiên cứu và cho ra các loại sợi mới, có khả năng bảo vệ môi trường và giá trị gia tăng cao như: COOL FEEL, 8-mountain-flat, sợi chập spandex,
- TCM cũng liên tục cho ra mắt các loại vải chống cháy, sợi vải tái chế và thân thiện với môi trường như: Polyeste, Viscose và Cotton tái chế.
- Ngoài các doanh nghiệp Việt, Recover – nhà sản xuất xơ bông nổi tiếng thế giới cũng đã khai trương cơ sở sản xuất thứ 4 của mình ở Việt Nam tại KCN Nhơn Trạch 2. Dự án dự kiến đi vào hoạt động vào đầu năm 2025. Mỗi năm cơ sở này sẽ cho ra 10.000 tấn sợi tái chế chất lượng cao, tác động môi trường thấp.

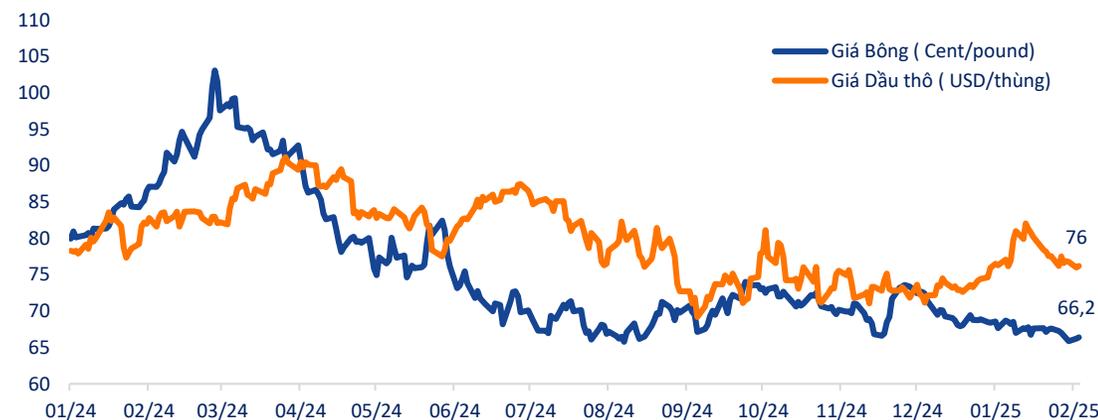
Biên lợi nhuận thấp do đơn hàng giá rẻ - giá xơ, sợi thành phẩm lại thấp

- Sợi bông: nhu cầu hàng thành phẩm yếu cùng với hàng tồn kho gia tăng khiến cho giá bông đầu vào và cả đầu ra liên tục thấp.
- Sợi tổng hợp: có sự phân cực đối với sợi bông khi polyester và viscose ổn định hơn nhờ giá đầu đi ngang. Lực cung bị hạn chế, và sự thay đổi nhu cầu từ các sản phẩm hạ nguồn bao gồm xơ và sợi polyester cũng khiến cho giá thành của sợi tổng hợp duy trì ở mức ổn định, đặc biệt tại Trung Quốc và Ấn Độ.

Sản lượng và xu hướng sợi tái chế trên toàn cầu



Giá nguyên liệu đầu vào chính của các loại xơ, sợi



Nguồn: Investing, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

7. DỆT MAY

Cổ phiếu tiềm năng: MSH

MSH

Giá hiện tại	51.500 VNĐ
Vốn hóa	3.968,2 tỷ
CP tự do	227.868 triệu
EPS	5.854 VNĐ
P/E	9,68

May Sông Hồng

Kết quả kinh doanh

Doanh thu thuần và LNST của MSH năm 2024 đạt lần lượt 5.280,4 tỷ (+16,26% yoy) và 439,9 tỷ (+79,37% yoy). Doanh thu bán thành phẩm tăng mạnh khi về cuối năm nhờ tính mùa vụ (cuối năm có nhiều ngày lễ) giúp mảng này của MSH tăng nhẹ 15%. Biên lợi nhuận gộp cũng hồi phục trở lại, quay về mức trên 15% nhờ nhu cầu tiêu thụ từ các nước EU và Mỹ phục hồi cả về chất lượng và số đơn hàng.

Điểm nhấn đầu tư

- **Xuất khẩu may mặc của Việt Nam năm 2025 tiếp tục tăng trưởng** trên mức nền cao nhờ nhu cầu tại các thị trường lớn là Mỹ và EU tiếp tục tăng. Nhiều doanh nghiệp dệt may đã có đơn hàng đến hết quý II và quý III năm 2025
- **MSH có thể chủ động đến 60% nguyên liệu đầu vào giúp biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao hơn trung bình ngành (13,91%).**
- **Nâng cao công suất sản xuất khi đi vào hoạt động 2 nhà máy May Xuân Trường và nhà máy may Sông Hồng 10.** Đối với nhà máy Xuân Trường, MSH dự kiến sẽ đi vào hoạt động 50% công suất vào năm 2025 và đạt 100% công suất vào 2027, giúp tăng 25% tổng công suất của MSH.
- **Mở rộng đầu tư sang Ai Cập** – nơi có chi phí nhân công rẻ và được hưởng nhiều ưu đãi thuế quan từ các thị trường chủ chốt của MSH như Mỹ và EU.

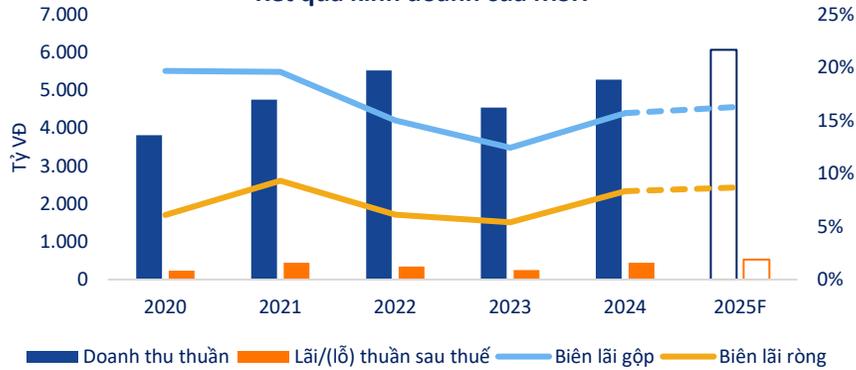
Rủi ro

Sự biến động của tỷ giá ảnh hưởng đến chi phí lãi vay.

Định giá

Ước tính năm 2025, MSH sẽ ghi nhận 6.072 tỷ doanh thu (+15% YoY) và 528,3 tỷ LNST (+ 20% YoY) nhờ sự gia tăng nhu cầu và đơn hàng từ các thị trường lớn
Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **63.000 VND/cổ phiếu** nếu giữ nguyên mức P/E hiện tại là 9 lần

Kết quả kinh doanh của MSH



Biến động của MSH so với VN-Index trong năm 2024-nay



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. XÂY DỰNG HẠ TẦNG & VẬT LIỆU XÂY DỰNG

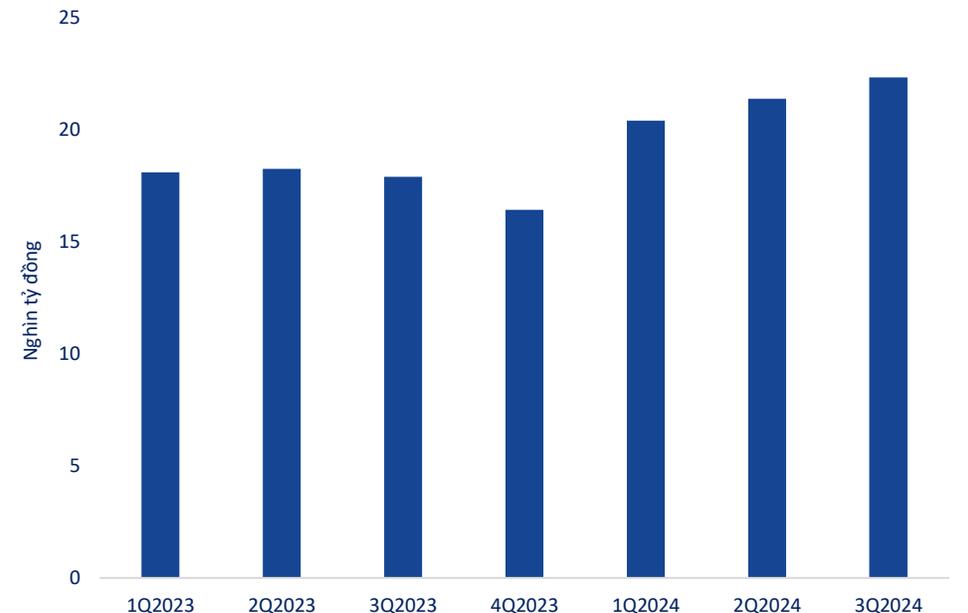
Doanh nghiệp xây dựng hạ tầng hưởng lợi từ việc đầu tư công được chú trọng trong năm 2025

- Trong bối cảnh nền kinh tế đối mặt với nhiều thách thức từ quốc tế, hoạt động đầu tư công sẽ là trọng tâm với kế hoạch vốn triển khai cho năm 2025 là khoảng 790 nghìn tỷ đồng (+20,2% yoy), mức kế hoạch cao thứ 2 trong giai đoạn đầu tư trung hạn 2021 – 2025. Trong đó, trọng tâm đầu tư cho các dự án dự kiến hoàn thành trong kỳ kế hoạch trung hạn; đồng thời bố trí vốn cho công tác chuẩn bị đầu tư các dự án khởi công mới trong thời gian tiếp theo. Nhờ những sửa đổi về hành lang pháp lý (Luật đầu tư công sửa đổi), tình hình giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ đạt con số cao, tạo ra động lực tăng trưởng cho ngành xây dựng hạ tầng và vật liệu xây dựng.
- Thực tế, hoạt động thi công dự án của các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng đã hồi phục đáng kể trong năm 2024 khi giá trị hàng tồn kho của một số các doanh nghiệp tiêu biểu (như HHV, VCG, C4G,..) đã liên tục tăng trong năm vừa qua. Với việc tiến độ triển khai các dự án dự án còn tương đối thấp, dư địa cho ngành xây dựng hạ tầng còn rất lớn trong năm 2025 khi các dự án sẽ chịu áp lực hoàn thành đúng tiến độ trong năm cuối của kế hoạch đầu tư trung hạn.

Danh sách các nhà thầu và tiến độ một số dự án trọng điểm trong kế hoạch đầu tư trung hạn

Dự án	Tổng vốn đầu tư	Tiến độ hoàn thành	Danh sách nhà thầu	Năm khởi công	Năm hoàn thành
Cao tốc Bắc - Nam (GĐ 2)	147	60% giá trị hợp đồng	HHV, VCG, LCG, FCN, C4G	2021	2025
Đường vành đai 3 (TP.HCM)	75	24% giá trị xây lắp	C4G	2022	2025
Cao tốc Biên Hòa Vũng Tàu	17,8	Hoàn thành 20% khối lượng xây lắp và 75% các hạng mục con	VCG, LCG, CC1	2023	2025
Sân bay Long Thành (GĐ 1)	114,5	Hoàn thành 40% giá trị hợp đồng (tính đến tháng 11/2024)	VCG, C4G, ACV	2021	2026
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	44,5	Hoàn thành 16% giá trị hợp đồng	VCG	2023	2026
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	21,935	Hoàn thành 26% giá trị hợp đồng	HHV, VCG, LCG, FCN, C4G	2023	2027
Đường vành đai 4 (Hà Nội)	86	Hoàn thành 43% giá trị hợp đồng	VCG, C4G, ACV	2023	2027
Cao tốc Long Thành - Dầu Giây (GĐ 2)	15	Đang chào thầu	Đang chào thầu	2025	2026
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	20,1	Đang chào thầu	Đang chào thầu	2025	2027
Cao tốc TP.HCM - Chơn Thành	17,4	Đang chào thầu	Đang chào thầu	2025	2027

Giá trị hàng tồn kho của một số doanh nghiệp xây dựng hạ tầng



Nguồn: VFS tổng hợp

Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

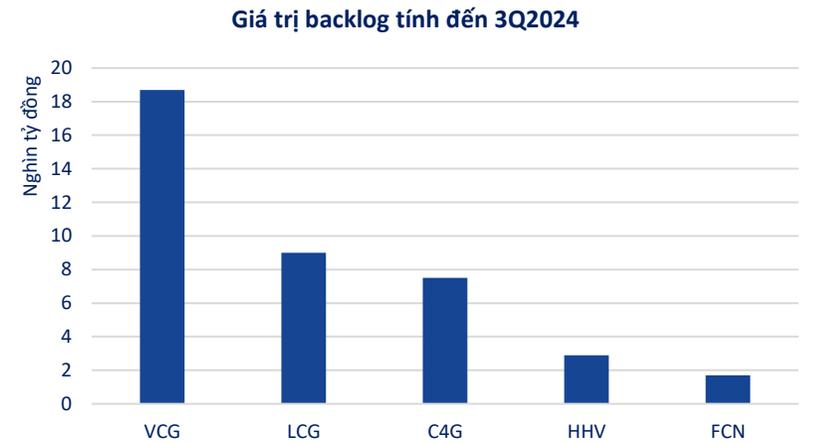
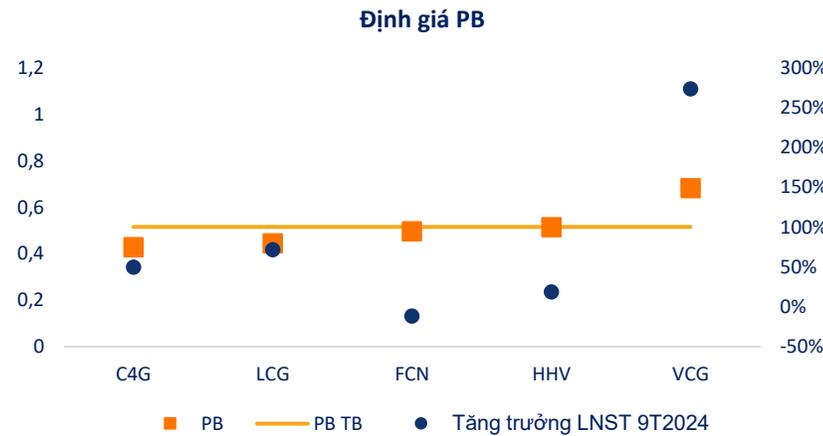


III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. XÂY DỰNG HẠ TẦNG & VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Doanh nghiệp xây dựng hạ tầng hưởng lợi từ việc đầu tư công được chú trọng trong năm 2025

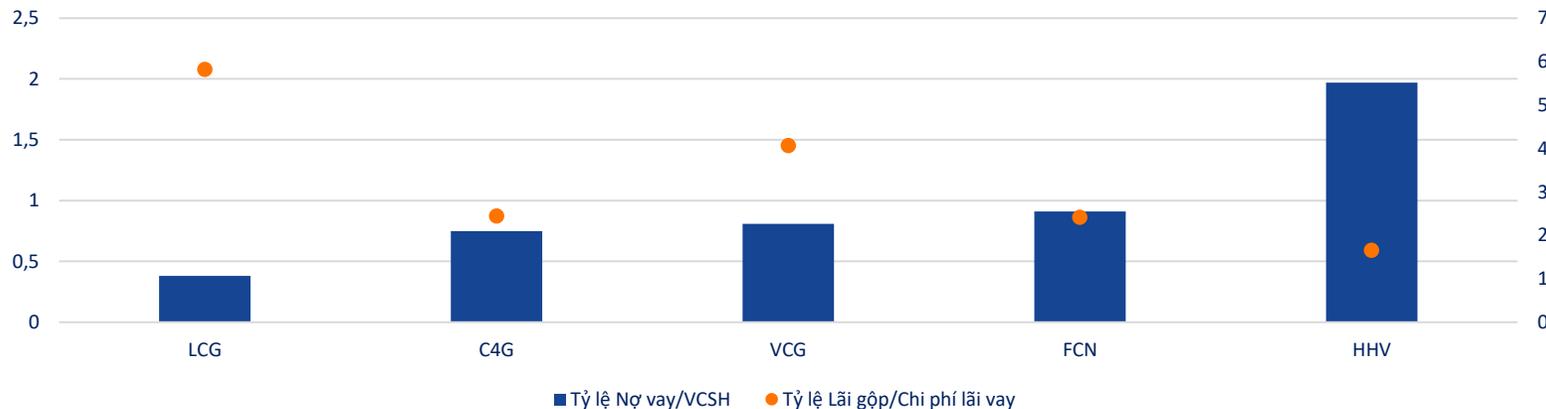
- Trong số các nhà thầu dự án, có thể thấy sự xuất hiện nhiều của 5 cái tên đang được niêm yết trên sàn bao gồm: HHV, VCG, LCG, FCN, C4G. Đây dự kiến sẽ là 5 doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất từ chủ đề đầu tư công trong năm 2025.
- Trong đó, VCG là doanh nghiệp ghi nhận kết quả kinh doanh 9T2024 tăng trưởng tích cực nhất (LNST tăng trưởng hơn 270% yoy) và mức định giá PB tương ứng cao nhất trong 5 doanh nghiệp. VCG cũng là doanh nghiệp có giá trị backlog tính tới thời điểm quý 3/2024 cao nhất với 18.700 tỷ đồng. Trong khi đó, FCN là doanh nghiệp duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng âm về lợi nhuận sau thuế trong 9 tháng đầu năm 2024.



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Nguồn: VFS tổng hợp

Tỷ lệ nợ vay và khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

- So sánh về tình hình tài chính, ngoại trừ HHV, tất cả các doanh nghiệp còn lại trong 5 doanh nghiệp trên đều có tỷ lệ nợ vay tương đối an toàn (nhỏ hơn 1 lần). Trong khi đó, khả năng thanh toán lãi vay của các doanh nghiệp này đều được đảm bảo khi hệ số khả năng thanh toán lãi vay đều lớn hơn 1. Trong đó, LCG và VCG có mức hệ số khả năng thanh toán lãi vay cao nhất, lần lượt đạt 5,82 và 4,07.



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

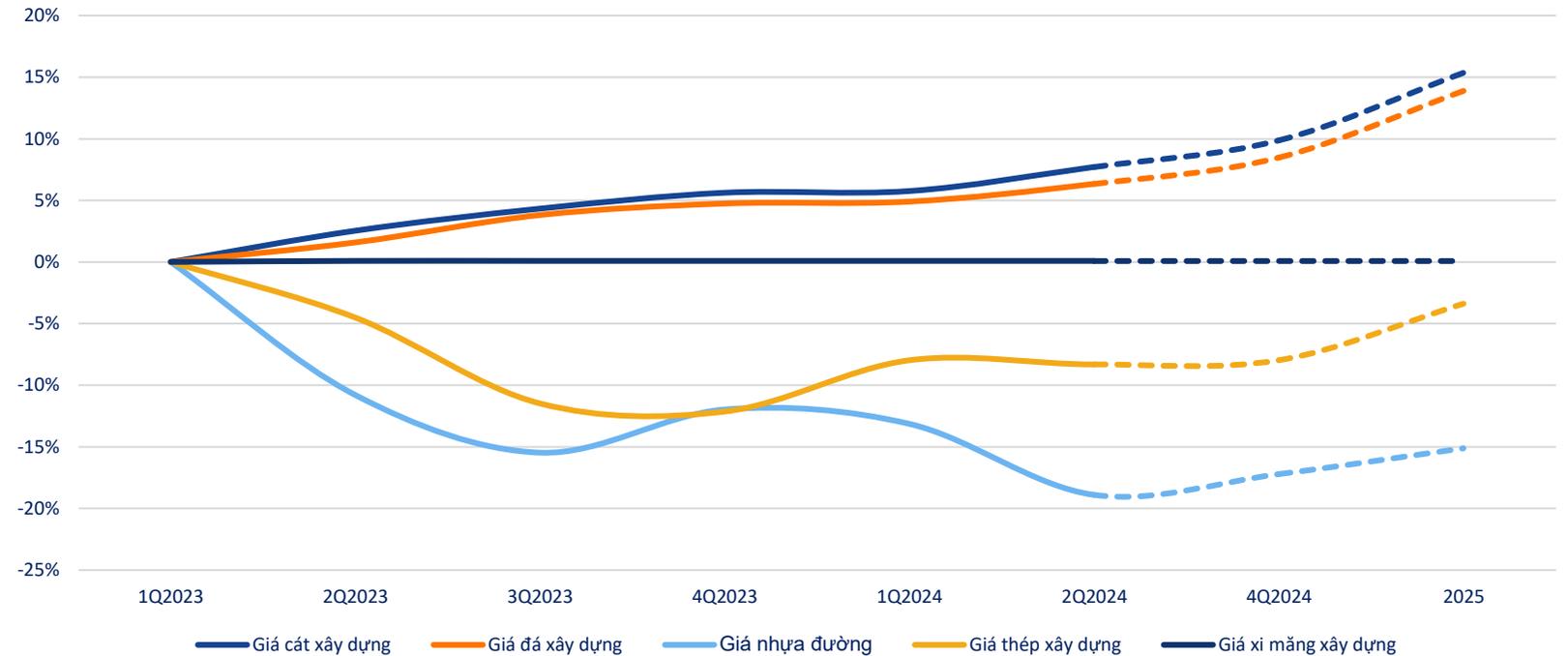
8. XÂY DỰNG HẠ TẦNG & VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Giá cát và đá tiếp tục tăng ổn định trong khi giá thép và xi măng kỳ vọng sẽ ghi nhận sự khởi sắc

- Chỉ trong nửa đầu năm 2024, giá bình quân các vật liệu phục vụ hoạt động xây dựng hạ tầng như cát và đá xây dựng đã tăng khoảng 2% do nguồn cung hạn chế. Điều này được thể hiện rõ nhất tại các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng khi tiến độ dự án chậm trễ một phần do không đủ nguyên vật liệu. Đơn cử như tại dự án đường vành đai 3 TP.HCM, nhu cầu vật liệu cát đắp nền đường trong năm 2024 là khoảng 4,7 triệu m³ nhưng đến cuối tháng 11, chỉ mới huy động được khoảng 1,35 triệu m³ cát về công trường. Hay Với Dự án cao tốc Cần Thơ-Cà Mau, nhu cầu cát còn lại là khoảng 86.000m³/ngày trong khi nguồn cung hiện chỉ đạt trung bình 36.000m³/ngày. Ước tính giá cát và đá xây dựng bình quân có thể tăng 2% so với giữa năm và tăng khoảng 5% trong năm 2025 khi hoạt động đầu tư công tiếp tục được đẩy mạnh trong khi nguồn cung vẫn chưa được mở rộng tương ứng.

Diễn biến giá trung bình các loại vật liệu xây dựng giai đoạn 2023 - 2025

- Trong khi đó, giá các vật liệu hoạt động xây dựng nhà ở vẫn chưa ghi nhận sự khởi sắc do phụ thuộc nặng nề vào thị trường bất động sản. Giá thép bình quân mặc dù hồi phục gần 5% trong quý 1/2024 nhưng đã chững lại trong quý 2 và ước tính chưa thể khởi sắc hơn trong nửa cuối năm 2024. Giá xi măng hầu như đi ngang kể từ năm 2023 đến nay. Tuy nhiên, trong năm 2025, giá thép bình quân dự kiến sẽ tiếp tục hồi phục khoảng 5% khi thị trường bất động sản được kỳ vọng sẽ ấm dần lên.
- Trong bối cảnh giá nguyên vật liệu được kỳ vọng sẽ tăng 5% - 7% trong năm 2025 với nhu cầu gia tăng, các doanh nghiệp xây dựng sẽ phần nào chịu tác động về biên lợi nhuận nhưng các doanh nghiệp vật liệu xây dựng sẽ đứng trước cơ hội sau những năm ảm đạm.



Nguồn: Viện Kinh tế Xây dựng, VFS tổng hợp



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

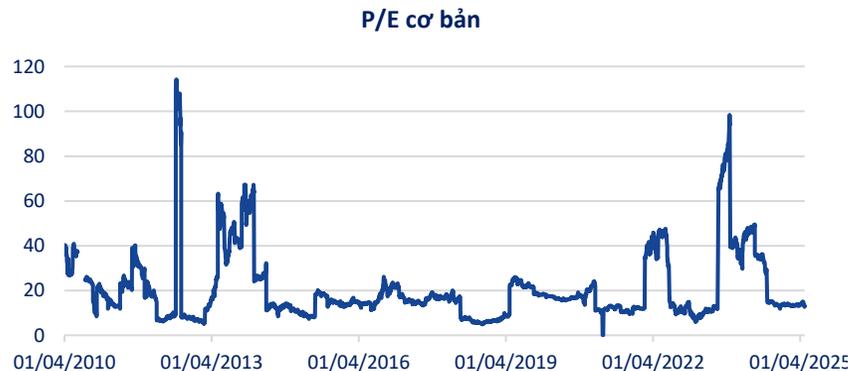
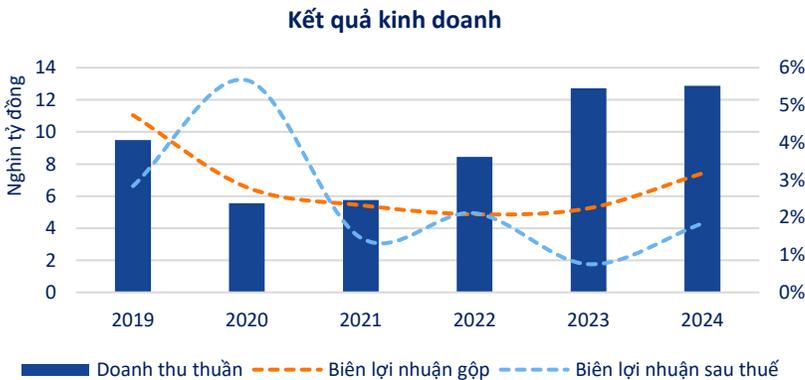
8. XÂY DỰNG HẠ TẦNG & VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Cổ phiếu tiềm năng: VCG

VCG

Giá hiện tại	20.600 VNĐ
Vốn hóa	12.331 tỷ
CP tự do	329 triệu
EPS	1.579 VNĐ
P/E	13,05

VINACONEX



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh

Năm 2024, VCG ghi nhận 12.873 tỷ đồng doanh thu (+1% yoy) nhưng lại đạt 1.157 tỷ đồng LNST (+192% yoy) nhờ cải thiện mạnh biên lãi gộp từ 9% (2023) lên 16% (2024) khi tối ưu được chi phí sản xuất và giảm mạnh -48% chi phí lãi vay.

Điểm nhấn đầu tư

- Là nhà thầu xây dựng hạ tầng lớn, tham gia vào các dự án trọng điểm quốc gia như Dự án xây dựng đường cao tốc Bắc-Nam, Sân bay Long Thành. Giá trị backlog của VCG tính đến thời điểm cuối năm 2024 có thể lên tới 1,1 tỷ USD.
- **Mảng kinh doanh BĐS của VCG kỳ vọng ghi nhận sự khởi sắc hơn trong giai đoạn 2025-2026** nhờ (1) thị trường BĐS vùng ven và BĐS nghỉ dưỡng hồi phục khi các vướng mắc pháp lý dần được tháo gỡ và (2) các dự án dân dụng khác hoàn thành kịp tiến độ, đáp ứng nhu cầu người dân tại các khu vực đô thị loại 1 trong bối cảnh giá nhà có xu hướng ngày càng tăng cao.
- **Chính phủ chú trọng đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong năm cuối kế hoạch đầu tư trung hạn.**

Rủi ro

- Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công chậm trễ do tác động từ việc nguồn cung nguyên vật liệu thiếu hụt và giá nguyên vật liệu tăng cao.

Định giá

Ước tính năm 2025, VCG sẽ ghi nhận **16.162 tỷ doanh thu (+26% yoy)** và **1.528 tỷ LNST (+32% yoy)** nhờ giá trị backlog lớn, biên lãi gộp và chi phí tài chính duy trì ổn định.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **27.000 VND/cổ phiếu.**



III. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

8. XÂY DỰNG HẠ TẦNG & VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Cổ phiếu tiềm năng: HPG

HPG

Giá hiện tại	146.300 VNĐ
Vốn hóa	215.070 tỷ
CP tự do	1.471 triệu
EPS	5.040 VNĐ
P/E	27,25

Hòa Phát



P/B



Nguồn: FiinPro-X, VFS tổng hợp

Kết quả kinh doanh

9T2023, doanh thu thuần và lỗ ròng lần lượt là 23,1 nghìn tỷ đồng (tăng 7% svck) và -226 tỷ đồng (so với lợi nhuận ròng là 301 tỷ đồng trong 9T2022). Trong đó, doanh thu mảng ICT giảm 20%yoy do tình hình khó khăn chung, doanh thu mảng dược phẩm tăng nhờ việc liên tục mở mới cửa hàng. Điểm tích cực là doanh thu mảng ICT quý 3 đã có sự cải thiện so với quý 2 cho thấy sự hồi phục.

Điểm nhấn đầu tư

- **Ngành thép nội địa phục hồi với nhu cầu cải thiện** tạo điều kiện cho kết quả kinh doanh của HPG sẽ tiếp tục cải thiện về mức trung bình của chu kỳ ngành thép.
- **Năm 2025, sản lượng thép dự kiến có thể tăng 26% yoy**, tương ứng công suất nhà máy Dung Quất 2 giai đoạn 1 đạt 85%, đồng thời, **giá bán thép được kỳ vọng tăng 3% yoy.**
- **Dự án Dung Quất 2 giúp HPG tăng mạnh quy mô lợi nhuận.** Dự kiến tính đến năm 2026 lợi nhuận của HPG có thể tăng gấp 1,2-2,4 lần so với năm 2024. Trong trường hợp nhà máy Dung Quất 2 hoạt động ổn định công suất 90%, ước tính lợi nhuận HPG đạt 15,000 - 30,000 tỷ VNĐ vào năm 2026.

Rủi ro

Nhu cầu tiêu thụ thép hồi phục chậm hơn kỳ vọng làm giảm hiệu suất kinh doanh của HPG.

Định giá

Ước tính năm 2025, HPG sẽ ghi nhận **176 nghìn tỷ doanh thu (+27% YoY)** và **16 nghìn tỷ LNST (+31% yoy)** chủ yếu từ kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thép hồi phục.

Ước tính, giá trị hợp lý của cổ phiếu là khoảng **30.000 VND/cổ phiếu.**



IV. NGÀNH – CỔ PHIẾU TIỀM NĂNG

TỔNG HỢP KHUYẾN NGHỊ

CTG

- Giá hiện tại: 40.15
- Giá mục tiêu: 45
- Giá cutloss: 37.7

STB

- Giá hiện tại: 38.3
- Giá mục tiêu: 44
- Giá cutloss: 35.45

TCB

- Giá hiện tại: 25.7
- Giá mục tiêu: 32
- Giá cutloss: 22.6

SZC

- Giá hiện tại: 41.75
- Giá mục tiêu: 45.8
- Giá cutloss: 41.2

KBC

- Giá hiện tại: 29.45
- Giá mục tiêu: 35
- Giá cutloss: 26.7

MWG

- Giá hiện tại: 54.1
- Giá mục tiêu: 74
- Giá cutloss: 46

PNJ

- Giá hiện tại: 95.4
- Giá mục tiêu: 112
- Giá cutloss: 87.1

FPT

- Giá hiện tại: 143.6
- Giá mục tiêu: 190
- Giá cutloss: 122.1

HAH

- Giá hiện tại: 53.3
- Giá mục tiêu: 60
- Giá cutloss: 50

DGC

- Giá hiện tại: 106.6
- Giá mục tiêu: 140
- Giá cutloss: 90.6

MSH

- Giá hiện tại: 59
- Giá mục tiêu: 63
- Giá cutloss: 57

VCG

- Giá hiện tại: 21.6
- Giá mục tiêu: 27
- Giá cutloss: 18.9

HPG

- Giá hiện tại: 26.15
- Giá mục tiêu: 30
- Giá cutloss: 24.2



© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Lê Thị Ngọc	Chuyên viên phân tích	ngoc.le@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.