

Báo cáo Chiến lược đầu tư nửa cuối năm 2024

Vượt qua thách thức, vững bước tiến lên



MBS Head Office
MB Building, 21 Cat Linh, Dong Da, Hanoi, Vietnam
Tel: +84 24 7304 5688 Fax: +84 24 3726 2601
Web: www.mbs.com.vn

Vượt qua thách thức, vững bước tiến lên

- ❖ Tăng trưởng toàn cầu được dự đoán sẽ ổn định ở mức 2.6% trong năm nay, trong khi một vài ngân hàng trung ương đã sẵn sàng nói lỏng hạn chế trong 2H24. Mặc dù EU đã điều chỉnh giảm lãi suất trong tháng 6, **FED dự kiến sẽ bắt đầu cắt giảm 1 – 2 lần trong 2H24**, và điều này sẽ đem lại một môi trường thuận lợi hơn cho cổ phiếu EM, bao gồm tại Việt Nam.
- ❖ Kết quả hoạt động của nền kinh tế Việt Nam trong 2Q24 vượt qua hầu hết các dự báo thị trường (khoảng 6.1% - 6.5%), tăng trưởng so với mức tăng 5.87% svck trong 1Q24. Xuất khẩu và dòng vốn FDI của Việt Nam trong 1H24 là ngoại lệ, khẳng định quan điểm của chúng tôi rằng sự phục hồi của nhu cầu toàn cầu có khả năng thúc đẩy tiêu dùng trong nước trong thời gian tới. Kết quả đáng kinh ngạc trong 2Q24 khiến chúng tôi **nâng dự báo GDP trong năm 2024 từ 6.3% lên 6.5%**. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng mạnh của nền kinh tế sẽ mạnh mẽ hơn, đạt lần lượt 6.6% - 6.5% svck trong 3Q – 4Q, nhờ sự phục hồi của tăng trưởng xuất khẩu cũng như mở rộng đầu tư và giải ngân đầu tư hiệu quả hơn.
- ❖ Tuy nhiên, thách thức cho triển vọng tăng trưởng vẫn còn đó. Do đã mất giá gần 5% tính đến thời điểm hiện tại so với đồng USD, đồng VNĐ hiện đang có hiệu suất suy giảm mạnh thứ nhì trong khu vực. Yếu tố chính là do chênh lệch lãi suất âm của Việt Nam với Mỹ. Mặc dù DXY được dự đoán sẽ suy yếu trong 2H24, sau đợt cắt giảm lãi suất của FED, nhưng việc đồng VNĐ yếu kéo dài sẽ gây rủi ro gia tăng lạm phát vốn đã gần với mục tiêu 4.5% của Ngân hàng Trung ương.
- ❖ VN-Index kết thúc tháng 6 năm 2024 tại 1,250 (+10.2% svck), vẫn nằm trong nhóm có diễn biến tốt nhất tại khu vực. Sự phục hồi mạnh mẽ cho đến nay đã khiến nhiều nhà đầu tư đặt ra câu hỏi rằng thị trường đã đạt đỉnh điểm hay chưa. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn chưa đạt ngưỡng. Do vào ngày 21/06, VN-index đã giao dịch ở mức P/E trượt 12T 14.5x, cao hơn 6% so với mức P/E trung bình trong 3 năm (13.8x) và thấp hơn 14% so với đỉnh điểm trong 3 năm (16.7x trong 4Q21). **Chúng tôi kỳ vọng VN-index sẽ duy trì xu hướng tăng trưởng này lên đến 1,350 – 1,380 vào 2H24**, hỗ trợ bởi sự phục hồi mạnh mẽ của tăng trưởng thu nhập thị trường, môi trường lãi suất thấp, và sự cắt giảm lãi suất đáng kỳ vọng hơn của FED. Dự báo chỉ số của chúng tôi được dựa trên mức tăng trưởng thu nhập 20% trong FY24F và mục tiêu P/E 12-12.5x.
- ❖ Chiến lược đầu tư của chúng tôi là **tập trung vào các cổ phiếu có vốn hoá lớn**. Sự phục hồi gần đây của nhóm cổ phiếu có vốn hoá trung bình đã nâng định giá của VNMIID lên mức P/E trượt 12T 16.1x, cao hơn khoảng 17% so với VN-index. Trong khi đó, định giá của các cổ phiếu có vốn hoá lớn (đại diện bởi VN30 và VNX50) thấp hơn khoảng 11% so với trung bình thị trường. Thậm chí, các cổ phiếu có vốn hoá trung bình hiện đang được giao dịch ở mức P/B tương đương với các cổ phiếu có vốn hoá lớn. Theo quan điểm riêng, chúng tôi cho rằng những cổ phiếu có vốn hoá lớn có vẻ hấp dẫn xét về tiềm năng tăng trưởng thu nhập trong FY24-25 so với các công ty cùng ngành. Những lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho 2H24 bao gồm: **VPB, ACB, BCM, POW, HPG, MWG, FPT, PVS, DCM và DXG**.

Mục lục

Triển vọng vĩ mô thế giới: Tăng trưởng mạnh mẽ nhưng không đồng đều, kỳ vọng vào đảo chiều chính sách tiền tệ	4
Triển vọng vĩ mô Việt Nam – Qua vùng nước xoáy	8
Triển vọng thị trường chứng khoán Việt Nam – Vượt qua thách thức, vững bước tiến lên	22
Chiến lược đầu tư – Tập trung vào các cổ phiếu vốn hóa lớn	31
Ngành	
1. Ngân hàng	34
2. Bất động sản dân cư	54
3. Bất động sản khu công nghiệp	75
4. Thép	90
5. Bán lẻ	104
6. Điện	117
7. Dầu khí	138
8. Các ngành mới: Trung tâm dữ liệu & Bán dẫn	156
9. Logistics	170



1

Triển vọng Vĩ mô thế giới

Tăng trưởng ổn định nhưng không đồng đều, kỳ vọng vào đảo chiều chính sách tiền tệ

[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

Tăng trưởng ổn định nhưng không đồng đều, kỳ vọng vào đảo chiều chính sách tiền tệ

- Tăng trưởng kinh tế toàn cầu dự kiến ổn định ở mức 2.6% trong năm nay, duy trì sự ổn định lần đầu tiên sau ba năm mặc dù căng thẳng địa chính trị chưa hạ nhiệt và lãi suất duy trì ở mức cao. Do đó, dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu sẽ tăng khoảng 2.7% vào năm 2025-26 trong bối cảnh tăng trưởng thương mại và đầu tư chỉ ở mức khiêm tốn.
- Lạm phát toàn cầu dự kiến sẽ hạ nhiệt so với dự tính, trung bình 3.5% trong năm nay. Tuy nhiên, tình hình kiểm soát lạm phát có sự khác biệt giữa các quốc gia. Các chỉ số lạm phát dai dẳng ở Mỹ và Anh làm chậm tiến độ giảm lạm phát toàn cầu. Trong khi các khu vực khác bao gồm EU cho thấy những diễn biến tích cực và đang đi theo lộ trình được vạch ra.
- Những quy định về chính sách tiền tệ toàn cầu dự kiến sẽ được nói lỏng trong nửa sau của năm, mở đường cho việc giảm lãi suất. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng vẫn cần có những góc nhìn cụ thể hơn đối với nhóm các ngân hàng trung ương ở các thị trường phát triển, do có nhiều sự khác biệt trong chính sách kinh tế về tiền tệ.
- Rủi ro vẫn tồn tại nhưng phần nào bớt trầm trọng hơn. Căng thẳng địa chính trị leo thang có thể dẫn đến biến động giá cả hàng hóa. Trong bối cảnh sự bất ổn của chính sách thương mại gia tăng, sự phân mảnh thêm trong thương mại có nguy cơ gây thêm gián đoạn cho mạng lưới thương mại. Lạm phát dai dẳng hơn có thể dẫn đến sự kéo dài lãi suất ở mức cao.

• Nguồn: World Bank, MBS Research

Dự báo tăng trưởng GDP (%) của các nền kinh tế tiêu biểu

	2021	2022	2023e	2024f	2025f	2026f
Thế giới	6.3	3.0	2.6	2.6	2.7	2.7
Các nước phát triển	5.5	2.6	1.5	1.5	1.7	1.8
United States	5.8	1.9	2.5	2.5	1.8	1.8
Euro area	5.9	3.4	0.5	0.7	1.4	1.3
Japan	2.6	1.0	1.9	0.7	1.0	0.9
Các nước đang phát triển	7.3	3.7	4.2	4.0	4.0	3.9
China	8.4	3.0	5.2	4.8	4.1	4.0
Indonesia	3.7	5.3	5.0	5.0	5.1	5.1
Thailand	1.6	2.5	1.9	2.4	2.8	2.9
Russia	5.9	-1.2	3.6	2.9	1.4	1.1
Brazil	4.8	3.0	2.9	2.0	2.2	2.0
India 2	9.7	7.0	8.2	6.6	6.7	6.8
South Africa	4.7	1.9	0.6	1.2	1.3	1.5

Tăng trưởng thương mại toàn cầu	11.2	5.6	0.1	2.5	3.4	3.4
---------------------------------	------	-----	-----	-----	-----	-----

Dự báo các chỉ số hàng hóa cơ bản của WorldBank

Chỉ số hàng hóa cơ bản	100.9	142.5	108.0	106.0	102.1	101.5
Chỉ số năng lượng	95.4	152.6	106.9	104.0	100.0	99.0
Giá dầu (US\$/bbl)	70.4	99.8	82.6	84.0	79.0	78.1
Chỉ số phi năng lượng	112.1	122.1	110.2	110.1	106.4	106.6

Triển vọng cho nửa cuối năm 2024 khá tích cực, nhưng các vấn đề địa chính trị và gián đoạn chuỗi cung ứng khiến rủi ro gia tăng

- Thương mại toàn cầu hàng hóa và dịch vụ dự kiến sẽ tăng 2.5% vào năm 2024 và 3.4% vào năm 2025 nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với tỷ lệ trung bình của hai thập kỷ trước đại dịch
- Các vụ tấn công ở Biển Đỏ đã dẫn đến sự gia tăng đáng kể về cước vận chuyển và thời gian đi lại, khi hàng trăm tàu đã chọn đi thêm 4,000 dặm qua Mũi Hảo Vọng ở Nam Phi, và sự giảm sút đáng kể về lưu lượng qua eo biển Bab el-Mandeb gần bờ Yemen và kênh đào Suez ở Ai Cập. Vấn đề khủng hoảng ở Biển Đỏ có thể tiếp tục tồn tại trong ngắn đến trung hạn bất chấp các cuộc tấn công do Mỹ dẫn đầu vào Houthi ở Yemen.

Thương mại toàn cầu đã phục hồi trong quý đầu năm 2024

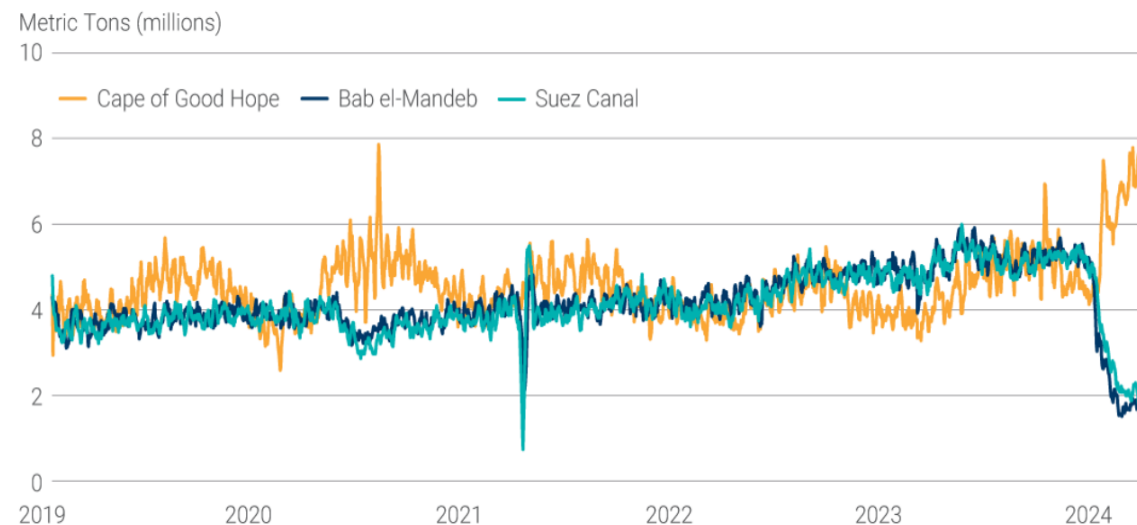


Note: Quarterly growth is the quarter over quarter growth rate of seasonally adjusted values. Annual growth refers to the last four quarters. Figures for Q4 2023 are estimates. Q1 2024 is a nowcast.

Source: Sources: UNCTADstat; UNCTAD calculations based on national statistics.

- Nguồn: UNCTAD, MBS Research

Biển Đỏ tạo ra một điểm nghẽn đối với thương mại toàn cầu



- Nguồn: IMF Port Watch, MBS Research

Chính sách tiền tệ toàn cầu dự kiến sẽ được nới lỏng trong nửa sau năm 2024, tuy nhiên mức độ thay đổi của các nước sẽ có sự khác biệt

Dự báo lãi suất của các nền kinh tế lớn (%)

Countries	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
US	5.5	5.5	5.25 ↓	5.0 ↓	4.75 ↓	4.5 ↓	4.25 ↓	4.0 ↓
Eurozone	4.0	3.75	3.5 ↓	3.25 ↓	3.0 ↓	3.0 →	3.0 →	3.0 →
Japan	0.1	0.1	0.1 →	0.25 ↑	0.25 →	0.25 →	0.5 ↑	0.5 →
China (*)	3.45	3.45	3.45 →	3.35 ↓	3.25 ↓	3.15 ↓	3.15 →	3.15 →
South Korea	3.5	3.5	3.5 →	3.25 ↓	3.0 ↓	2.75 ↓	2.5 ↓	2.5 →
India	6.5	6.5	6.5 →	6.5 →	6.5 →	6.25 ↓	6.25 →	6.0 ↓
Malaysia	3.0	3.0	3.0 →	3.0 →	3.0 →	3.0 →	3.0 →	3.0 →
Singapore (**)	3.62	3.7	3.5 ↓	3.38 ↓	3.23 ↓	3.08 ↓	2.93 ↓	2.88 ↓
Thailand	2.5	2.5	2.5 →	2.5 →	2.5 →	2.5 →	2.5 →	2.5 →
Indonesia	6.0	6.25	6.25 →	6.25	6.0 ↓	5.5 ↓	5.5 →	5.5 →
Vietnam	4.5	4.5	4.5 →	4.5 →	4.5 →	4.5 →	4.5 →	4.5 →
Philippines	6.5	6.5	6.5 →	6.5 →	6.25 ↓	6.0 ↓	5.75 ↓	5.75 →

• Note: (*) Lãi suất cho vay cơ bản 1 năm của Trung Quốc. (**) Lãi suất 3 tháng SORA Singapore. (***) Lãi suất tái cấp vốn của Việt Nam.
• Nguồn: DSB, Bloomberg, MBS Research.



2

Triển vọng Vĩ mô Việt Nam Qua vùng nước xoáy

[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

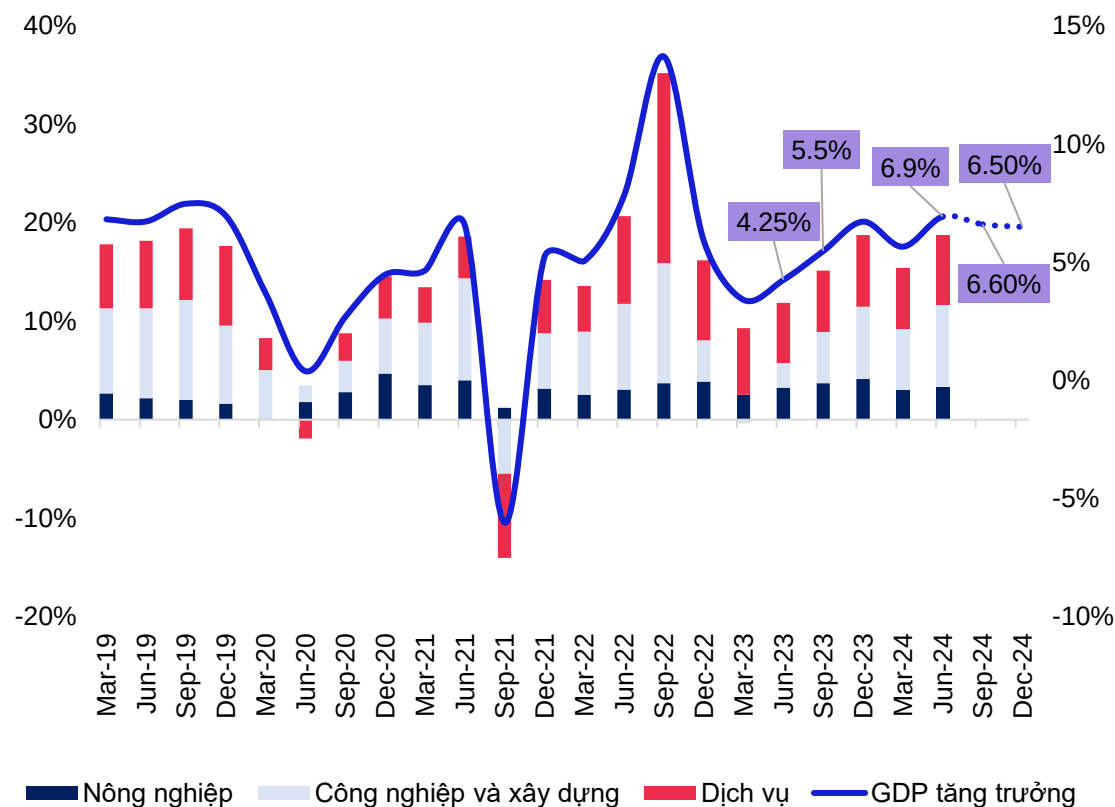
Nền kinh tế phát triển mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024 nhưng rủi ro lạm phát đang có xu hướng tăng lên



GDP của Việt Nam tăng 6.93% svck trong quý II/2024, đưa tốc độ tăng trưởng của nửa đầu năm 2024 lên 6.42%

- Tình hình kinh tế của Việt Nam trong Q2/24 tích cực hơn hầu hết các dự báo của thị trường (khoảng 6.1% - 6.5%), đồng thời cao hơn mức điều chỉnh dự báo được đưa ra vào Q1/24 là 5.87% svck. Đây cũng là mức tăng trưởng tốt nhất kể từ Q3/22, thúc đẩy bởi xuất khẩu mạnh mẽ và sự phục hồi của ngành sản xuất.
- Trong nửa đầu năm 2024, tăng trưởng kinh tế đạt 6.42%. Trong đó, ngành công nghiệp và xây dựng tăng trưởng 7.5%, đóng góp 44% vào tổng mức tăng GDP. Sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp và xây dựng trong nửa đầu năm 2024 là mức cao thứ hai từ năm 2020, chủ yếu nhờ vào sản xuất (+8.7% svck), sản xuất điện (+13.3% svck) và xây dựng (+7.3% svck). Mặt khác, ngành khai khoáng giảm 7.2% svck.
- Ngành dịch vụ tăng trưởng khiêm tốn với mức tăng 6.6% trong nửa đầu năm 2024, cao hơn một chút so với mức 6.3% cùng kỳ năm ngoái, đóng góp 49.8% vào GDP. Ngành nông nghiệp, lâm nghiệp và thủy sản tăng trưởng ổn định 3.38% trong nửa đầu năm 2024, đóng góp 6% vào GDP.
- Kết quả kinh tế đáng ngạc nhiên trong Q2/24 khiến chúng tôi nâng dự báo GDP năm 2024 lên 6.5% từ mức 6.3% trước đó. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt 6.6% và 6.5% svck trong quý III và quý IV, nhờ xuất khẩu phục hồi, tiêu dùng nội địa cải thiện và giải ngân đầu tư công hiệu quả hơn.
- Chính phủ đặt mục tiêu nền kinh tế tăng trưởng khoảng 6-6.5% trong năm 2024 nhưng cũng cần trọng với một số rủi ro khách quan.

Tăng trưởng GDP theo quý và theo ngành (% svck)



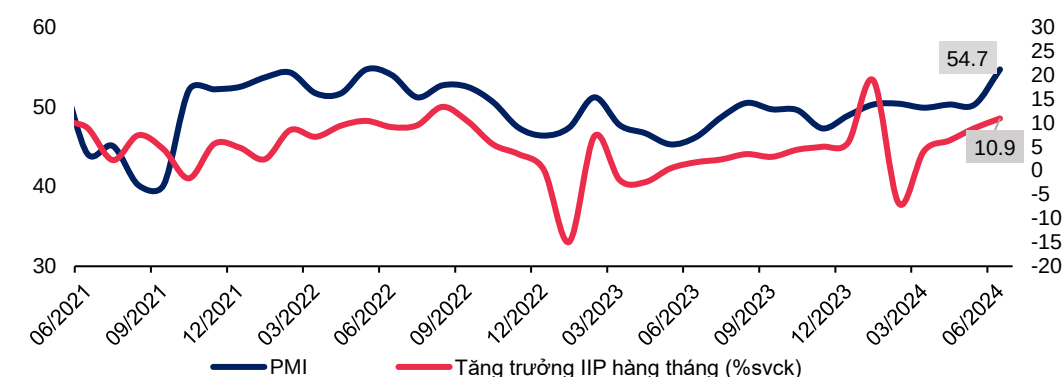
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Hoạt động sản xuất và xuất khẩu từng bước phục hồi trên nền thấp của cùng kỳ năm trước



Hoạt động sản xuất đang phục hồi tích cực là tiền đề cho giai đoạn tới

Chỉ số PMI và IIP đều tăng tốc kể từ tháng 3 năm 2024 (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

- Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam (IIP) trong tháng 6 tăng 10.9% svck và nửa đầu 2024 tăng 7.7%, được thúc đẩy bởi các ngành sản xuất chính bao gồm: sản phẩm cao su và nhựa (+29% svck); dệt may (+12.6% svck); sản phẩm gỗ (+12.3% svck); thiết bị điện (+8.6% svck), chế biến thực phẩm (+8.5% svck)
- PMI tăng mạnh lên mức 54.7 vào tháng 6, đánh dấu sự tăng trưởng liên tiếp kể từ tháng 3 năm 2024 của hoạt động sản xuất. Đáng chú ý, đơn đặt hàng mới đã tăng trở lại với tốc độ tăng trưởng nhanh nhất kể từ tháng 3 năm 2011. Xu hướng tích cực này phản ánh sự bền vững và sự sôi động của ngành công nghiệp của Việt Nam.

Thay đổi hàng tháng của chỉ số IIP theo ngành(% svck)

Ngành	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	6M24
TOÀN NGÀNH CÔNG NGHIỆP	18.3	-6.8	4.1	6.3	8.9	10.9	7.7
Khai khoáng	7.3	-15.4	-7.8	-6.8	-9.4	-7.7	-5.5
Công nghiệp chế biến	19.3	-6.5	4.6	7.0	10.6	12.6	8.5
Chế biến thực phẩm	17.2	5.8	4.5	5.5	5.4	6.5	8.5
Thủy sản	13.1	4.1	2.4	8.8	8.8	11.4	5.3
Chế biến sữa	19.8	0.0	4.0	7.6	4.6	13.5	5.0
Chế biến thức ăn chăn nuôi	14.8	7.7	4.5	4.4	4.2	12.4	5.5
Sản xuất đồ uống	3.7	-19.7	-1.0	10.4	4.4	1.7	0.5
Dệt may	46.2	-5.6	8.8	11.0	7.9	11.4	12.6
Sản phẩm làm từ da	34.7	-10.4	3.4	8.8	9.6	15.4	9.1
Gỗ và sản phẩm từ gỗ	26.8	-16.7	0.0	19.2	23.0	14.8	12.3
Giấy và sản phẩm từ giấy	38.7	-6.6	-1.2	7.8	6.2	12.2	9.8
Than cốc, sản phẩm dầu mỏ	24.6	20.9	8.9	-32.2	8.6	13.0	6.7
Sản phẩm hóa chất	38.7	15.1	3.4	9.4	6.2	9.7	18.5
Phân bón	14.8	20.2	21.5	24.9	2.2	3.9	14.8
Sản phẩm từ cao su và plastic	33.2	0.4	29.1	29.7	24.1	34.1	29.0
Thuốc	26.1	-0.1	-2.5	-7.1	-2.7	12.3	10.9
Kim loại	39.4	-3.9	10.9	1.8	6.8	11.9	12.6
Máy tính và sản phẩm điện tử	5.6	-7.3	4.8	10.2	17.4	20.3	8.6
Thiết bị điện	43.3	2.2	25.0	24.3	19.4	-6.5	17.8
Máy móc và thiết bị	52.5	-18.6	10.3	-0.3	12.6	4.0	3.3
Xe có động cơ	24.0	-16.0	0.1	9.6	7.3	-2.2	3.2
Sản xuất, phân phối điện	21.6	-3.7	9.5	11.3	11.4	13.7	13.0
Xử lý nước	5.7	-1.1	9.4	6.6	7.4	8.0	6.3

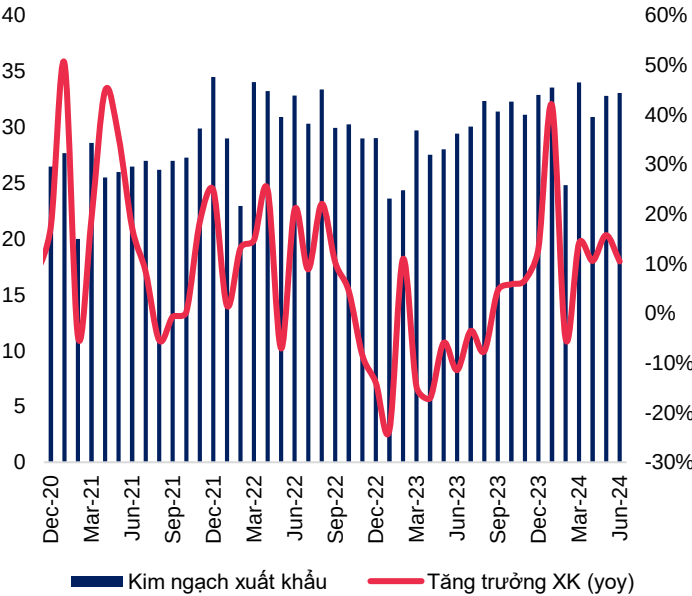
Nguồn: TCTK, MBS Research

Nhu cầu thế giới mạnh mẽ sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam trong giai đoạn 2024 - 2025



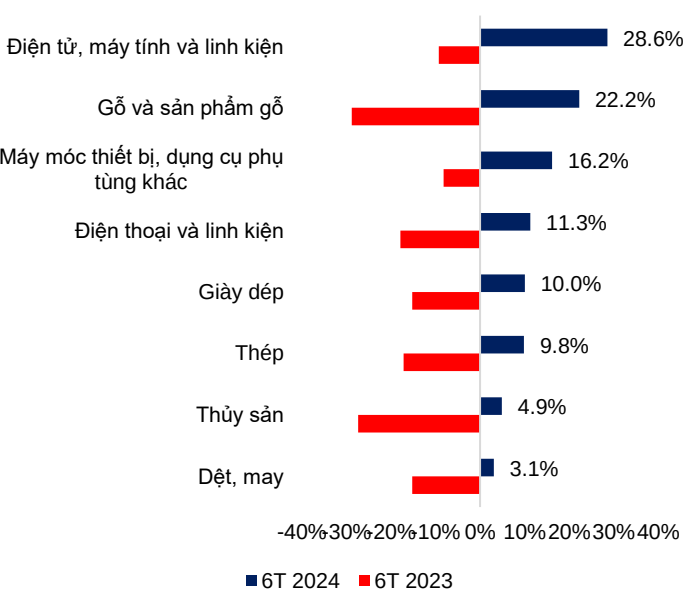
Xuất khẩu tăng trưởng 14.5% trong 6 tháng đầu năm nhờ thị trường Mỹ và EU, trong khi thị trường Trung Quốc vẫn phục hồi chậm

Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa năm qua các tháng (tỷ USD)



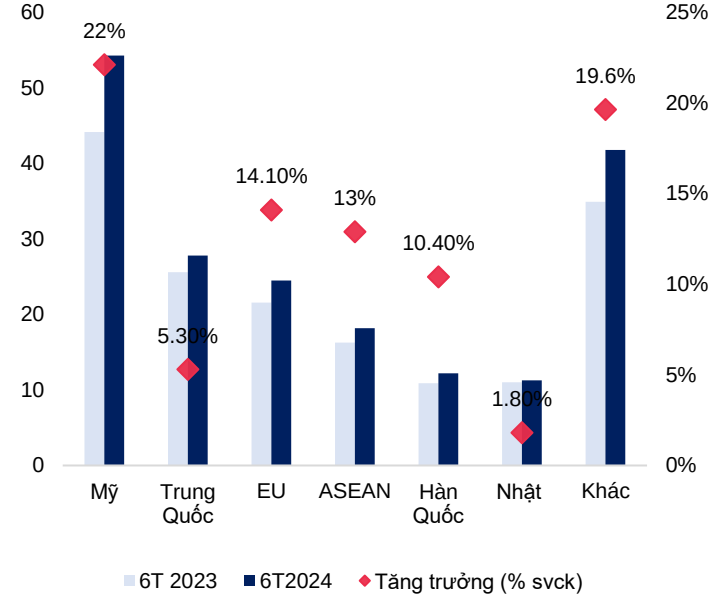
Nguồn: TCTK, MBS Research

Tăng trưởng của các mặt hàng xuất khẩu chủ lực (% svck)



Nguồn: TCTK, MBS Research

Thị trường xuất khẩu của Việt Nam (tỷ USD)



Nguồn: TCTK, MBS Research

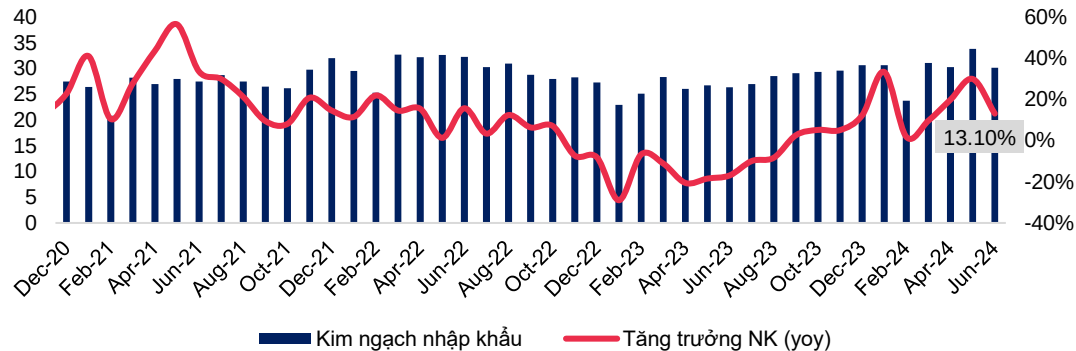
- Trong 6T24, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam đạt 190 tỷ USD (+14.5% svck), một bước nhảy vọt từ mức giảm 12.1% trong 6T23. Các mặt hàng xuất khẩu chủ lực như hàng điện tử, máy tính, máy móc, điện thoại, gỗ và sản phẩm gỗ đã tiếp tục tăng trưởng đáng kể. Khu vực kinh tế trong nước tăng 20.6%, chiếm 28% tổng kim ngạch xuất khẩu, trong khi khu vực có vốn đầu tư nước ngoài tăng 12.3%, chiếm 72%.
- Về thị trường xuất khẩu: Xuất khẩu Hoa Kỳ tăng trưởng mạnh mẽ ở mức tăng 22% svck với kim ngạch xuất khẩu đạt 54.3 tỷ USD. Xuất khẩu sang EU cũng có diễn biến tương tự khi tăng 14.1% svck, trong khi Trung Quốc ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn đạt 5.3% so với cùng kỳ năm trước. Xuất khẩu sang ASEAN cũng tăng tốc, đạt 18.2 tỷ USD, phản ánh mức tăng trưởng 13% svck.

Nhu cầu thế giới mạnh mẽ sẽ thúc đẩy xuất khẩu của Việt Nam trong giai đoạn 2024 - 2025



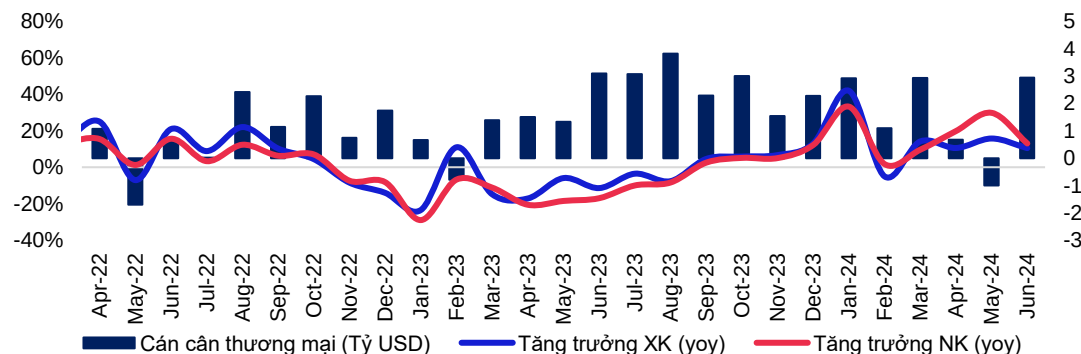
Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu sẽ tăng 12% trong năm 2024

Nhập khẩu đã tăng mạnh kể từ tháng 3 để phục vụ cho chu kỳ mở rộng sản xuất mới



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Thặng dư thương mại của Việt Nam đạt 11.6 tỷ USD trong nửa đầu năm 2024



• Nguồn: TCTK, MBS Research

- Trong nửa đầu năm 2024, nhập khẩu tăng mạnh 17% svck, đây là một tín hiệu tích cực cho chu kỳ mở rộng sản xuất mới.
- Chúng tôi dự báo xuất khẩu sẽ tăng 11% - 12% trong năm 2024, dẫn đến thặng dư thương mại đạt mức khoảng 12 - 14 tỷ USD. Dự báo của chúng tôi dựa trên các yếu tố sau: Thứ nhất, Ngân hàng Thế giới dự báo thương mại toàn cầu về hàng hóa và dịch vụ sẽ tăng 2.5% vào năm 2024 và 3.4% vào năm 2025. Thứ hai, các dấu hiệu tích cực của FDI vào Việt Nam được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong các hoạt động thương mại. Ngoài ra, các cải cách gần đây về chính sách thương mại và hải quan đã nâng cao hiệu quả quản lý xuất nhập khẩu, đơn giản hóa các quy trình hành chính và giảm chi phí cũng như thời gian cho các doanh nghiệp. Thứ ba, về lâu dài, khả năng việc Mỹ công nhận Việt Nam là nền kinh tế thị trường sẽ giúp giảm bớt rào cản gia nhập thị trường cho hàng xuất khẩu của Việt Nam.
- Tuy nhiên, tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2024 phải đối mặt với nhiều thách thức: (1) Xung đột địa chính trị có thể dẫn đến tăng đột biến chi phí vận chuyển. (2) Các quốc gia xuất khẩu đối thủ như Trung Quốc, Indonesia và Thái Lan tạo ra sự cạnh tranh gia tăng. (3) Mức lãi suất cao kéo dài có thể sẽ tác động tiêu cực đến nền kinh tế của các quốc gia đối tác của Việt Nam, dẫn đến sự sụt giảm nhu cầu thị trường.

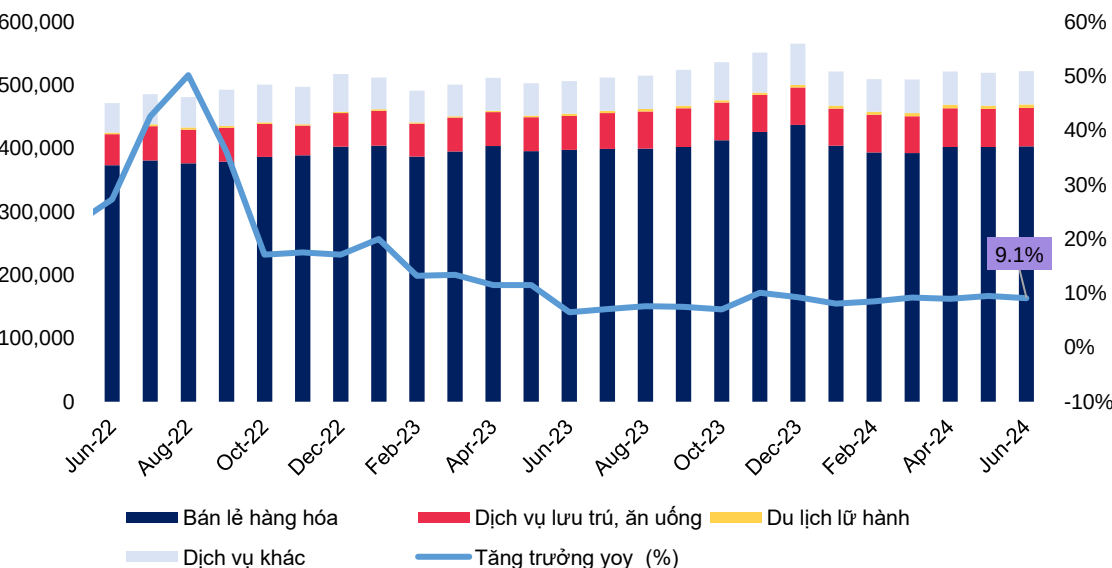
Sự phục hồi chậm chạp của tiêu dùng trong nước



Chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng trong nước sẽ cải thiện tốt hơn vào cuối năm

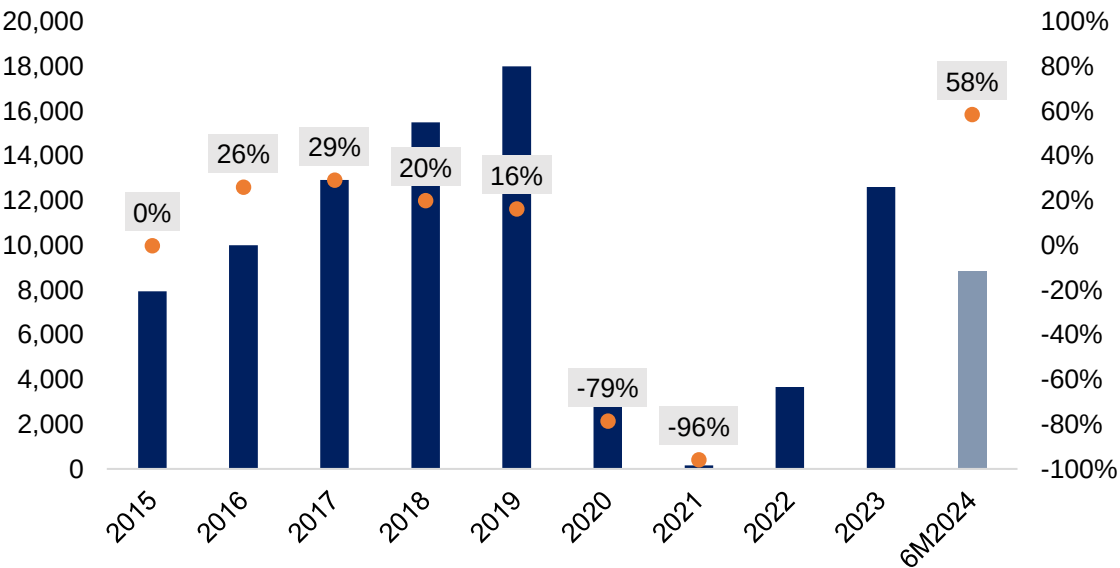
- Trong 6 tháng đầu năm 2024, tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng ước tính tăng 8.6% svck và chỉ tăng 5.7% svck nếu loại trừ yếu tố gia tăng, thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng trung bình 5 năm là 8% (không bao gồm năm 2021 - giai đoạn giãn cách xã hội). Trong đó, du lịch vẫn là điểm sáng khi số lượng khách quốc tế đến Việt Nam tăng 58.4% svck, đạt 8.8 triệu lượt, đánh dấu sự phục hồi ở mức 104% so với thời điểm trước đại dịch.
- Chúng tôi dự báo tiêu dùng nội địa sẽ cải thiện vào cuối năm nhờ mở rộng sản xuất. Thêm vào đó, một số những chính sách về thuế và cắt giảm chi phí sẽ được áp dụng nhằm thúc đẩy tiêu dùng. Việc thuế VAT giảm từ 10% xuống 8% với một số mặt hàng sẽ được gia hạn đến hết năm nay. Bên cạnh đó, Bộ Tài Chính cũng đã đề xuất giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước trong 6 tháng, kể từ 1/8/2024.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Nghìn tỷ USD)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Tổng lượng khách du lịch tới Việt Nam (Nghìn lượt người)



• Nguồn: TCTK, MBS Research

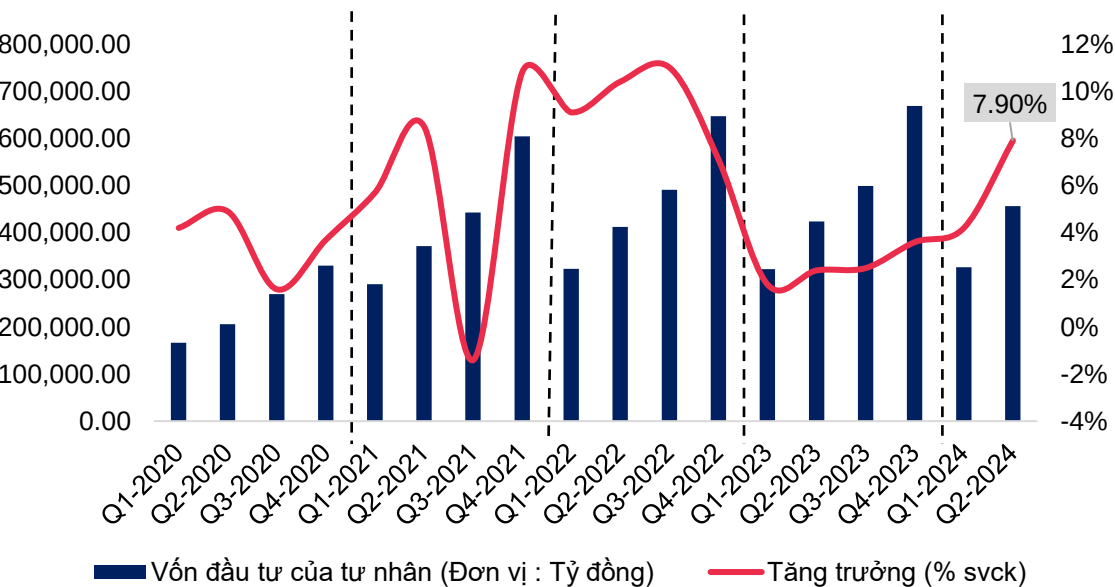
Đầu tư: Vốn đầu tư công và tư nhân giảm, FDI tỏa sáng



Vốn đầu tư công và tư nhân tăng lần lượt 5% và 4.2% svck trong những tháng đầu năm 2024

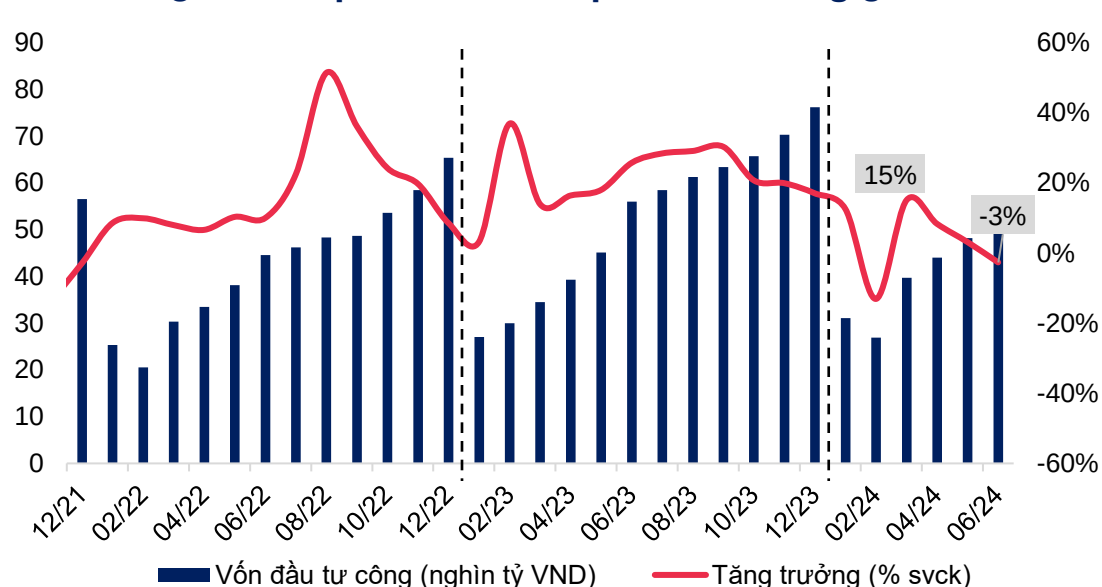
- Giải ngân vốn đầu tư công vẫn trì trệ, đạt hơn 244 nghìn tỷ đồng (tăng 3.5% svck) đã được phân bổ, bằng 29.4% kế hoạch được Thủ tướng giao. Nguyên nhân được cho là do quá trình phê duyệt chậm trễ, sự chậm trễ trong việc giải phóng mặt bằng và giá vật liệu xây dựng tăng. Chúng tôi kỳ vọng vốn thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2024 do chính phủ gần đây đã thực hiện nhiều biện pháp để đẩy nhanh việc giải ngân.
- Vốn đầu tư của tư nhân suy giảm từ Q1/23 nhưng dần phục hồi từ Q2/24 với mức tăng 7.9% svck. Tăng trưởng 6T24 đạt 6.7% svck, cho thấy niềm tin của các doanh nghiệp trong nước đang trở nên mạnh mẽ hơn nhờ vào lãi suất cho vay thấp và nhu cầu thể giới gia tăng.

Vốn đầu tư tư nhân cho thấy dấu hiệu phục hồi khi tăng 7.9% svck trong Q2/24 và 6.7% svck trong 6T24



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Vốn thực hiện từ nguồn ngân sách nhà nước chỉ tăng 3.5% svck trong 6T24, đạt 29.4% kế hoạch Thủ tướng giao



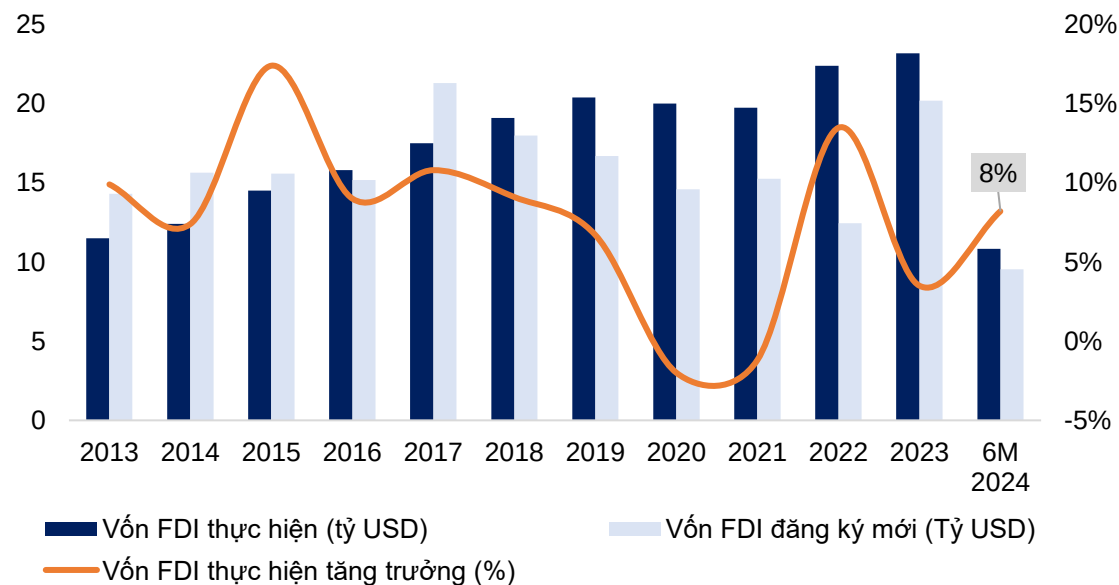
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Đầu tư: Vốn đầu tư công và tư nhân giảm, FDI tỏa sáng

Vốn FDI thực hiện tăng vượt trội trong nửa đầu năm 2024 với mức tăng 8.2% svck

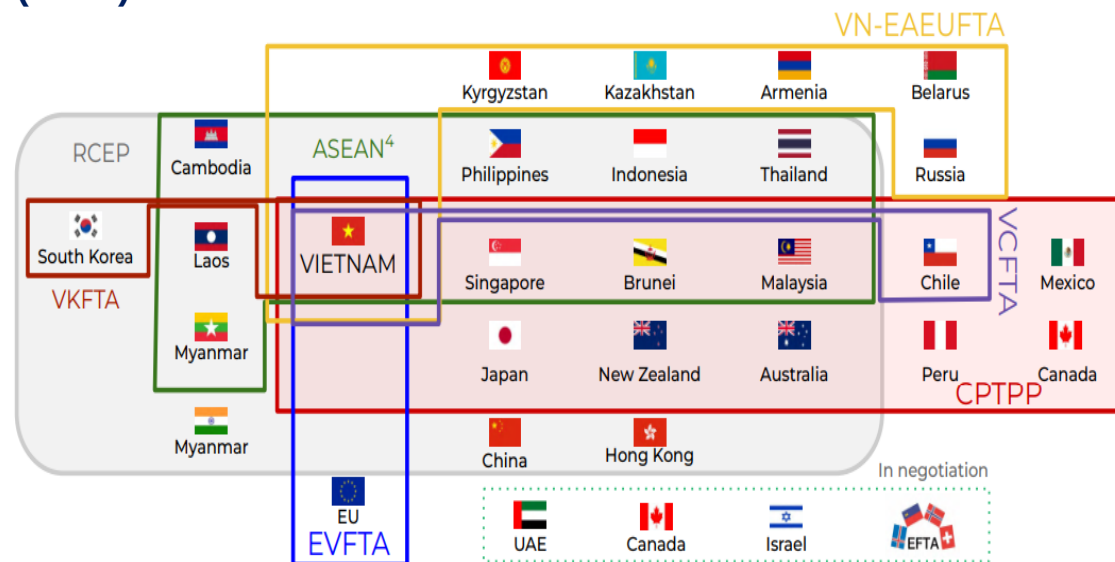
- Tính đến ngày 20 tháng 6, tổng vốn FDI thực hiện đạt 10.8 tỷ USD (+8.2% svck), đánh dấu mức cao nhất kể từ 5 năm trở lại đây. Điều này phần nào giảm bớt lo ngại về việc đồng VND gần đây bị mất giá (giảm 5% so với USD tính từ đầu năm)
- Vốn FDI đăng ký mới đạt 9.5 tỷ USD (+47% svck) thể hiện Việt Nam là điểm đến hàng đầu cho những nhà sản xuất đang rút ra khỏi Trung Quốc nhờ vị thế chiến lược trong chuỗi cung ứng và độ mở trong cả kinh tế và chính trị. Về địa điểm, Bà Rịa-Vũng Tàu dẫn đầu trong việc thu hút FDI, tiếp theo là Quảng Ninh (+208% svck) và Bắc Ninh (+93% svck). Nguồn vốn FDI đăng ký mới hàng đầu trong nửa đầu năm 2024 đến từ Singapore, Hong Kong và Trung Quốc.

Vốn FDI thực hiện tăng vượt trội trong nửa đầu năm 2024 với mức tăng 8.2% svck



• Nguồn: TCTK, MBS Research

Việt Nam ngày càng củng cố vị trí Thương mại với hàng loạt quan hệ đối tác chiến lược với các hiệp định Thương mại (FTAs)



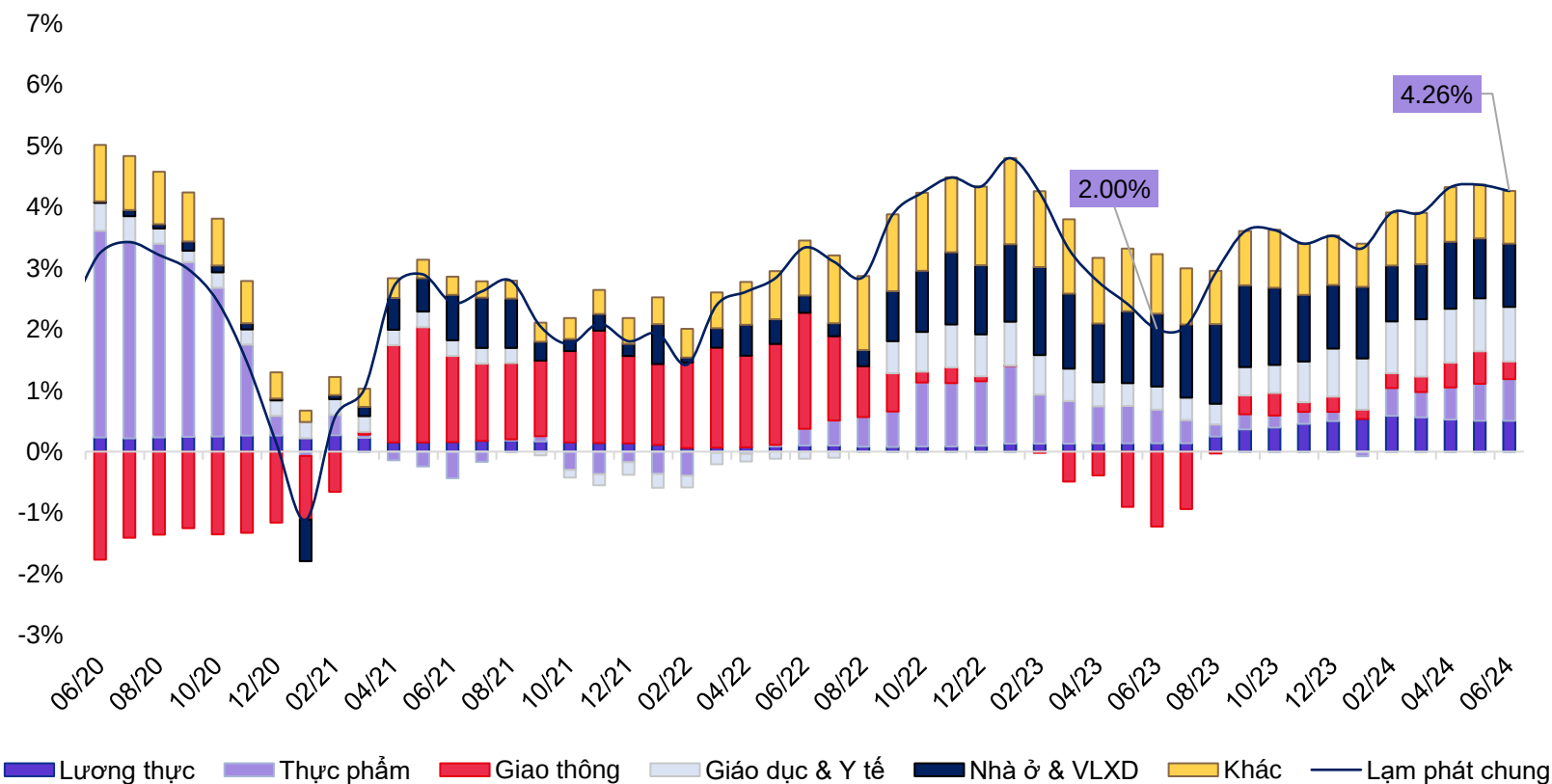
• Nguồn: Bộ KH &ĐT, MBS Research

Áp lực lạm phát đặt ra thách thức lớn đối với nền kinh tế

Chỉ số CPI và lạm phát cơ bản lần lượt tăng 4.1% svck và 2.8% svck trong 6 tháng đầu năm 2024

- Chỉ số CPI tăng lên 4.4% vào tháng 5 và 4.3% vào tháng 6 đã gây nên mối lo ngại khi tiến gần đến ngưỡng mục tiêu của Chính phủ là 4.5%. Trong 6 tháng đầu năm 2024, CPI tăng 4.1% svck, trong khi CPI lõi tăng 2.8% svck.
- Các yếu tố chính đóng góp vào tăng trưởng của CPI trong 6 tháng đầu năm 2024 bao gồm: Sự tăng giá của xi măng và cát do giá vật liệu đầu vào tăng cùng với chi phí thuê cao đã làm tăng chỉ số giá nhóm vật liệu xây dựng lên 5.5% svck. Thêm vào đó là việc tăng học phí tại một số thành phố đã gây ra sự tăng 9.2% svck cho chỉ số nhóm giáo dục; chỉ số giá thuốc và dịch vụ y tế đã tăng 7.1% sau khi được điều chỉnh theo hướng dẫn của Bộ Y tế.

Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (% svck)



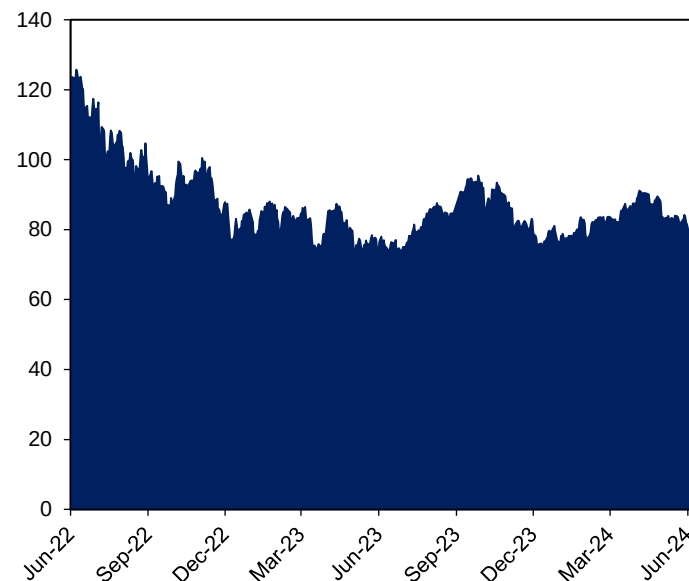
• Nguồn: TCTK, MBS Research

Lạm phát: Rủi ro dần tăng phủ bóng lên kỳ vọng tăng trưởng kinh tế



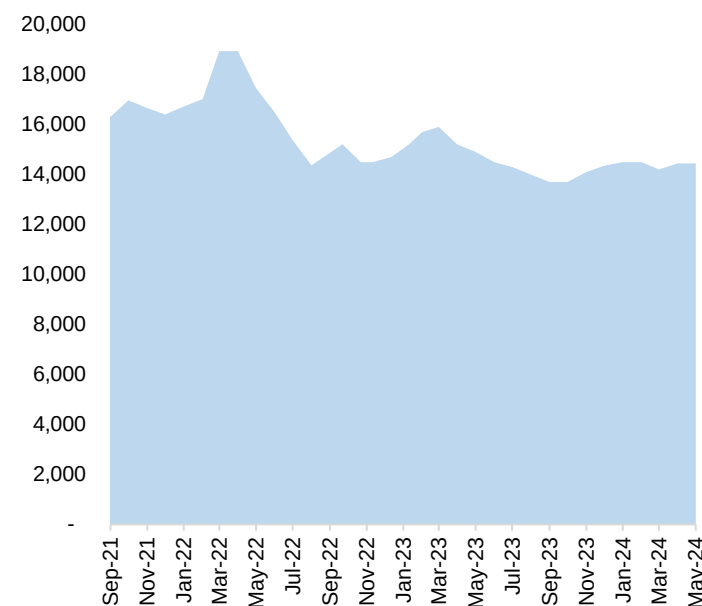
Chúng tôi ước tính rằng CPI có thể tăng trong nửa cuối năm, đưa tổng CPI trung bình năm 2024 lên mức 4.3%, gần với mục tiêu của Chính phủ

Giá dầu Brent (USD/thùng)



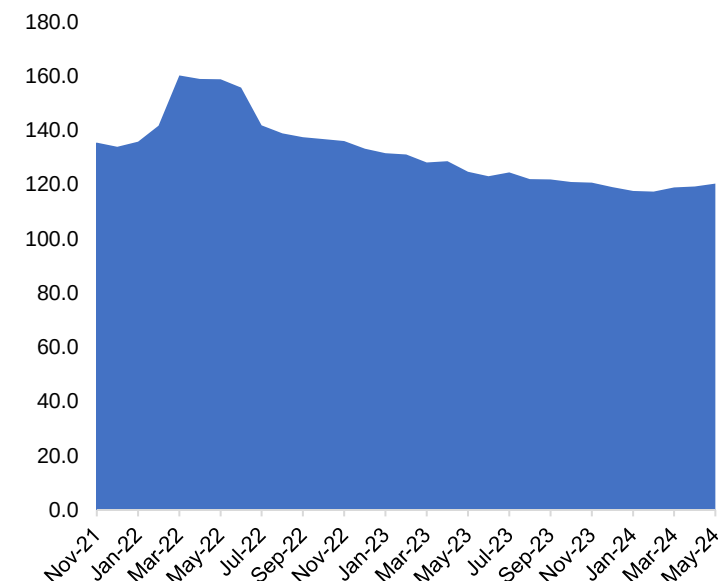
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá thép (Triệu VND/tấn)



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chỉ số giá thực phẩm FAO



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

- Lạm phát trong nửa cuối năm sẽ chịu rủi ro bởi các yếu tố sau đây: (1) Giá thép và vật liệu xây dựng nội địa sẽ phục hồi lên mức 15 triệu VND/tấn (+8% svck) trong năm 2024 nhờ đà tăng giá thép thế giới và nhu cầu ấm lên ở thị trường Việt Nam. (2) Tỷ giá vẫn ở mức cao, ảnh hưởng đến chi phí hàng hóa nhập khẩu. (3) Việc tăng lương cơ bản dự kiến sẽ được thực hiện từ ngày 1 tháng 7 có thể tác động đến lạm phát trong nước. Ngoài ra, chúng tôi duy trì dự báo giá dầu trong năm 2024 sẽ dao động với biên độ hẹp quanh mức 85 USD/thùng khi OPEC+ đã quyết định duy trì cắt giảm sản lượng đến hết Q3/24, cao hơn so với trung bình giá dầu nửa cuối năm 2023.

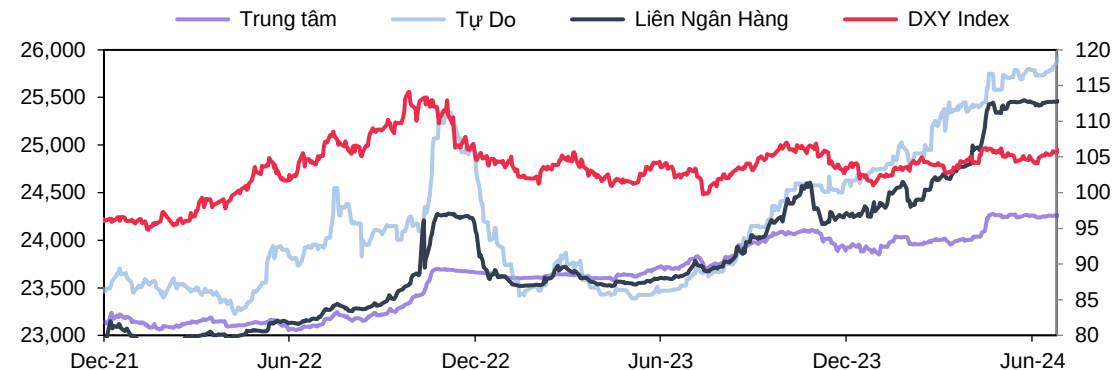
Tiền tệ: Chúng tôi dự kiến đồng Việt Nam sẽ lấy lại ổn định sau một khởi đầu khó khăn vào năm 2024



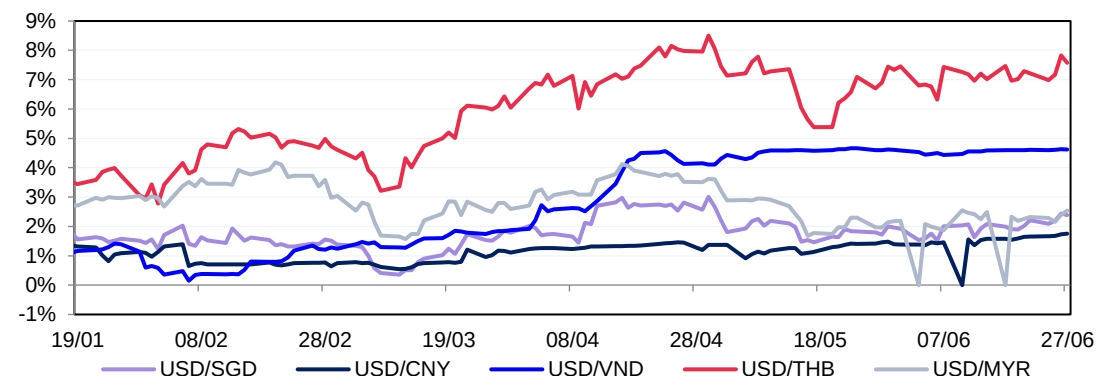
Các diễn biến của thế giới và nội địa đã dẫn đến việc tỷ giá liên tiếp lập kỷ lục từ đầu tháng 4

- Tỷ giá hối đoái đã trở thành tâm điểm từ tháng 3 năm 2024. Đồng VND đã giảm giá 4.7% so với USD tính từ đầu năm. Tuy nhiên, diễn biến của đồng VND vẫn khá tương đồng với các đồng tiền khác trong khu vực Châu Á. Sự chênh lệch lãi suất âm giữa Việt Nam và Mỹ là một yếu tố quan trọng. Hoạt động sản xuất tăng cao đã thúc đẩy nhu cầu tăng vọt về USD để thuận tiện cho nhập khẩu nguyên liệu. Hơn nữa, khoảng cách lãi suất khuyến khích các hoạt động đầu cơ như tích trữ ngoại tệ để tận dụng khoảng cách này.
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) đã thực hiện các biện pháp như sau: SBV đã kích hoạt kênh đấu giá trái phiếu từ ngày 11 tháng 3 để chống lại việc đầu cơ tỷ giá, bằng cách giảm lượng VND lưu thông và thu hẹp khoảng cách lãi suất giữa VND và USD trên thị trường liên ngân hàng. Từ giữa tháng 4, SBV đã bắt đầu bán USD cho các ngân hàng có số dư ngoại hối âm với mức giá thấp hơn, nhằm mục đích làm giảm lo ngại trên thị trường và làm dịu thanh khoản.
- Chúng tôi cho rằng sự biến động của tỷ giá chủ yếu là do sức mạnh của USD, được gia tăng bởi sự chênh lệch lãi suất âm so với Mỹ đối với một số đồng tiền.

Đồng Việt Nam đã mất giá khoảng 4.7% so với USD tính từ đầu năm đến nay



Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực so với USD



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

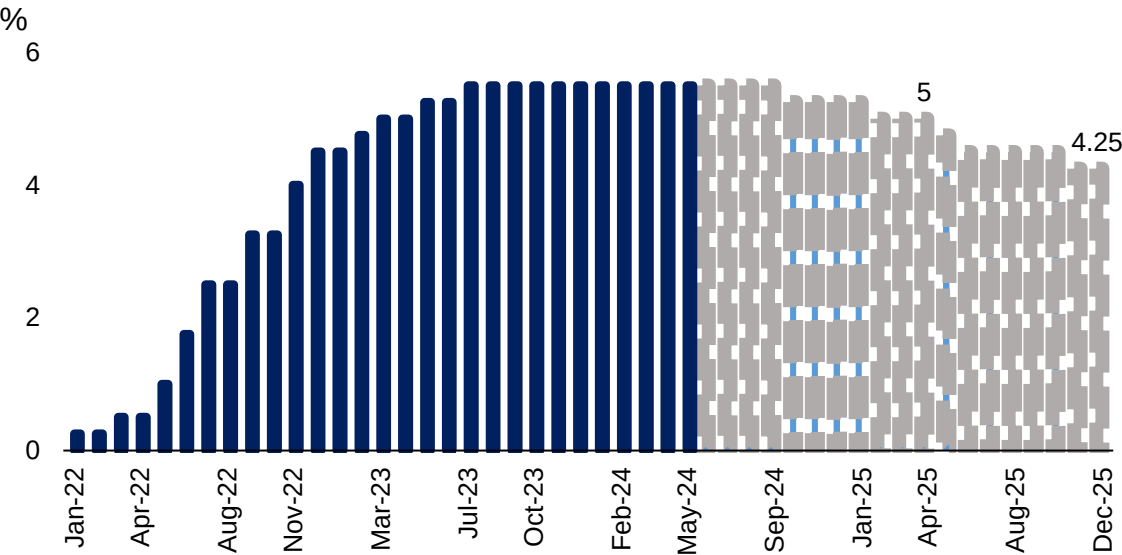
Tiền tệ: Chúng tôi dự đoán rằng đồng Việt Nam sẽ ổn định sau một khởi đầu khó khăn vào năm 2024



Chờ đợi USD suy yếu và nhu cầu nhập khẩu đạt đỉnh

- Các yếu tố động lực đã làm cho USD “đặc biệt” mạnh mẽ trên toàn cầu trong 4 tháng đầu năm 2024 đã bắt đầu suy yếu. Dữ liệu lịch sử cho thấy rằng đồng USD có khả năng giảm giá khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ bằng việc cắt giảm lãi suất 25 điểm cơ bản mỗi quý từ Q3/24 đến năm 2025. Chúng tôi tin rằng áp lực lên VND sẽ giảm và dự kiến tỷ giá USD/VND sẽ dao động trong khoảng 25,100 - 25,300 trong Q4/24. Các yếu tố hỗ trợ cho VND bao gồm: thặng dư thương mại tích cực (khoảng 8 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm 2024), dòng vốn FDI ròng (8.2 tỷ USD, tăng 7.8% svck) và sự hồi phục của lưu lượng khách du lịch quốc tế (+64.9% svck trong 5 tháng đầu năm 2024). Sự ổn định của nền kinh tế có khả năng được duy trì và cải thiện sẽ là cơ sở để ổn định tỷ giá hối đoái trong năm 2024.

Mỹ: dự kiến sẽ có 1- 2 lần cắt giảm lãi suất điều hành trong năm 2024, và hạ xuống mức 4 – 4.25% vào cuối năm 2025



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

USD sẽ giảm khi Fed có đủ tự tin để giảm lãi suất



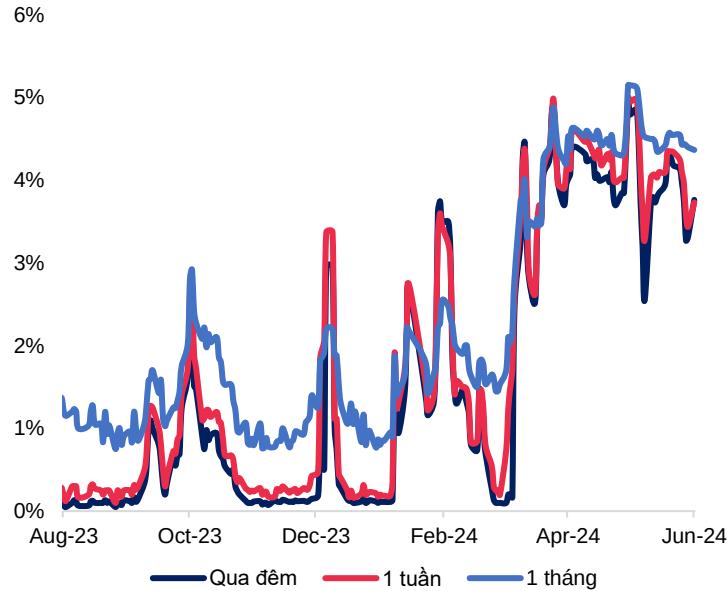
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chính sách tiền tệ: Chúng tôi không dự kiến sẽ có việc tăng lãi suất vào nửa cuối năm 2024

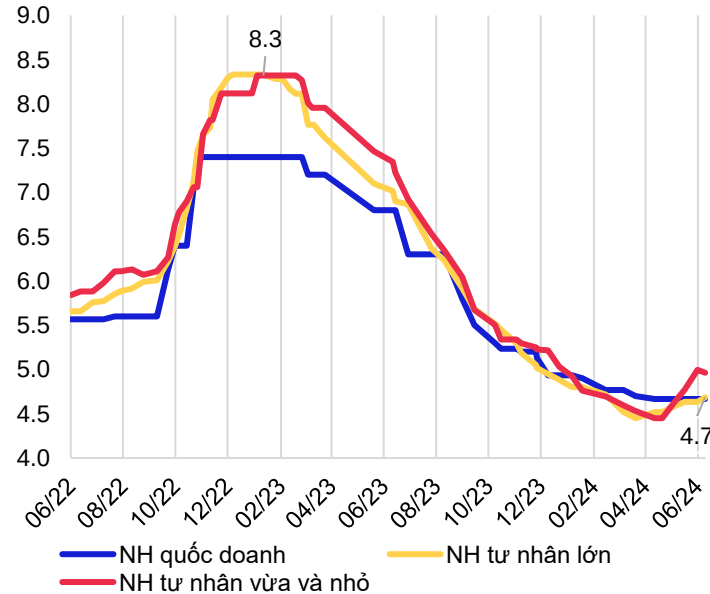


Mặc dù không còn nhiều dư địa để nới lỏng, chúng tôi không nghĩ đến việc tăng lãi suất trong thời gian ngắn tới

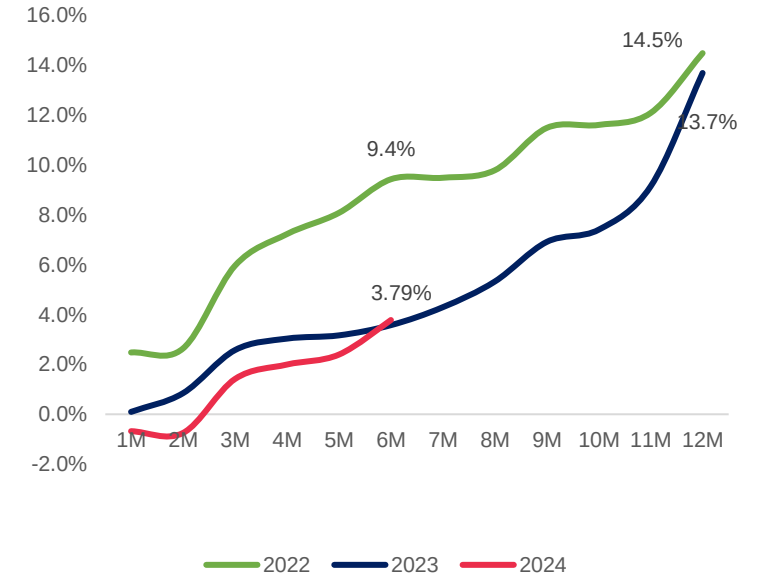
Diễn biến lãi suất qua đêm liên ngân hàng (Đơn vị: %)



Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%/năm)



Tăng trưởng tín dụng đã cải thiện kể từ tháng 6



• Nguồn: Bloomberg, MBS Research

• Nguồn: FAO, MBS Research

• Nguồn: NHNN, MBS Research

- Lãi suất giữa các ngân hàng hiện đã tăng gần đến mức 5%, đánh dấu một mốc tham chiếu mới do nhu cầu về thanh khoản.
- Tính đến ngày 21 tháng 5, dữ liệu từ các ngân hàng cho thấy lãi suất tiết kiệm 12 tháng trung bình của các ngân hàng thương mại nhỏ và vừa tăng 0.3% so với tháng trước, trong khi các ngân hàng thương mại lớn tăng 0.1% trong cùng giai đoạn. Mặc dù các ngân hàng nhà nước chưa cập nhật chính thức lãi suất tiết kiệm trên các trang web của họ, dự kiến rằng họ sẽ sớm đi theo xu hướng tăng này.
- Chúng tôi tin rằng nhu cầu vay vốn sẽ bắt đầu tăng mạnh từ Quý 3 năm 2024 do sự tăng trưởng sản xuất và đầu tư mạnh mẽ. Chúng tôi dự đoán rằng lãi suất tiết kiệm 12 tháng của các ngân hàng thương mại lớn có thể tăng thêm 50 điểm cơ bản và dần trở lại mức 5.2% - 5.5% vào cuối năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay sẽ duy trì ở mức tương tự vì các cơ quan quản lý và ngân hàng thương mại đều nỗ lực cung cấp vốn cho doanh nghiệp vay vốn.

Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng trưởng mạnh mẽ 6.6% và 6.5% svck trong quý III và quý IV, đưa tốc độ tăng trưởng của năm 2024 lên mức 6.5%

Tóm tắt dự báo kinh tế

- Kết quả kinh tế đáng ngạc nhiên trong quý II/2024 đã khiến chúng tôi nâng **dự báo GDP năm 2024 lên 6.5% từ mức 6.3% trước đó.**
- Yếu tố thúc đẩy tiềm năng cho nền kinh tế bao gồm: tăng trưởng cao hơn mong đợi của Hoa Kỳ hoặc Trung Quốc có thể thúc đẩy tăng trưởng dựa vào xuất khẩu.
- Các rủi ro tiềm tàng bao gồm: (1) Nhu cầu toàn cầu suy giảm do phục hồi kinh tế chậm và căng thẳng địa chính trị kéo dài. (2) Lãi suất cao kéo dài ở Mỹ sẽ gây áp lực lên đồng tiền Việt Nam. (3) Nếu giá dầu hoặc giá lương thực tăng đột biến làm lạm phát cao hơn so với hướng dẫn của Chính phủ, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam có thể thay đổi mục tiêu ưu tiên từ kích thích kinh tế sang kiểm soát lạm phát.

Các chỉ tiêu kinh tế	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
1. GDP, dân số và thu nhập						
Tăng trưởng GDP (%)	7.02	2.91	2.58	8.02	5.05	6.5
Xuất khẩu hàng hóa (% yoy)	8.1	6.5	19	10.6	-4.4	11 - 12
Nhập khẩu hàng hóa (% yoy)	7	3.6	26.5	8.4	-8.9	15 - 16
GDP/đầu người (USD)	3,267	3,491	3,586	3,756	4,163	4,869
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)						
Nợ chính phủ	49.2	51.5	39.1	34.7	34	37
Nợ công	55.9	43.1	38	37.4	37	39
Nợ nước ngoài	47.1	47.9	38.4	36.1	37.2	38
3. Các chỉ số tài chính						
Tỷ giá USD/VND	23,228	23,115	23,145	23,612	24,353	25,300 - 25,700
Lạm phát (%)	2.8	3.2	1.8	3.15	3.25	4.3
Tăng trưởng tín dụng (%)	18.7	18.2	13.9	12.1	13.7	13 - 14
Trung bình lãi suất tiền gửi 12 tháng	7.2	6.8	5.8	8.5	5.9	5.2-5.5
Cán cân thương mại (tỷ USD)	9.9	19.1	4	11.2	28	14
Hàng hóa: Xuất khẩu (tỷ USD)	263	281	336	371	355.5	391.05
Hàng hóa: Nhập khẩu (tỷ USD)	253	262	332	360	327.5	376.6
Tổng dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	78	94	109	86	95	92

• Nguồn: TCTK, MBS Research



3

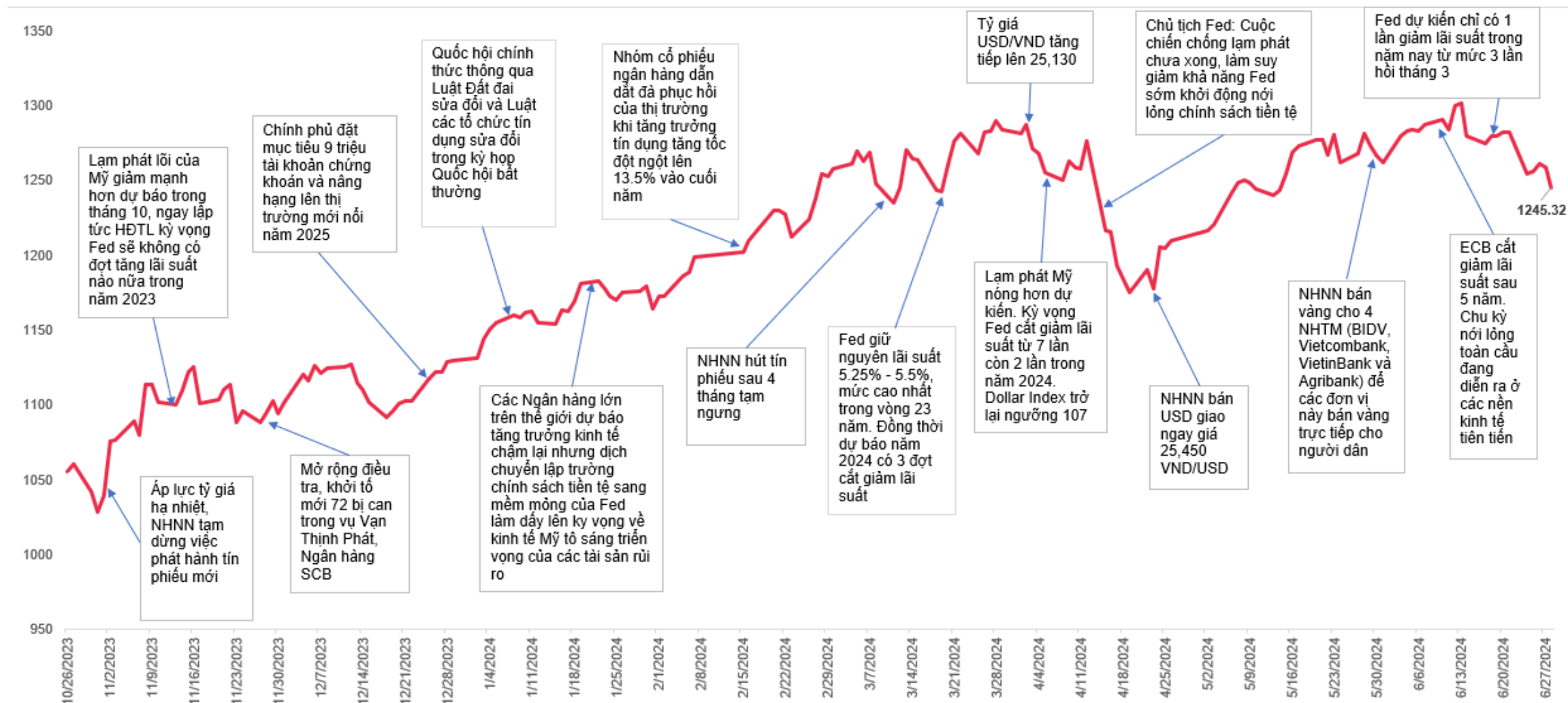
Triển vọng Thị trường chứng khoán Việt Nam Vượt qua thách thức, vững bước tiến lên

[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

Tổng quan thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2024

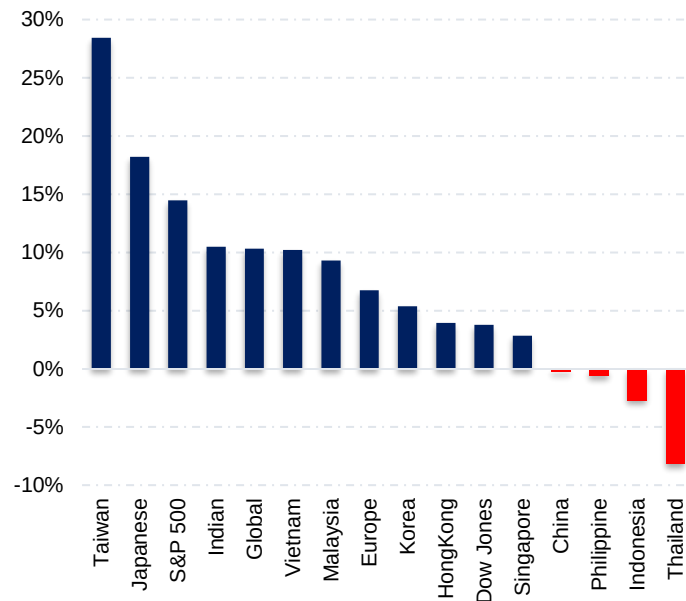
Chạm đáy tháng 10 năm ngoái, thị trường chứng khoán phục hồi mạnh 10.21% từ đầu năm



Tổng quan thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2024

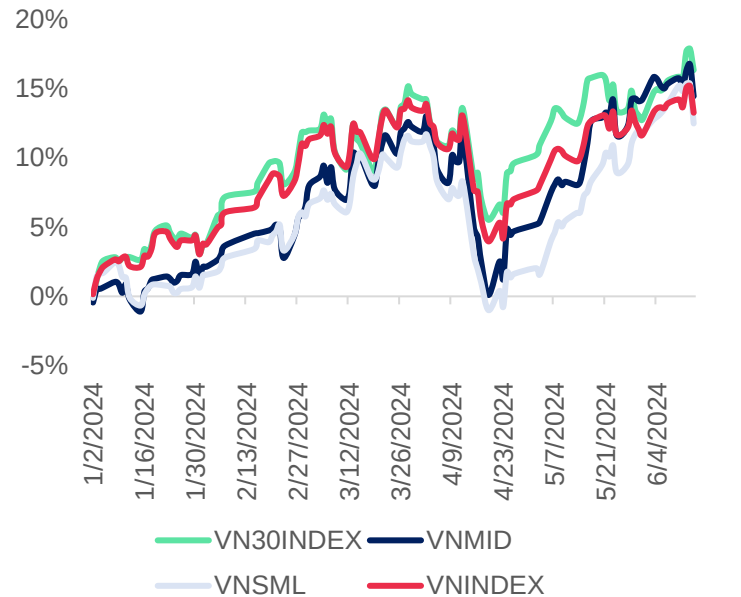
Cổ phiếu blue chip là động lực tăng trưởng cho chỉ số VNIndex nửa đầu 2024

Thị trường Việt Nam tăng trưởng mạnh tính từ đầu năm (%)



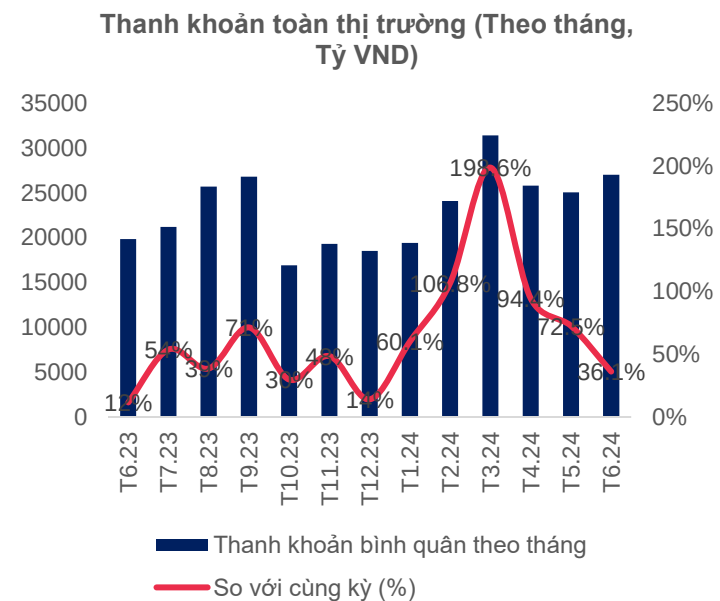
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Các chỉ số vốn hóa thị trường tại Việt Nam tăng trưởng mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Giao dịch trung bình hàng ngày tăng đột biến 87% svck, đạt 25.4 nghìn tỷ VND (~ 1 tỷ USD)



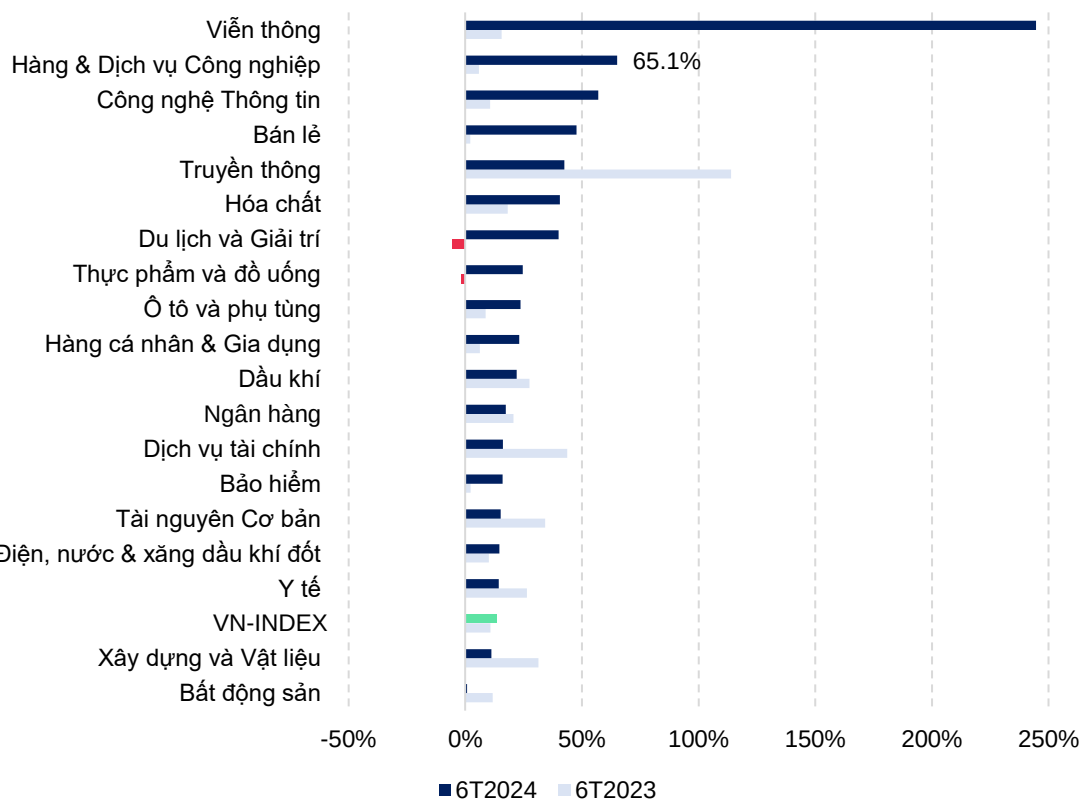
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Tổng quan thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2024



Ngành viễn thông, Hàng công nghiệp và Công nghệ có hiệu suất sinh lời tốt nhất trong nửa đầu năm 2024.

Ngành viễn thông và Hàng công nghiệp có hiệu suất sinh lời tốt nhất trong nửa đầu năm 2024 (% so với đầu năm)



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Dòng tiền mở rộng hàng tháng theo từng ngành.

	6/2024	5/2024	4/2024	3/2024	2/2024	1/2024	12/2023	11/2023	10/2023	9/2023	8/2023	7/2023	6/2023	5/2023	4/2023	3/2023	2/2023	1/2023
Hóa chất	17.0%	40.5%	-28.6%	24.6%	75.4%	14.9%	-18.6%	-33.1%	-14.6%	12.0%	4.1%	12.3%	65.6%	11.5%	51.6%	-30.0%	11.6%	-27.3%
Tài nguyên Cơ bản	16.1%	21.3%	-30.4%	18.5%	5.2%	1.7%	-3.5%	50.9%	-48.0%	22.8%	5.4%	-1.9%	50.9%	13.7%	-19.7%	-7.6%	5.6%	-14.4%
Xây dựng và Vật liệu	13.5%	-7.4%	-31.0%	19.7%	10.4%	21.6%	-12.1%	3.2%	-40.9%	3.1%	22.9%	-0.1%	33.9%	34.8%	26.8%	-13.1%	-5.8%	5.0%
Hàng & Dịch vụ Công nghiệp	24.9%	39.6%	-23.0%	43.7%	19.2%	-8.3%	-0.7%	-1.1%	-33.0%	28.6%	9.2%	1.9%	49.3%	53.5%	47.7%	-34.4%	-14.6%	-21.0%
Ô tô và phụ tùng	-13.0%	17.4%	3.0%	18.0%	15.9%	-10.1%	112.0%	16.5%	-58.9%	-26.2%	53.4%	-5.9%	47.5%	-31.6%	100.0%	-26.0%	17.8%	4.0%
Thực phẩm và đồ uống	1.1%	25.3%	-30.8%	37.0%	35.3%	-22.5%	44.1%	12.2%	-36.4%	-3.5%	-3.5%	16.7%	56.7%	-6.7%	43.2%	-11.3%	-15.0%	-21.1%
Hàng cá nhân & Gia dụng	3.3%	70.4%	-29.3%	51.3%	30.9%	-4.8%	30.1%	-2.7%	-31.2%	12.0%	-21.0%	20.1%	37.0%	3.0%	41.9%	-26.5%	27.9%	-20.3%
Y tế	29.2%	41.6%	-38.7%	55.7%	5.6%	-37.2%	113.2%	-32.2%	-5.1%	-28.1%	-9.3%	-7.7%	5.7%	60.3%	33.5%	25.5%	26.9%	-30.3%
Bán lẻ	-13.4%	16.8%	-14.3%	51.0%	18.5%	-0.1%	1.4%	6.5%	-22.2%	4.6%	12.6%	33.1%	91.2%	-25.3%	47.1%	-46.5%	89.2%	-29.7%
Truyền thông	103.3%	-18.4%	-11.1%	21.8%	0.3%	5.9%	31.1%	48.1%	-34.2%	-75.8%	60.8%	195.1%	64.2%	35.7%	-51.8%	49.0%	100.1%	-57.5%
Du lịch và Giải trí	-3.8%	52.2%	47.0%	12.2%	-1.9%	-29.4%	4.1%	24.2%	-49.9%	52.3%	-5.3%	-4.3%	3.8%	33.1%	58.3%	49.9%	-34.8%	-24.0%
Viễn thông	36.3%	25.0%	39.5%	86.4%	77.3%	6.3%	-34.2%	-2.1%	166.7%	-35.1%	-20.3%	26.6%	4.6%	47.8%	62.6%	-21.0%	-31.3%	-9.8%
Điện, nước & xăng dầu khí đốt	37.5%	59.8%	-9.3%	20.6%	23.6%	-4.9%	20.3%	-5.4%	-37.7%	-20.6%	12.2%	-1.8%	13.1%	28.3%	15.2%	3.1%	-10.6%	-22.7%
Bảo hiểm	26.9%	171.9%	-46.7%	-65.1%	34.1%	235.8%	12.1%	15.6%	-53.5%	-26.9%	-18.5%	18.4%	74.4%	19.9%	37.7%	-42.8%	-3.1%	-23.9%
Bất động sản	-9.4%	-17.8%	-16.1%	41.9%	30.2%	-17.7%	-11.9%	32.8%	-44.2%	-9.0%	49.9%	8.6%	34.3%	2.4%	69.5%	-14.8%	9.9%	-48.4%
Dịch vụ tài chính	-5.2%	-18.5%	-28.1%	46.4%	22.7%	-5.8%	-14.8%	15.3%	-29.9%	21.6%	35.5%	-3.8%	31.0%	10.4%	39.7%	11.5%	-15.4%	-31.8%
Ngân hàng	14.6%	-4.3%	-0.8%	2.3%	18.4%	45.1%	0.5%	24.5%	-45.0%	-1.6%	9.9%	13.4%	31.0%	-0.7%	1.3%	1.7%	-17.0%	-16.4%
Công nghệ Thông tin	42.4%	56.3%	3.7%	8.2%	66.8%	-21.9%	27.8%	-17.7%	-7.7%	23.5%	71.8%	16.7%	5.0%	43.7%	-3.9%	-46.2%	49.9%	3.1%

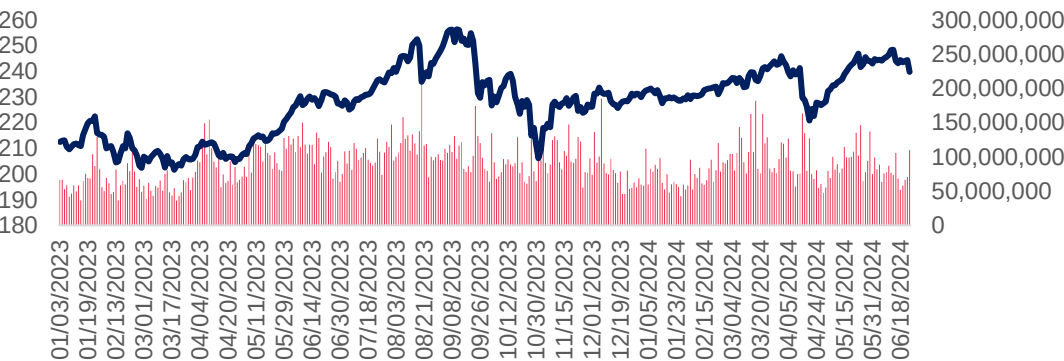
• Nguồn: Bloomberg, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Tổng quan thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2024



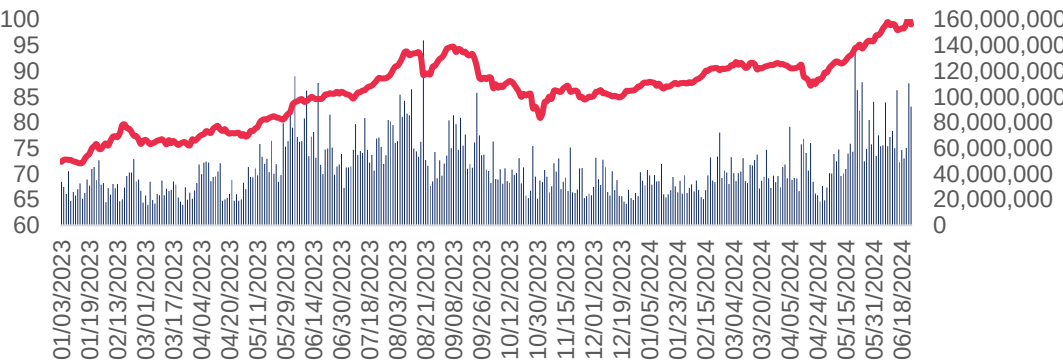
Hiệu suất sàn HNX và UPCOM

Chỉ số HNX tăng nhẹ 3.8% so với đầu năm.



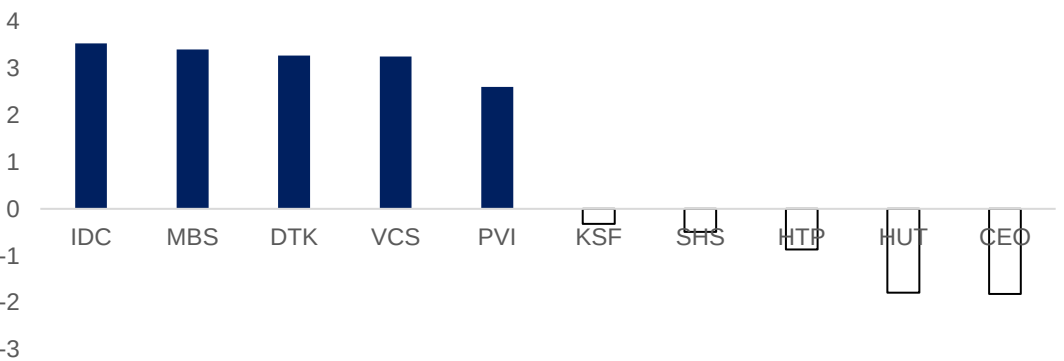
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Chỉ số UPCOM đã tăng mạnh 13.8% so với đầu năm...



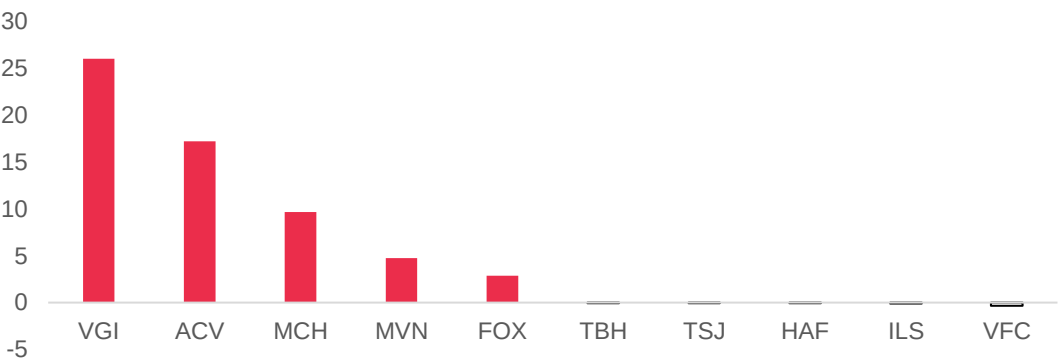
• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Các cổ phiếu tăng giá và giảm giá mạnh nhất trên sàn HNX



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

... chủ yếu nhờ sự tăng giá của VGI, ACV và MCH.



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

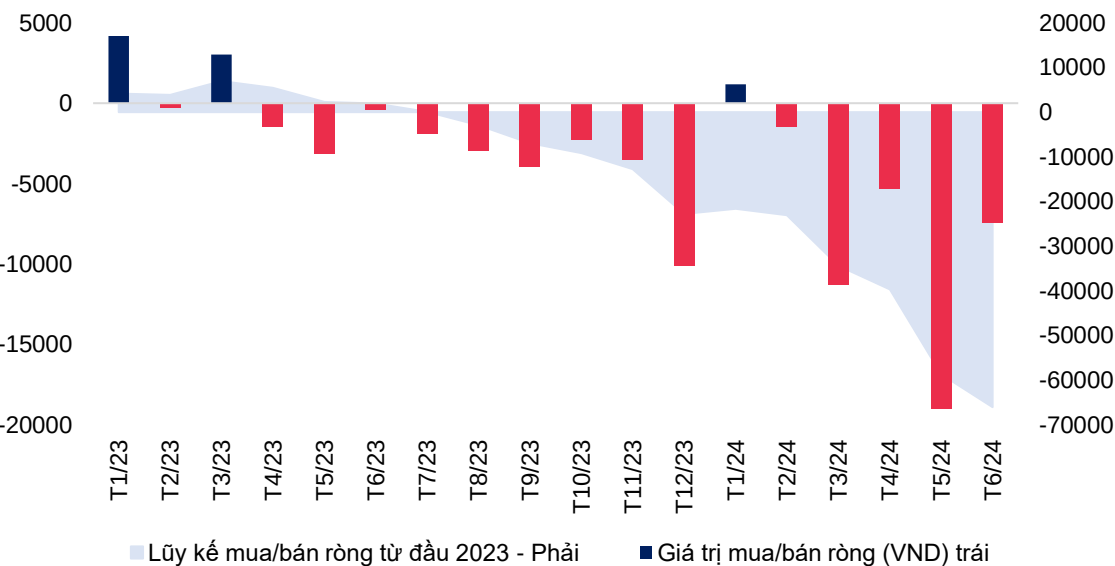
Tổng quan thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2024



Khối ngoại quay lại bán ròng từ Q2/2023

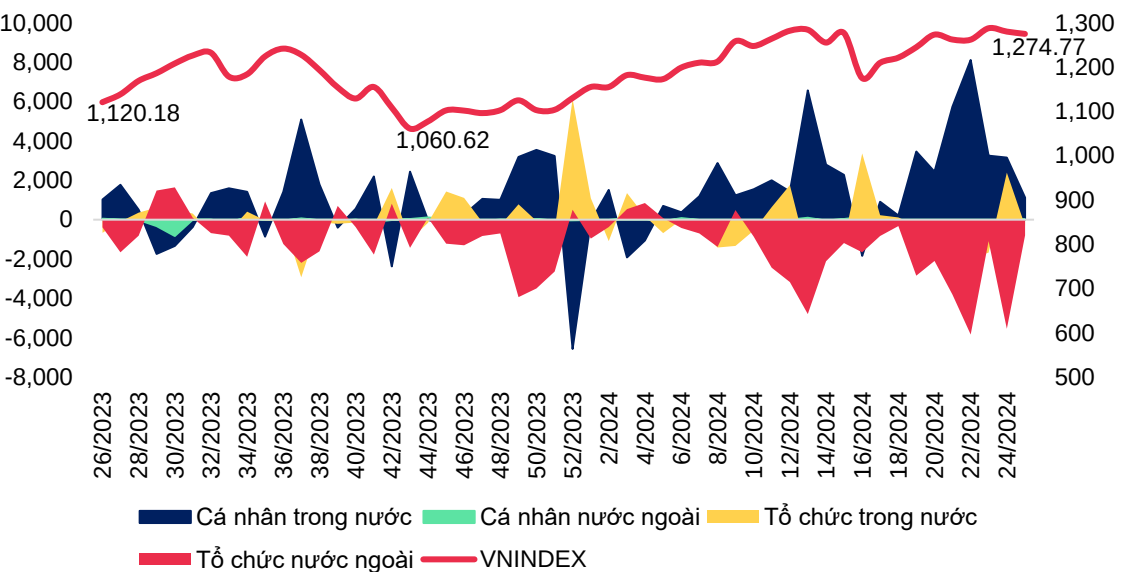
- Khối ngoại đã bán ròng liên tục trong năm vừa qua với tổng giá trị 53,600 tỷ đồng kể từ đầu năm, trong khi năm 2023 ghi nhận mức mua ròng 22,800 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng hoạt động bán ròng của nhà đầu tư nước ngoài đối với chứng khoán Việt Nam có thể là nguyên nhân khiến đồng Việt Nam yếu đi. Hơn nữa, Việt Nam nằm trong số các thị trường mới nổi chứng kiến dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy ra ròng kể từ đầu năm 2024.
- Cổ phiếu bị bán ròng nhiều nhất : VHM, VNM, FPT, VRE, MSN, VND, VPB, VIC. Cổ phiếu được mua ròng nhiều nhất: MWG, NLG, MSB, DBC, HVN, KDH, EIB, MBB, ASM, STB

Giá trị mua ròng/(bán ròng) hàng tháng của khối ngoại (tỷ đồng)



• Nguồn: Fiipro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Giao dịch thị trường theo từng loại nhà đầu tư.



• Nguồn: Fiipro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Tổng quan thị trường chứng khoán nửa đầu năm 2024



Khối ngoại quay lại bán ròng từ Q2/2023

Việt Nam là một trong những thị trường mới nổi chứng kiến dòng vốn đầu tư nước ngoài chảy ra ròng kể từ đầu năm 2024

Quốc gia	Ngày	Từ đầu tháng	Từ đầu quý	SV đầu năm	12 tháng
Châu Á					
Trung Quốc	31/03/2024	4,960	-3,356	-3,356	-119,040
Ấn Độ	27/06/2024	2,925	-1,195	163	11,868
Indonesia	28/06/2024	-92	-2,113	-427	-1,870
Nhật Bản	21/06/2024	-2,238	27,479	37,884	21,443
Malaysia	28/06/2024	-13	14	-173	243
Philippines	28/06/2024	-104	-690	-527	-923
Hàn Quốc	28/06/2024	3,821	4,939	17,128	19,294
Sri Lanka	28/06/2024	-3	-4	-29	-19
Đài Loan	28/06/2024	1,773	-347	4,382	-280
Thái Lan	28/06/2024	-950	-1,298	-3,231	-5,631
Việt Nam	28/06/2024	-564	-1,276	-1,677	-2,452
Châu Mỹ					
Brazil	26/06/2024	-906	-3,398	-8,017	-1,794
Canada	30/04/2024	4,830	4,830	309	-16,157
Chile	31/03/2024		37	37	-1,260
Colombia	31/03/2024		4	4	-3
Mỹ	30/04/2024	67,642	67,642	131,725	216,058
Châu Âu, Trung Đông và châu Phi					
Bulgaria	30/04/2024	0	0	3	-31
Cộng hòa Czech	30/04/2024	5	5	364	1,200
Dubai	28/06/2024	9	-25	332	822
Khu vực Euro	30/04/2024	38,819	38,819	79,617	243,888
Pháp	30/04/2024	38	39	6,568	-5,067
Đức	30/04/2024	-1,372	-1,372	-6,443	-16,922
Hungary	31/03/2024		-20	-20	299
Israel	31/03/2024		3,147	1,851	-506
Ý	30/04/2024	731	731	1,450	2,259
Luxembourg	31/03/2024		10,414	10,414	3,598
Hà Lan	31/12/2023		-36,148	20,130	20,130
Ba Lan	30/04/2024	177	177	1,322	2,285
Portugal	31/12/2020	51	-622	-298	-298
Qatar	27/06/2024	-215	-433	-377	-247

Các quỹ ETF bị rút ròng -577 triệu USD trong số 2 tỷ USD rút ròng từ khối ngoại

Tên	Mã	LN từ đầu tháng	LN từ đầu năm	LN 1 năm	Flow 1 tháng (tr USD)	Flow từ đầu năm (tr USD)	Flow 1 năm (tr USD)
DCVFMVN Diamond ETF	FUEVFNVD VN	1.58%	21.79%	33.67%	(37.83)	(292.42)	(437.91)
Fubon FTSE Vietnam ETF	00885 TT	1.33%	1.11%	2.54%	(48.70)	(102.14)	(104.47)
SSIAM VNFIN LEAD ETF	FUESSVFL VN	0.20%	10.30%	16.02%	(6.28)	(74.50)	(160.84)
DCVFMVN30 ETF Fund	E1VFN30 VN	0.44%	15.29%	15.76%	(4.64)	(61.89)	(99.79)
Xtrackers FTSE Vietnam Swap	XFVT GR	2.02%	3.11%	8.30%	(8.93)	(40.73)	(39.55)
KIM KINDEX Vietnam VN30 ET	245710 KS	1.02%	16.33%	11.06%	4.42	(8.39)	45.54
Premia Vietnam ETF	9804 HK	1.93%	2.93%	6.40%	-	(4.75)	(5.95)
VanEck Vietnam ETF	VNM US	3.49%	5.81%	3.52%	(5.18)	(5.82)	(10.80)
Premia Vietnam ETF	2804 HK	1.93%	2.93%	6.40%	-	(4.75)	(5.95)
CGS Fullgoal Vietnam 30 Sec	VND SP	1.48%	1.90%	0	(2.06)	(2.31)	(4.76)
SSIAM VNX50 ETF	FUESSV50 VN	0.05%	15.69%	15.00%	-	(2.31)	(1.76)
SSIAM VN30 ETF	FUESSV30 VN	0.38%	13.10%	13.59%	-	(0.58)	1.21
KIM Growth VNFINSELECT ET	FUEKIVFS VN	2.06%	11.98%	18.35%	-	(0.05)	6.24
CSOP FTSE Vietnam 30 ETF	3004 HK	1.64%	4.76%	9.91%	-	-	(0.28)
KIM KINDEX Vietnam VN30 Fu	371130 KS	1.49%	18.69%	12.72%	-	-	(1.70)
VinaCapital VN100 ETF	FUEVN100 VN	0.11%	13.63%	19.48%	-	-	-
DCVFMVN Mid Cap ETF	FUEDCMID VN	2.02%	11.01%	31.66%	0.05	1.92	6.03
Global X MSCI Vietnam ETF	VNAM US	3.51%	4.20%	4.05%	-	1.93	7.72
KIM Growth VN30 ETF	FUEKIV30 VN	1.06%	14.40%	15.01%	5.99	24.32	35.64

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2024

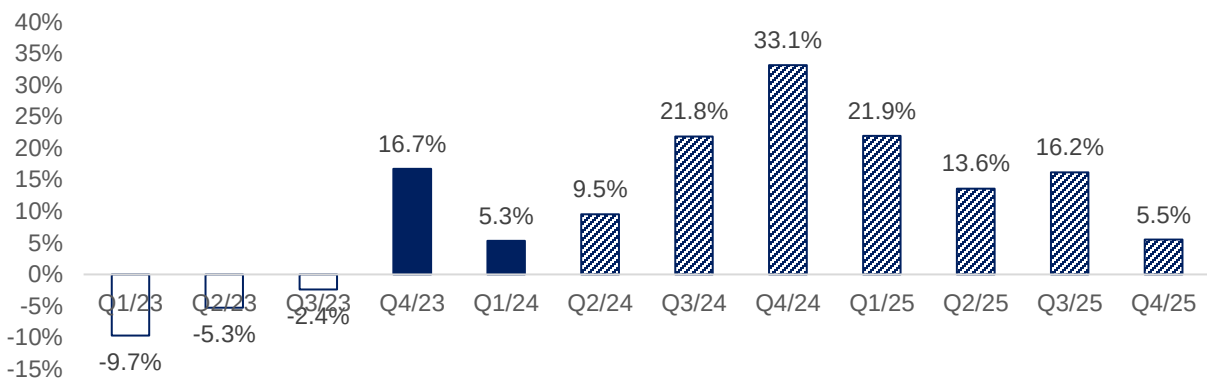


Chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2024 sẽ là tín hiệu tốt cho sự mở rộng hơn nữa của thị trường

Dự báo tăng trưởng lợi nhuận năm tài chính 2024 - 25 theo các lĩnh vực

	2023	2024F	2025F
Hàng không	126%	882%	-16%
Bán lẻ	-69%	204%	21%
Vật liệu xây dựng	-1%	82%	33%
Hóa chất	-74%	56%	21%
Điện	-37%	25%	28%
Xuất khẩu	-41%	24%	24%
ICT	-21%	21%	20%
Thị trường	-4%	20%	15%
Ngân hàng	4%	20%	23%
Tiêu dùng	-22%	15%	10%
Bất động sản	12%	14%	13%
Dầu khí	-22%	-4%	8%
Cảng/Logistics	44%	-25%	13%
BĐS KCN	9%	-30%	26%

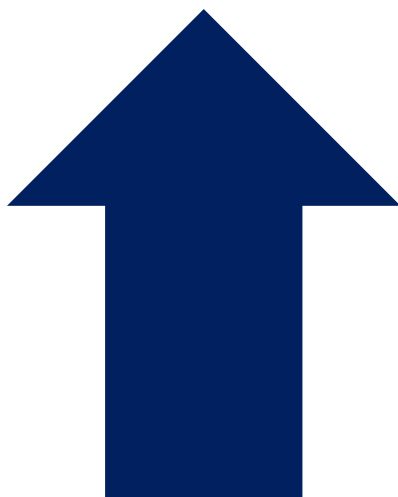
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận thị trường sẽ tăng mạnh trong nửa cuối năm 2024 (% svck)



- Sau mức tăng trưởng khiêm tốn chỉ 5,3% trong quý 1 năm 2024, chúng tôi dự đoán tổng lợi nhuận thị trường sẽ tăng 9,5% svck trong quý 2 năm 2024, và lần lượt tăng 33,1% và 21,9% trong quý 3 và quý 4 năm 2024. Đối với năm 2024, lợi nhuận thị trường dự kiến sẽ tăng 20% svck từ mức nền thấp của năm 2023. Các động lực chính cho sự cải thiện lợi nhuận của thị trường sẽ đến từ hoạt động kinh doanh vững chắc của các ngân hàng (+20% svck), bán lẻ (+204% svck), vật liệu xây dựng (+56%) và điện (+25% svck).
- Đối với năm tài chính 2025, tăng trưởng lợi nhuận thị trường có thể giảm tốc xuống 15%, được hỗ trợ bởi ngân hàng (+23% svck), vật liệu xây dựng (+33% svck), khu công nghiệp (+26% svck) và điện (+28% svck).

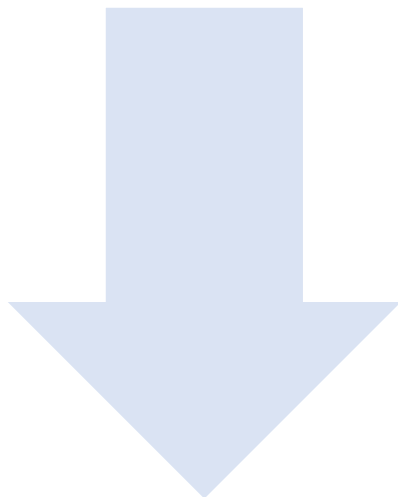
• Nguồn: MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Chúng tôi cân nhắc các yếu tố tác động và rủi ro của thị trường



Tác động

- Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2024, được thúc đẩy bởi sự phục hồi mạnh mẽ của xuất khẩu và cải thiện đầu tư (cả khu vực tư nhân và nhà nước). GDP năm 2024 dự kiến sẽ tăng trưởng 6,7% so với cùng kỳ năm ngoái, thấp hơn so với năm 2022 là 7,9% nhưng cao so với mục tiêu của Chính phủ là 6,5%.
- Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi sẽ sát sao hơn với việc các ngân hàng trung ương chuyển hướng khỏi chính sách tiền tệ thắt chặt. Mặc dù có nhiều tranh luận về thời điểm lãi suất sẽ được cắt giảm, chúng tôi dự đoán sẽ có 2 lần cắt giảm lãi suất trong năm 2024, đưa lãi suất xuống mức 4-4,25% vào cuối năm 2025.
- Triển vọng vĩ mô phục hồi cho thấy sự cải thiện trong thu nhập dự phóng cho năm tài khóa 2024-2025, điều này sẽ báo hiệu tốt cho việc mở rộng thị trường hơn nữa.
- Mặc dù lãi suất tiền gửi có dấu hiệu nhích lên, tuy nhiên mức tăng này vẫn thấp hơn so với thời điểm đại dịch COVID-19, điều này sẽ thu hút dòng vốn.



Rủi ro

- Mặc dù chúng tôi nhận thấy áp lực lên đồng VND có thể giảm bớt trong nửa cuối năm 2024 do lập trường cứng rắn của Fed vào khoảng quý 3 năm 2024, nhưng sức mạnh của DXY (chỉ số đô la Mỹ) dự kiến sẽ duy trì trong suốt cả năm. Cùng với nhu cầu đồng USD tăng cao cho các hoạt động xuất khẩu, chúng tôi vẫn thấy áp lực tỷ giá là rủi ro hàng đầu, điều này sẽ làm giảm sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài đối với thị trường Việt Nam.
- Chúng tôi ước tính chỉ số CPI có thể tăng trong nửa cuối năm, đẩy CPI trung bình năm 2024 lên 4,3%, gần với mục tiêu của chính phủ. Bất kỳ rủi ro tăng nào đối với lạm phát đều có thể khiến Ngân hàng Nhà nước chuyển hướng ưu tiên sang kiểm soát lạm phát hơn là kích thích kinh tế.



Chiến lược đầu tư

Tập trung vào cổ phiếu vốn hóa lớn

[Quay lại Mục lục](#)

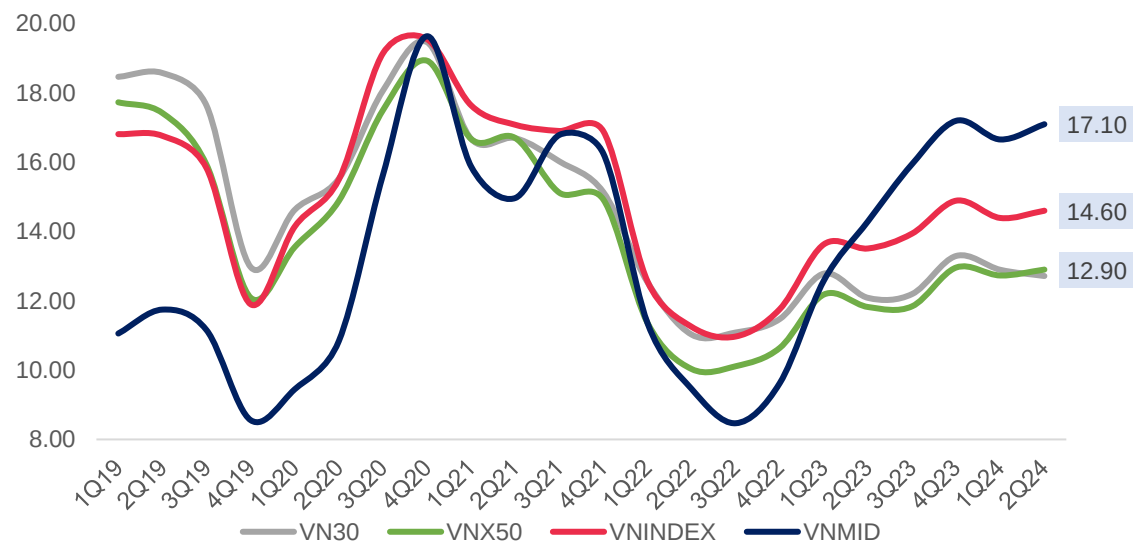
Chiến lược đầu tư 2H2024

Triển vọng thị trường chứng khoán nửa cuối năm 2024

Chúng tôi dự đoán chỉ số VN-Index sẽ đạt 1,350 - 1,380 vào cuối năm

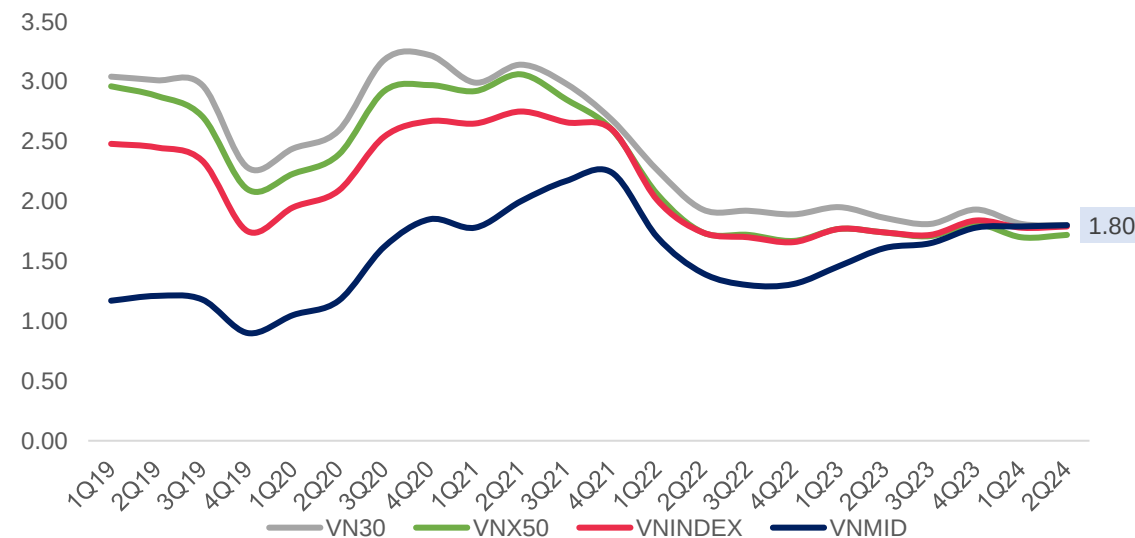
- Đợt tăng mạnh gần đây đã khiến một số nhà đầu tư đặt câu hỏi liệu thị trường đã đạt đỉnh hay chưa. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nó chưa đạt đến giới hạn. Tính đến ngày 21 tháng 6, VN-Index giao dịch ở mức 14.6 lần P/E 12 tháng, cao hơn 6% so với mức trung bình 3 năm (13.8 lần) và thấp hơn 14% so với mức đỉnh 3 năm (16.7 lần vào quý 4 năm 2021).
- Tuy nhiên, sự tăng giá gần đây của các cổ phiếu vốn hóa trung bình (mid-cap) đã đưa định giá VNMID lên 17.1 lần P/E, cao hơn khoảng 17% so với VN-Index. Thậm chí, các cổ phiếu mid-cap hiện đang được giao dịch ở mức P/B tương đương với các cổ phiếu vốn hóa lớn (large-cap). Trong khi đó, định giá của các cổ phiếu large-cap (được đại diện bởi VN30 và VNX50) thấp hơn khoảng 11% so với trung bình thị trường. Chúng tôi tin rằng định giá của các cổ phiếu large-cap có vẻ hấp dẫn về tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong năm tài chính 2024-2025 so với các nhóm khác.
- Nhìn chung, chúng tôi dự đoán VN-Index sẽ đạt 1,350 – 1,380 điểm vào cuối năm, sau khi tăng trưởng lợi nhuận 20% trong năm tài chính 2024 và mục tiêu P/E từ 12 đến 12.5 lần.

Biểu đồ hiệu suất P/E của VN-Index, VN30, VNX50 và VNMID



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Biểu đồ hiệu suất P/B của VN-Index, VN30, VNX50 và VNMID



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research. Dữ liệu tại ngày 21/6/2024

Danh mục lựa chọn của MBS Research



STT	Cổ phiếu	Giá mục tiêu (VND/cp)	Tăng (%)	FY24FP/E	FY24F P/B	Đánh giá
1	VPB	24,050	29.0%	11.2	1.1	Chất lượng tài sản vững chắc hơn với tỷ lệ nợ xấu dự kiến thấp đi nhờ việc trích lập dự phòng cao hơn và giảm nợ xấu từ FE Credit; Định giá hấp dẫn với mức P/B hiện tại dưới 1.1x.
2	ACB	30,500	28.2%	5.3	1.1	Hiện tại, ACB đang giao dịch ở mức P/B 1.1x trong năm 2024; thấp hơn các ngân hàng khác có quy mô tương tự. Với hiệu suất sinh lời (ROE 2023: 21.9% và ROA: 2.4%), ACB xứng đáng được định giá ở mức P/B 1.3x.
3	DXG	25,100	58.4%	69.3	1.1	Đổi mới trong Luật Đất đai 2024 được kỳ vọng sẽ đẩy nhanh quá trình thực thi pháp lý cho dự án chiến lược Gem Riverside (3,000 căn hộ cao cấp). Lợi nhuận ròng trong năm 2024 được dự đoán sẽ tăng 36.2% svck, nhờ việc tiếp tục bàn giao dự án Gem Sky World và phần còn lại của Opal Skyline.
4	BCM	78,000	23.8%	27.8	3.4	Lợi nhuận ròng năm 2025 sẽ tăng 68% svck sau khi giảm 51% svck trong năm 2024. VSIP sẽ đóng góp phần lớn lợi nhuận công nghiệp của BCM nhờ vào VSIP III Bình Dương, VSIP Bắc Ninh II, Becamex VSIP Bình Định, ...
5	HPG	36,400	28.6%	13.5	1.6	(1) Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng với kỳ vọng nguồn cung nhà ở sẽ phục hồi và thị trường xuất khẩu (EU, ASEAN) tăng trưởng. (2) Biên lợi nhuận gộp tiếp tục phục hồi nhờ giá thép tăng và giá than, quặng giảm. (3) Khu liên hợp Dung Quất 2 sẽ là triển vọng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.
6	POW	16,800	13.0%	39.1	1.1	POW ghi nhận giá cổ phiếu tăng mạnh nhờ khung giá LNG được ban hành vào đầu tháng 6. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của cổ phiếu này vẫn giữ nguyên nhờ câu chuyện rất hấp dẫn liên quan đến ngành điện LNG của Việt Nam trong dài hạn. Do đó, chúng tôi đặt giá mục tiêu dài hạn là 16.800VNĐ/CP, tương đương với mức P/B forward là 1.2x trong năm 2024.
7	PVS	51,100	25.8%	18.2	1.5	Những dự án thượng nguồn quan trọng dự kiến sẽ đem lại khối lượng công việc lớn và triển vọng tích cực cho các công ty M&C. PVS vẫn tiếp tục triển khai EPCI#1 và EPCI#2 của dự án Lô B, ngay cả sau khi hết thời hạn hợp đồng. Ngoài ra, các dự án điện gió ngoài khơi được kỳ vọng sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của PVS.
8	MWG	72,000	15.4%	26.7	3.4	Ngành hàng tiêu dùng không thiết yếu đang hồi phục sau mức nền thấp, và hồi kết của “cuộc chiến giá” lớn nhất sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của MWG lên tới 21%. Nhờ vào cao điểm mua sắm cuối năm, lợi nhuận ròng năm 2024-25 đã đạt tới 3,403/4,463 tỉ VNĐ. Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ đạt điểm hoà vốn vào giữa năm 2024.
9	DCM	44,000	22.3%	11.4	1.9	(1) Việc nhà máy Đạm Cà Mau chấm dứt khấu hao dự kiến sẽ bù đắp cho giá khí đốt tăng cao, hỗ trợ tăng biên lợi nhuận gộp; (2) Giảm chi phí do được hoàn thuế VAT; (3) Việc mua lại KVF sẽ tăng năng suất sản xuất NPK và hỗ trợ mở rộng sang khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nguyên.
10	FPT	144,200	12.0%	24.1	5.0	Doanh thu công nghệ tiếp tục duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong năm 2024/25 nhờ (1) doanh thu ký mới tăng trưởng ổn định và (2) chi tiêu CNTT toàn cầu dự kiến tăng trưởng mạnh trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng việc hợp tác với NVIDIA, nhà sản xuất chip hàng đầu thế giới, sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dài hạn cho FPT trong giai đoạn 2025-2030 khi AI tạo sinh trở thành xu hướng mới trong lĩnh vực công nghệ thông tin.



Ngân hàng

Tăng trưởng lợi nhuận cải thiện từ mức nền thấp năm trước

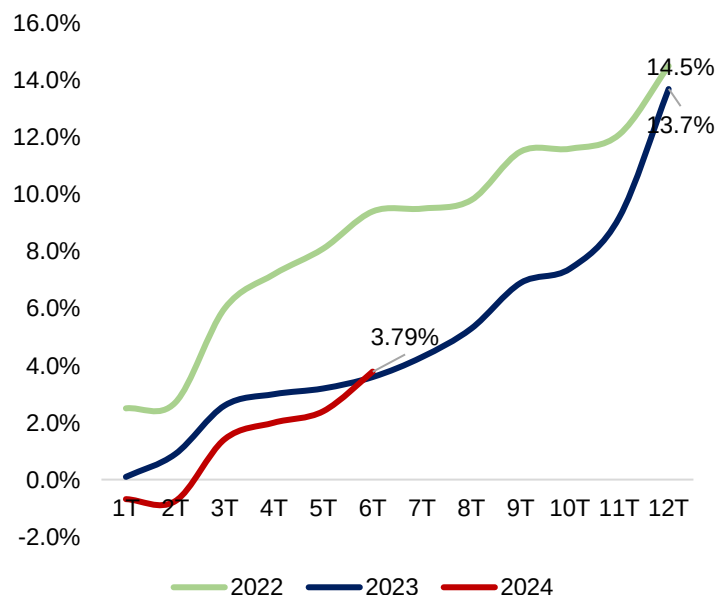
[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

6T2024: Nhu cầu tín dụng suy yếu làm giảm tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng tài sản suy giảm

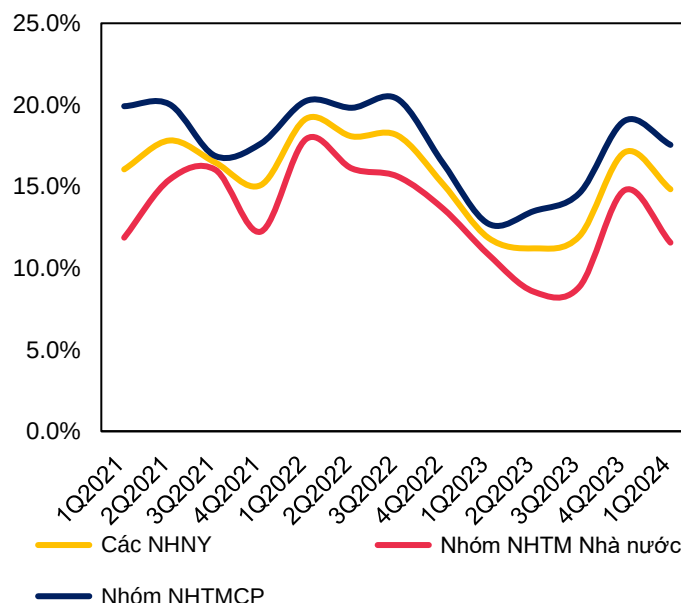
- Theo Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN), tăng trưởng tín dụng tính đến ngày 24/06/2024 là 4.4%, vẫn xa mục tiêu 14-15% cho năm 2024.
- Trong ngắn hạn, mục tiêu tăng trưởng tín dụng 6% trong 6T2024 gặp thách thức khi ngành bất động sản vốn là nguồn tín dụng chính phục hồi chậm hơn dự kiến do các vấn đề pháp lý. Bên cạnh đó, hoạt động nhập khẩu và sản xuất vẫn chưa phải là động lực tăng trưởng tín dụng chính trong khi chi tiêu chính phủ đã chậm lại trong 5T2024 so với cùng kỳ năm ngoái..
- Nhìn chung, các ngân hàng thương mại dẫn đầu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống trong khi tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng DNNN chậm lại do hoạt động trả trước mạnh hơn nhờ lãi suất thấp.

Tăng trưởng tín dụng bắt đầu tăng tốc từ T6/2024



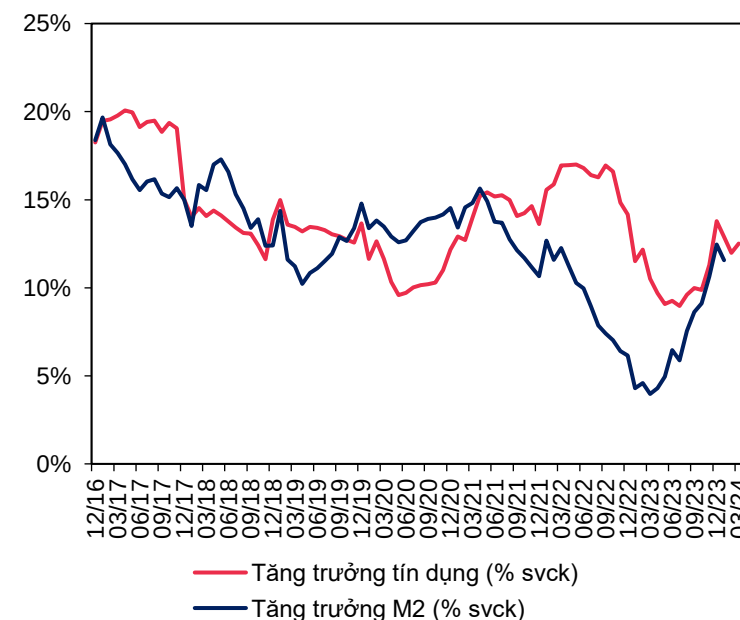
• Nguồn: SBV, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng nhóm ngân hàng niêm yết theo quý



• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng M2



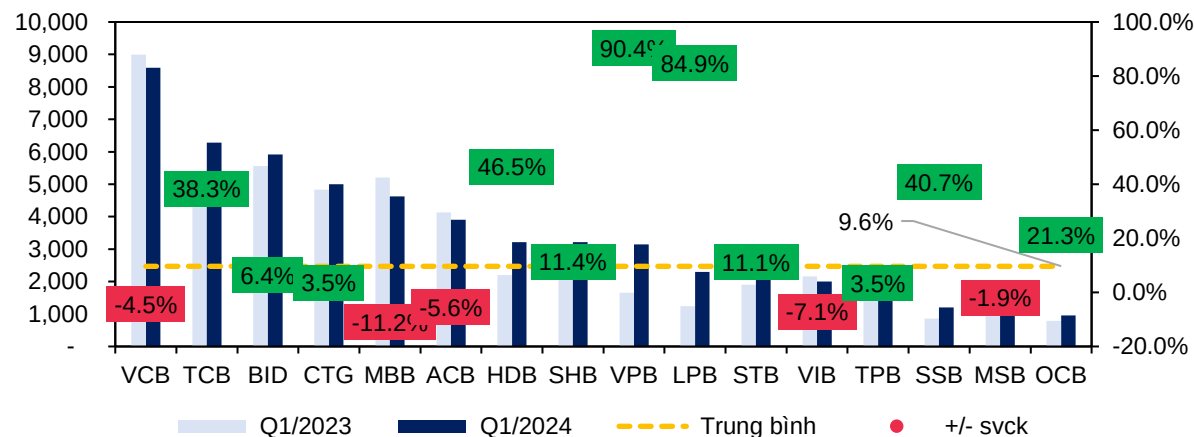
• Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tóm tắt ngành ngân hàng 6T24

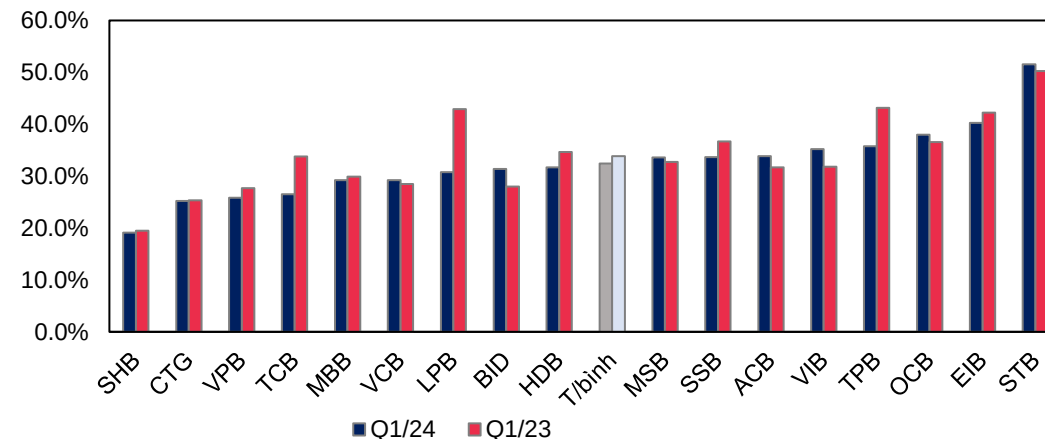


6T2024: Lợi nhuận tăng trưởng tích cực nhưng chi phí dự phòng cũng giảm đáng kể

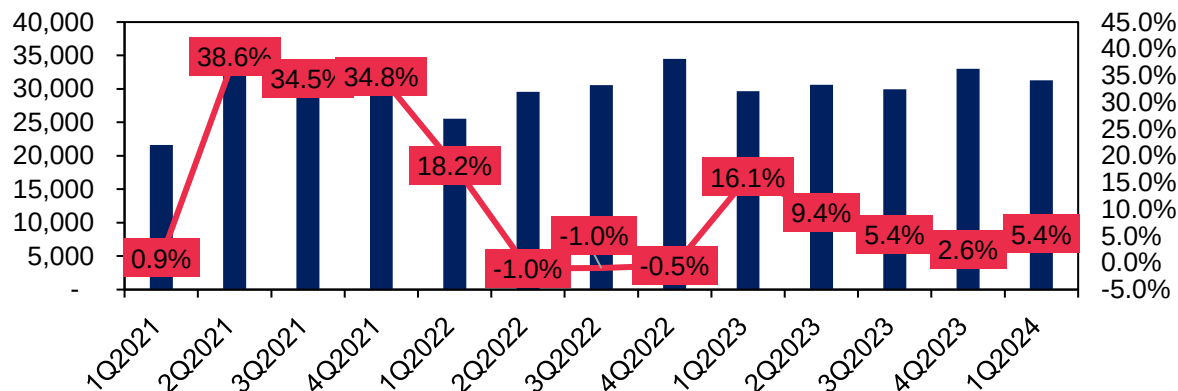
LNST các NHNY tăng 9.6% svck



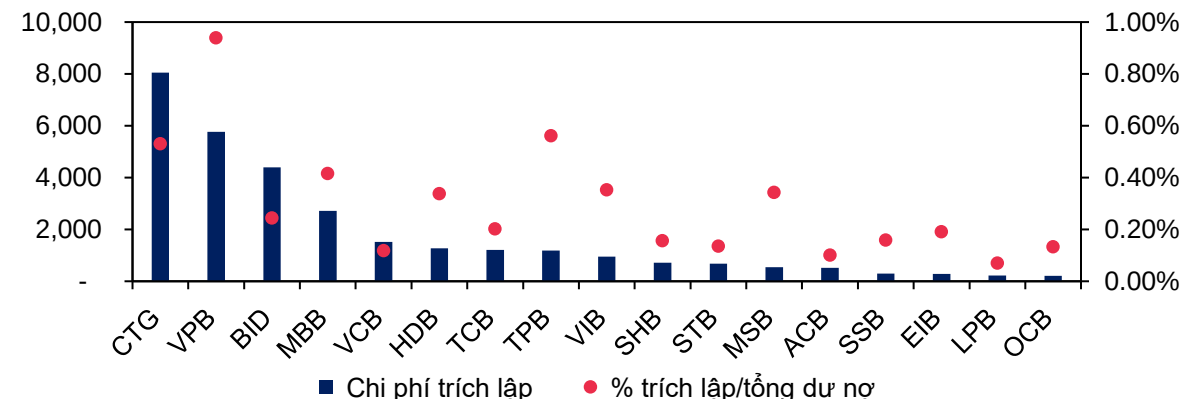
CIR trong Q1/2024 đi ngang svck



Tăng trưởng dự phòng có xu hướng chậm lại



Chi phí dự phòng và chi phí tín dụng 3T/24



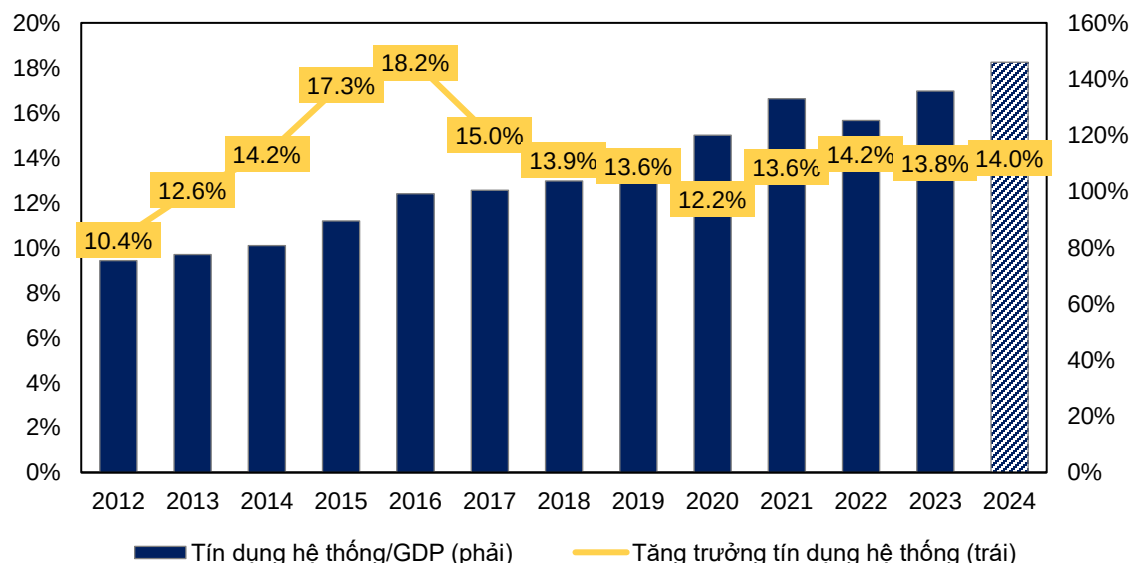
Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng dự kiến tăng tốc trong 2H2024 và đạt mục tiêu 14% cho cả năm

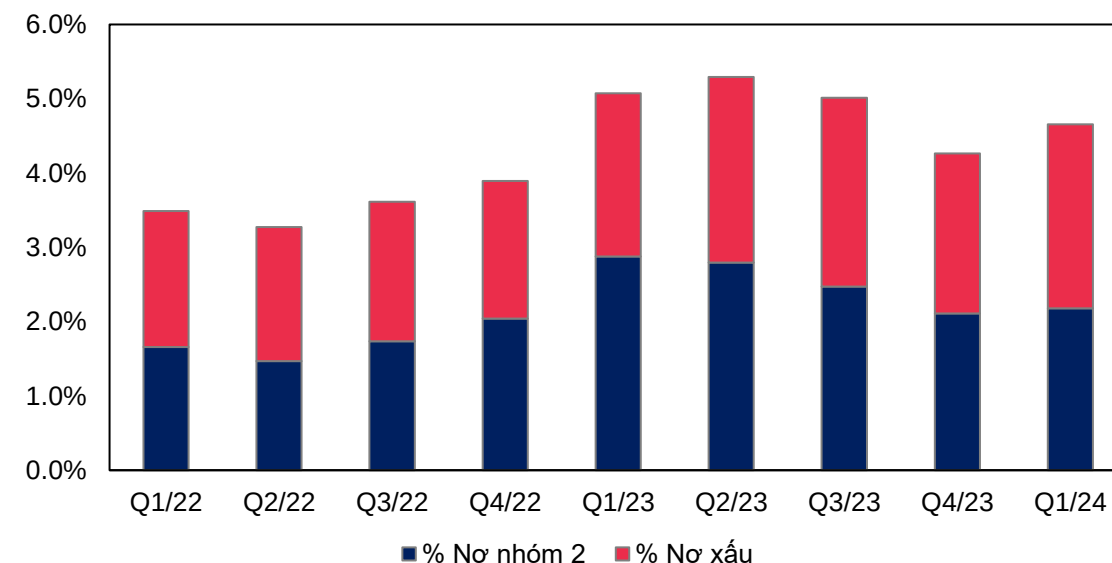
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 14% vào năm 2024 với mức tăng trưởng GDP dự kiến là 6.3%-6.5% cho cả năm: Tài chính tiêu dùng, thẻ tín dụng và cho vay mua ô tô dự kiến sẽ có nhu cầu cao hơn nhờ lãi suất cho vay thấp và doanh số bán lẻ phục hồi. Tính đến 5T/24, tổng doanh số bán lẻ ghi nhận mức tăng trưởng 8.7% svck. Bất động sản - nguồn tín dụng chủ yếu đã có một số dấu hiệu phục hồi tích cực như (i) tỷ lệ hàng tồn kho trên tài sản của các công ty bất động sản tăng nhẹ trong Q1/24; (ii) số thu thuế liên quan đến đất đai trong Q1/2024 tăng trưởng tốt hơn so với Q1/2023. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động nhập khẩu sẽ tăng trưởng 18-20% trong năm 2024 dựa trên cơ sở tăng trưởng 17.7% trong 5T2024.

Dự báo tăng trưởng tín dụng hệ thống



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tỷ lệ nợ xấu và nợ nhóm 2 của các ngân hàng niêm yết (%)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



Tín dụng sẽ tập trung vào các ngân hàng có khả năng “hy sinh” NIM nhiều hơn so với ngành hoặc có chất lượng tài sản vững chắc hơn

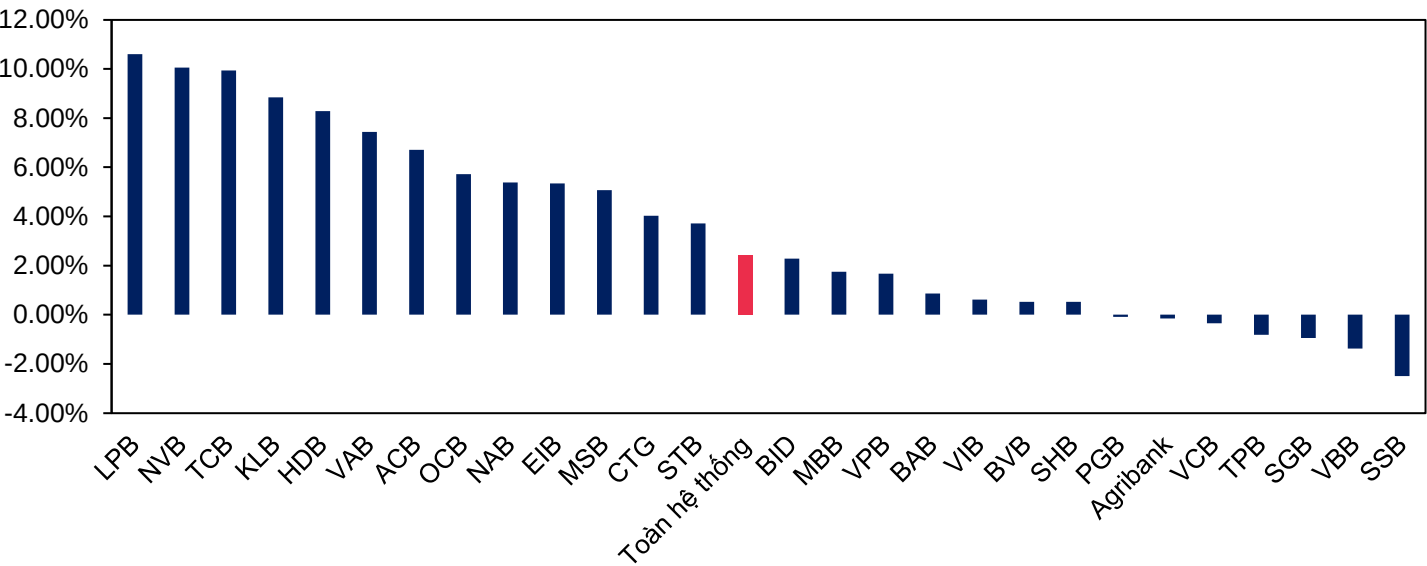
Chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ tăng trưởng tín dụng cao trong thời gian còn lại của năm 2024 nhờ: (1) NIM đang mở mức cao nên các ngân hàng có thể giảm NIM bằng cách giảm lãi suất cho vay để thu hút tín dụng như VPB, MBB, TCB, HDB,... (2) chất lượng tài sản vững chắc đã được kiểm chứng từ Covid-19 đến nay như ACB, VCB, TCB,... để các ngân hàng có thể vượt qua áp lực trích lập dự phòng trong các quý tiếp theo khi tín dụng tăng trưởng nhanh hơn; (3) Tăng trưởng tín dụng cao trong năm 2023 và quý 1 năm 2024 do có thể thể hiện khả năng hấp thụ tín dụng vượt trội dưới áp lực trả trước cao trong bối cảnh nhu cầu yếu kéo dài từ nửa cuối năm 2023 đến nay.

Dự phóng về tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng cho năm 2024

	2023	Q12024 so với Q1/2023	2024
ACB	14.5%	12.5%	16.0%
BID	14.0%	10.5%	14.0%
CTG	14.0%	9.6%	14.3%
HDB	29.0%	25.3%	22.6%
MBB	24.0%	18.2%	15.8%
OCB	15.0%	12.5%	20.4%
STB	11.0%	9.9%	10.8%
TCB	14.0%	16.3%	22.4%
TPB	14.0%	9.5%	16.0%
VCB	14.0%	7.5%	12.0%
VIB	15.0%	9.9%	16.0%
VPB	24.0%	24.6%	25.5%

Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Tăng trưởng tín dụng theo từng ngân hàng, tính đến ngày 16/05/2024 (%)

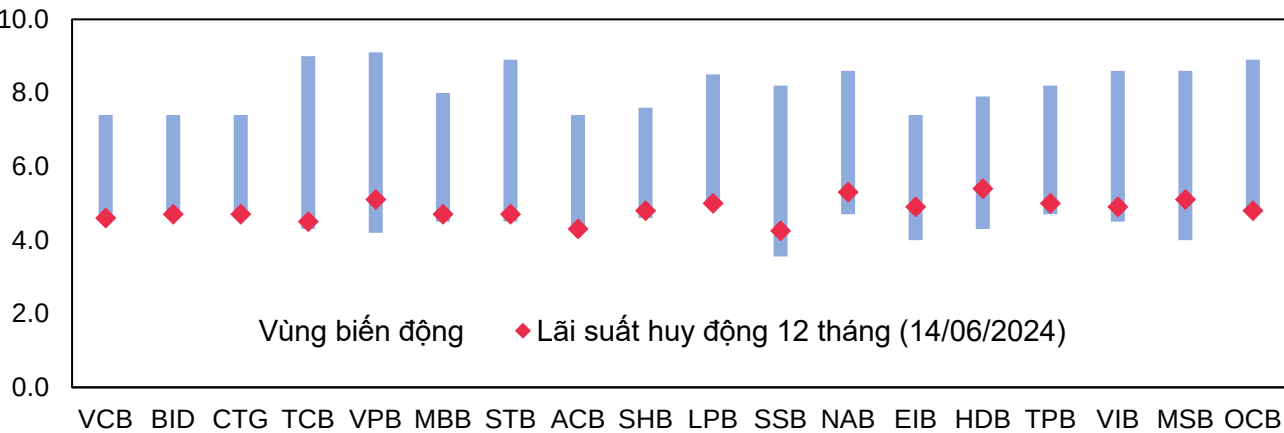


Nguồn: NHNN, MBS Research

NIM dự kiến sẽ giảm nhẹ ở hầu hết các ngân hàng theo dõi trong năm 2024

- Lãi suất huy động 12 tháng giảm xuống mức thấp lịch sử kể từ T4/2023, cùng với việc NHNN cắt giảm lãi suất điều hành 4 lần trong 2023. Các ngân hàng thương mại đã hạ lãi suất tiền gửi ít nhất 270 - 440 đcb cho đến Q1/2024, điều này sẽ được phản ánh đầy đủ vào chi phí vốn (COF) trong năm nay.
- Lãi suất huy động của một số ngân hàng cỡ vừa bắt đầu nhích lên từ T4/2024 nhưng vẫn ở mức thấp. Chúng tôi dự phóng lãi suất huy động 12 tháng của các ngân hàng thương mại lớn có khả năng tăng thêm 50 đcb lên 5.2% - 5.5% vào cuối năm 2024.

Lãi suất huy động 12 tháng hiện tại và lãi suất cao nhất/thấp nhất của các ngân hàng kể từ năm 2023 (%)



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Hầu hết các ngân hàng sẽ ghi nhận COF thấp hơn trong năm 2024 so với năm 2023

	Tăng (Giảm) EAY	Tăng (Giảm) COF
HDB	(86.28)	(135.69)
LPB	(98.10)	(140.40)
TCB	(79.11)	(124.44)
EIB	(138.08)	(189.29)
TPB	(113.75)	(139.27)
VPB	(130.73)	(170.80)
CTG	(97.60)	(118.09)
VCB	(68.38)	(90.87)
SSB	(83.18)	(108.80)
OCB	(126.36)	(151.02)
Trung bình	(133.06)	(144.88)
SHB	(169.25)	(163.21)
STB	(166.96)	(175.73)
ACB	(131.75)	(140.32)
BID	(110.83)	(96.42)
MSB	(179.82)	(146.98)
VIB	(208.75)	(148.32)
MBB	(130.95)	(61.96)

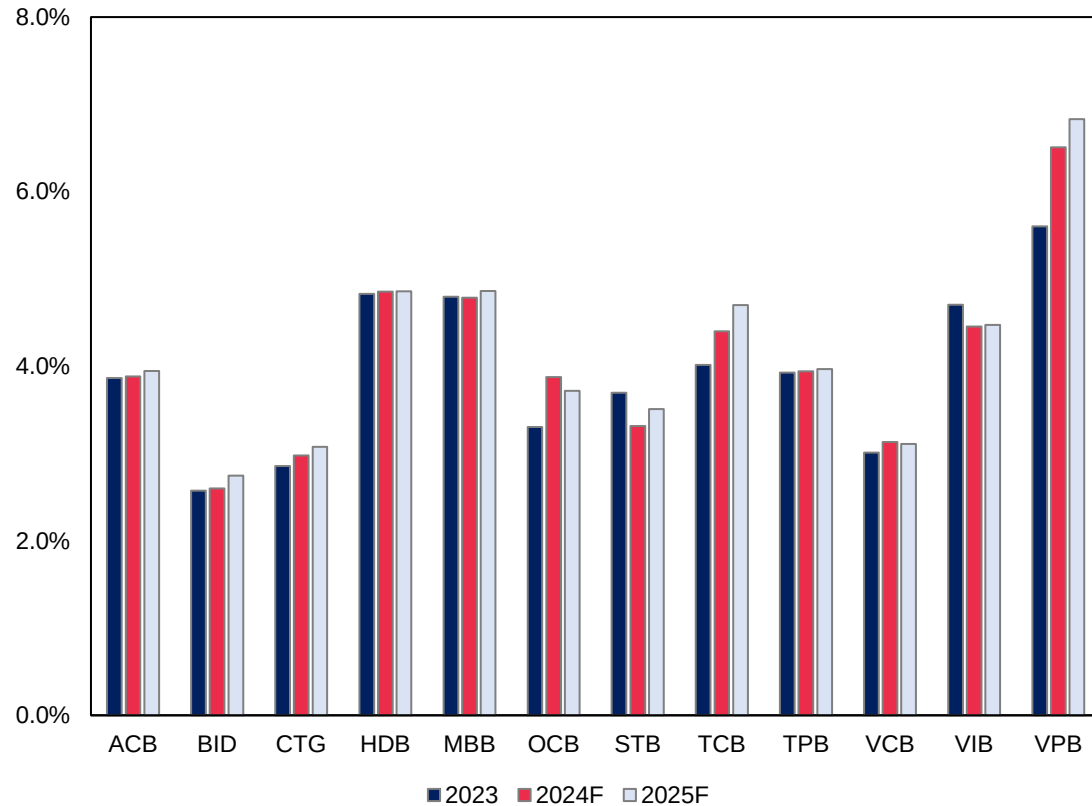
Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



NIM dự kiến sẽ giảm nhẹ ở hầu hết các ngân hàng theo dõi trong năm 2024

Dự báo NIM các ngân hàng

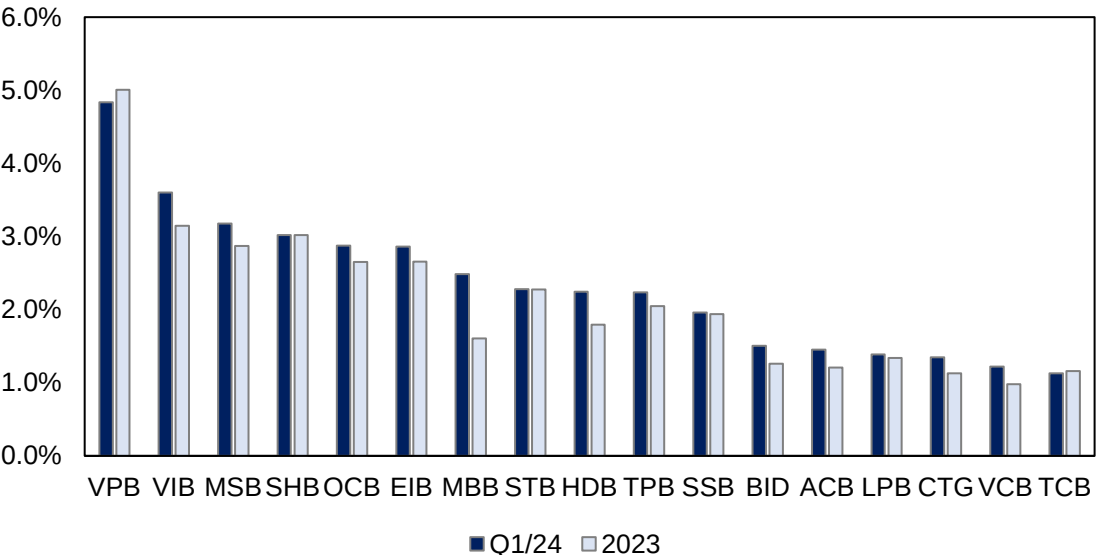


- Lãi suất huy động duy trì ở mức thấp và nhu cầu tín dụng yếu đã khuyến khích các ngân hàng giảm lãi suất cho vay và sẽ làm giảm NIM của hầu hết các ngân hàng trong nửa cuối năm 2024 so với Q1/2024. Năm 2025, chúng tôi cho rằng chỉ có nhu cầu tín dụng mạnh hơn mới có thể nâng lãi suất giúp NIM của các ngân hàng phục hồi.
- Theo quan sát của chúng tôi, chi phí vốn (COF) của các ngân hàng đã giảm đáng kể trong Q1/2024 nhưng vẫn nhỏ hơn mức giảm của EAY. Theo quan điểm của chúng tôi, lãi suất huy động sẽ tăng nhẹ trong nửa cuối năm 2024 chứng tỏ một số ngân hàng đã tăng lãi suất trong thời gian gần đây. Do đó, chúng tôi kỳ vọng mức giảm COF vẫn nhỏ hơn mức giảm EAY khiến NIM của hầu hết các ngân hàng đều giảm trong năm 2024.
- Năm 2025, giả định nhu cầu tín dụng cao hơn dẫn đến lãi suất cho vay cao hơn sẽ phục hồi NIM của các ngân hàng trong khi COF sẽ được duy trì ở mức tương tự như năm 2024.

Chất lượng tài sản dự kiến suy giảm vào cuối năm 2024 so với Q1/2024

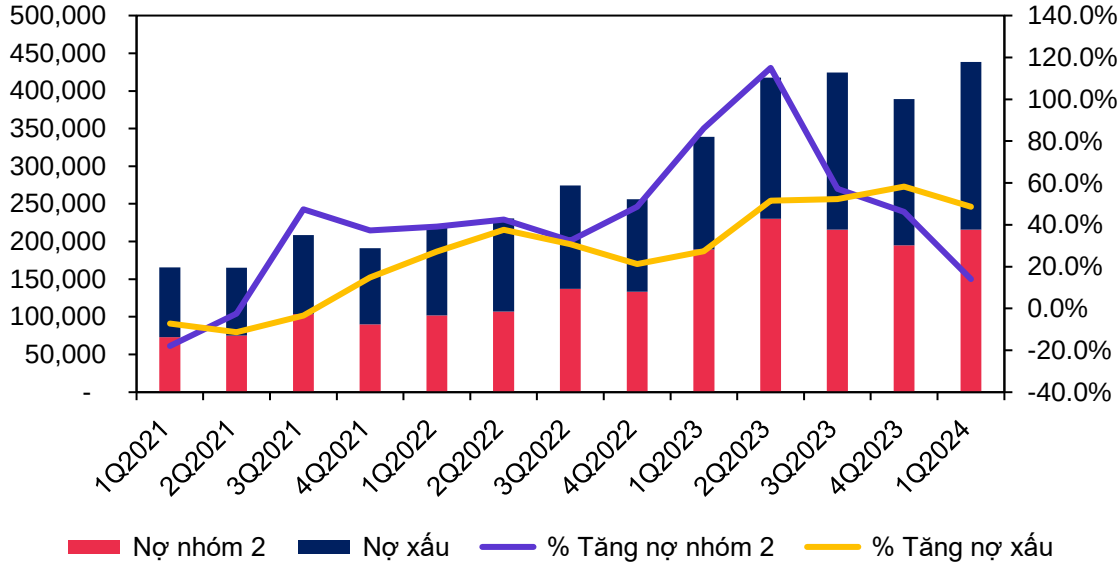
- Chúng tôi nhận thấy chất lượng tài sản của các ngân hàng đã kém đi trong Q1/24 so với cuối năm 2023. Dự nợ nhóm 3-5 của các ngân hàng niêm yết đã tăng 0.28% svck và 0.33% so với quý trước (ngoại trừ NVB), trong khi nhóm 2 dự nợ giảm nhẹ 0.7% svck. Chất lượng tài sản suy giảm đã khiến các ngân hàng phải tăng chi phí dự phòng trong Q1/24 thêm 5% svck. Tuy nhiên, LLR trung bình của các ngân hàng ghi nhận giảm nhẹ 20% do các ngân hàng đã tăng trích lập dự phòng để giảm nợ xấu.
- Chúng tôi kỳ vọng NPL của các ngân hàng sẽ tăng nhẹ vào cuối năm 2024 do dự nợ dự phòng của các ngân hàng đã giảm đáng kể cùng với nợ xấu dự kiến tăng trưởng cao hơn do nhu cầu tín dụng yếu.

Nợ xấu các ngân hàng trong Q1/2024



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Nợ dưới chuẩn có xu hướng tăng trở lại



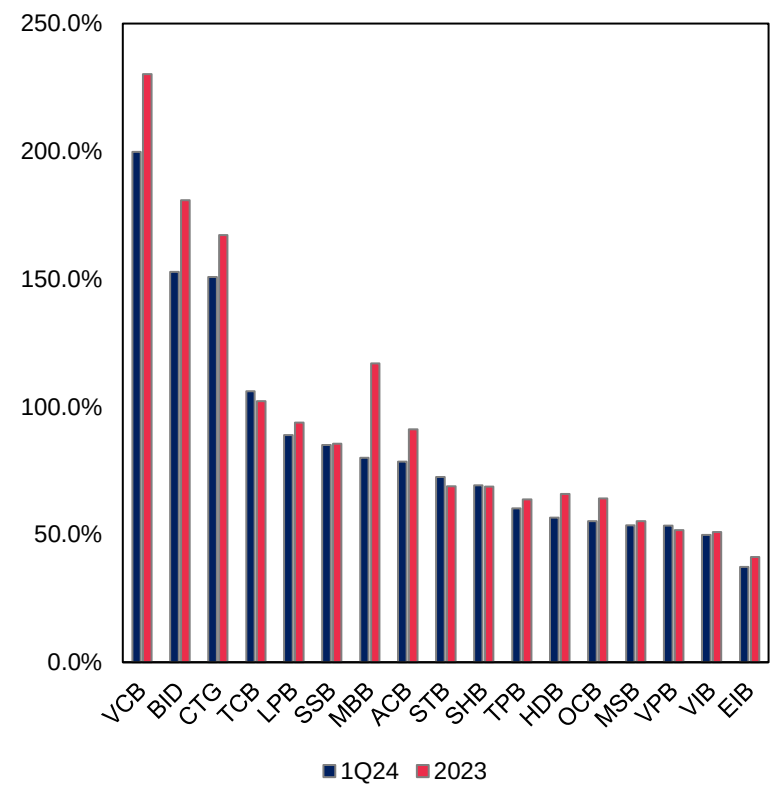
Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



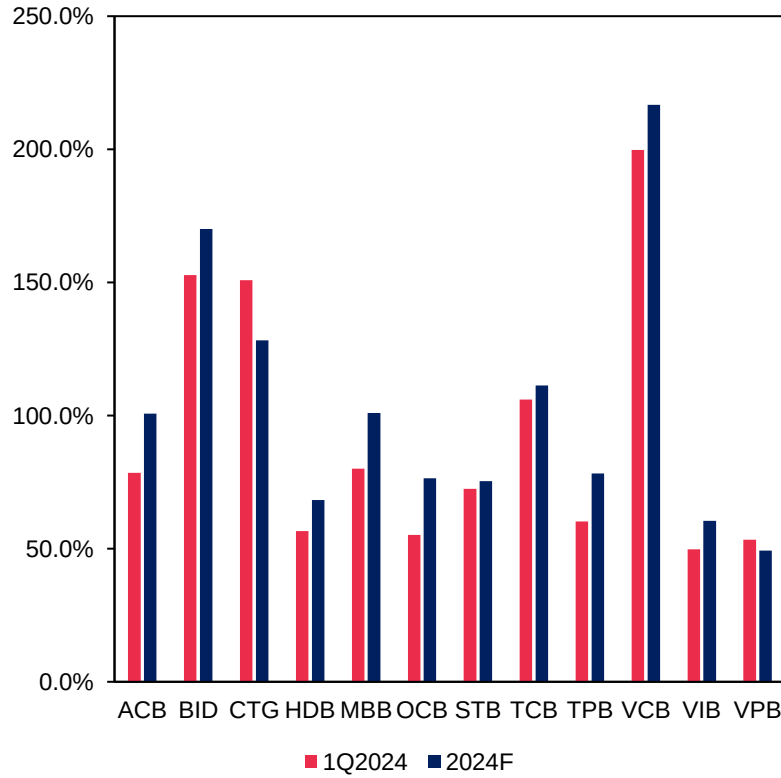
Chất lượng tài sản dự kiến suy giảm vào cuối năm 2024 so với Q1/2024

- Hầu hết ngân hàng ghi nhận LLR giảm trong quý 1/2024 so với năm 2023



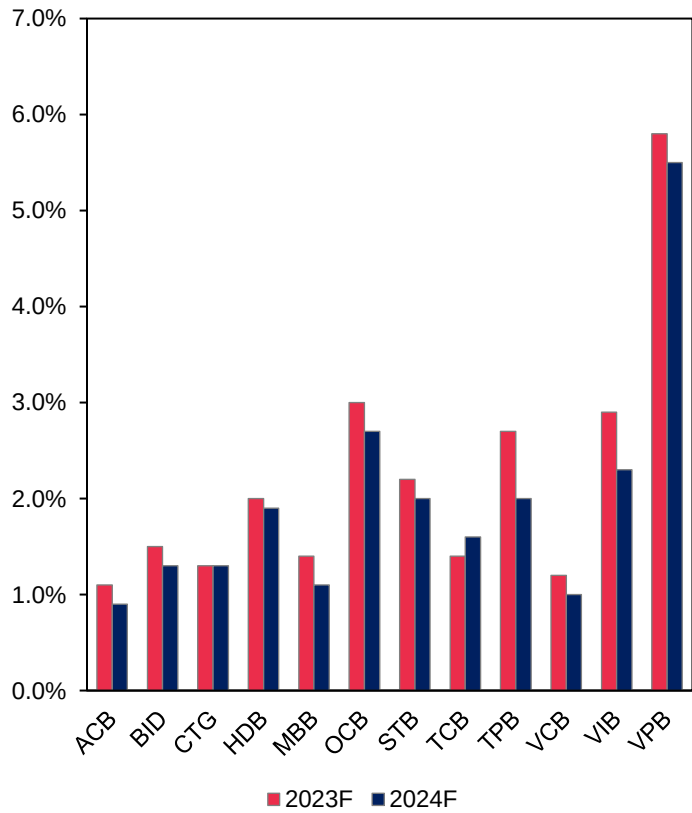
Nguồn: Các NHNY, MBS Research

- Chúng tôi kỳ vọng LLR sẽ tăng trong các quý tới của năm 2024



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

- Dự phóng nợ xấu của các ngân hàng



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

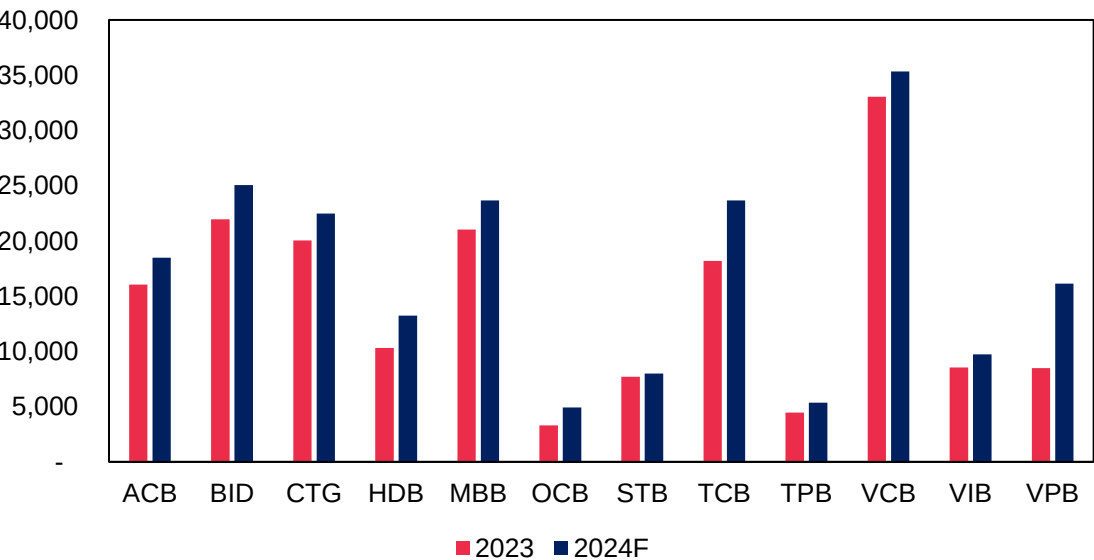
Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



Lợi nhuận của các ngân hàng trong danh sách theo dõi dự báo tăng 15,3% svck.

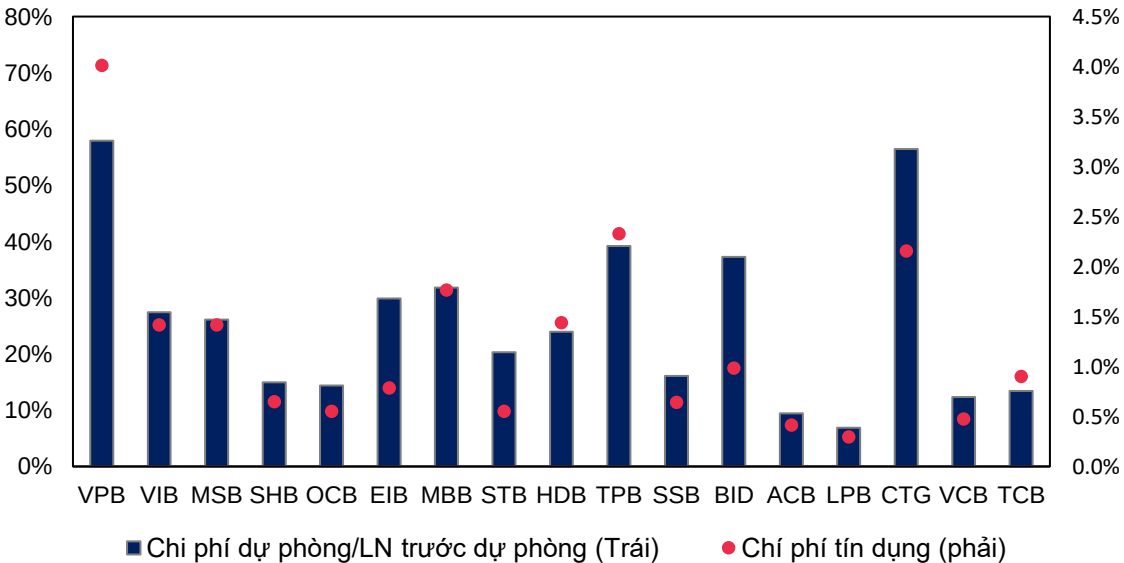
- Áp lực trích lập dự phòng vẫn còn cao trong năm 2024 do: (1) Tăng trưởng nợ xấu đã quay trở lại mức cao trong Q3/2023; (2) Nhu cầu tín dụng chưa phục hồi mạnh khiến hoạt động quay vòng vốn vay chậm lại làm tăng nợ xấu, đặc biệt là cho vay bán lẻ.
- Chúng tôi cho rằng áp lực này sẽ khác nhau giữa các ngân hàng.

Ước tính tăng trưởng LNST của các ngân hàng trong năm 2024



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Chi phí dự phòng/LN trước trích lập của các ngân hàng trong Q1/2024



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

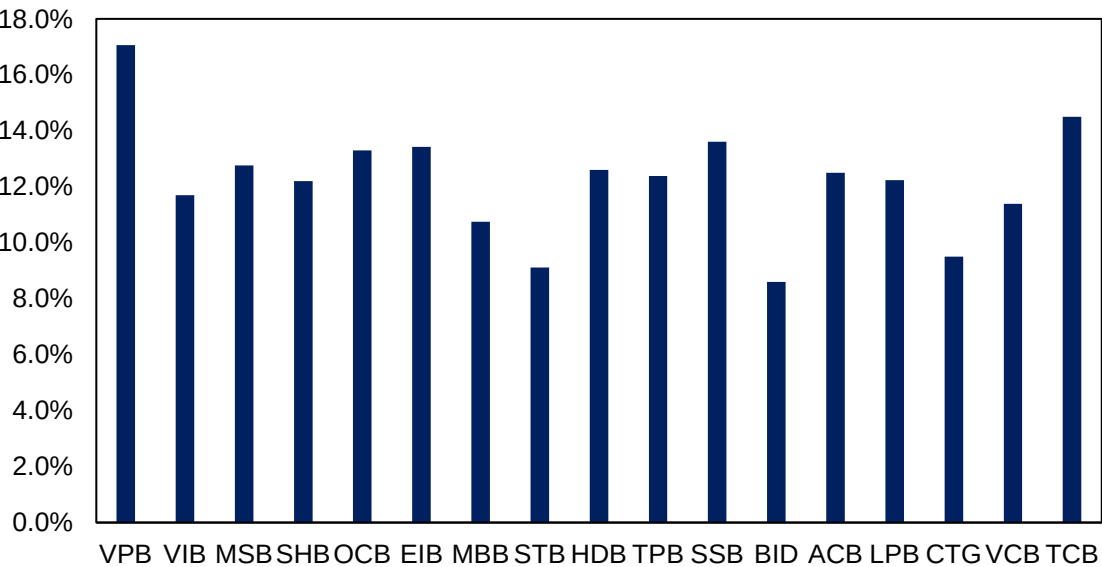
Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



Hoạt động huy động vốn năm 2024 sôi động hơn năm 2023

- Hoạt động huy động vốn diễn ra sôi động hơn đối với các ngân hàng SOE trong khi các ngân hàng tư nhân tập trung tăng vốn điều lệ bằng cổ tức bằng cổ phiếu.
- VCB dự kiến phát hành riêng lẻ 6.5%, dự kiến trị giá khoảng 1 tỷ USD vào năm 2024.
- BID hoãn kế hoạch phát hành thêm 9.0% vốn điều lệ sang năm 2024-2025. Việc định giá phụ thuộc vào giá thị trường tại thời điểm đó.
- Năm 2024, MBB hoàn tất phát hành 73 triệu cổ phiếu cho Viettel trị giá hơn 1.1 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, LPB cũng đã hoàn tất việc chào bán ra công chúng 500 triệu cổ phiếu với giá 10,000 đồng/cổ phiếu.

CAR của các ngân hàng tính đến 31/12/2023



Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Kế hoạch tăng vốn của các ngân hàng năm 2024

Ngân hàng	Hoạt động	% cổ phần đang lưu hành	Giá trị phát hành
VCB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	38.8%	Giá trị kỳ vọng của đợt phát hành bổ sung khoảng 1 tỷ USD
	Phát hành riêng lẻ	6.5%	
BID	Phát hành riêng lẻ/ Chào bán ra công chúng	9.0%	Tùy theo giá phát hành
CTG	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	SBV chấp thuận	
MBB	Phát hành riêng lẻ Trả cổ tức bằng cổ phiếu	73 triệu cp 15-20%	Giá trị đợt phát hành thêm hơn 1,1 nghìn tỷ đồng
ACB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu	15.0%	
NAB	Trả cổ tức bằng cổ phiếu ESOP	25% 50tr cổ phiếu	
LPB	Chào bán ra công chúng	500tr cổ phiếu	Giá 10.000 đồng/cổ phiếu

Nguồn: Các NHNY, MBS Research

Các văn bản pháp lý và quy định được dự báo có tác động tới ngành Ngân hàng trong năm 2024

STT	Quy định	Nội dung chính cần chú ý	Đánh giá
1	Lộ trình giảm tỷ lệ vốn ngắn hạn/cho vay dài hạn theo Thông Tư 08/2020/TT-NHNN	Kể từ ngày 01/10/2023, tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn tối đa sẽ giảm xuống mức 30%.	Các NHTMNN và các NHTMCP quy mô lớn có tỷ lệ cho vay tài trợ dự án hạ tầng, cho vay dự án BĐS và năng lượng cao như TCB, MBB, VPB, HDB... sẽ có áp lực tăng trưởng huy động nguồn vốn dài hạn (có chi phí vốn cao hơn) lớn hơn.
2	Thông tư 26/2022/TT-NHNN (TT 22/2019/TT-NHNN sửa đổi) nhằm điều chỉnh cách tính tỷ lệ LDR tại các NHTM	- Tiền gửi Kho bạc Nhà nước sẽ được tính vào Tổng huy động với một tỷ lệ khấu trừ nhất định: - Từ ngày Thông tư này có hiệu lực thi hành đến 31/12/2023: 50%; - Từ ngày 01/01/2024 đến 31/12/2024: 60%; - Từ ngày 01/01/2025 đến 31/12/2025: 80%; - Từ ngày 01/01/2026: 100%.	TT 26 sẽ mang lại lợi thế cho các NH có nguồn tiền gửi dồi dào từ KBNN. Theo ước tính của chúng tôi, nhóm NHTMNN sẽ hưởng lợi hơn từ chính sách này.
3	Thông tư 02/2023/TT-NHNN: Quy định về việc TCTD cơ cấu lại thời hạn trả nợ, giữ nguyên nhóm nợ đối với cho vay tài trợ SXKD và cho vay phục vụ nhu cầu đời sống, tiêu dùng.	- Ngoài lĩnh vực SXKD, Thông tư đã bổ sung cho phép giãn/hoãn nợ đối với lĩnh vực cho vay tiêu dùng - một lĩnh vực cũng đang gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh thu nhập người đi vay suy giảm (bản dự thảo chưa bao gồm các khoản vay tiêu dùng). - Giữ nguyên nhóm nợ theo nhóm nợ gần nhất trước khi cơ cấu và đưa lãi dự thu ra ngoài bảng CĐKT để theo dõi (không được đưa vào lãi dự thu) đến 31/12/2024. - Hiện tại, NHNN đang cân nhắc gia hạn thêm thời gian hiệu lực của TT này.	Người đi vay có thêm thời gian để thu xếp dòng tiền trả nợ, từ đó có thể giải quyết dứt điểm nợ xấu tiềm tàng của hệ thống ngân hàng. Việc gia hạn thêm hiệu lực của Thông tư sẽ giúp giảm dần áp lực trích lập của các NHTM khi KQKD 2024 được kỳ vọng khả quan hơn, nâng bộ đệm trích lập cho các ngân hàng.

Các văn bản pháp lý và quy định được dự báo có tác động tới ngành Ngân hàng trong năm 2024

Quy định		Nội dung chính cần chú ý	Đánh giá
4	TT03/2023 Hoãn thi hành Khoản 11 Điều 4 Thông tư 16/2021, cho phép ngân hàng được quyền mua trái phiếu doanh nghiệp	Là một cách để các ngân hàng có thể thúc đẩy tăng trưởng cho vay qua việc mua TPDN, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng còn yếu và thanh khoản tại ngân hàng đang dư thừa.	Một phần giúp tăng cầu trái phiếu, có lợi cho các ngân hàng hoạt động mạnh trên thị trường TPDN như TPB (9.2% tổng dư nợ), TCB (7.9%), MBB (7.7%), VPB (7.4%). Giúp gia tăng dư địa cho các NHTM tiến hành đảo nợ cho những trái chủ đạt đủ điều kiện và có khả năng trả nợ.
5	Dự thảo Thông tư sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư số 41/2016 quy định về việc quy định tỷ lệ an toàn vốn đối với ngân hàng	- Giữ nguyên hệ số rủi ro (HSRR) đối với các khoản vay kinh doanh BĐS là 200%. Tuy nhiên HSRR sẽ là 160% nếu như tài trợ dự án kinh doanh bất động sản khu công nghiệp. - Bổ sung quy định HSRR áp dụng cho khoản cho vay thế chấp nhà ở theo Tỷ lệ tài sản bảo đảm (LTV) và Tỷ lệ khả năng trả nợ (DSC) đối với khoản cho vay mua NOXH.	- Giúp cải thiện chất lượng tài sản của những ngân hàng có tỷ lệ cho vay BĐS cao đối với các khoản vay BĐS mới. - Ảnh hưởng tiêu cực tới TTTD toàn ngành trong bối cảnh nhu cầu tín dụng yếu như hiện nay.
6	Nghị quyết 148/NQ-CP/2022	Thí điểm xử lý nợ xấu của các tổ chức tín dụng theo Nghị quyết số 42/2017/QH14	Đối tượng ảnh hưởng trực tiếp là các tổ chức mà Nhà nước sở hữu 100% do Chính phủ thành lập nhằm xử lý nợ xấu của các TCTD, Chi nhánh Ngân hàng nước ngoài và các cá nhân tổ chức có liên quan. Do đó, điều này có thể ảnh hưởng đến hoạt động xử lý nợ của các TCTD trong năm 2024, khiến áp lực trích lập gia tăng.
7	Luật TCTD mới 2024 (dự kiến có hiệu lực sớm từ 01/07/2024)	- Giới hạn tỷ lệ sở hữu cho cổ đông là tổ chức giảm từ 15% xuống 10%; cổ đông và người có liên quan giảm từ 20% xuống 15%. Cổ đông lớn và người có liên quan xuống còn 5% vốn điều lệ của TCTD. - Đối với NĐT nước ngoài sẽ không áp dụng các quy định như trên mà sẽ theo phê duyệt của Chính phủ. - Các TCTD được quyền chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ tài sản đảm bảo là dự án BĐS để thu hồi nợ.	- Hạn chế tình trạng sở hữu chéo và giúp nhận biết các rủi ro lớn từ các DN sâu sau như trường hợp của SCB và Vạn Thịnh Phát. - Hoạt động banca sẽ được quản lý chặt chẽ hơn, điều này sẽ khiến tốc độ tăng trưởng thu nhập từ banca của các ngân hàng chậm lại so với giai đoạn 2019-2021. Đặc biệt, nhóm các NHTMCP có tỷ trọng thu nhập banca trong tổng thu nhập ngoài lãi cao như VIB, ACB,... - Giúp các Ngân hàng có thêm phương án xử lý các dự án lớn với 1 phần nhỏ trong đó bị vướng pháp lý, từ đó giúp dòng tiền của các DN BĐS được khơi thông và giảm nợ xấu cho các ngân hàng, đặc biệt nhóm NH niêm yết có tỷ lệ cho vay BĐS cao như TCB, MBB, VPB, SHB, HDB,...

Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



Tổng hợp dự báo KQKD 2024 – 2025 của các ngân hàng

	<u>ACB</u>		<u>BID</u>		<u>CTG</u>		<u>HDB</u>		<u>EIB</u>		<u>OCB</u>	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	37,038	41,546	81,655	96,061	80,850	92,179	33,113	38,665	7,627	8,633	10,656	14,111
% svck	13.1%	12.2%	11.8%	17.6%	14.6%	14.0%	25.4%	16.8%	16.3%	13.1%	19.2%	32.4%
LN ròng	18,025	20,764	25,068	28,860	22,570	28,600	13,241	15,248	2,410	2,781	3,780	5,397
% svck	14.8%	13.9%	16.3%	15.1%	12.6%	26.7%	31.5%	15.2%	11.3%	15.3%	14.4%	42.8%
Tăng trưởng tín dụng	16.0%	15.0%	14.0%	11.0%	14.3%	12.7%	22.6%	20.7%	9.3%	9.8%	20.4%	14.7%
Tăng trưởng huy động	14.9%	12.0%	14.0%	12.2%	15.0%	16.7%	18.16%	11.91%	17.2%	15.4%	19.9%	13.7%
NIM	3.88%	3.95%	2.6%	2.7%	3.0%	3.1%	4.85%	4.85%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%
CIR	33.5%	33.4%	34.6%	32.6%	31.0%	30.0%	34%	35%	48.0%	47.9%	35.0%	35.0%
NPL	1.2%	1.0%	1.15%	1.13%	1.4%	1.4%	1.75%	1.68%	2.9%	2.6%	2.80%	2.00%
LLR	89.3%	97.3%	170.1%	152.2%	128.3%	137.1%	68%	70%	40.7%	46.1%	69.1%	103.9%
ROE	21.2%	19.6%	16.94%	16.32%	16.5%	18.0%	23.3%	21.2%	10.2%	10.6%	12.4%	15.4%
ROA	2.2%	2.3%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.9%	1.8%	1.2%	1.3%	1.4%	1.8%

Triển vọng ngành ngân hàng nửa cuối 2024



Tổng hợp dự báo KQKD 2024 – 2025 của các ngân hàng

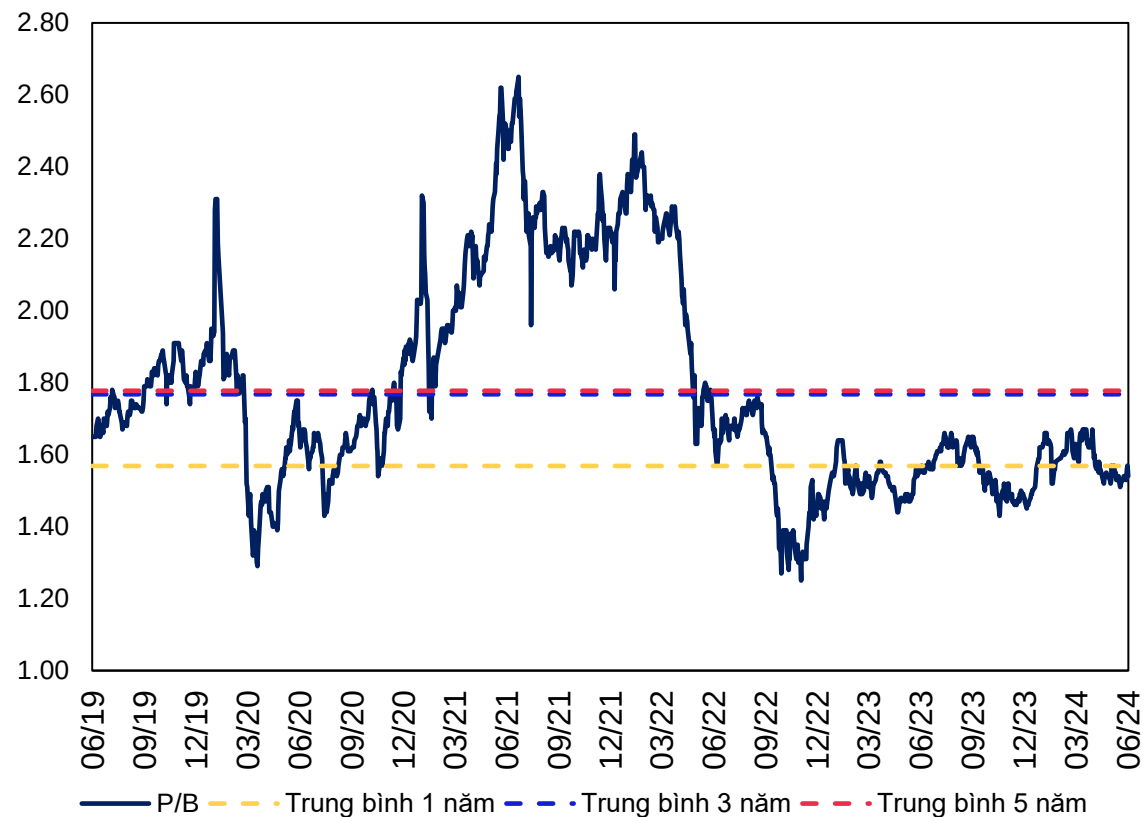
	<u>STB</u>		<u>TCB</u>		<u>TPB</u>		<u>VCB</u>		<u>VIB</u>		<u>VPB</u>	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng thu nhập hoạt động	27,599	30,868	52,378	65,935	18,130	21,148	74,634	81,783	23,661	28,428	65,323	79,452
% svck	5.4%	11.8%	30.7%	25.9%	11.7%	17%	10.2%	9.6%	6.8%	20.1%	31.3%	21.6%
LN ròng	8,020	10,324	23,661	29,583	5,371	7,549	35,354	38,343	8,680	12,629	15,376	19,142
% svck	3.9%	28.7%	30.1%	25.0%	20.3%	40.5%	7.0%	8.5%	1.4%	45.5%	78.0%	24.5%
Tăng trưởng tín dụng	10.8%	14.9%	22.4%	20.1%	16.0%	18.0%	12.0%	13.0%	16.0%	15.3%	25.5%	18.4%
Tăng trưởng huy động	6.9%	16.8%	20.9%	18.7%	10.0%	15.00%	11.6%	10.2%	11.7%	11.3%	23.6%	21.2%
NIM	3.3%	3.5%	4.4%	4.7%	3.94%	3.97%	3.1%	3.1%	4.2%	4.5%	5.9%	5.9%
CIR	49.0%	49.0%	30.0%	31.0%	42.3%	40.3%	32.5%	32.6%	32.0%	31.0%	28.0%	28.0%
NPL	2.4%	2.2%	1.1%	0.9%	1.95%	1.77%	1.0%	0.8%	2.3%	2.0%	4.8%	4.5%
LLR	75.4%	87.5%	111.4%	138.9%	78.3%	82.4%	216.7%	240.0%	47.0%	62.5%	49.0%	55.3%
ROE	16.2%	17.7%	16.6%	17.7%	14.5%	16.9%	17.3%	15.8%	21.0%	25.7%	11.2%	13.2%
ROA	1.2%	1.3%	2.5%	2.7%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%	2.0%	2.6%	1.7%	1.8%

Chiến lược đầu tư nửa cuối 2024



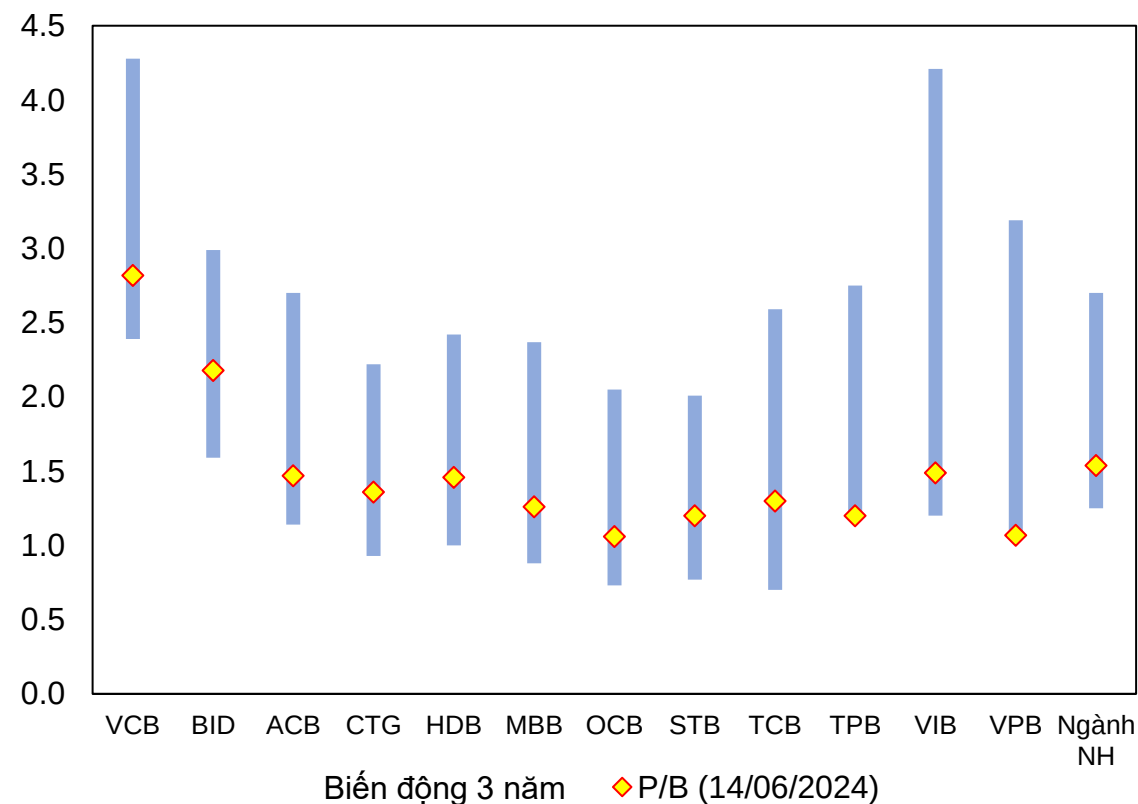
Chúng tôi cho rằng định giá hiện tại của các ngân hàng đang ở mức rất hấp dẫn

Mức P/B hiện tại thấp hơn mức trung bình 1 năm, 3 năm và mức đỉnh thiết lập trong năm 2021



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Ngoại trừ VCB và BID, các ngân hàng đều đang có mức P/B thấp hơn trung bình toàn ngành



• Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Chiến lược đầu tư nửa cuối 2024



Chúng tôi chọn ACB và VPB

Mã ck	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
ACB	Khả quan	30,500	LNST 2024/2025 được dự báo tăng trưởng lần lượt 15% và 14% svck dựa trên (i) TTTD 2024 và 2025 đạt lần lượt 16% và 15%, (ii) NIM tăng nhẹ 2 điểm cơ bản trong năm 2024 và 6 điểm cơ bản trong 2025 nhờ môi trường lãi suất thấp. Chất lượng tài sản duy trì tốt với NPL nằm trong nhóm thấp so với ngành và LLR vẫn đảm bảo ở mức 98% tại cuối 2024. Hiện tại ACB đang có mức P/B là 1.1x, thấp hơn so với các NH có cùng quy mô. Với ROE và ROA 2023 đạt lần lượt 21.9% và 2.4%, chúng tôi cho rằng ACB xứng đáng với mức P/B mục tiêu 1.3x.
VPB	Khả quan	24,050	LNST 2024 tăng trưởng 78.0% svck nhờ nền thấp của năm 2023; TTTD cả năm 2023 đạt 25.5%, tương đương cả năm 2023; NIM được dự báo tăng 29 điểm cơ bản svck và đạt mức 5.9%, nhưng vẫn thấp hơn so với giai đoạn trước Covid-19 do chúng tôi dự báo rằng FECredit không thể có được hiệu quả tốt như trước. NPL được dự báo giảm nhờ những nỗ lực trích lập tăng cường trong những quý trước và hoạt động xử lý nợ xấu của FE được gia tăng. Định giá hấp dẫn với P/B 1.1x, thấp hơn so với các ngân hàng tương đương như MBB, STB, TCB.
HDB	Khả quan	29,400	Chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 23% trong năm 2024 nhờ nhu cầu vay bất động sản phục hồi nhờ việc áp dụng luật đất đai mới. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu vay từ khách hàng SME sẽ tiếp tục tăng mạnh khi nền kinh tế phục hồi. Chúng tôi dự báo NIM sẽ cải thiện nhẹ 2 dcb svck lên 4,85%, nhờ COF giảm 95 dcb do môi trường lãi suất thấp. Mặt khác, chúng tôi dự báo AY sẽ giảm chậm hơn COF do nhu cầu tín dụng phục hồi ở các phân khúc chủ chốt. Chất lượng tài sản của HDB dự kiến sẽ được cải thiện trong năm 2024 do một số yếu tố: (1) tăng trưởng ổn định và lợi nhuận cao giúp ngân hàng có nhiều dư địa để tăng dự phòng; (2) kinh tế phục hồi và việc gia hạn Thông tư 02/2023/TT-NHNN thêm 6 tháng góp phần nâng cao khả năng trả nợ của người đi vay.

Chiến lược đầu tư nửa cuối 2024



Mã ck	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
VIB	Trung lập	21,050	Nhu cầu tín dụng bán lẻ giảm khiến TTTD của VIB bị ảnh hưởng tiêu cực. Do đó, chúng tôi dự báo TTTD của VIB trong năm 2024 đạt 16.0%, 100% hạn mức được cấp. LNST cả năm tăng 1.4% svck đạt 10.8 nghìn tỷ. NPL và LLR đạt lần lượt 2.3% và 47.0%. P/B mục tiêu đạt 1.2x do chất lượng tài sản suy giảm nghiêm trọng.
STB	Trung lập	30,900	LNST cả năm 2024 được dự báo tăng 3.9% svck. TTTD đạt 10.8%, bằng với hạn mức được cấp với kỳ vọng NHNN sẽ không gia tăng hạn mức tín dụng trong phần còn lại của năm 2024. NIM được dự báo giảm 40 điểm cơ bản xuống 3.3% trong năm 2024 NPL được dự báo tăng lên mức 2.4%. Chi phí trích lập tăng 8.2% svck. P/B mục tiêu đạt 1.1x do KQKD và chất lượng tài sản trong Q1/2024 thấp hơn nhiều so với kỳ vọng.
CTG	Trung lập	33,800	LNST 2024 được kỳ vọng sẽ tăng 12.6% svck. TTTD cả năm 2024 đạt 14.3% và NIM sẽ được duy trì ở mức 3.0%, tương đương cả năm 2023. Sang 2025, chúng tôi kỳ vọng LNST sẽ tăng 26.7% svck nhờ NIM phục hồi theo nhu cầu tín dụng gia tăng. NPL được dự báo duy trì ở mức 1.4%, tương đương 2023. LLR giảm nhẹ xuống mức 128.3% nhưng vẫn nằm trong top 3 toàn ngành. P/B mục tiêu 1.3x là phù hợp với CTG. Mức P/B này thấp hơn so với VCB và BID vì chi phí tín dụng của CTG cao hơn nhiều so với 2 ngân hàng kể trên.
OCB	Trung lập	14,500	LNST 2024 và 2025 được dự báo đạt 14.4% và 42.8% svck. TTTD cả năm 2024 đạt 20.4% với NIM giảm xuống mức 3.1% NPL tại cuối 2024 dự báo đạt 2.8% với LLR đạt 69.1%. P/B mục tiêu hạ xuống mức 1.0x do chất lượng tài sản suy giảm.

Chiến lược đầu tư nửa cuối 2024



Mã ck	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
TPB	Trung lập	20,850	Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 16%/18% svck trong năm 2024/2025 dựa trên: (1) giảm lãi suất cho vay nhằm kích cầu tín dụng trong giai đoạn 2024-2025; (2) mảng khách hàng doanh nghiệp – mảng đóng góp tăng trưởng chính trong năm 2023 được kỳ vọng tiếp tục dẫn dắt trong 2024; (3) TPB có lịch sử tăng trưởng tín dụng ấn tượng trong nhiều năm. NIM dự kiến sẽ cải thiện nhẹ 1,5 dcb và đạt 3.9% trong năm 2024 do lãi suất giảm, bù đắp cho việc giảm lãi suất cho vay và tăng cho vay doanh nghiệp với mức lãi suất thấp hơn. Chúng tôi kỳ vọng nợ xấu sẽ đạt đỉnh vào Q1/24 do tỷ lệ nợ nhóm 2 đã giảm trong ba quý liên tiếp. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ nợ xấu của TPB trong năm 2024 sẽ đạt 2.0% (~ năm 2023).
VCB	Trung lập	104,700	Chúng tôi dự báo dư nợ cho vay vào năm 2024 sẽ tăng 12% svck do cho vay cá nhân dự kiến sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 24 được hỗ trợ bởi sự phục hồi kinh tế và nhu cầu tín dụng bán lẻ gia tăng. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng tín dụng tiêu dùng sẽ cải thiện vào năm 2024 so với mức nền thấp hơn của năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ đi ngang so với với Q1/24 (3.1%) trong nửa cuối năm 24, do VCB sẽ tiếp tục duy trì lãi suất cho vay ở mức thấp để hỗ trợ các doanh nghiệp. Trong khi đó, lãi suất tiền gửi được dự báo sẽ tăng nhẹ trong nửa cuối năm 24. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng sẽ tăng 10.5%/14.1% trong năm 2024-25.
EIB	Trung lập	18,100	Chúng tôi dự phóng tăng trưởng tín dụng của EIB sẽ đạt 9.3% vào năm 2024 và 9.8% vào năm 2025 nhờ: (1) tiếp tục tăng trưởng cho vay bán buôn và bán lẻ, chiếm 36% cơ cấu cho vay của EIB vào năm 2023; (2) cho vay bất động sản phục hồi khi thị trường bất động sản ấm lên từ Q4/23 trở đi; và (3) dự kiến tăng trưởng cho vay SME do cung cấp các gói tín dụng với lãi suất hấp dẫn. Chúng tôi dự báo NIM của EIB sẽ chạm đáy vào năm 2023 và sẽ cải thiện đôi chút lên 20 điểm cơ bản vào năm 2024. Sự cải thiện này được mong đợi do chi phí vốn giảm 150 điểm cơ bản, phản ánh lãi suất tiền gửi giảm liên tục kể từ quý 3 năm 2023. Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng 11.3%/15.4% svck trong năm 2024-25.
BID	Trung lập	53,800	Trong năm 2024, chúng tôi dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ đạt 14% trong năm 2024 nhờ hai yếu tố chính: (1) lãi suất cho vay giảm kích thích nhu cầu tín dụng; (2) mảng cho vay doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng mạnh trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng NIM sẽ cải thiện trong 2H24 và đạt 2.6% trong năm 2024 do tiền gửi của khách hàng với lãi suất cao từ giai đoạn 4Q22 - 1Q23 đã tạo hạn, dẫn đến COF giảm. Chúng tôi kỳ vọng chất lượng tài sản của BID sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 24 nhờ: (1) tăng trưởng tín dụng phục hồi; (2) kinh tế phục hồi và việc gia hạn Thông tư 02/2023/TT-NHNN thêm 6 tháng được kỳ vọng sẽ nâng cao khả năng trả nợ của người đi vay; (3) tăng trưởng lợi nhuận ròng ổn định sẽ giúp ngân hàng có thêm dư địa để tăng bộ đệm dự phòng

Chúng tôi chọn ACB và VPB

So sánh cổ phiếu ngành ngân hàng (dữ liệu 21/06/2024)

	Giá	Vốn hoá	<u>P/E</u>		<u>P/B</u>		<u>ROE</u>		<u>ROA</u>	
	(VND)	(tỷ VND)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
BID	45,600	259,940	10.4x	9.0x	1.8x	1.5x	16.9%	16.3%	0.9%	1.0%
CTG	32,200	172,914	7.7x	6.1x	1.2x	1.0x	16.5%	18.0%	1.1%	1.2%
VCB	86,000	480,662	13.6x	12.5x	2.4x	2.0x	17.3%	15.8%	1.8%	1.7%
MBB	23,200	123,107	6.6x	5.5x	1.1x	0.9x	17.6%	17.8%	1.8%	1.9%
VPB	19,600	155,505	11.2x	9.0x	1.1x	1.0x	11.7%	16.6%	1.8%	2.3%
TCB	24,500	172,603	7.6x	6.0x	1.2x	1.0x	16.6%	17.7%	2.5%	2.7%
ACB	24,550	109,656	5.3x	4.6x	1.1x	0.9x	21.2%	19.6%	2.2%	2.3%
STB	30,650	57,782	7.2x	5.6x	1.1x	0.9x	16.2%	17.7%	1.2%	1.3%
HDB	23,150	67,426	5.1x	4.4x	1.2x	0.9x	23.3%	21.2%	1.9%	1.8%
VIB	21,800	55,302	5.7x	4.3x	1.2x	1.0x	23.4%	25.7%	2.2%	2.5%
OCB	14,500	29,795	6.0x	5.0x	0.9x	0.8x	15.9%	16.5%	1.9%	2.0%
EIB	18,500	32,231	12.8	11.1	1.2x	1.1x	10.2%	10.6%	1.2%	1.1%
TPB	18,100	39,850	7.4x	5.3x	1.1x	0.9x	14.5%	16.9%	1.5%	1.7%
Trung bình (loại trừ NHTMNN)			7.2x	5.8x	1.0x	0.9x	17.0%	18.1%	1.82%	2.0%
Trung bình			8.0x	6.7x	1.2x	1.0x	16.9%	17.7%	1.7%	1.8%

• Nguồn: Fiinpro, MBS Research



Bất động sản dân cư

Hồi phục và phân hóa

[Quay lại Mục lục](#)

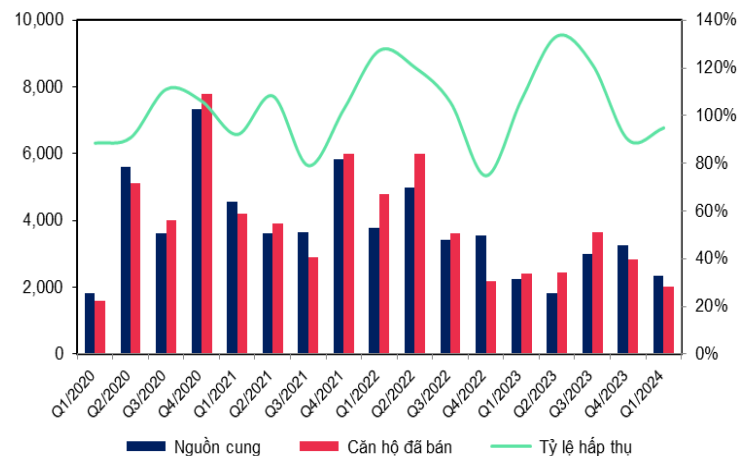
Chiến lược đầu tư 2H2024

Nhìn lại Q1/24: Các tín hiệu tích cực đang xuất hiện

Thị trường BDS dân cư thành phố Hà Nội

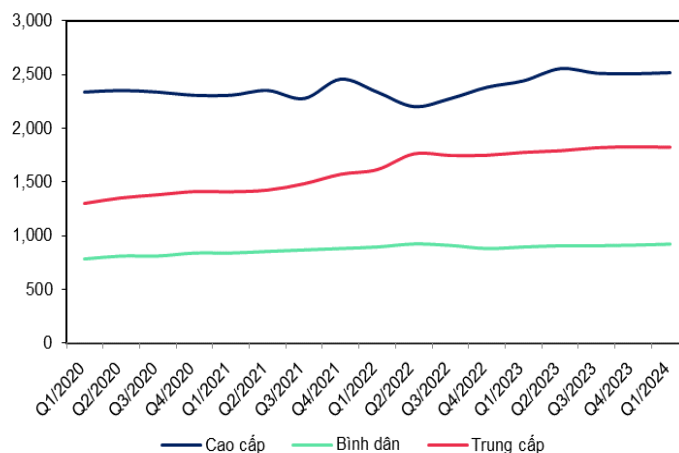
- Nguồn cung căn hộ trong Q1 đạt hơn 2,340 sản phẩm với đóng góp chính từ các phân khu mới mở bán thuộc Smart City như Imperia hay Lumiere. Nhờ nhu cầu tiếp tục ở mức cao, tỷ lệ hấp thụ tăng nhẹ lên 90% (so với 87% của Q4/2023). Thiếu hụt quỹ đất tại khu vực trung tâm, khiến nguồn cung căn hộ tại HN dự kiến sẽ tập trung tại các khi đô thị phía Tây và phía Đông trong năm 2024.
- Giá bán phân khúc cao cấp cho thấy mức tăng mạnh nhất 12% svck lên mức 2,560 USD/m² do các dự án mới tăng giá mạnh mẽ nhờ thiếu hụt nguồn cung. Hơn nữa, tỷ trọng đóng góp của dòng sản phẩm cao cấp lên mức cao nhất từ trước đến nay (khoảng 85%) dẫn tới giá bán trung bình tăng mạnh svck.
- Thị trường chưa có thấy dấu hiệu khởi sắc tại dòng sản phẩm thấp tầng khi nguồn cung trong quý chỉ đạt 30 sản phẩm (-98% svck) đến từ 1 phân khu thuộc dự án Park City (Hà Đông). Trong khi đó giá bán tiếp tục duy trì ở mức cao khi đạt 185tr/m² (+10% svck) trong bối cảnh nguồn cung thiếu hụt và nhu cầu vẫn ở mức cao. Các chủ đầu tư đang giữ tâm lý thận trọng trong việc mở bán dòng sản phẩm thấp tầng trong bối cảnh thị trường chưa cho thấy dấu hiệu hồi phục rõ nét và tỷ lệ hấp thụ tại các phân khúc có giá trị cao đang ở mức thấp.

Trong Q1/2024, nguồn cung căn hộ giảm 11% svck, nguồn cung chủ yếu đến từ khu vực phía Tây



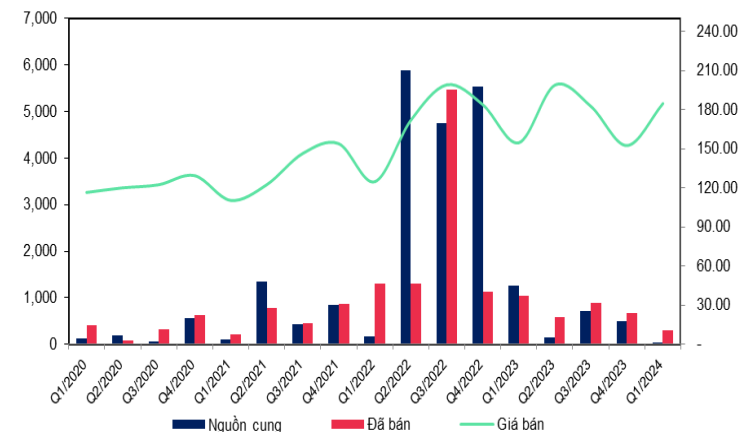
Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình tăng 12% svck



Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung sản phẩm thấp tầng giảm 98% svck do các chủ đầu tư giữ tâm lý thận trọng trong bối cảnh thị trường chưa có nhiều khởi sắc



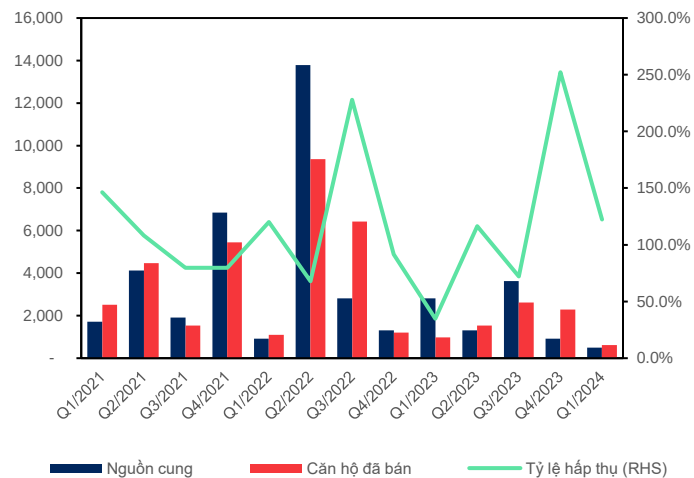
Nguồn: CBRE, MBS Research

Nhìn lại Q1/24: Các tín hiệu tích cực đang xuất hiện

Thị trường BĐS dân cư thành phố Hồ Chí Minh

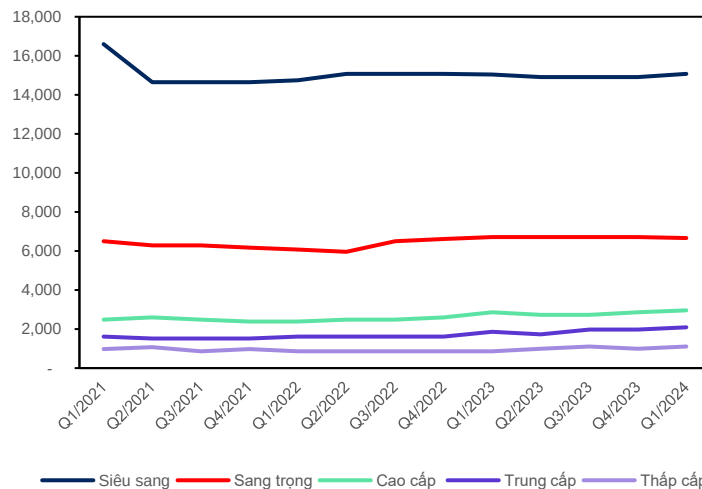
- Theo CBRE, nguồn cung căn hộ đạt khoảng 500 căn (-82% svck) trong đó nguồn cung chủ yếu từ các giai đoạn tiếp theo của các dự án đã mở bán vào năm 2023 và tiếp tục tập trung ở khu vực phía Đông thành phố và phân khúc trung cấp và cao cấp. Tuy nguồn cung giảm đáng kể so với cùng kỳ, tuy nhiên tỷ lệ hấp thụ vẫn đạt mức 122.2%, cao hơn so với tỷ lệ hấp thụ trung bình trong vòng 3 năm là 116.9%, cho thấy nhu cầu nhà ở vẫn còn rất lớn.
- Giá bán sơ cấp căn hộ trung bình trong Q1/24 đạt 61 triệu đồng/m² (+0% QoQ, -3% svck). Giá bán ở mức cao do nguồn cung thiếu hụt trong khi nhu cầu hiện hữu khiến các dự án mới luôn có giá bán cao hơn 3% - 4% so với dự án đã triển khai.
- Hơn nữa, tỷ lệ đóng góp của các dự án cao cấp đã tăng mạnh trong 2 năm gần đây từ mức 90% (năm 2022) lên mức 100% tổng nguồn cung chung cư mới trong Q1/24.
- Chu kỳ suy giảm của thị trường BĐS tác động tiêu cực đến nhu cầu về các phân khúc có giá trị cao như liền kề và biệt thự. Tuy nhiên, mặt bằng giá bán sơ cấp BĐS gắn liền với đất tại TP.HCM vẫn được duy trì mức cao do nguồn cung hạn chế. Giá bán sơ cấp vẫn ở mức cao 259 triệu đồng/m² (+0% QoQ, -3% svck) khi Q1/24 không ghi nhận nguồn cung thấp tầng mới nào trong kỳ.

Nguồn cung căn hộ giảm trong Q1, tỷ lệ hấp thụ vẫn ở mức cao



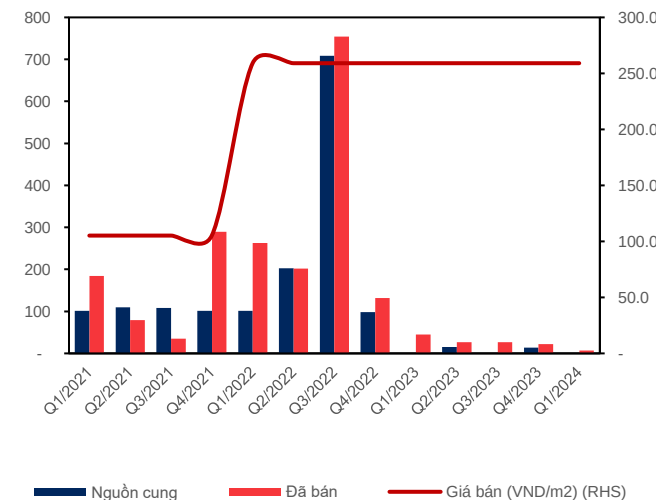
Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá bán căn hộ sơ cấp trung bình tăng 5% svck



Nguồn: CBRE, MBS Research

Giá sản phẩm thấp tầng duy trì ở mức cao do nguồn cung mới hạn chế



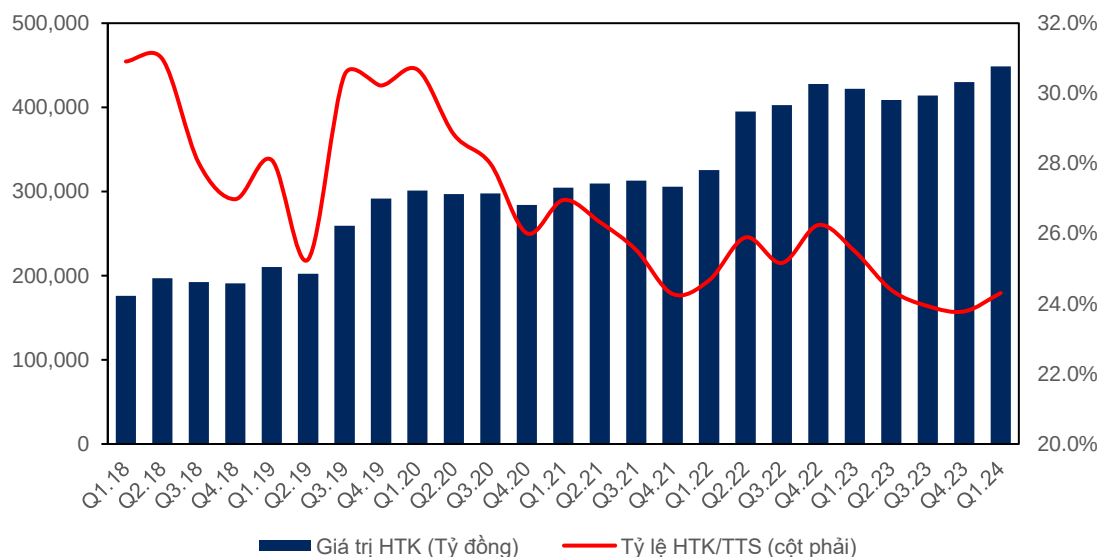
Nguồn: CBRE, MBS Research

Nhìn lại Q1/24: Các tín hiệu tích cực đang xuất hiện

Nguồn cung đã hồi phục dù khiêm tốn.

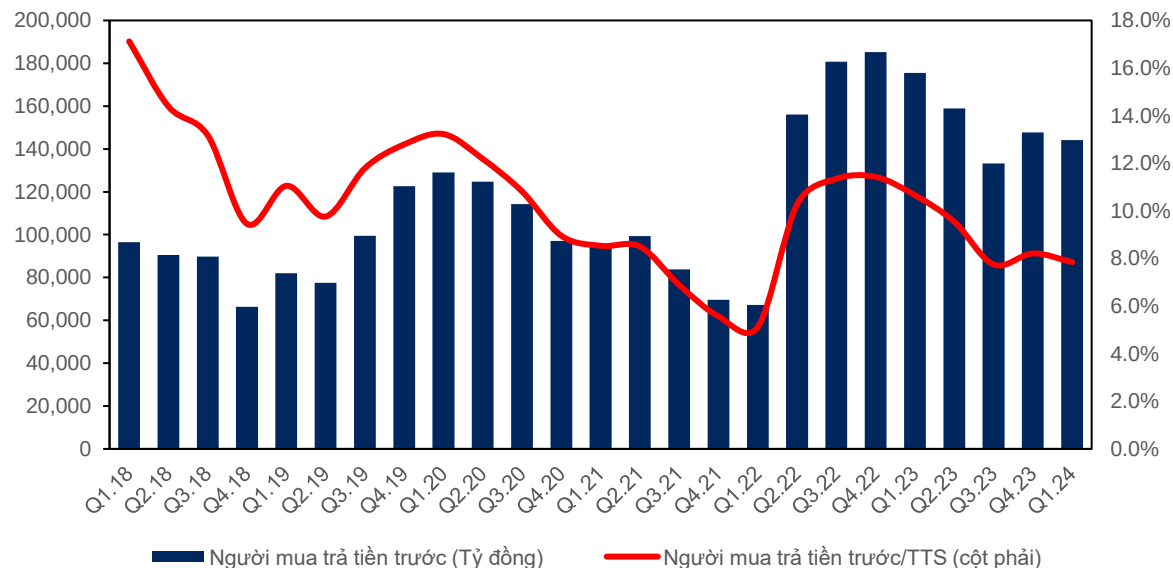
- Tỷ trọng hàng tồn kho/TTS đã bắt đầu tạo đáy và tăng lên 24.4% so với mức 23.9% thời điểm đầu năm. Giá trị hàng tồn kho cuối Q1/24 tăng nhẹ 4.3% so với đầu năm cho thấy tình hình triển khai tại các dự án BĐS đã có hồi phục tuy còn khiêm tốn, chủ yếu đến từ các dự án giai đoạn tiếp theo của các dự án hiện hữu và các dự án có tình trạng pháp lý rõ ràng. Hơn nữa, giá trị người mua trả tiền trước theo ước tính của chúng tôi đạt 144,146 tỷ đồng (-17.9% svck) và đang có xu hướng giảm so với mức đỉnh vào Q4/22 cho thấy tình hình bán hàng nhìn chung vẫn chưa có thay đổi lớn.
- Trong bối cảnh nguồn cung giảm tuy nhiên một số dự án mở bán đạt tỷ lệ hấp thụ tốt cho thấy nhu cầu về các sản phẩm trung cấp hướng tới nhu cầu ở thực vẫn duy trì ở mức cao. Đồng thời, các chính sách như miễn giảm lãi, phí, tăng chiết khấu thanh toán cũng đóng góp vào mức thanh khoản cải thiện trong thời gian vừa qua.

Tỷ lệ hàng tồn kho/tổng tài sản đạt 24.4% vào cuối Q1/2024, tăng không đáng kể so với đầu năm



Nguồn: MBS Research

Tỷ lệ khoản trả trước của người mua / Tổng tài sản giảm còn 7.8% vào cuối Q1/24



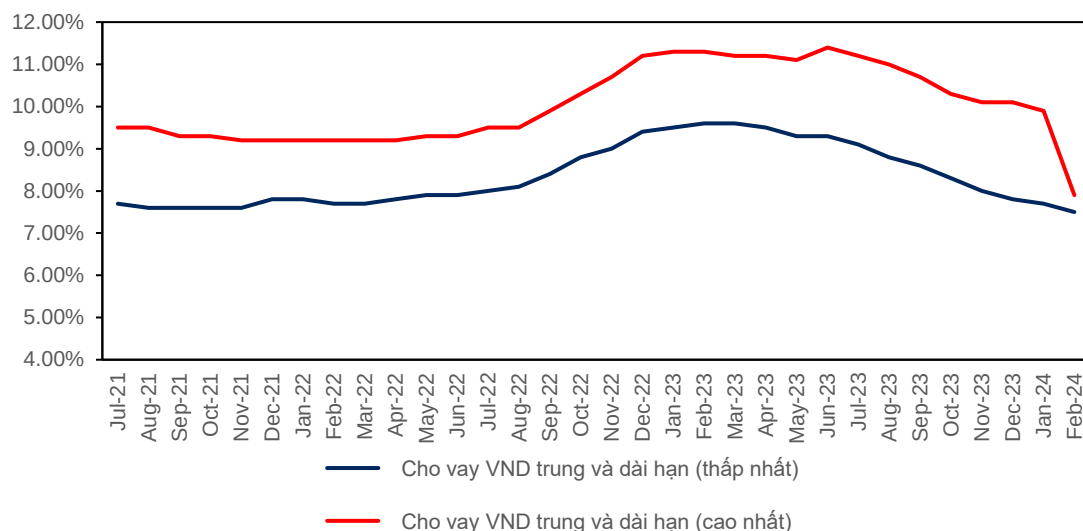
Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Các yếu tố vĩ mô đang hỗ trợ cho sự hồi phục của thị trường BĐS dân cư năm 2024

Lãi suất đã về mức hấp dẫn để có thể kích thích phát triển thị trường

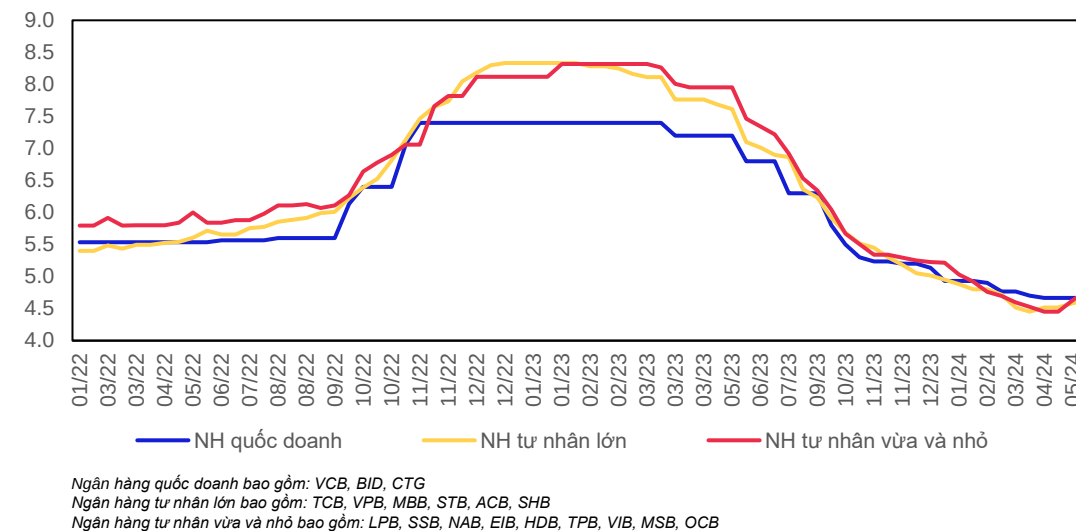
- Kể từ đầu năm 2023, Ngân hàng Nhà Nước đã 4 lần giảm lãi suất điều hành và lãi suất tái cấp vốn hiện nay đã về mức 4.5% (thấp hơn so với mức trong thời điểm Covid 2020). Nhờ đó, lãi suất cho vay trung và dài hạn hiện nay dao động quanh mức 7.5% - 7.9% (giảm từ mức 9.3% - 11.4% thời điểm giữa năm 2023).
- Tỷ giá tăng khiến áp lực thanh khoản hệ thống căng thẳng. Lãi suất thị trường đang có dấu hiệu tăng dần nhằm thu hút thanh khoản, điều này có thể gây áp lực tăng nhẹ mặt bằng lãi suất cho vay thời gian tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nếu lãi suất tăng trong thời gian tới cũng không mang nhiều hàm ý tiêu cực đến thị trường BĐS bởi lãi suất cho vay tăng lên nhẹ sẽ kích thích dòng tiền chảy vào BĐS do kỳ vọng lãi suất đã tạo đáy và tâm lý nhà đầu tư lúc này sẽ cố gắng tận dụng một mức lãi suất tốt để đầu tư bất động sản.

Lãi suất cho vay trung dài hạn vẫn sẽ duy trì ở mức thấp (Đơn vị: %/năm)



Nguồn: MBS Research

LS huy động 12 tháng của các nhóm ngân hàng (Đơn vị: %/năm)



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Các yếu tố vĩ mô đang hỗ trợ cho sự hồi phục của thị trường BĐS dân cư năm 2024



Hoàn thiện về hệ thống pháp lý sẽ giúp thị trường phát triển bền vững, thúc đẩy sự phát triển ở nguồn cung lẫn nhu cầu

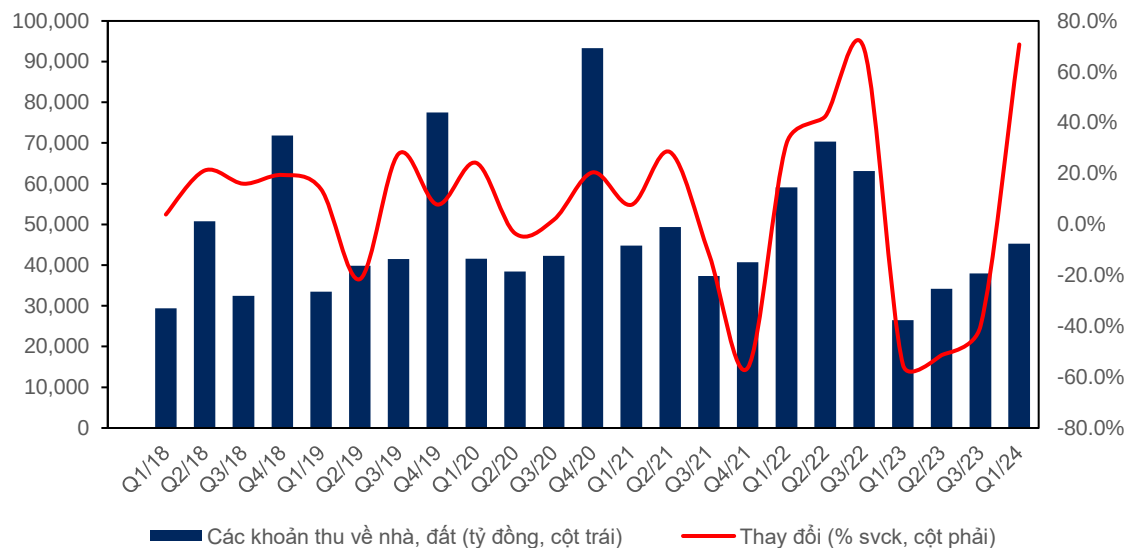
Các điểm mới nổi bật trong Luật Kinh doanh BĐS 2023 và tác động	Các điểm mới trong Luật Nhà ở 2023 và tác động	Các điểm mới trong Luật Đất đai 2024 và tác động	Các Nghị định, Thông tư hỗ trợ thị trường BĐS
Đối với Luật kinh doanh BĐS 2023, theo chúng tôi đánh giá, các quy định mới tập trung vào việc hạn chế tình trạng huy động vốn và phát triển dự án tràn lan gây lãng phí nguồn lực xã hội vào các nhà phát triển BĐS yếu kém về năng lực tài chính cũng như sở hữu tình trạng pháp lý không rõ ràng. Các quy định mới cũng hướng đến việc củng cố niềm tin của người mua BĐS và tiến đến minh bạch hóa thị trường (điều 6, điều 61). Tuy nhiên các điểm mới trong luật theo chúng tôi sẽ tạo ra tình trạng khan hiếm nguồn cung, đặc biệt là sản phẩm đất nền (điều 5) trong ngắn hạn và đặt ra yêu cầu về sức khỏe tài chính đối với các nhà phát triển để thực hiện các nghĩa vụ tài chính đối với nhà nước, đồng thời bị hạn chế đi các hình thức huy động vốn từ khách hàng như trước đây.	Đối với Luật nhà ở 2023, chúng tôi thấy sự thay đổi chủ yếu tập trung vào việc khuyến khích thúc đẩy nguồn cung NOXH, giúp đảm bảo an sinh xã hội, củng cố niềm tin nơi người mua nhà, góp phần cải thiện thanh khoản, đem lại sự sôi động cho thị trường BĐS.	Đối với Luật đất đai 2024, các điểm mới tập trung vào các quy định giúp thúc đẩy quá trình GPMB, hạn chế tranh chấp, minh bạch hóa trong lúc thực hiện. Về phía các nhà phát triển BĐS, tốc độ GPMB được tăng cao cũng đồng nghĩa với thời gian phát triển dự án được rút ngắn đi. Ở chiều ngược lại, việc xác định giá đất theo “nguyên tắc thị trường” sẽ khiến chi phí GPMB tăng lên so với giai đoạn trước do giá đất được cập nhật sát hơn với thị trường, dẫn đến chi phí phát triển dự án cũng sẽ tăng lên, kéo theo mức giá đầu ra cũng tăng. Việc xác định giá đất theo “nguyên tắc thị trường” vẫn cần thêm thời gian để được sự hướng dẫn, áp dụng của các ban ngành. Các vướng mắc trong khâu định giá như nguồn gốc đất vẫn sẽ chưa được khai thông triệt để theo các thay đổi mới trong luật này.	Thời gian vừa qua, chính phủ cũng đã thông qua 1 số Nghị định và Luật nhằm hỗ trợ thị trường tín dụng, trái phiếu và giảm bớt áp lực thanh khoản cho các DN. Các chính sách này tập trung vào việc trì hoãn các nghĩa vụ tài chính của các doanh nghiệp bất động sản, tạo điều kiện cho các nhà phát triển có thể sắp xếp nguồn trả nợ trong thời gian thị trường chung khó khăn. Luật tổ chức tín dụng sửa đổi sẽ cung cấp thêm cho các ngân hàng thương mại một phương án xử lý nợ xấu và khơi thông dòng tiền cho các doanh nghiệp BĐS dân cư.

Các yếu tố vĩ mô đang hỗ trợ cho sự hồi phục của thị trường BĐS dân cư năm 2024

Các chỉ báo đáng lưu ý

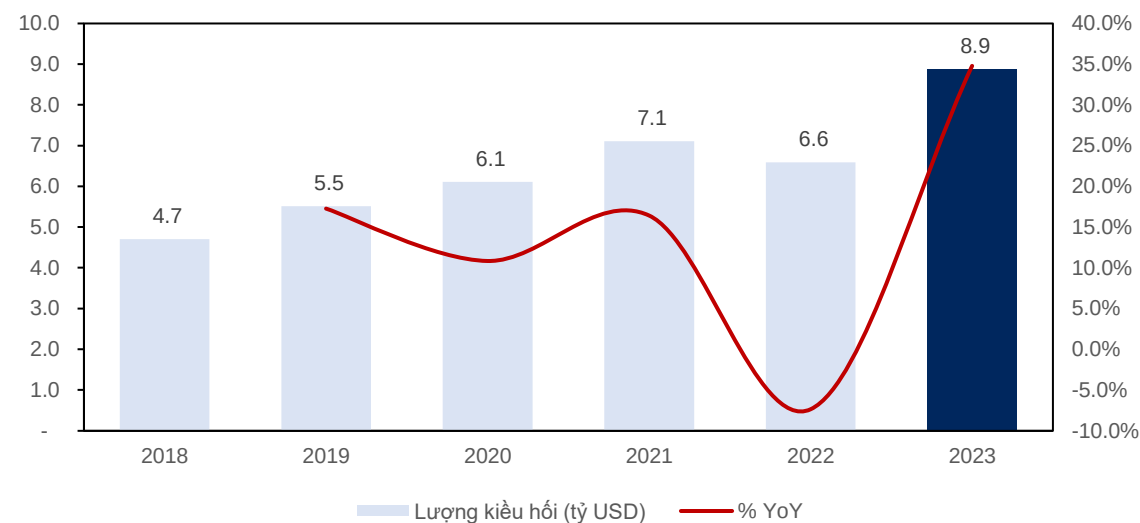
- Sau khi sụt giảm về mức thấp nhất trong nhiều năm vào cuối Q1/23 với chỉ 26,515 tỷ đồng (-55.1% svck) khi thị trường BĐS gặp nhiều khó khăn về tình hình thanh khoản, chỉ tiêu các khoản thu thuế về nhà, đất đã liên tục hồi phục trở lại qua các quý và đạt 45,277 tỷ đồng (+70.8% svck), cho thấy tình hình thực hiện nghĩa vụ tài chính đối với nhà nước đã có tăng trở lại. Các khoản thu về thuế đất qua các năm bao gồm chủ yếu là tiền sử dụng đất (80-85%) và tiền cho thuê đất, thuê mặt nước (10%-15%). Chúng tôi cho rằng đây là một chỉ báo sớm về sự hồi phục trong nguồn cung BĐS thời gian tới.
- Đáng chú ý trong lần thay đổi Luật lần này là việc công nhận các quyền và nghĩa vụ hợp pháp của kiều bào hải ngoại nếu vẫn còn giữ quốc tịch Việt Nam. Điều này sẽ cho phép người có quốc tịch Việt Nam tại nước ngoài được đứng tên BĐS, giúp giải quyết tình trạng khiếu kiện xảy ra khi lúc trước họ phải nhờ người nhà, người quen đứng tên giúp và phát sinh các trường hợp chiếm đoạt tài sản.

Các khoản phải thu về nhà, đất đã tăng trong Q1/24



Nguồn: MBS Research

Nguồn kiều hối về TP.HCM trong năm 2023 đạt mức kỷ lục



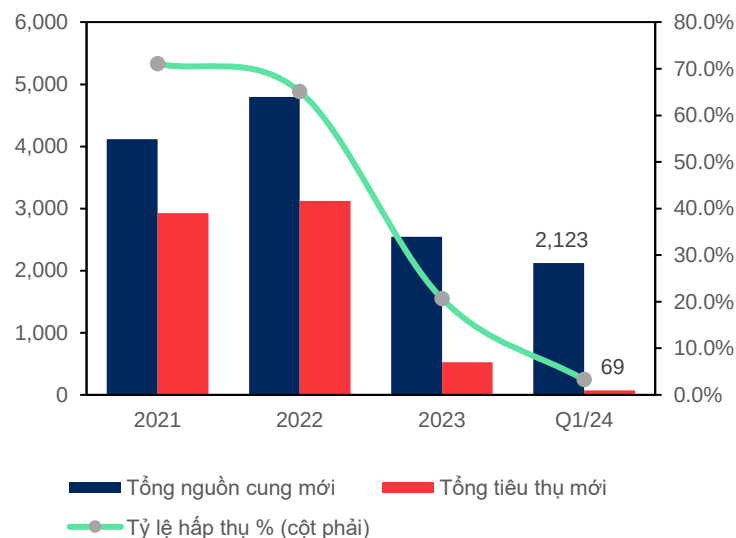
Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Các nhà phát triển BĐS dân cư vẫn đang gặp nhiều thách thức

BĐS nghỉ dưỡng – vô cùng trầm lắng

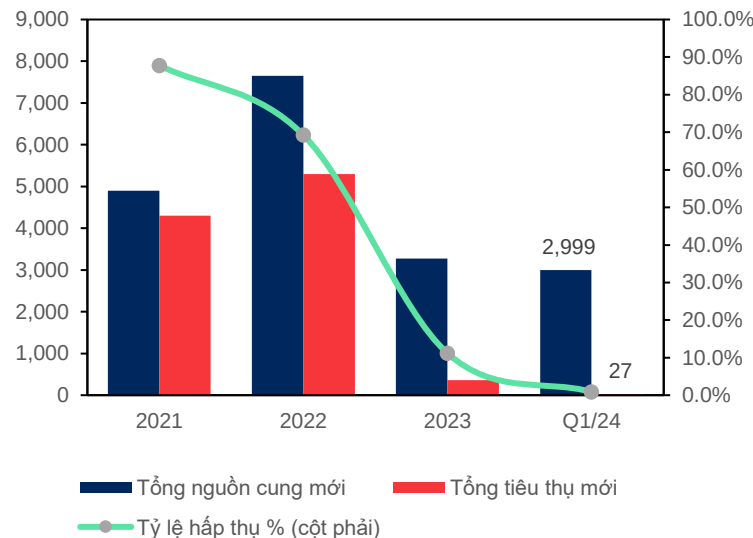
- Sức cầu của phân khúc BĐS nghỉ dưỡng đang ở mức thấp nhất trong một thập kỷ với tỷ lệ hấp thụ của Biệt thự nghỉ dưỡng/Nhà phố, Shophouse nghỉ dưỡng đạt 3.3%/0.9%. Mặt bằng giá bán sơ cấp tiếp tục xu hướng đi ngang, các nhà phát triển liên tục đưa ra các chính sách cam kết chia sẻ lợi nhuận/doanh thu, hỗ trợ lãi suất, ân hạn nợ gốc nhưng thanh khoản vẫn chưa được cải thiện.
- Đối với condotel, nguồn cung vẫn chủ yếu đến từ hàng tồn kho của các dự án cũ (chiếm hơn 98%), chủ yếu vẫn do vấn đề pháp lý. Theo DKRA, sức cầu chung thị trường ghi nhận mức thấp nhất trong 5 năm qua (tỷ lệ hấp thụ chỉ đạt 1.3%), lượng tiêu thụ tương đương 35% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng phân khúc này sẽ còn trầm lắng trong thời gian dài do việc phát triển tràn lan trong thời gian vừa qua cũng như nhiều dự án không tiếp tục chi trả lợi nhuận, hiệu quả khai thác chỉ ở mức thấp và niềm tin của nhà đầu tư đã bị sứt mẻ.

Nguồn cung, cầu mới và tỷ lệ hấp thụ biệt thự nghỉ dưỡng



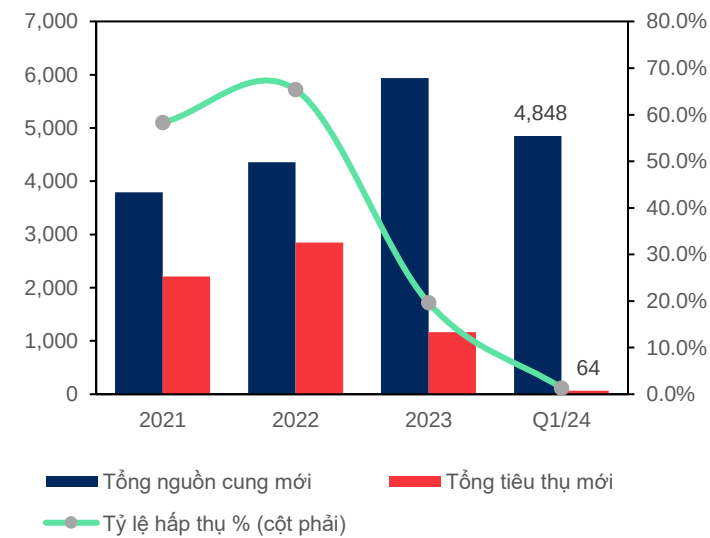
Nguồn: DKRA, MBS Research

Nguồn cung, cầu mới và tỷ lệ hấp thụ Shophouse nghỉ dưỡng



Nguồn: DKRA, MBS Research

Nguồn cung, cầu mới và tỷ lệ hấp thụ Condotel

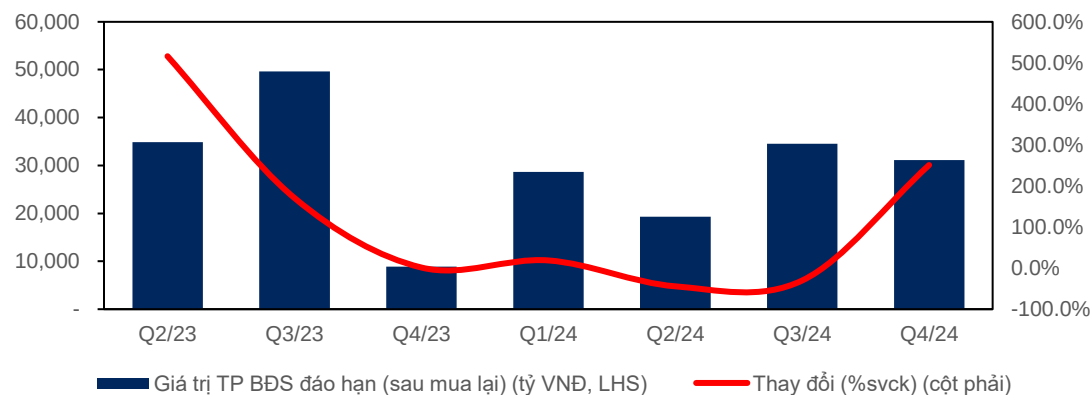


Nguồn: DKRA, MBS Research

Các nhà phát triển BĐS dân cư vẫn đang gặp nhiều thách thức

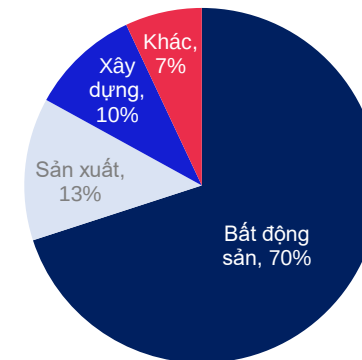
Áp lực về trái phiếu vẫn còn đáng lo ngại

Áp lực đáo hạn trái phiếu của các doanh nghiệp BĐS sẽ tập trung vào thời điểm Q3/24



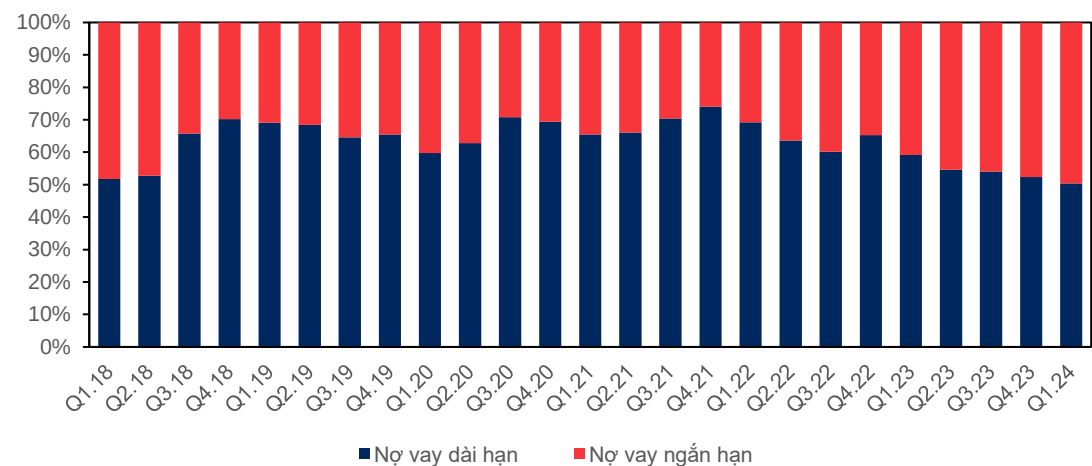
Nguồn: MBS Research

Nhóm ngành BĐS tiếp tục chiếm tỷ trọng chậm trả lớn nhất (khoảng 70% giá trị chậm trả).



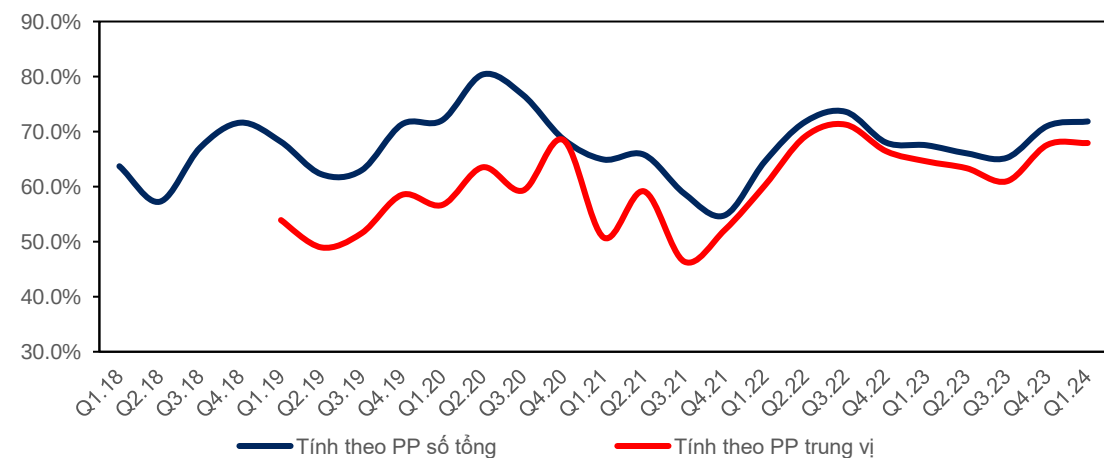
Nguồn: MBS Research

Nợ ngắn hạn/tổng nợ vay và nợ dài hạn/tổng nợ vay



Nguồn: MBS Research

Tổng nợ vay /VCSH cho thấy dấu hiệu mở rộng bảng cân đối



Nguồn: MBS Research

Chúng tôi cho rằng các hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn và M&A dự án BĐS sẽ sôi động trong phần còn lại của năm 2024

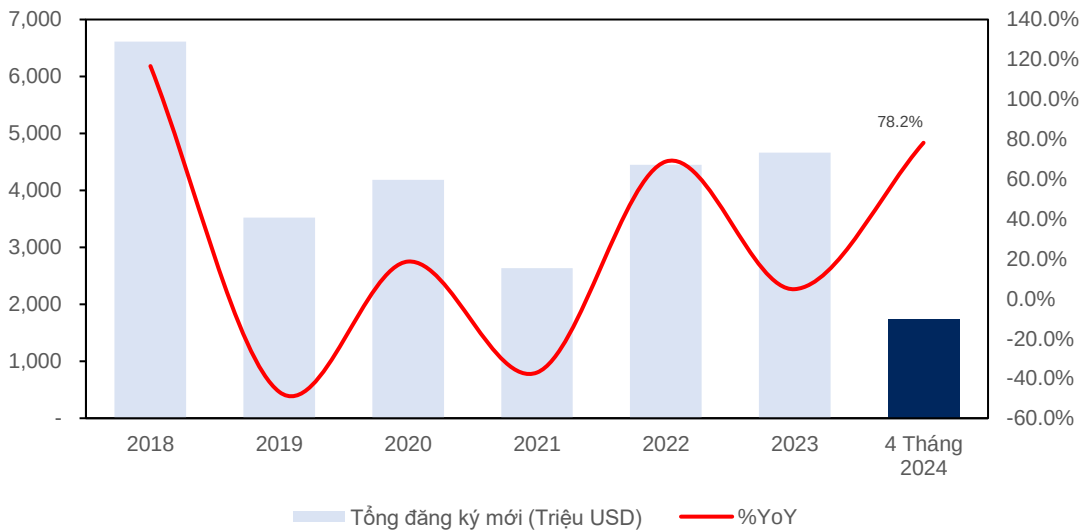
- Chúng tôi cho rằng huy động vốn trên sàn sẽ là một trong những hoạt động nổi bật trong thời gian sắp tới của các công ty bất động sản trong phần còn lại của năm 2024 nhằm tái cấu trúc nợ vay, đáp ứng các nghĩa vụ tài chính về đất với nhà nước và chi phí phát triển dự án tăng cao.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động M&A các dự án bất động sản cũng sẽ là một phần quan trọng trong năm 2024 bởi: (1) Sức khỏe tài chính của nhiều doanh nghiệp bất động sản hiện vẫn còn yếu và chưa tiếp cận được nguồn vốn, chi phí phát triển dự án sẽ ngày càng gia tăng như chúng tôi đã phân tích phía trên (2) Biến động lãi suất đã giảm đi rất nhiều và sẽ giúp Bên mua dễ dàng hơn trong việc sắp xếp nguồn vốn để thực hiện thương vụ trong tương lai. (3) Đối tượng của các thương vụ M&A theo chúng tôi vẫn sẽ chỉ tập trung tại các dự án đã có tình trạng pháp lý rõ ràng, chất lượng tốt và nhiều tiềm năng để phát triển dự án.

Các thương vụ M&A lớn trong 2023, 2024

Dự án	Chủ đầu tư	Đối tác	Giá trị
The One World urban zone	Kim Oanh Real Estate Corp	Sumitomo Forestry, Kumaga Gumi, NTT	1 Bn.USD
Tâm Lực Housing Complex (3.7 ha, located in Thủ Đức city)	Tâm Lực Real Estate Jsc	Gamuda	315.8 Mln.USD
Emeria (6ha) Clarita (5.8 ha) (Thủ Đức City)	Khang Điền	Keppel Land	150 Mln.USD
24-story Apartment building (District 8, TP.HCM)	Thuận Thành JSC	SkyWorld Development Berhad (Malaysia)	50.4 Mln.USD

Nguồn: MBS Research

FDI đổ vào BĐS tăng mạnh trong 4 tháng đầu năm



Nguồn: MPI, MBS Research

Xu hướng phát triển ngành BĐS dân cư năm 2024



Chúng tôi cho rằng các hoạt động tái cấu trúc nguồn vốn và M&A dự án BĐS sẽ sôi động trong phần còn lại của năm 2024

Kế hoạch tăng vốn của các doanh nghiệp sắp tới

Tên doanh nghiệp	Phương thức phát hành	Số vốn tăng lên	Thời gian dự kiến
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL)	Chào bán 1.17 tỷ cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu dưới dạng quyền mua	Vốn điều lệ có thể tăng từ 19,501 tỷ đồng lên mức hơn 31,200 tỷ đồng	Q2/24 đến Q4/24
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền (KDH)	Phát hành riêng lẻ 110.09 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho 20 nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá 27,250 đồng/cp, huy động 3,000 tỷ đồng và dự kiến triển khai trong năm 2024	Vốn điều lệ có thể tăng từ 7,993.1 tỷ đồng lên mức hơn 9,094 tỷ đồng	Dự kiến thời gian thực hiện đợt phát hành này trong năm 2024, và ngày chính thức sẽ được quyết định bởi Hội đồng quản trị sau khi nhận được sự phê duyệt từ UBCKNN.
Tổng CTCP Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIG)	Chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1,000: 327.94, tương ứng chào bán 200 triệu cổ phiếu với giá 15,000 đồng/cổ phiếu	Vốn điều lệ có thể tăng từ 6,099 tỷ đồng lên mức hơn 9,599 tỷ đồng	Năm 2024 đối với phát hành cho cổ đông hiện hữu
	Chào bán tối đa 150 triệu cổ phiếu riêng lẻ cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp, giá chào bán không thấp hơn 20,000 đồng/cổ phiếu.		Dự kiến từ năm 2024 đến năm 2025 đối với phát hành riêng lẻ
CTCP Tập đoàn Đất Xanh (DXG)	Chào bán 150 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, với giá chào bán tối thiểu là 12,000 đồng/cp. Tỷ lệ chào bán là 24:5 Chào bán 93.4 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp với giá tối thiểu 18,600 đồng/cp.	Nếu hoàn tất cả hai phương án, DXG sẽ huy động được hơn 3,500 tỷ đồng, đồng thời nâng vốn điều lệ từ hơn 7,2000 tỷ đồng lên gần 9,650 tỷ đồng	Dự kiến trong năm 2024 hoặc do HĐQT quyết định sau khi được UBCK chấp nhận
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt (PDR)	Chào bán 134.2 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 10,000 đồng/cp.	Vốn điều lệ có thể tăng từ 7,388 tỷ đồng lên đến 8,730 tỷ đồng	Dự kiến trong năm 2024, sau khi có chấp thuận của UBCK Nhà Nước

Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

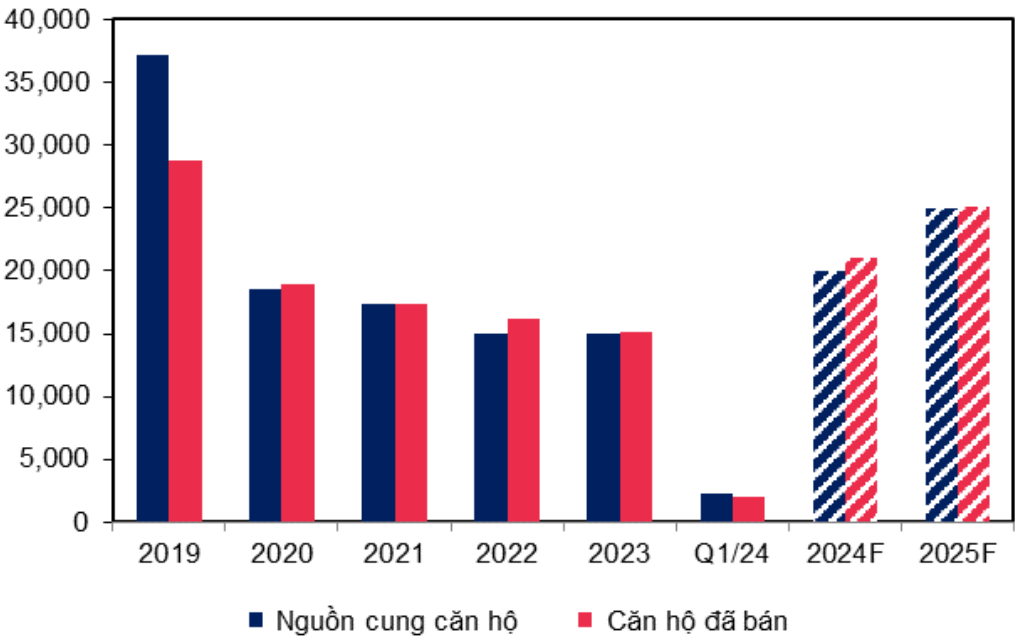
Xu hướng phát triển ngành BĐS dân cư năm 2024



Ở Hà Nội, xu hướng dịch chuyển ra khỏi trung tâm ngày càng rõ nét, điểm nhấn đến từ khu vực phía Đông và phía Tây thành phố

Trong bối cảnh quỹ đất khu vực trung tâm giảm mạnh, khu vực phía Đông và Tây dự kiến đóng góp chính vào nguồn cung căn hộ trong năm 2024 nhờ các phân khu trong 2 KĐT lớn Smart City và Ocean Park. Một số dự án như Canopy hay The Lumi đã mở bán trong Q1/24 đạt tỷ lệ hấp thụ trên 60% và giá bán tăng gần 15% so với các dự án xung quanh cho thấy nhu cầu đang ở mức cao trong bối cảnh lãi suất thấp như hiện nay. Giá bán hiện nay trung bình đang ở mức 55 triệu VNĐ/m² (+9% svck) khi các sản phẩm hướng tới phân khúc ở thực cho thấy dấu hiệu phục hồi cũng như tỷ lệ đóng góp của dòng sản phẩm cao cấp tăng dần trong giai đoạn 4 năm gần đây.

Nguồn cung căn hộ tại HN



Nguồn: MBS Research

Các dự án chung cư mở bán trong năm 2024 tại HN và khu vực phía Bắc

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Canopy Residences và Sola Park (KĐT Smart City)	6,000 căn hộ CĐT: Vinhomes và Quỹ Đầu tư Singapore (GIC)	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 50 triệu/m2
The Lumi Hanoi	2,400 căn hộ CĐT: CTCP Capital Land	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 65 triệu/m2
BRG Lê Văn Lương	662 căn hộ CĐT: Tập đoàn BRG	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 60 triệu/m2
Central Residence (Gamuda City)	2,600 căn hộ CĐT: Gamuda Land	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 45 triệu/m2
The Zurich (KĐT Ocean Park)	2,200 căn hộ CĐT: CTCP Nhà Từ Liêm	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 70 triệu/m2

Nguồn: batdongsan.com.vn, MBS Research

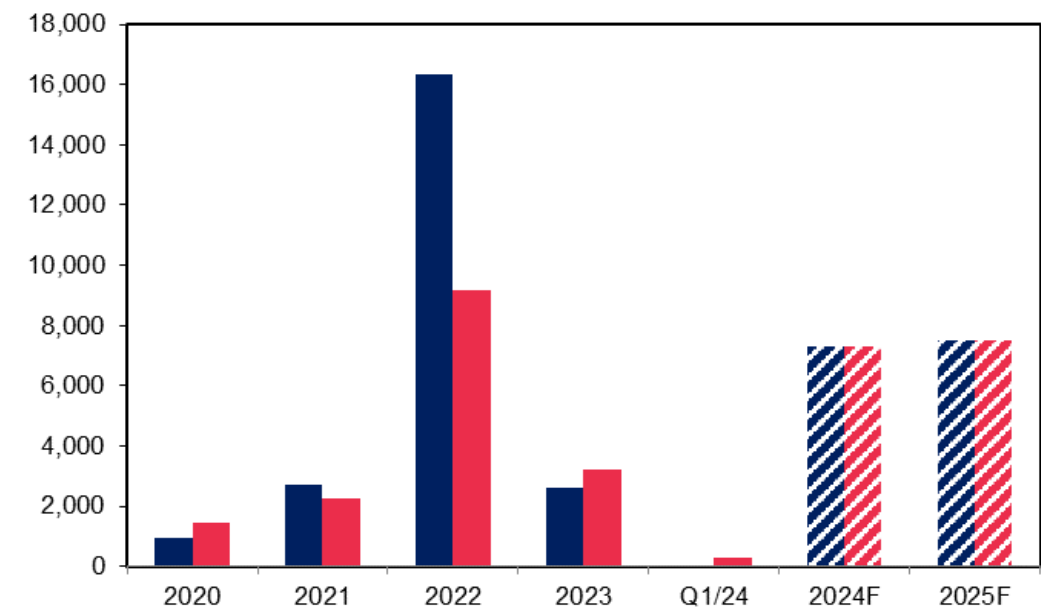
Xu hướng phát triển ngành BĐS dân cư năm 2024



Ở Hà Nội, xu hướng dịch chuyển ra khỏi trung tâm ngày càng rõ nét, điểm nhấn đến từ khu vực phía Đông và phía Tây thành phố

Tương tự với khân khúc căn hộ, nguồn cung nhà thấp tầng tập trung tại các khu vực ngoại ô thay vì trung tâm như trước đây. Đóng góp chính đến từ các khu đại đô thị khu vực vùng ven như Ocean Park và Vinhomes Vũ Yên (chiếm khoảng 85% nguồn cung tại HN). Nguồn cung còn lại đến từ các dự án nhỏ như Charm Villa, Park City đã triển khai từ năm 2022 và mở bán trong Q1/24. Hiện tại, 1 số chủ đầu tư như CTCP Hoàng Huy (TCH), Tập đoàn Hà Đô (HDG) lên kế hoạch mở mở bán các sản phẩm thấp tầng giai đoạn nửa cuối năm. Chúng tôi đánh giá các DN đã lạc quan hơn so với cuối năm 2023, khi nhu cầu thị trường tại 1 số phân khúc hồi phục đáng kể và lãi suất thấp sẽ giảm bớt gánh nặng tài chính cho người mua nhà.

Nguồn cung sản phẩm thấp tầng



Nguồn: MBS Research

Các dự án thấp tầng trong năm 2024

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
KĐT Park City (Hà Đông)	100 căn liền kề và biệt thự CĐT: CTCP Phát triển đô thị Quốc tế Việt Nam - VIDC	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 150 triệu/m2
KĐT Dương Nội (Hà Đông)	150 căn biệt thự CĐT: CTCP Tập đoàn Nam Cường	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 140 triệu/m2
Vinhomes Ocean Park 3	3,500 căn liền kề và biệt thự CĐT: Vinhomes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 100 triệu/m2
Hado Charm Villa (Hoài Đức)	100 căn liền kề và biệt thự CĐT: CTCP Tập đoàn Hà Đô	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 130 triệu/m2
Vinhomes Vũ Yên (Hải Phòng)	800 căn liền kề và biệt thự CĐT: CTCP Vinhomes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 120 triệu/m2
Hoàng Huy New City (Hải Phòng)	220 căn liền kề và 150 NOXH CĐT: CTCP Tài chính Hoàng Huy	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 85 triệu/m2

Nguồn: batdongsan.com.vn, MBS Research

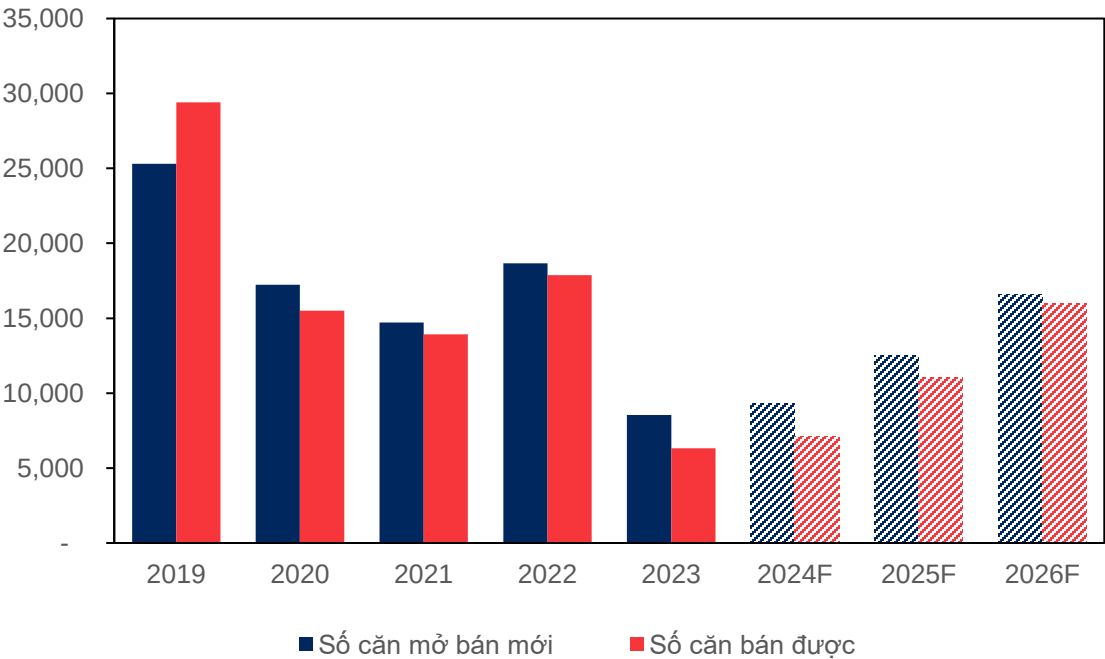
Xu hướng phát triển ngành BĐS dân cư năm 2024



Phân khúc cao cấp vẫn sẽ chiếm chủ đạo trong nguồn cung tại TP.HCM, nguồn cung trung cấp sẽ phổ biến hơn tại các tỉnh thành lân cận

Theo thống kê của CBRE, nguồn cung mới tại TP.HCM dự kiến khoảng hơn 8,000 căn, với nguồn cung tương đối hạn chế như vậy được kỳ vọng sẽ khiến mặt bằng giá duy trì ở mức cao và giá bán sơ cấp có thể tăng 3% svck. Các dự án mới tại TP.HCM sẽ chủ yếu tập trung tại phân khúc cao cấp với sự mở bán của các dự án như Eaton Park, The Global City. Do quỹ đất đang ngày càng khan hiếm ở các quận nội thành, các nguồn cung mới có xu hướng tập trung ở các khu vực như khu Đông, khu Nam và rìa thành phố, các tỉnh lân cận phù hợp theo các định hướng quy hoạch cơ sở hạ tầng – đây sẽ là các khu vực tiếp tục chiếm lĩnh thị trường trong tương lai.

Nguồn cung căn hộ tại HCM



Nguồn: CBRE, MBS Research

Nguồn cung tại TP.HCM và khu vực phía Nam trong 2024

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Eaton Park (TP.Thủ Đức)	3.76 ha với 540 căn hộ CĐT: Gamuda Land	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 125 triệu/m2
The Global City (Quận 2)	117.4 ha với 8,500 căn hộ CĐT: Materise Homes	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 125 triệu/m2
Lotte Eco Smart City (Quận 2)	1,000 căn hộ CĐT: Lotte Group	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 200-300 triệu/m2
Zeit river (Quận 2)	300 căn hộ CĐT: GS E&C	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 150 -200 triệu/m2
Biên Hòa Universe Complex (Đồng Nai)	1,200 căn hộ CĐT: Tập đoàn Hưng Thịnh	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 25 triệu/m2
Sycamore (Bình Dương)	168 căn hộ CĐT: Capitaland	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 95 triệu m2

Nguồn: batdongsan.com.vn, MBS Research

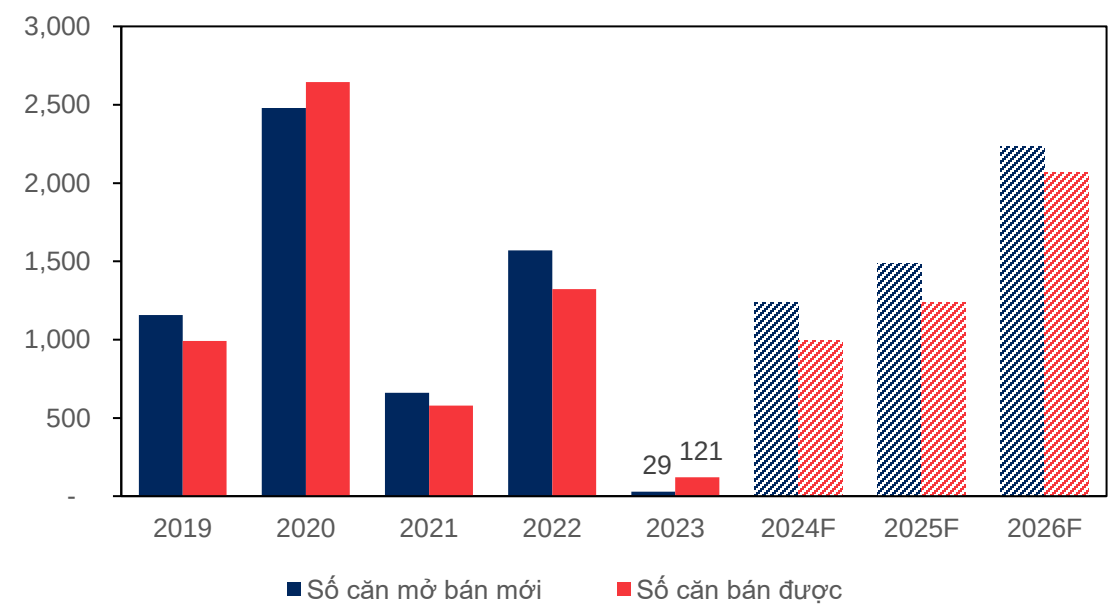
Xu hướng phát triển ngành BĐS dân cư năm 2024



Nguồn cung thấp tầng tập trung ở khu Đông và khu Nam thành phố Hồ Chí Minh

- Với định hướng giảm áp lực cho khu vực nội thành, TP.HCM sẽ mong muốn tiếp tục đô thị hóa đến các khu vực có mật độ dân số thấp như TP.Thủ Đức và huyện Nhà Bè. Nguồn cung thấp tầng trong giai đoạn 2024-2025 vẫn sẽ chủ yếu tập trung tại Tp.Thủ Đức để hưởng lợi từ mạng lưới cơ sở hạ tầng phát triển nhanh chóng như dự án mở rộng cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây, sân bay Long Thành, cầu Thủ Thiêm 4, Vành Đai 3. Bất động sản tại các thành phố vệ tinh như Đồng Nai và Bình dương cũng sẽ được hưởng lợi từ các dự án này với nguồn cung lớn hơn.
- Trong phần còn lại của năm 2024, nguồn cung tại TP.HCM chủ yếu sẽ đến từ các giai đoạn kế tiếp của các dự án hiện hữu, dự án mới chỉ chiếm khoảng 1/3 với một số dự án nổi bật như Foresta, the Meadow và L’Arcade. Phần lớn nguồn cung tương lai sẽ là nhà phố với giá bán khoảng trên 20 tỷ đồng. Với một phân khúc mang nhiều tính đầu cơ hơn là gắn với nhu cầu ở thực, chúng tôi cho rằng việc lãi suất đã có dấu hiệu tăng lên và mặt bằng giá cả sơ cấp sẽ khó giảm sâu hơn do nguồn cung hạn chế sẽ kích thích nhà đầu tư giải ngân.

Nguồn cung thấp tầng tại TP.HCM



Nguồn: MBS Research

Nguồn cung thấp tầng tại TP.HCM và khu vực phía Nam

Dự án	Quy mô	Phân khúc, giá bán dự kiến
Foresta (Quận 2)	5.77 ha với 159 biệt thự CĐT: Khang Điền và Keppel Land	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 250 triệu/m2
The Meadow (Bình Chánh)	5 ha với 212 nhà phố, biệt thự CĐT: Gamuda Land	Phân khúc: Cao cấp Giá bán: 70 triệu/m2
L’Arcade (Phú Mỹ Hưng)	0.87 ha với 32 căn CĐT: Phú Mỹ hưng	Phân khúc: Cao cấp
Waterpoint (Long An)	355 ha CĐT: Nam Long group	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 36-58 triệu/m2
Symlife Thuận An (TP.Thuận An, Bình Dương)	660 căn hộ CĐT: Công ty Nam Hiệp Thành	Phân khúc: Trung cấp Giá bán: 35 triệu m2

Nguồn: batdongsan.com.vn, MBS Research

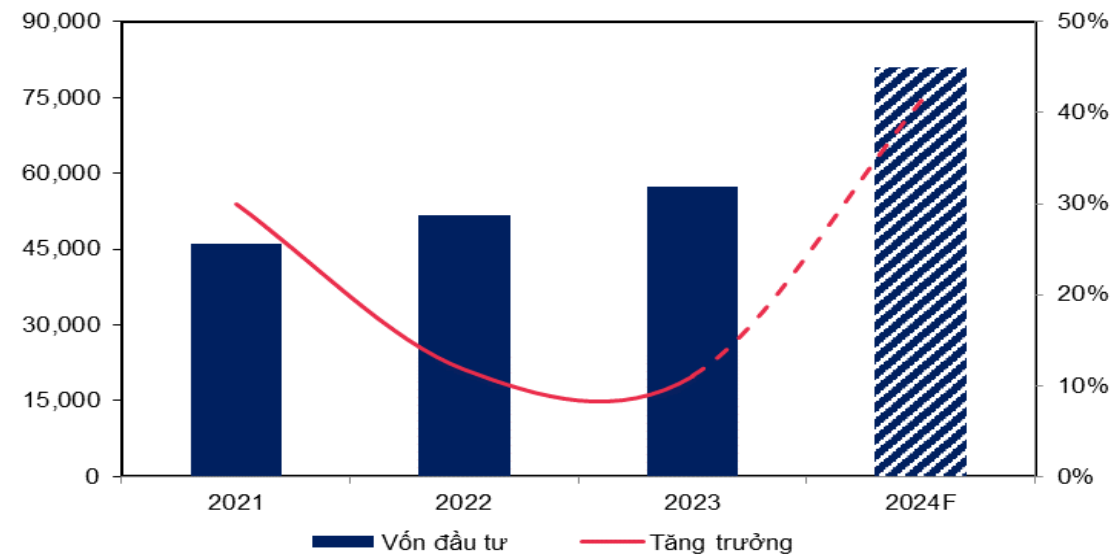
Xu hướng phát triển ngành BĐS dân cư năm 2024



Cơ sở hạ tầng sẽ rất quan trọng, đặc biệt đối với khu vực ngoại ô

- Theo đánh giá của chúng tôi, các khu đô thị vùng ven sẽ được hưởng lợi nhờ cơ sở hạ tầng được đầu tư mạnh mẽ. Trong giai đoạn 2021 – 2025, tổng vốn đầu tư công của Hà Nội dự kiến tăng trưởng 36% lên mức 340,153 tỷ VNĐ so với giai đoạn 2016 – 2020. Vốn đầu tư công năm nay có đóng góp lớn từ các dự án giao thông trọng điểm như Đường Vành đai 4, Đường Vành đai 3.5,.. nhằm hướng tới việc kết nối khu vực trung tâm tới các khu phía Đông, Tây Hà Nội và các tỉnh lân cận. Chúng tôi đánh giá, phát triển hạ tầng sẽ góp phần gia tăng lợi thế cho các khu đại đô thị vùng ven so với khu vực trung tâm trong bối cảnh rút ngắn thời gian di chuyển giữa các khu vực.
- Trong năm 2024, TP.HCM sẽ ưu tiên triển khai 59 dự án giao thông với tổng nguồn vốn lên đến 231 nghìn tỷ VNĐ, tương đương 9.4 tỷ USD. Việc đầu tư mạnh mẽ và đồng bộ cho hạ tầng giao thông sẽ giúp giảm tải áp lực cho khu vực nội thành. Các dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành (Đồng Nai), Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu sẽ mang lại triển vọng cho các dự án BĐS cho các tỉnh phía Nam như Vũng Tàu, Đồng Nai, Bình Dương, Bình Phước.

Giải ngân vốn đầu tư công của Hà Nội



Nguồn: MBS Research

Kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng khu vực phía Nam

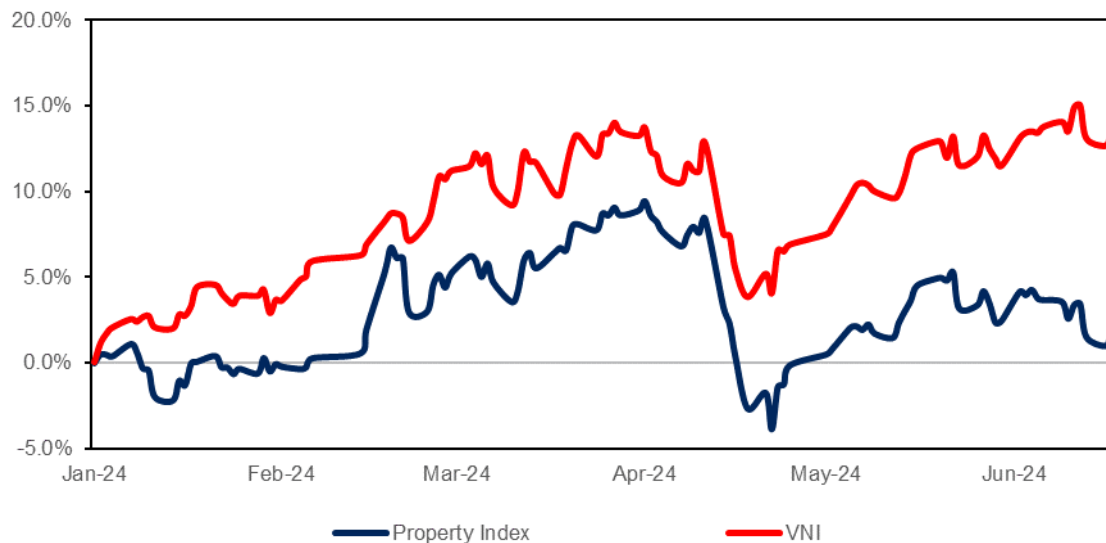
Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời điểm khởi công	Dự kiến hoàn thành
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài (Tây Ninh)	20,100	05/25	12/27
Cao tốc TP.HCM - Chơn Thành (Bình Phước)	1,940	2023	2027
Mở rộng cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây	2,350	09/23	2025
Mở rộng đường dẫn cao tốc TP.HCM - Trung Lương	1,037	2023	2025
Mở rộng Quốc lộ 13 (Ngã tư Bình Phước - Cầu Bình Triệu)	13,851	2025	2027
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài (Tây Ninh)	20,100	05/25	12/27
Cao tốc TP.HCM - Chơn Thành (Bình Phước)	1,940	2023	2027

Nguồn: UBND TP.HCM, Sở Giao thông Vận Tải TP.HCM, MBS Research

Chúng tôi tin rằng có thể có một đợt re-rate sắp tới với nhóm cổ phiếu này

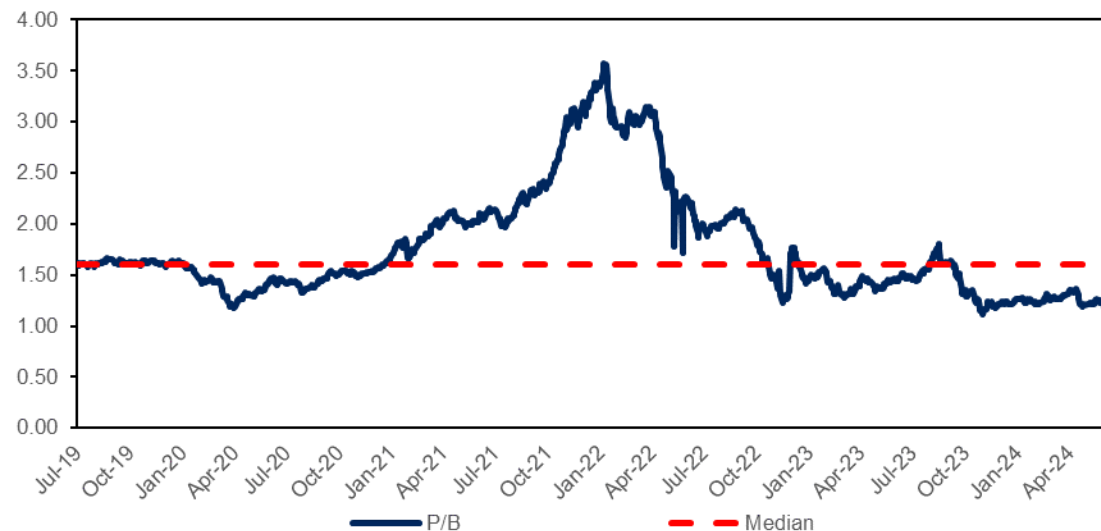
- Đến hiện tại, Chỉ số BĐS đã thể hiện tệ hơn hẳn so với VNIndex, với mức tăng YTD lần lượt là 1.4% và 13.1%.
- Tỷ lệ P/B của nhóm BĐS Dân cư đang ở mức 1.16 lần, thấp hơn trung vị 5 năm là 1.6 lần.
- Chúng tôi tin rằng nhóm BĐS Dân cư đang được giao dịch với mức định giá tương đối thấp và viễn cảnh doanh nghiệp đang cho thấy thêm các tín hiệu tích cực, thị trường nhiều khả năng sẽ tìm một nhóm ngành dẫn dắt với câu chuyện hấp dẫn, tỷ lệ rủi ro – lợi nhuận phù hợp trong tương lai gần. Chúng tôi không bỏ qua khả năng có một đợt re-rate đối với nhóm bất động sản dân cư để đưa nhóm này trở về mức định giá phù hợp hơn.

Chỉ số BĐS đã thể hiện tệ hơn hẳn so với VNIndex (YTD)



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Định giá nhóm BĐS dân cư đang thấp hơn mức trung vị 5 năm



Nguồn: Fiinpro, MBS Research

Dự phóng KQKD các doanh nghiệp bất động sản

Tóm tắt dự phóng 2024 – 2025 của các cổ phiếu được chúng tôi theo dõi

Tỷ đồng	KDH			NLG			DXG		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	2,088	4,249	4,832	3,181	6,303	5,902	3,725	3,745	4,460
% svck	-28.3%	103.5%	13.7%	-26.8%	97.6%	-6.1%	-32.4%	0.5%	19.1%
Ln gộp	1,587	1,844	2,621	1,562	2,736	2,652	1,710	1,975	2,420
Biên LN gộp (%)	76.0%	43.4%	54.2%	49.1%	43.4%	44.9%	45.9%	52.7%	54.3%
EBIT	1,220	1,232	1,998	582	1,100	1,074	734	712	712
Biên EBIT (%)				18.2%	24.1%	25.0%			
LN ròng	743	808	832	484	547	576	172	234	440
% svck	-30.0%	12.9%	3.0%	-13.2%	7.1%	11.1%	-20.0%	36.2%	88.1%
EPS (đ/cp)	840	808	833	1,257	1,178	1,240	281	328	617
BVPS (đ/cp)	16,828	17,440	18,273	35,170	31,200	29,900	15,370	15,219	15,836
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	4,666	1,786	3,368	1,394	1,130	1,281	451	1,549	573
Nợ/VCSH	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	1	1
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	5.7%	5.2%	4.7%	5.2%	5.5%	6.0%	1.9%	2.3%	4.0%
ROAA (%)	3.0%	3.0%	5.0%	1.7%	2.0%	2.1%	0.7%	0.9%	1.7%

So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cổ phiếu	Giá thị trường	Giá mục tiêu	Vốn hóa	Khuyến nghị	P/E (x)		P/B (x)		ROA (%)		ROE (%)	
	BB	Nội tệ	Nội tệ	(Triệu USD)		2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
CTCP Vinhomes	VHM VN	39,400	N/A	6,750	KKN	5.4	4.6	0.8	0.7	6.4	6.8	16.0	15.8
CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va	NVL VN	14,800	N/A	1,136	KKN	62.6	NA	0.7	0.8	0.2	NA	-3.8	-6.4
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH VN	37,500	43,000	1,179	KHẢ QUAN	33.3	30.7	1.9	1.9	3.8	4.6	6.5	7.6
CTCP ĐT DV TC Hoàng Huy	TCH VN	20,000	N/A	526	KKN	17.6	NA	1.5	NA	5.2	NA	8.6	NA
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG VN	44,950	45,000	681	TRUNG LẬP	29.0	24.6	1.6	1.6	2.8	3.0	6.1	6.7
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR VN	25,800	N/A	886	KKN	36.4	15.6	1.8	1.7	3.3	8.5	5.6	12.0
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG VN	17,050	25,100	484	KHẢ QUAN	69.3	41.1	1.1	1.1	1.2	1.4	2.1	2.5
Trung bình						36.2	23.3	1.3	1.6	3.3	4.9	5.9	6.4

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi ưa thích KDH và DXG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
KDH	KHẢ QUAN	43,000	Dự án Privia (1,000 căn hộ) đạt tỷ lệ hấp thụ trên 85% trong đợt mở bán cuối năm 2023 là động lực tăng trưởng LN ròng trong năm 2024. LN ròng kì vọng đạt 832 tỷ đồng (+3.0% svck) khi có thể bàn giao toàn bộ dự án này vào Q4/24. Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay ròng/TTS đạt 19.5% thấp hơn khoảng 37.3% của trung bình ngành.
DXG	KHẢ QUAN	25,100	Luật Đất đai 2024 được thông qua sẽ giúp làm rõ các vấn đề liên quan đến việc xác định tiền sử dụng đất, chúng tôi kỳ vọng những thay đổi mới trong luật sẽ giúp đẩy nhanh quá trình thực hiện pháp lý của dự án chiến lược Gem Riverside (3,000 căn hộ cao cấp). LN ròng trong năm 2024 dự kiến tăng 36.2% svck do tiếp tục bàn giao dự án Gem Sky World và phần còn lại của Opal Skyline. Khi sân bay Long Thành hoàn tất, sẽ có một lưu lượng lớn hành khách điều chuyển qua khu vực này, kích thích cho các dự án xung quanh hưởng lợi, điển hình như dự án tháp tầng Gem Sky World, với chỉ khoảng 30 phút di chuyển để đến sân bay. Giá cổ phiếu đang có mức tiềm năng tăng giá cao (+46.8%).
NLG	TRUNG LẬP	45,000	Triển khai các dự án căn hộ trung cấp đạt tỷ lệ hấp thụ cao trên 70% nhờ nguồn cung thiếu hụt. Trong năm 2024, NLG sẽ tập trung phát triển dòng sản phẩm này nhờ mở bán các GĐ tiếp theo thuộc dự án Southgate, Mizuki và Akari với khoảng 800 căn hộ và 200 sản phẩm thấp tầng. Doanh số mở bán (Pre – sale) dự kiến khoảng 8,700 tỷ đồng (+8% svck). LN ròng tăng trưởng 13% svck lên mức 548 tỷ đồng nhờ bàn giao các sản phẩm đã bán thuộc phân khu Izumi 1A1, Mizuki và Southgate với khoảng 220 căn liền kề và 500 căn hộ. Cơ cấu tài chính lành mạnh, tỷ lệ nợ vay/TTS ở mức 30% thấp hơn mức 45% trung bình ngành và không bị áp lực nợ vay trái phiếu.

Chúng tôi ưa thích KDH và DXG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
TCH	N/A	N/A	Dự án Hoàng Huy Commerce (4,010 căn hộ) đã bán hàng thành công 90% kể từ cuối năm 2022 trở thành động lực tăng trưởng LN của DN trong năm 2024. Dự kiến TCH sẽ bàn giao toàn bộ dự án này trong năm 2024 và LN ròng dự kiến tăng trưởng 220% svck. Hiện tại quỹ đất của TCH đang được hưởng lợi lớn trong bối cảnh TP. Hải Phòng đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng. Dự án Hoang Huy New City giai đoạn 1 (200 căn LK) đang triển khai sẽ được hưởng lợi lớn khi nằm tại đường Đỗ Mười kéo dài (tuyến đường kết nối trục VSIP với trung tâm thành phố). Giá bán dự kiến sẽ tăng 20% nhờ hưởng lợi từ tuyến đường này. Hơn nữa, khoảng 90% quỹ đất của TCH nằm tại Thủy Nguyên và khu vực này đã được phê duyệt lên thành phố vào năm 2025. Nhờ đó, giá trị quỹ đất của TCH sẽ được hưởng lợi nhờ hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh trong khu vực này.
VHM	N/A	N/A	Kết thúc Q1/24, VHM ghi nhận KQKD chưa có nhiều khởi sắc với doanh thu đạt 8,200 tỷ VND (-72% YoY), trong đó 50% đến từ bàn giao các dự án Ocean Park 1,2, Smart City, grand Park. Lợi nhuận trước thuế đạt 1,416 tỷ (-91% YoY). VHM đang có xu hướng tiếp tục phát triển các đại đô thị ở những khu vực vệ tinh thành phố lớn trong tương lai như Vinhomes Vũ Yên (Thủy Nguyên, Hải Phòng), Vinhomes Cổ Loa (Đông Anh, Hà Nội). Tập đoàn đang sở hữu quỹ đất khổng lồ được tích lũy trong nhiều năm thông qua nhiều hình thức. Các đại dự án đáng chú ý như Wonder Park, Cổ Loa đã hoàn thành GPMB và san nền, dự án Vũ Yên đã bắt đầu mở bán vào cuối quý 1. Đồng thời với uy tín và khả năng thực hiện công tác pháp lý mạnh mẽ, chúng tôi cho rằng VHM vẫn sẽ tiếp tục là nhà BĐS dẫn đầu trong tương lai.



Bất động sản Khu công nghiệp

Lợi thế đi cùng nhiều thách thức

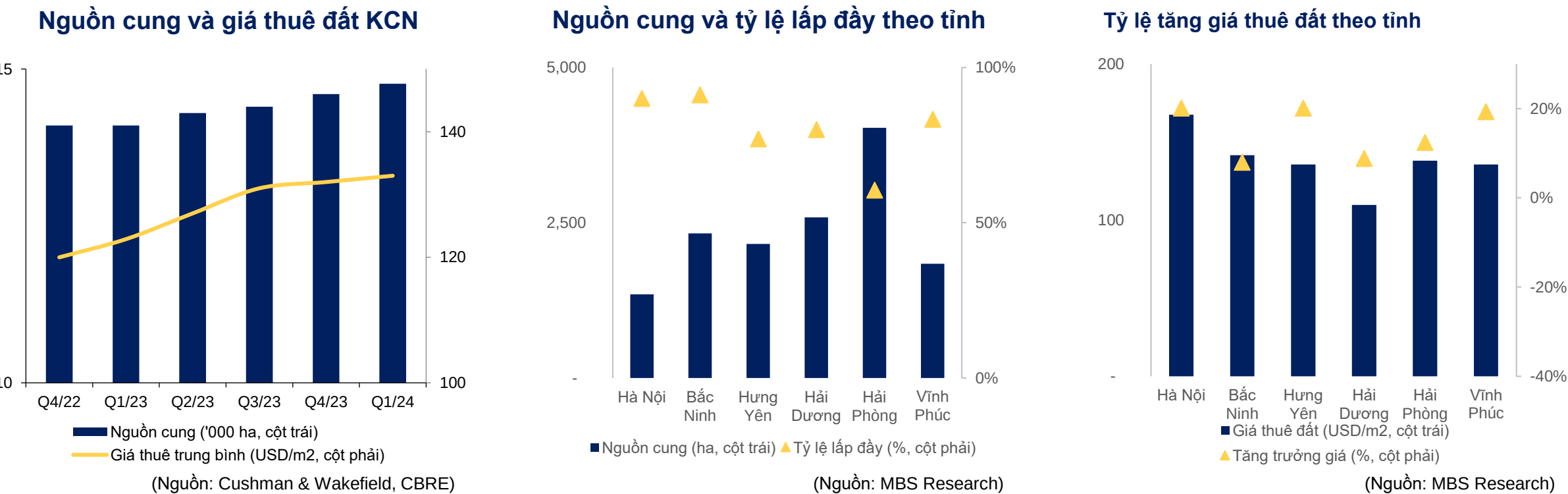
[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

Thị trường BĐS KCN 6 tháng đầu năm 2024



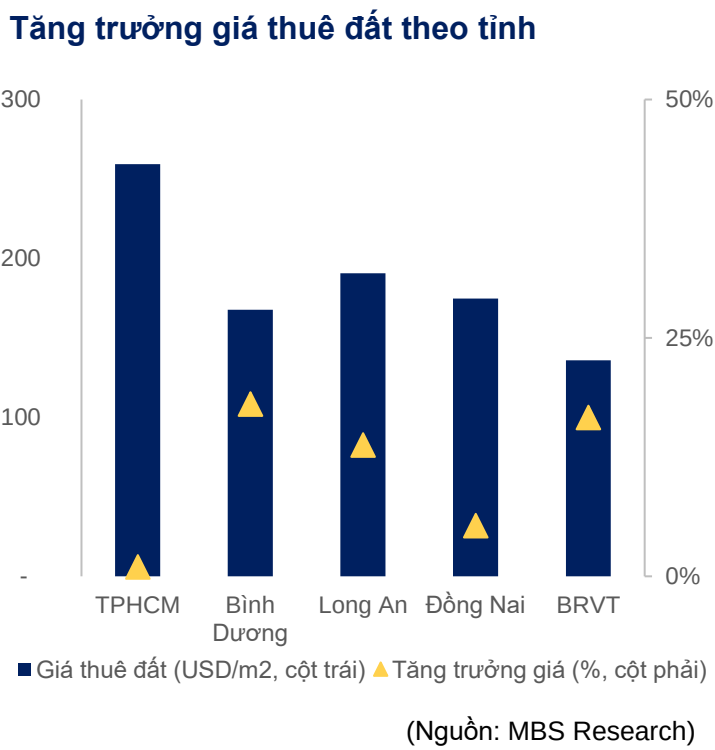
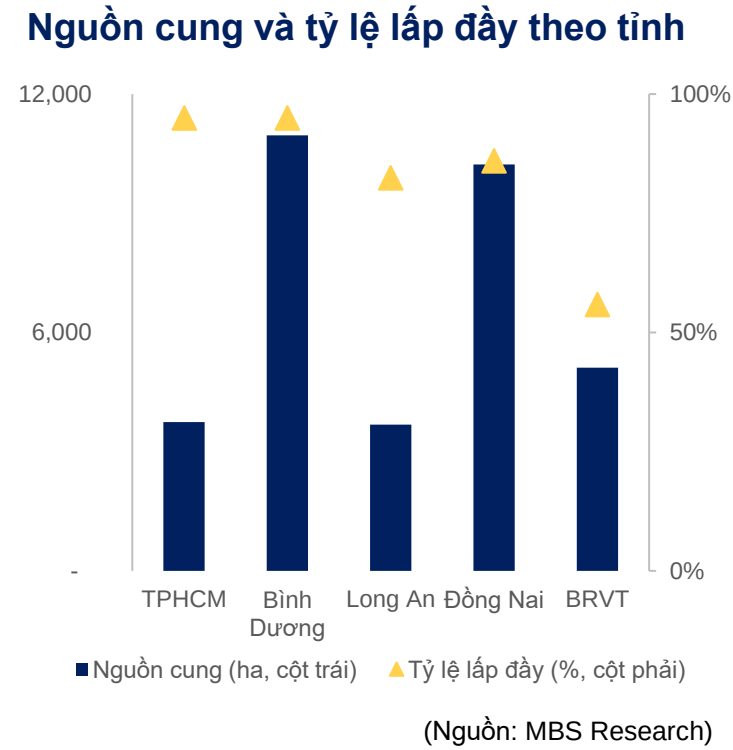
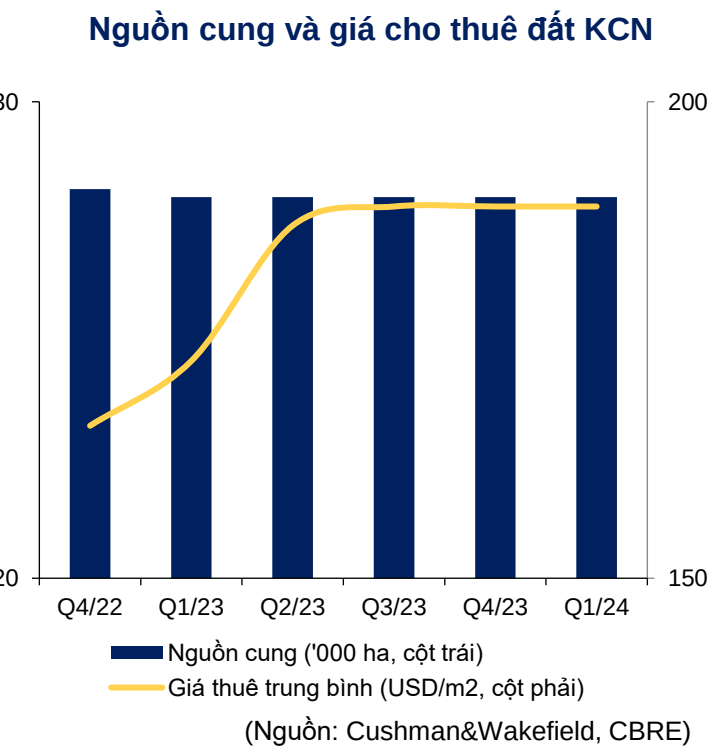
Thị trường phía Bắc: Giá cho thuê đất KCN tiếp tục tăng



Theo CBRE, Q1/24 giá thuê đất tại thị trường loại 1 đạt trung bình 133 USD/m2/chu kỳ thuê, tương ứng tăng 1.2% so với Q4/23 và 7.8% so với Q1/23 do thiếu nguồn cung mới trong kỳ và nhu cầu thuê đất ở thị trường loại 1 tăng. Tỷ lệ lấp đầy tăng 1.3 điểm % đạt 83%. Diện tích hấp thụ đạt 110 ha. Trong 3 năm tới, giá thuê đất ở phía Bắc có thể tăng 3-9% mỗi năm. Việt Nam tăng cường quan hệ ngoại giao với các nền kinh tế lớn, nhờ vậy mà nền kinh tế nói chung và ngành BĐS KCN và sản xuất nói riêng sẽ hưởng lợi lớn.

Ghi chú: Thị trường loại 1 gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương, Hải Phòng. Thị trường loại 2 gồm Thái Nguyên, Vĩnh Phúc, Bắc Giang, Quảng Ninh, Hà Nam và Thái Bình.

Thị trường phía Nam: Giá cho thuê đất ổn định



Theo CBRE, Q1/24 giá thuê đất tại thị trường loại 1 duy trì ổn định, đạt 189 USD/m2/chu kỳ thuê, tương ứng mức tăng 2.4% so với Q1/23. Do thiếu hút nguồn cung đất, tỷ lệ lấp đầy tại phía Nam đạt 92%, diện tích hấp thụ đạt hơn 20 ha. Các nhà sản xuất trong và ngoài nước có xu hướng mở rộng sang thị trường loại 2 như Bà Rịa – Vũng Tàu và Tây Ninh, nơi có nguồn cung đất KCN còn khá dồi dào và giá thuê đất cạnh tranh hơn so với thị trường loại 1.

Ghi chú: Thị trường loại 1 gồm Thành phố Hồ Chí Minh, Đồng Nai và Long An. Thị trường loại 2 gồm Bà Rịa – Vũng Tàu, Bình Thuận, Bình Phước và Tây Ninh.

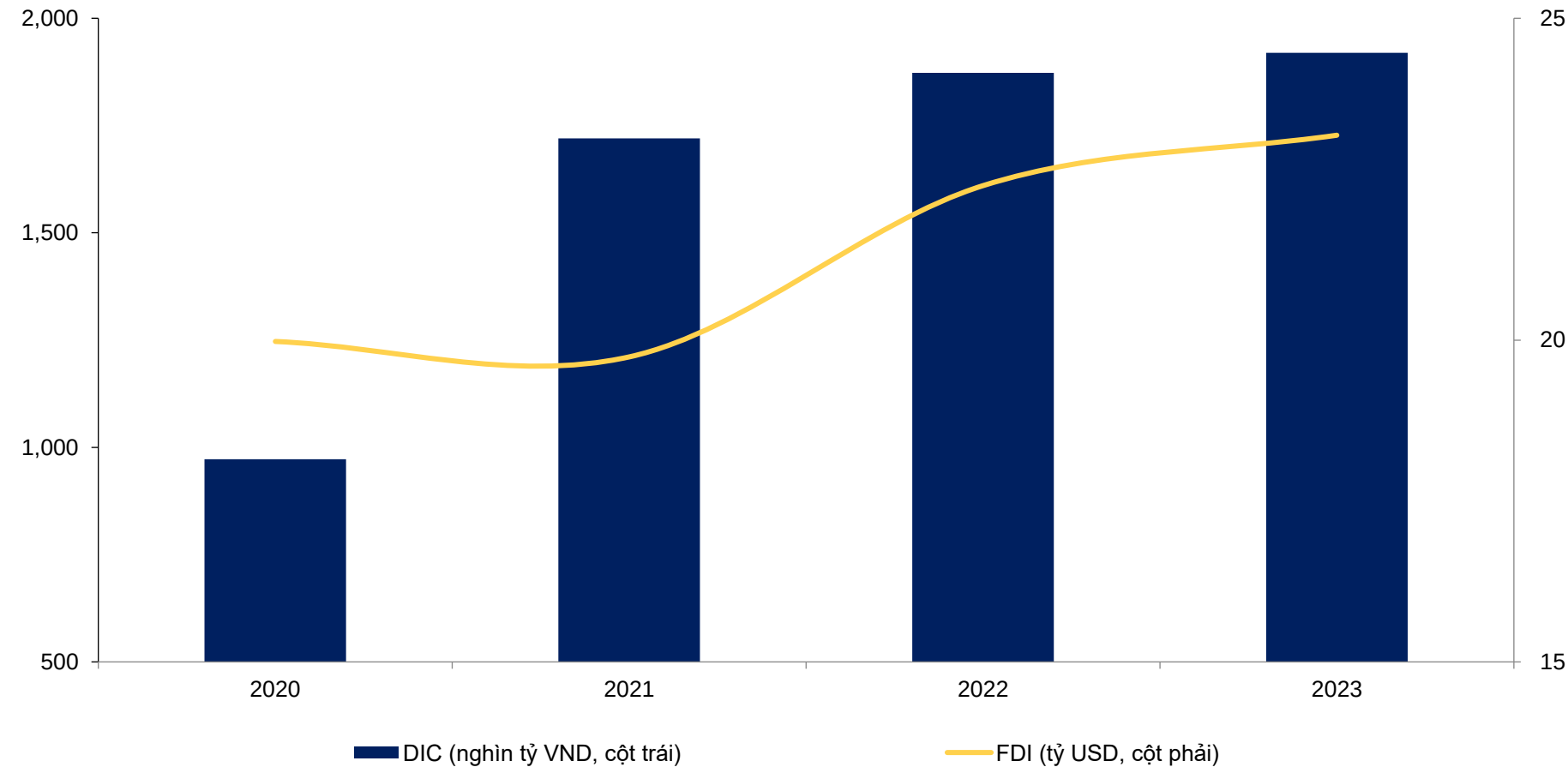
Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



Nhu cầu thuê cao nhờ dòng vốn đầu tư trong và ngoài nước tăng

Theo Tổng Cục Thống kê Việt Nam, năm 2023 dòng vốn đầu tư trong nước từ khu vực tư nhân đạt (DIC) đạt 1,919 nghìn tỷ đồng +2.7% svck.

Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, năm 2023 vốn FDI đăng ký đạt 36.61 tỷ USD, tăng 32.1% svck. Vốn FDI thực hiện đạt 23.18 tỷ USD, tăng 3.5% svck, đây là mức ghi nhận cao nhất từ trước tới nay.



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê, Bộ KH-ĐT)

Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



Theo TMS Consultancy, trong 5 tháng đầu năm, 65% công ty nước ngoài đặt cơ sở sản xuất tại khu vực miền Bắc, 30% tại khu vực miền Nam và phần nhỏ còn lại tại khu vực miền Trung. Nhiều tập đoàn lớn đặt trụ sở tại miền Bắc như Compal, Foxconn, Samsung, Meiko và Intel. Ở miền Nam, các KCN trọng điểm tại Đồng Nai và Bình Dương đón nhận dòng vốn đầu tư nước ngoài lớn.

Công ty	Vị trí	Thời gian triển khai	Diện tích thuê	Vốn đầu tư	KCN
Suntory PepsiCo Việt Nam Beverage	Long An	T4/24	20 ha	300 triệu USD	KCN Hựu Thạnh
Vina Evergreen	Hải Dương	T4/24	1 ha	10 triệu USD	KCN VSIP Hải Dương
Jehong Textile Việt Nam	Hà Nam	T3/24	3.06 ha	6 triệu USD	KCN Aurora
Pegavision Corporation	Thái Bình	T3/24	10 ha	200 triệu USD	KCN Liên Hà Thái
TA-I Technology	Hải Dương	T3/24	2.5 ha	10 triệu USD	KCN An Phát 1
EON Industry Việt Nam	Thừa Thiên Huế	T3/24	6.1 ha	12 triệu USD	KCN Gilimex
BOE Technology Group	Bà Rịa – Vũng Tàu	T4/24	Chưa công bố	275 triệu USD	KCN Phú Mỹ 3
SEAH M&S Việt Nam	Bà Rịa – Vũng Tàu	T3/24	6 ha	35.3 triệu USD	KCN Phú Mỹ 3
Tamagawa	Quảng Ninh	T5/24	6.27 ha	35 triệu USD	KCN Sông Khoai
Pandora	Bình Dương	T5/24	Chưa công bố	150 triệu USD	KCN VSIP III Bình Dương

(Nguồn: TMS Consultancy)

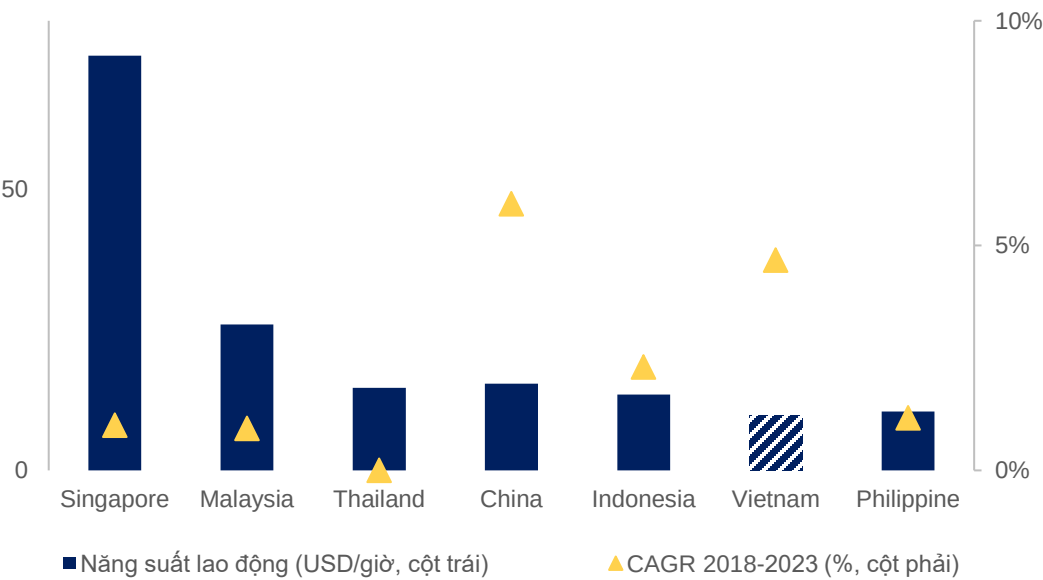
Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



Việt Nam vẫn là điểm đến ưa thích của dòng vốn sản xuất nhờ chiến lược Trung Quốc +1

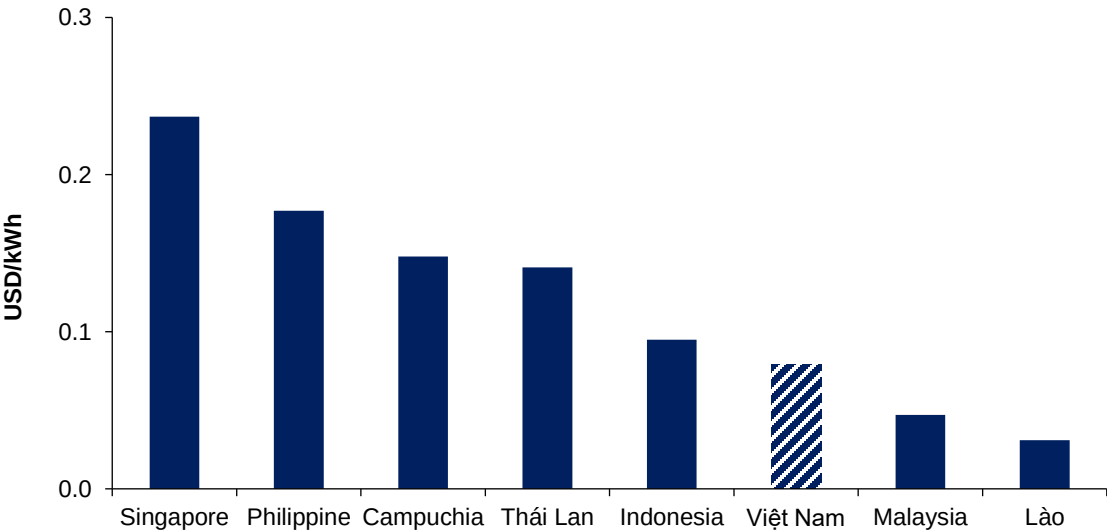
- Lũy kế tới T5/24, vốn FDI đăng ký và vốn FDI thực hiện đạt 11.07 tỷ USD (+2.0% svck) và 8.25 tỷ USD (+7.8% svck). Đây là mức tăng trưởng cao trong bối cảnh kinh tế thế giới khó khăn và nhiều quốc gia thắt chặt chính sách tiền tệ. Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI vào Việt nam tiếp tục tăng nhờ:
 - ✓ Hiệp định FTA ký kết gần đây (RCEP, EVFTA, CPTPP...)
 - ✓ Năng suất lao động cải thiện
 - ✓ Chi phí điện năng thấp
 - ✓ Cơ sở hạ tầng được xây dựng

Năng suất lao động



(Nguồn: International Labour Organization, MBS Research)

Chi phí điện năng



(Nguồn: Global Petro Prices, MBS Research)

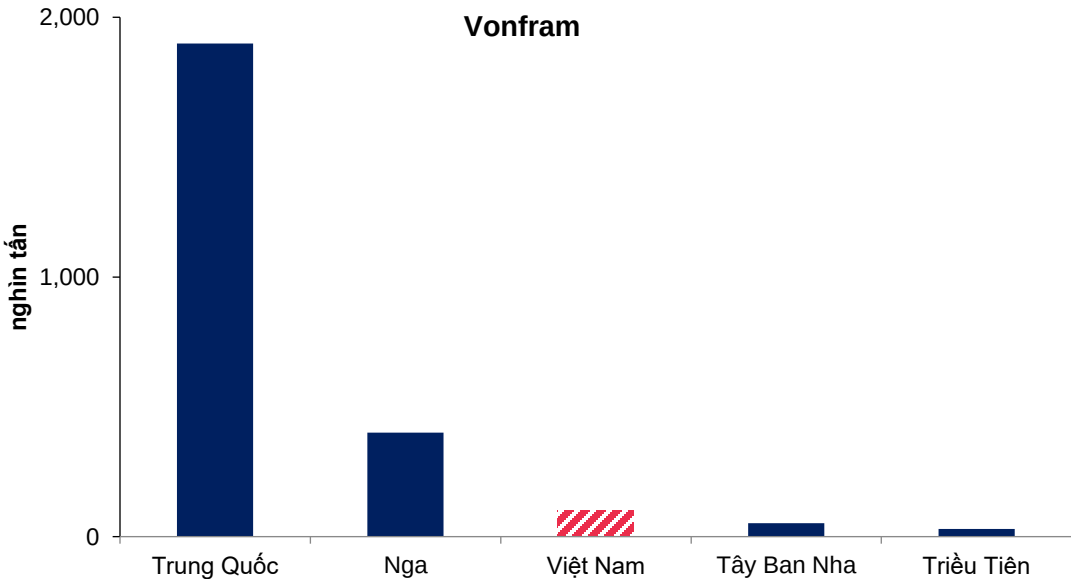
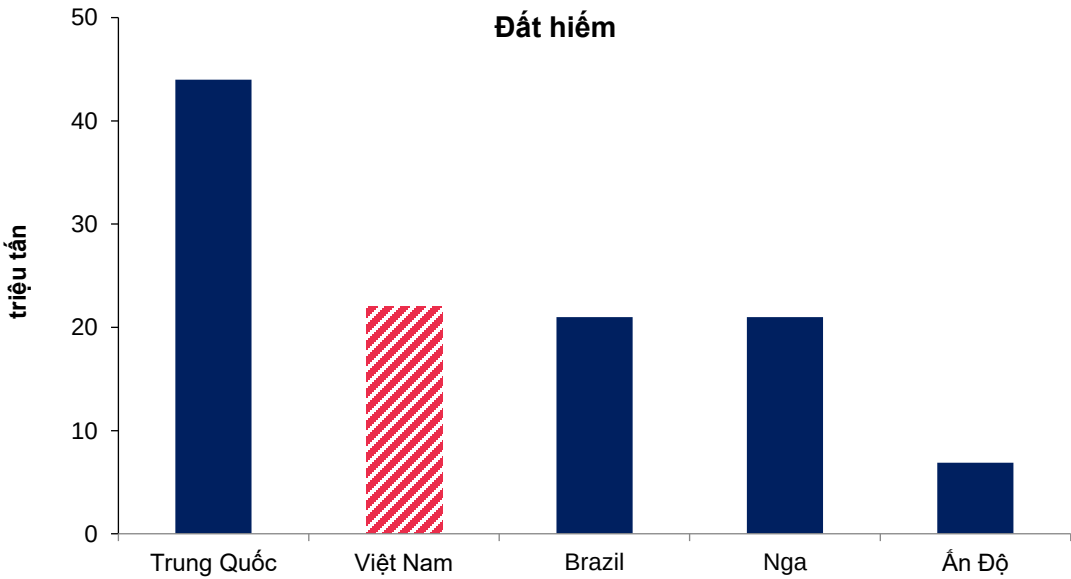
Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



Nâng tầm đối tác chiến lược toàn diện với Mỹ giúp đẩy mạnh thu hút đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao

Mỹ là quốc gia dẫn đầu về công nghệ trên thế giới. Mỗi năm doanh nghiệp Mỹ đầu tư ra nước ngoài khoảng 200-300 tỷ USD, nhưng vốn FDI của Mỹ vào Việt Nam trong các năm gần đây chỉ khoảng 1 tỷ USD/năm. Sau khi nâng tầm hợp tác với Mỹ lên đối tác chiến lược, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI của Mỹ đầu tư vào công nghệ cao ở Việt Nam được đẩy mạnh nhờ Việt Nam có trữ lượng lớn đất hiếm và vonfram cho phát triển công nghệ cao. Đây là hai nguyên liệu không thể thiếu trong nhiều ngành công nghệ cao như năng lượng, quân sự, vũ trụ, giao thông vận tải..... Việt Nam là quốc gia có trữ lượng đất hiếm lớn thứ 2 thế giới (ước tính khoảng 22 triệu tấn) và trữ lượng vonfram lớn thứ 3 thế giới (ước tính khoảng 100 nghìn tấn).

5 quốc gia có trữ lượng đất hiếm và vonfram lớn nhất thế giới



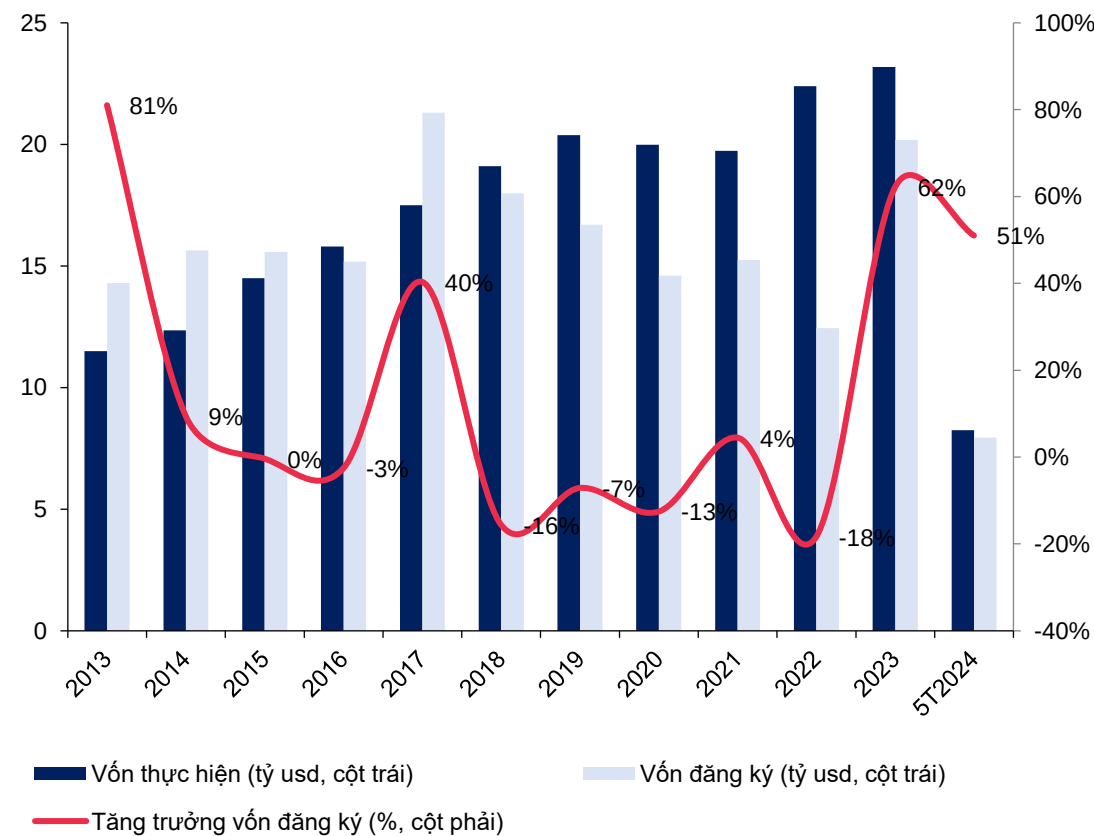
(Nguồn: USGS, MBS Research)

Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



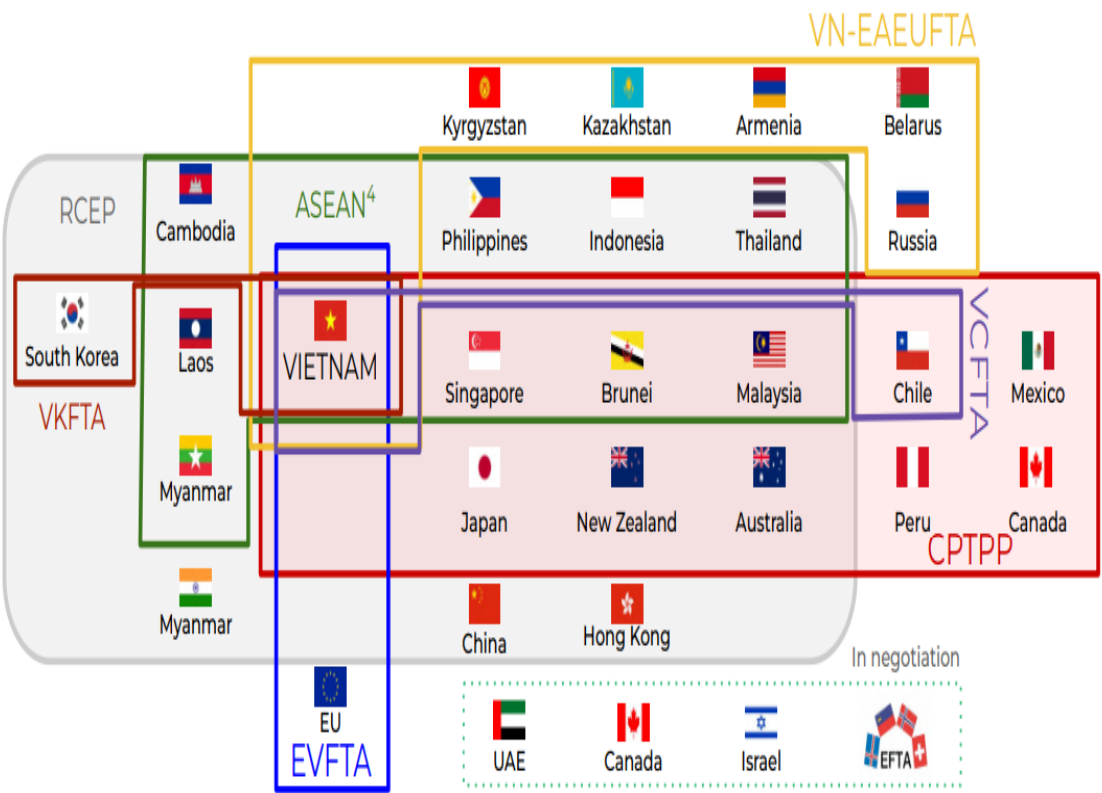
Việt Nam là điểm đến ưa thích của các doanh nghiệp nước ngoài đang rời xa Trung Quốc nhờ có vị trí chiến lược trong chuỗi cung ứng và sự cởi mở trong cả lĩnh vực kinh tế và chính trị

Dòng vốn FDI đăng ký trong năm 2023-24 tăng bất chấp rủi ro tỷ giá



(Nguồn: Tổng Cục Thống kê, MBS Research)

Việt Nam đang khẳng định vị thế trong thương mại toàn cầu thông qua việc hình thành nhiều liên minh chiến lược và hiệp định thương mại tự do (FTA)



(Nguồn: Bộ KH-ĐT, MBS Research)

Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



Nhiều KCN mới được xây dựng tạo nguồn cung đất KCN mới

Miền Bắc

KCN	Vị trí	Diện tích	Đơn vị phát triển
Mỹ Thuận	Nam Định	158.4 ha	Đại Phong
Deep C II	Quảng Ninh	1,193 ha	Bắc Tiên Phong
Industrial Center YP2C	Bắc Ninh	13.6 ha	GELEX and Frasers Property
Công nghệ cao 2 Hoà Lạc	Hà Nội	277 ha	Vinaconex
Gia Bình II	Bắc Ninh	250 ha	Hanaka Group
Sông Lô II	Vĩnh Phúc	165.65 ha	VPID
SHI IP Tam Dương	Vĩnh Phúc	162.33 ha	Sơn Hà Group

(Nguồn: MBS Research)

Miền Trung

KCN	Vị trí	Diện tích	Đơn vị phát triển
Becamex VSIP Bình Định	Bình Định	1,374 ha	Becamex IDC và VSIP
VSIP II Quảng Ngãi	Quảng Ngãi	497.7 ha	VSIP
Sơn Mỹ I	Bình Thuận	1,070 ha	IPICO
Gilimex	Thừa Thiên Huế	460,85 ha	Gilimex
Hoàng Mai II	Nghệ An	343,69 ha	Hoàng Thịnh Đạt
Bắc Thạch Hà	Hà Tĩnh	190,41 ha	VSIP

(Nguồn: MBS Research)

Miền Nam

KCN	Vị trí	Diện tích	Đơn vị phát triển
VSIP III Bình Dương	Bình Dương	1,000 ha	VSIP
Đức Hoà III	Long An	190,41 ha	Slico Long An
Long Đức III	Đồng Nai	244.5 ha	Long Đức III
Bàu Cạn-Tân Hiệp	Đồng Nai	2,627 ha	Tân Hiệp
Xuân Quế - Sông Nhạn	Đồng Nai	3,595 ha	Xuân Quế
Phạm Văn Hai I&II	TPHCM	668 ha	
DNN – Tân Phú	Long An	262 ha	DNN Tân Phú
Phước Đông	Long An	128.88 ha	IMG Phước Đông
VSIP Cần Thơ	Cần Thơ	293.7 ha	VSIP
Amata City Long Thành	Đồng Nai	410.31 ha	Amata Long Thành

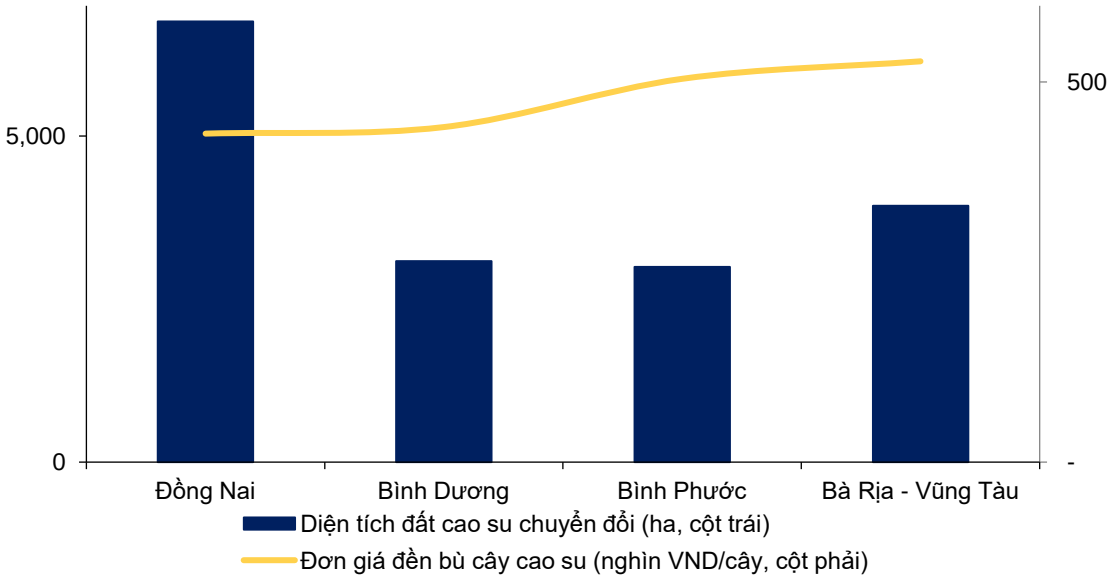
(Nguồn: MBS Research)

Trong giai đoạn 2024-26, nguồn cung đất KCN có thể đạt 15,000 ha với 23 dự án KCN mới (7 KCN ở miền Bắc, 10 KCN ở miền Nam và 6 KCN ở miền Trung). Nhưng chúng tôi nhận thấy rằng thị trường đất KCN phát triển không đồng đều, tập trung lớn tại Bắc Ninh, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh, Bình Dương và Đồng Nai.

Chuyển đổi đất cao su sang đất KCN ở phía Nam tạo ra nguồn cung mới

- Trong giai đoạn 2021-2030, nguồn cung đất KCN đến từ việc chuyển đổi đất cao su. Bởi thị trường miền Nam đang thiếu hút nguồn cung đất, tỷ lệ lấp đầy KCN tại miền Nam ở mức cao, như Bình Dương đạt tỷ lệ 95% và Đồng Nai đạt tỷ lệ 86%.
- Việc chuyển đổi đất cao su có nhiều lợi thế về diện tích đất thửa lớn, giải phóng mặt bằng nhanh và chi phí thấp. Nhưng còn tồn tại nhiều khó khăn để thu hút vốn đầu tư vào vùng này: (1) vị trí địa lý không thuận lợi cách xa thành phố lớn, sân bay, cầu cảng (2) cơ sở hạ tầng không đồng bộ làm tăng chi phí vận tải (3) nhu cầu tiêu thụ cao su cao làm chậm quá trình chuyển đổi đất.
- Lộät Đất Đại đượс thông qua giúp giảm thủ tục hành chính về bồi thường đất, nhưng chi phí bồi thường đất có thể tăng cao hơn so với trước đây.
- Doanh nghiệp hưởng lợi từ chuyển đổi đất cao su sang đất KCN như GVR, DPR, PHR.

Diện tích đất cao su chuyển đổi và giá bồi thường



(Nguồn: MBS Research)

Các KCN chuyển đổi từ đất cao su

KCN	Vị trí	Diện tích đất thuê (ha)	Đơn vị phát triển KCN
Minh Hưng III mở rộng	Bình Phước	578	Cao Su Bình Long
Bắc Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	317	KCN Bắc Đồng Phú
Nam Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	480	KCN Bắc Đồng Phú
VSIP III	Bình Dương	1,000	VSIP
Tân Lập I	Bình Dương	202	Cao su Phước Hoà
Rạch Bắp mở rộng	Bình Dương	639	An Điền
Bàu Xéo II	Đồng Nai	380	Thống Nhất
Phước Bình II	Đồng Nai	294	Cường Thuận IDICO
Long Đức III	Đồng Nai	244	Long Đức
Xuân Quế-Sông Nhạn	Đồng Nai	3,595	Xuân Quết
Bàu Cạn-Tân Hiệp	Đồng Nai	2,627	Tân Hiệp

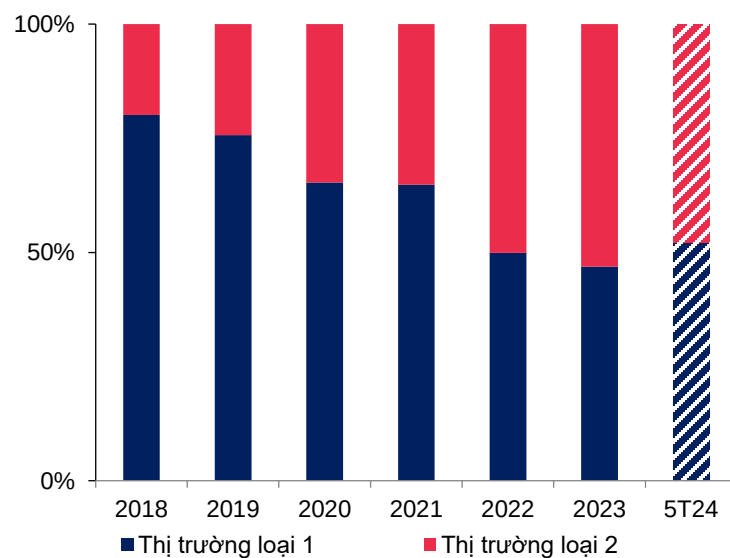
(Nguồn: MBS Research)

Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



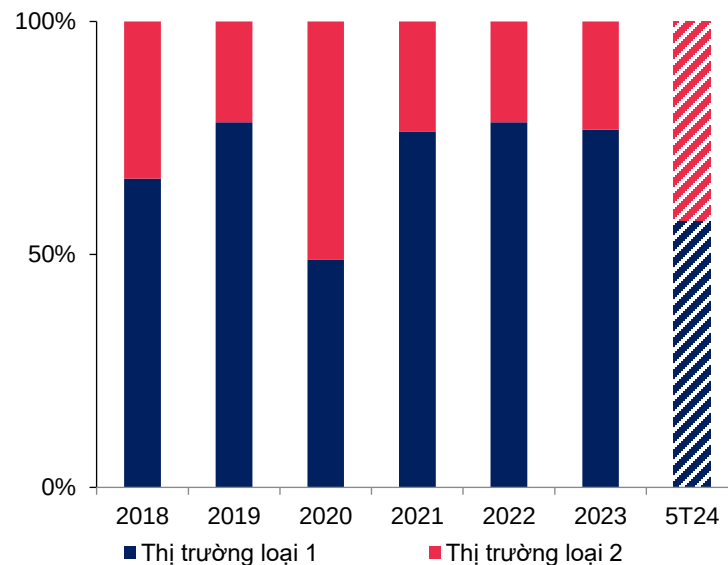
Dòng vốn đầu tư có xu hướng dịch chuyển sang thị trường loại 2 nhờ nguồn cung dồi dào, giá thuê thấp

Dòng vốn FDI vào thị trường miền Bắc



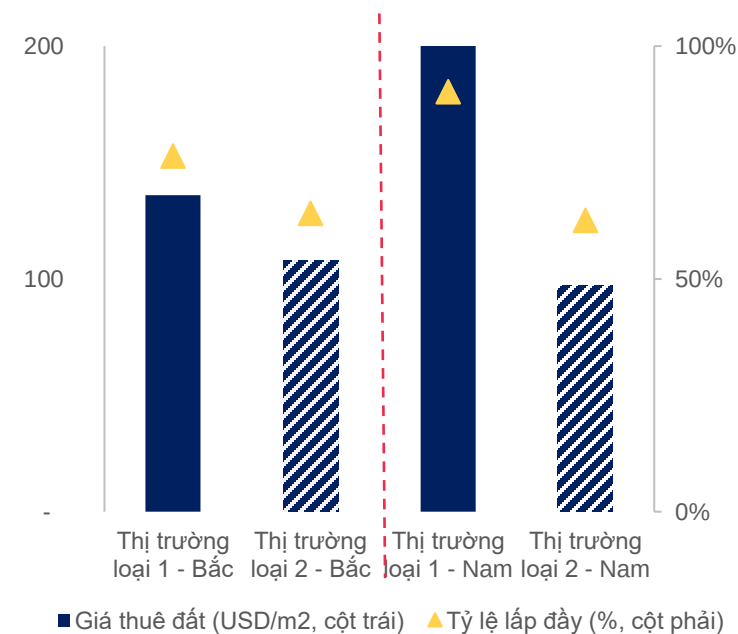
(Nguồn: MBS Research)

Dòng vốn FDI vào thị trường miền Nam



(Nguồn: MBS Research)

Giá thuê và tỷ lệ lấp đầy ở thị trường loại 2 thấp hơn thị trường loại 1



(Nguồn: MBS Research)

- Tại khu vực phía Bắc, dòng vốn FDI chuyển dịch từ thị trường loại 1 sang thị trường loại 2. Tỷ trọng dòng vốn FDI vào thị trường loại 2 tăng từ 20% vào năm 2018 lên 53% vào năm 2023. bởi giá thuê đất KCN tại thị trường loại 2 thấp hơn 20% so với thị trường loại 1 và tỷ lệ lấp đầy chỉ đạt 64% thấp hơn mức 76% của thị trường loại 1.
- Tại khu vực phía Nam, tỷ trọng dòng vốn FDI vào thị trường loại 2 có xu hướng tăng, đạt 43% trong 5 tháng đầu năm khi giá thuê đất KCN tại thị trường loại 2 chỉ bằng một nửa so với thị trường loại 1.

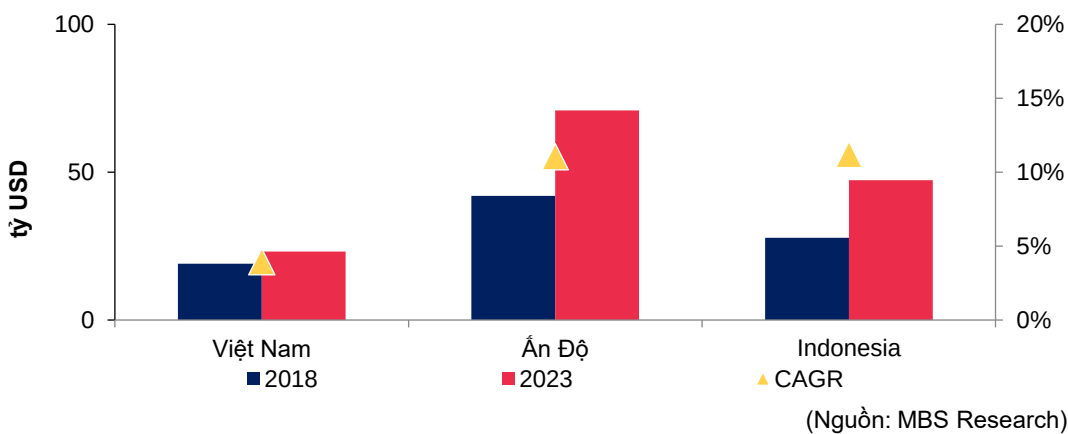
Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



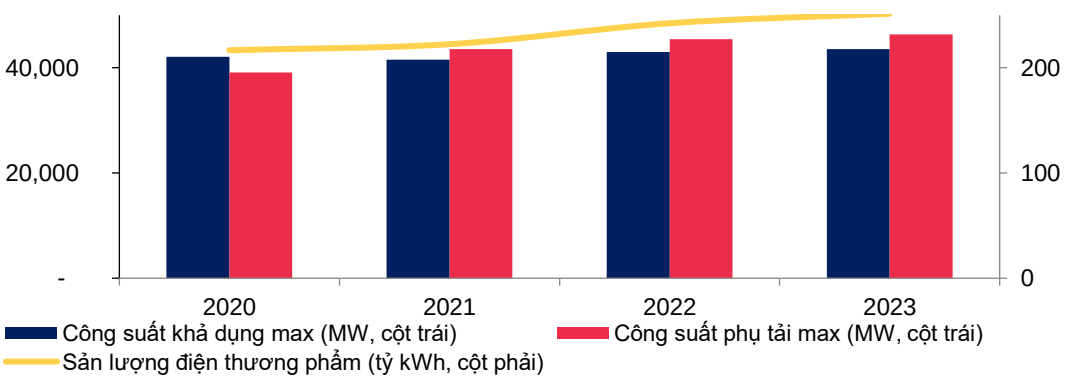
Tuy nhiên, nhiều thách thức mới đặt ra

- Gia tăng cạnh tranh thu hút FDI với các nước trong khu vực:** Hai đối tác lớn nhất cạnh tranh FDI với Việt Nam hiện nay là Ấn Độ và Indonesia. Dòng vốn FDI vào Ấn Độ và Indonesia trong giai đoạn 2018-2023 tăng trưởng bình quân 11.0% và 11.2%, trong khi Việt Nam chỉ đạt 4%.
- Nguy cơ thiếu điện cho sản xuất trong mùa cao điểm:** Công suất phát điện khả dụng cao nhất của Việt Nam khoảng 43,000 MW, nhưng vào mùa cao điểm công suất phụ tải cao nhất có thể đạt tới 45,500 MW. Công suất phụ tải tăng trưởng cao nên Việt Nam có thể thiếu tối đa gần 2,500 MW vào mùa cao điểm trong các năm tới. Nguy cơ thiếu điện ảnh hưởng đến sản xuất khiến một số nhà đầu tư huỷ kế hoạch đầu tư tại Việt Nam.
- Chính sách thuế tối thiểu toàn cầu:** Việt Nam đã ban hành Nghị quyết chính thức áp dụng thuế tối thiểu toàn cầu 15% đối với các công ty đa quốc gia từ ngày 01/01/2024. Như vậy, các công ty có doanh thu trên 750 triệu euro đang được hưởng ưu đãi của chính sách thu hút đầu tư tại Việt Nam phải nộp bổ sung lên mức thuế suất thuế tối thiểu toàn cầu 15%. Chúng tôi đánh giá chính sách ưu đãi thuế (miễn thuế, giảm thuế) của Việt Nam sẽ mất đi tác dụng.

Ấn Độ và Indonesia đang gia tăng cạnh tranh thu hút FDI với Việt Nam trong những năm gần đây



Việt Nam có nguy cơ thiếu điện trong mùa cao điểm



Triển vọng thị trường BĐS KCN nửa cuối năm 2024



Dự phóng KQKD 2024-25

tỷ VND	KBC		BCM		IDC		SZC		PHR	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Doanh thu	4,411	6,187	5,927	7,131	8,410	8,858	962	1,302	1,545	1,580
Tăng trưởng (%)	-21.5%	40.3%	-26.6%	20.3%	16.2%	5.3%	17.6%	35.4%	14.4%	2.3%
LN gộp	2,490	3,241	2,745	3,528	3,022	3,059	589	764	384	398
Biên LN gộp (%)	56.4%	52.4%	46.3%	49.5%	35.9%	34.5%	46.9%	45.3%	24.9%	25.2%
EBITDA	1,795	2,305	1,801	2,357	3,998	4,033	485	598	417	448
Biên EBITDA (%)	48.1%	46.0%	53.2%	59.6%	50.2%	48.2%	52.3%	48.0%	53.3%	55.1%
LN ròng	1,185	1,492	1,198	2,016	1,665	1,705	333	432	493	517
Tăng trưởng (%)	-41.6%	25.9%	-50.9%	68.3%	19.5%	2.4%	52.1%	29.8%	-20.4%	4.8%
EPS (đ/cp)	1,544	1,943	1,157	1,948	5,046	5,166	2,220	2,402	3,640	3,813
BVPS (đ/cp)	25,222	27,166	17,885	18,916	16,059	17,169	17,168	18,570	27,769	29,255
Tiền mặt thuần	9,702	10,776	- 5,729	- 5,721	6,905	6,222	- 1,504	- 2,137	16,791	18,220
Nợ vay ròng/VCSH	18.7%	16.0%	87.8%	88.6%	19.7%	12.8%	66.6%	67.8%	-2.4%	-5.0%
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	1.3%	1.3%	6.3%	6.3%	2.3%	2.3%	3.2%	3.2%
ROAE (%)	6.3%	7.4%	6.5%	10.6%	32.4%	31.1%	13.8%	13.4%	13.3%	13.4%
ROAA (%)	3.2%	3.5%	2.3%	3.8%	9.5%	9.9%	4.3%	4.9%	7.7%	7.7%

Nguồn: MBS Research

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu KBC và BCM trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2024

Mã CK	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Đánh giá
KBC	39,200	KHẢ QUAN	Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2024 giảm 24% svck, sau đó tăng trưởng 26% svck vào năm 2025. Mảng KCN tích cực nhờ dòng vốn FDI vào Việt Nam tăng cao. Mảng BĐS thương mại được cải thiện nhờ dự án NOXH Tràng Duệ và Nền dự kiến kinh doanh trong năm nay. Dự án Tràng Duệ 3 và Tràng Cát sớm hoàn thiện pháp lý, dự kiến được vận hành vào cuối năm nay. Sức khỏe tài chính được cải thiện sau khi KBC mua lại toàn bộ trái phiếu trước hạn.
BCM	78,000	KHẢ QUAN	Lợi nhuận ròng năm 2025 có thể tăng trưởng mạnh 68% svck sau khi giảm 51% svck trong năm 2024. VSIP tiếp tục đóng góp phần lớn lợi nhuận cho BCM nhờ một loạt dự án KCN sắp được triển khai như VSIP III Bình Dương, VSIP Bắc Ninh II, Becamex VSIP Bình Định,.... UBND tỉnh Bình Dương được chấp thuận giảm tỷ lệ sở hữu tại BCM từ 95% xuống 65%
IDC	55,500	TRUNG LẬP	KCN Hữu Thạnh là động lực tăng trưởng chính của mảng KCN trong vài năm tới. Dự án KCN Tân Phước 1 vừa được chấp thuận chủ trương đầu tư được kỳ vọng đem lại dòng tiền từ năm 2026. Doanh thu mảng năng lượng được kỳ vọng tăng trưởng do hiện tượng La Nina được dự báo diễn ra từ Q3/2024. Cổ tức bằng tiền cao với tỷ lệ khoảng 30-40%.
PHR	60,900	TRUNG LẬP	Giá cao su tăng kể từ đầu năm đến nay có thể giúp doanh thu tăng trưởng 18.1% svck năm 2024 và 2.7% svck năm 2025 Các KCN của Phước Hoà, Nam Tân Uyên và Sài Gòn VRG có vị trí đại lý thuận lợi được kỳ vọng lấp đầy nhanh chóng bởi nguồn cung đất KCN tại Bình Dương không còn nhiều. Sức khỏe tài chính tốt với cổ tức bằng tiền cao
SZC	39,300	TRUNG LẬP	Sức khỏe tài chính được cải thiện sau khi phát hành tăng vốn cổ phần SNZ, công ty nắm giữ 46.84% cổ phần tại SZC, có kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36%

Bảng so sánh doanh nghiệp cùng ngành

Doanh nghiệp	Mã CK	Thị giá (VND)	Vốn hoá thị trường (tỷ VND)	P/E (x)		P/B (x)		ROE		ROA	
				2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Doanh nghiệp cao su											
Tập đoàn Cao su Việt Nam	GVR	33,000	132,000	51.7	n/a	2.6	n/a	3.3	n/a	5.1	n/a
CTCP Cao su Đồng Phú	DPR	41,100	3,571	16.1	10.1	1.4	1.3	6.1	8.2	9.8	14.1
CTCP Cao su Phước Hoà	PHR	59,000	7,994	16.2	15.5	2.1	2.0	13.3	13.4	7.7	7.7
Trung bình ngành				28.0	n/a	2.0	n/a	7.6	n/a	7.5	n/a
Doanh nghiệp KCN											
Becamex IDC	BCM	61,900	64,067	53.5	31.8	3.5	3.3	6.5	10.6	2.3	3.8
CTCP Kinh Bắc	KBC	29,750	22,836	25.4	20.2	1.6	1.4	6.3	7.4	3.2	3.5
Tổng Công ty IDICO	IDC	61,400	20,262	12.2	11.9	3.8	3.6	32.4	31.1	9.5	9.9
CTCP Sonadezi Châu Đức	SZC	40,000	7,199	18.0	16.7	2.3	2.2	13.8	13.4	4.3	4.9
Trung bình ngành				27.3	20.2	2.8	2.6	14.8	15.6	4.8	5.5

(Nguồn: Bloomberg, MBS Research)



Ngành Thép

Chu kì tăng trưởng bắt đầu

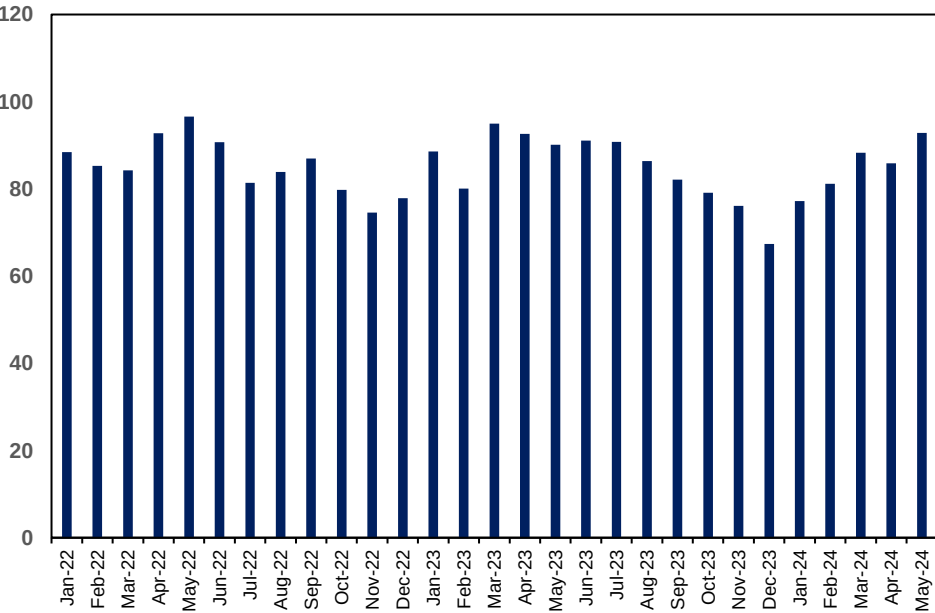
[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

Nguồn cung giảm do TQ cắt giảm sản lượng

- Trung Quốc (54% nguồn cung thế giới) lên kế hoạch giảm sản lượng 2% svck vào năm 2024 và 1.5% vào năm 2025 với mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2060 và giải quyết tình trạng dư cung của ngành thép. Sau 5 tháng, nguồn cung giảm 5% so với cùng kỳ. Các quốc gia sản xuất thép lớn khác như Nhật Bản (3%) cũng giảm sản lượng 1.1% svck nhờ nhu cầu xây dựng giảm và tránh cuộc chiến giá cả với xuất khẩu Trung Quốc. Khối lượng hàng hóa của Mỹ ước tính duy trì do nhu cầu ô tô và xây dựng chậm lại.
- Trong khi đó, Ấn Độ đặt mục tiêu nâng cao công suất lò cao để phục vụ kế hoạch kích cầu cơ sở hạ tầng và áp lực giá điện giảm dẫn đến tăng trưởng của EU. Vì vậy nguồn cung thép thế giới được dự báo giảm hơn 1% so với cùng kỳ.

Nguồn cung thép TQ (Triệu tấn)



Nguồn: WSA

Tổng hợp nguồn cung trên thế giới

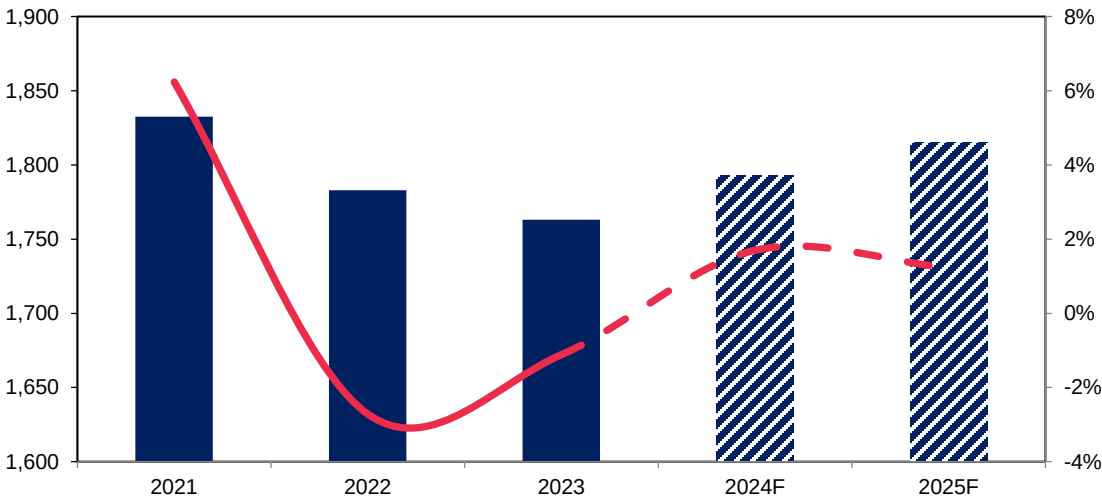
Yếu tố	Tác động
TQ có kế hoạch cắt giảm sản lượng	Chính phủ Trung Quốc tập trung chiến lược “Zero commission” vào năm 2060 và khuyến khích đóng cửa các nhà máy lỗi thời. 15 nhà sản xuất sản phẩm thép dài lớn ở Trung Quốc đang kêu gọi chính quyền thực hiện các biện pháp nhằm hạn chế sản lượng.
Nhật Bản cắt giảm sản lượng	Nguồn cung Nhật Bản sẽ giảm 1.1% so với cùng kỳ do nhu cầu trong ngành xây dựng thấp và tránh cuộc chiến giá cả với xuất khẩu thép Trung Quốc.
Nguồn cung tại Mỹ duy trì ổn định	Sản lượng của Mỹ được dự đoán không đổi do nhu cầu trong ngành ô tô, xây dựng trì trệ. Nguồn cung sẽ phục hồi vào năm 2025
Tăng trưởng nguồn cung tại Ấn Độ	Theo báo cáo của Hiệp hội Thép Ấn Độ (ISA), nhà máy đặt mục tiêu cải thiện khối lượng do giá nguyên liệu thấp và nhu cầu tăng mạnh.
Nguồn cung tại EU phục hồi nhờ chi phí điện giảm	Sản lượng EU sẽ phục hồi 1% yoy nhờ áp lực hạ nhiệt của giá điện..

Nguồn : MBS Research

Nhu cầu dự kiến phục hồi 1.7% svck nhờ điểm sáng từ Ấn Độ và EU

- Theo báo cáo mới nhất của Hiệp hội Thép Thế giới (WSA), nhu cầu thép thế giới sẽ phục hồi 1.7% đạt 1.7 tỷ tấn thép nhờ sự tăng trưởng của Ấn Độ và EU. Tiêu thụ thép EU có thể phục hồi 5,6% nhờ sự kích thích của ngành xây dựng và ô tô. Lãi suất thấp hơn mang lại tác động tích cực đến ngành sử dụng thép lớn như xây dựng (52%) và sản xuất ô tô (12%). Năm 2024, Vốn đầu tư xây dựng có thể phục hồi 1.3% yoy (theo FIEC) và sản lượng ô tô của EU đạt 11,7 triệu (+3% yoy). Vì vậy, nhờ nhu cầu từ EU và Ấn Độ tích cực, nhu cầu thế giới (ngoài Trung Quốc) dự kiến tăng 3% svck.
- Viện Nghiên cứu và Kế hoạch Công nghiệp Luyện kim Trung Quốc (MPI) dự đoán nhu cầu thép giảm 1.7% do bất động sản trì trệ và ngân sách cơ sở hạ tầng thấp hơn. Giá nhà ở Trung Quốc trong tháng 5 đã giảm 0.7% so với tháng trước, đánh dấu mức giảm tháng thứ 11 liên tiếp và là mức giảm mạnh nhất kể từ tháng 10 năm 2014. Giá nhà mới giảm 3.9% svck và giảm 3.1% so với T4/24.

Sản lượng tiêu thụ thép thế giới (Triệu tấn)



Nguồn : MBS Research

Nhu cầu thép trên thế giới

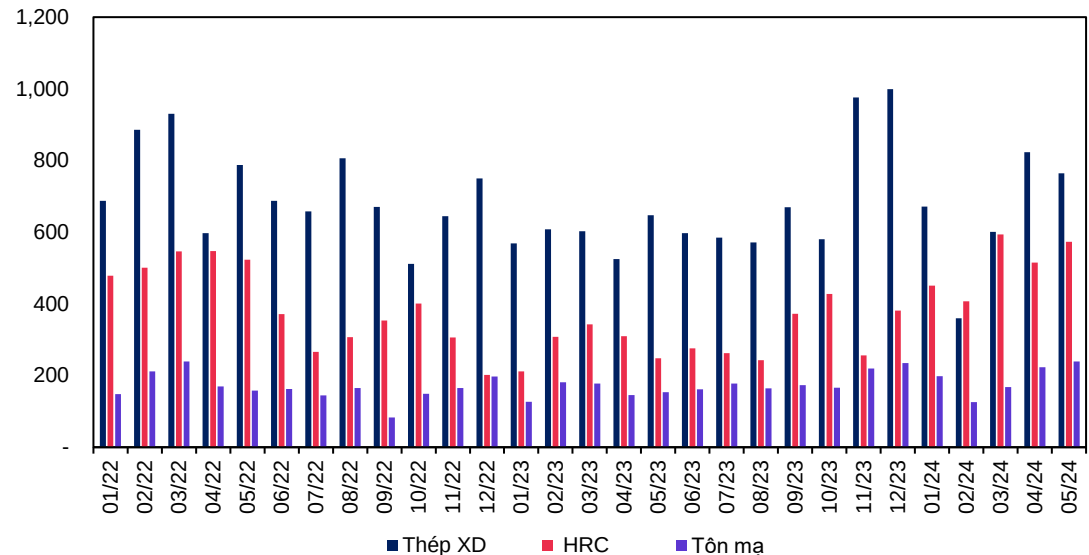
Yếu tố	Tác động
Nhu cầu tại Ấn Độ tăng trưởng mạnh mẽ	Nhu cầu của Ấn Độ dự báo tăng hơn 8% so với cùng kỳ do chính phủ có kế hoạch đẩy mạnh đầu tư vào cơ sở hạ tầng. kinh phí đầu tư vốn cho cơ sở hạ tầng đã tăng 33% lên (122 tỷ USD) vào năm 2024.
Nhu cầu tại EU phục hồi	Tiêu thụ tại EU có thể phục hồi 5,6% nhờ dấu hiệu tích cực của 2 ngành tiêu thụ thép nhiều nhất: Xây dựng và Sản xuất ô tô.
Dấu hiệu tích cực từ nhu cầu ASEAN	ASEAN dự kiến sẽ cho thấy nhu cầu thép tăng nhanh trong giai đoạn 2024-2025. Điểm sáng phục hồi là Malaysia và Indonesia
Nhu cầu giảm tại TQ	Viện Nghiên cứu và Kế hoạch Công nghiệp Luyện kim Trung Quốc (MPI) dự đoán nhu cầu thép giảm 1,7%.

Nguồn : MBS Research

Tổng sản lượng tiêu thụ thép 5T/24 tăng 9% nhờ thép XD và HRC

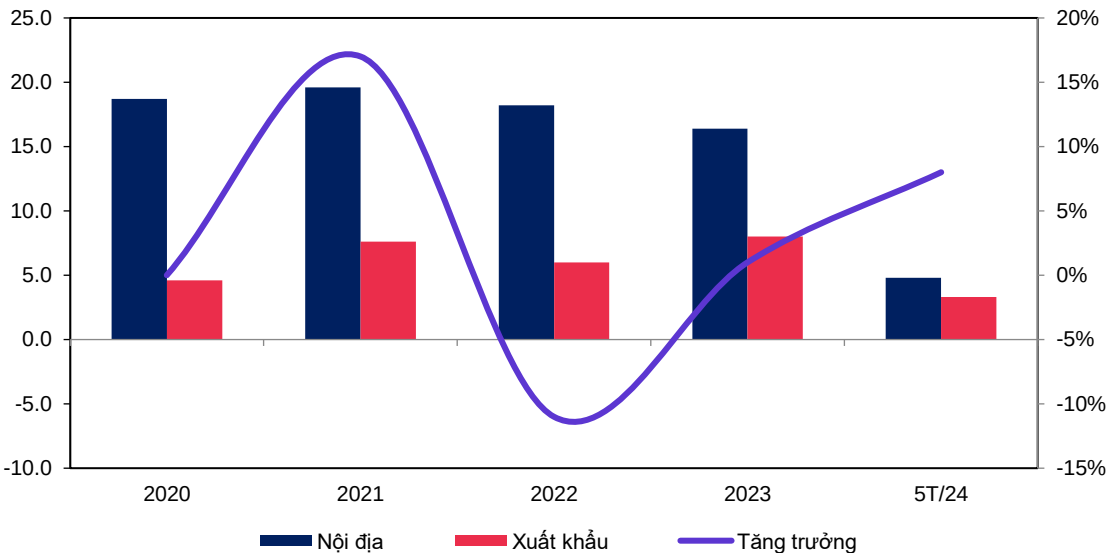
- Tổng sản lượng tiêu thụ thép trong 5T/24 đạt 9.2 triệu tấn (+9% svck) nhờ tăng trưởng của thép XD và HRC.
- Tiêu thụ thép XD (50% tổng sản lượng) tăng 6% svck nhờ tiêu thụ nội địa và xuất khẩu. Điểm nổi bật là xuất khẩu tăng 45% svck do một số đối tác xuất khẩu lớn như ASEAN có thể có nhu cầu mạnh khi đẩy mạnh đầu tư vốn vào cơ sở hạ tầng. Nội địa được dự đoán sẽ tăng trưởng vào năm 2024 nhờ nguồn cung nhà ở phục hồi sau khi Luật Đất đai được ban hành.
- 5T/24, tiêu thụ HRC tăng 35% svck nhờ tình hình xuất khẩu khả quan. Nhu cầu của các thị trường xuất khẩu lớn (EU, ASEAN) được dự báo tăng trưởng lần lượt 5.6% và 5.1% yoy nhờ các ngành sản xuất ô tô, tôn mạ.

Tiêu thụ thép XD, HRC và tôn mạ (Tấn)



Nguồn : VSA, MBS Research

Sản lượng tiêu thụ thép (Triệu tấn)

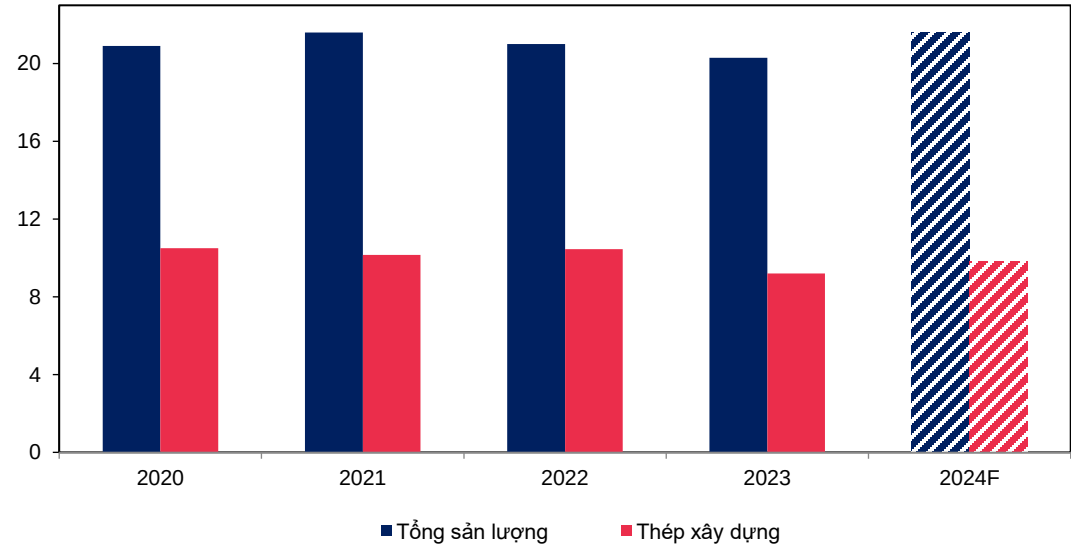


Nguồn : VSA, MBS Research

Sản lượng và giá thép xây dựng nội địa dự kiến tăng lần lượt 9% và 8% svck vào năm 2024

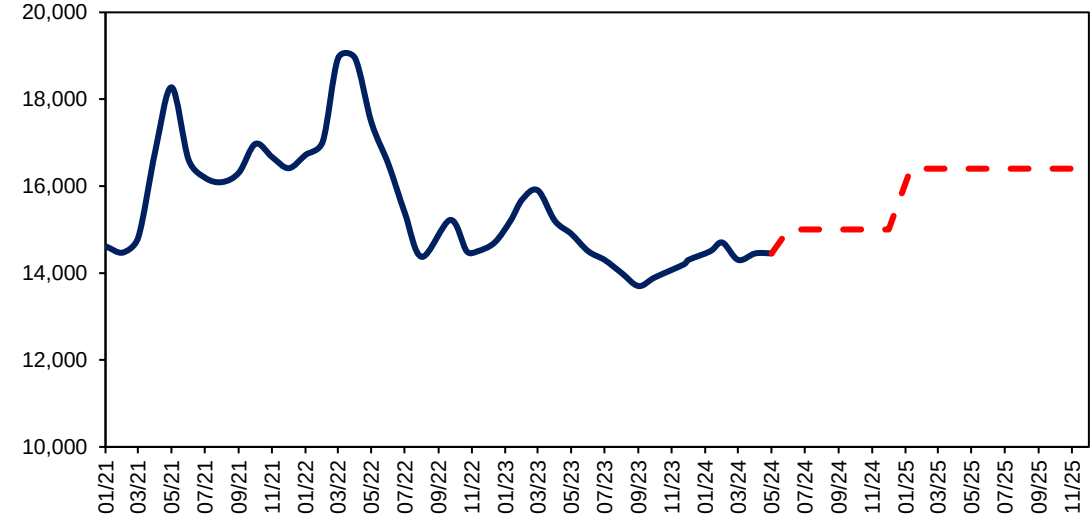
- Tiềm năng tăng trưởng của sản lượng và giá thép xây dựng nội địa đến từ (1) Nguồn cung căn hộ dự kiến cải thiện, tác động tích cực đến nhu cầu thép (2) Vốn đầu tư cơ sở hạ tầng dự đoán tăng 12% svck.
- Nguồn cung căn hộ dự kiến cải thiện trong năm 2024. Khu vực Hà Nội tăng hơn 33% vào năm 2024, đạt 20,000 căn hộ, HCM sẽ đạt khoảng 1,000 căn (+31% svck). Vì vậy, tình hình nguồn cung bất động sản thuận lợi có thể tác động tích cực đến các hoạt động mang tính xây dựng góp phần thúc đẩy tiêu thụ thép. Hơn nữa, việc giải ngân đầu tư công ước đạt 26 tỷ USD (+12% svck) tác động tích cực tới nhu cầu tiêu thụ thép.
- Nhờ sự phục hồi của ngành xây dựng và tăng trưởng đầu tư công Chúng tôi dự báo giá thép cây đạt trung bình 15 triệu đồng/tấn (+8% svck) và sản lượng đạt 10.5 triệu tấn (+9% svck).

Sản lượng tiêu thụ thép nội địa (Triệu tấn)



Nguồn : VSA, MBS Research

Dự báo giá thép xây dựng (Nghìn VNĐ/Tấn)

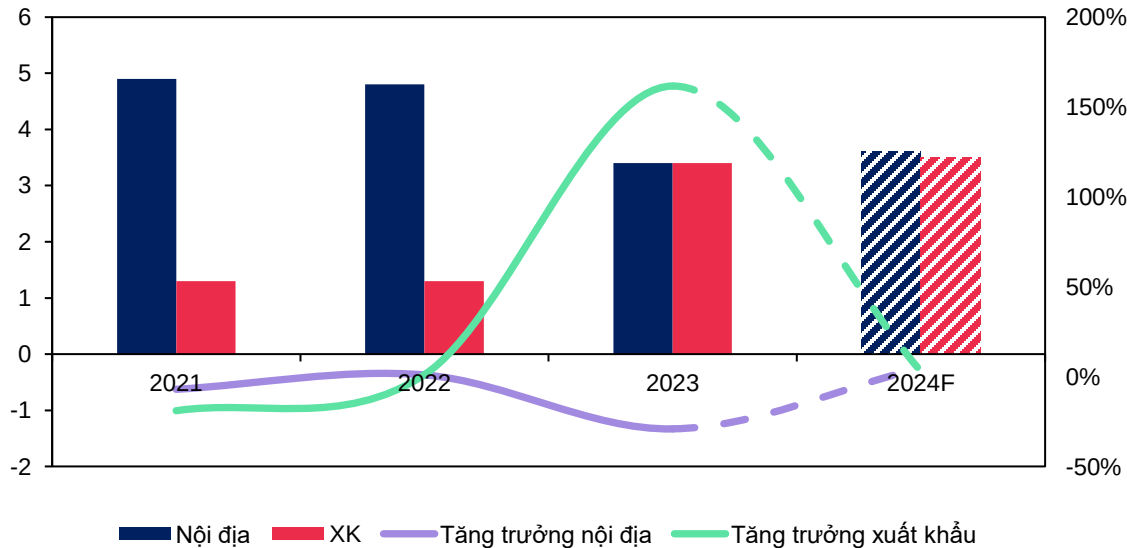


Nguồn : VSA, MBS Research

Tiêu thụ HRC duy trì mức tăng trưởng 4%

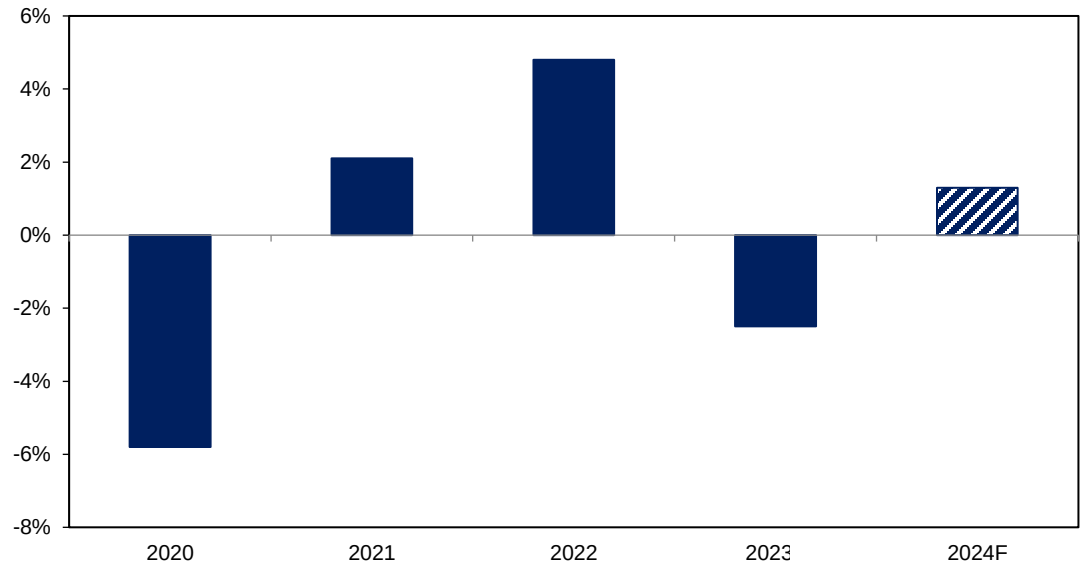
- Sự phục hồi nhu cầu từ EU là yếu tố chính tác động tích cực đến thị trường HRC xuất khẩu. Trong bối cảnh lãi suất giảm, 2 ngành tiêu thụ thép chính Xây dựng (52%) và Ô tô (12%) sẽ có sự phục hồi mạnh mẽ. Vốn đầu tư vào xây dựng có thể tăng trưởng 1.3% svck và sản lượng ô tô được dự đoán sẽ đạt 11.7 triệu xe (+3% svck).
- Hơn nữa, tiêu thụ HRC trong nước cũng tăng do ngành sản xuất mạ và sản xuất ô tô phục hồi. Giá HRC giảm 8% svck dẫn đến áp lực hạ nhiệt cho các nhà sản xuất tôn mạ (HSG, NKG) nên kích thích tăng tồn kho nguyên liệu. Quốc hội đã thông qua cắt giảm thuế trước bạ đối với ô tô, điều này có thể tác động tích cực tới nhu cầu ô tô và điều này có thể đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ HRC.

Sản lượng tiêu thụ HRC (Triệu tấn)



Nguồn: WSA, MBS Research

Tăng trưởng ngành xây dựng EU (%)

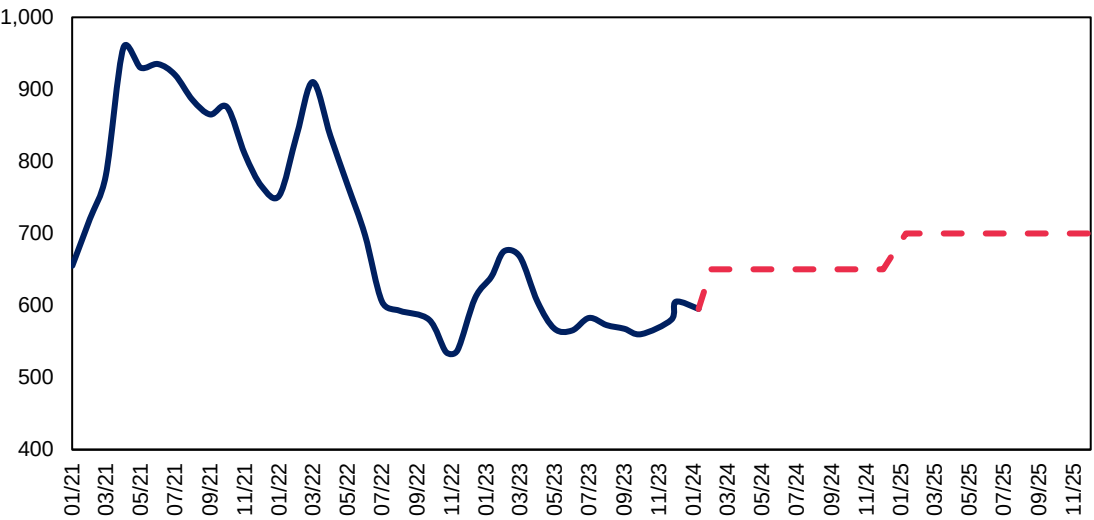


Nguồn: MBS Research tổng hợp

Nguyên vật liệu dự kiến giảm nhẹ trong năm 2024 do sản xuất hạn chế tại Trung Quốc

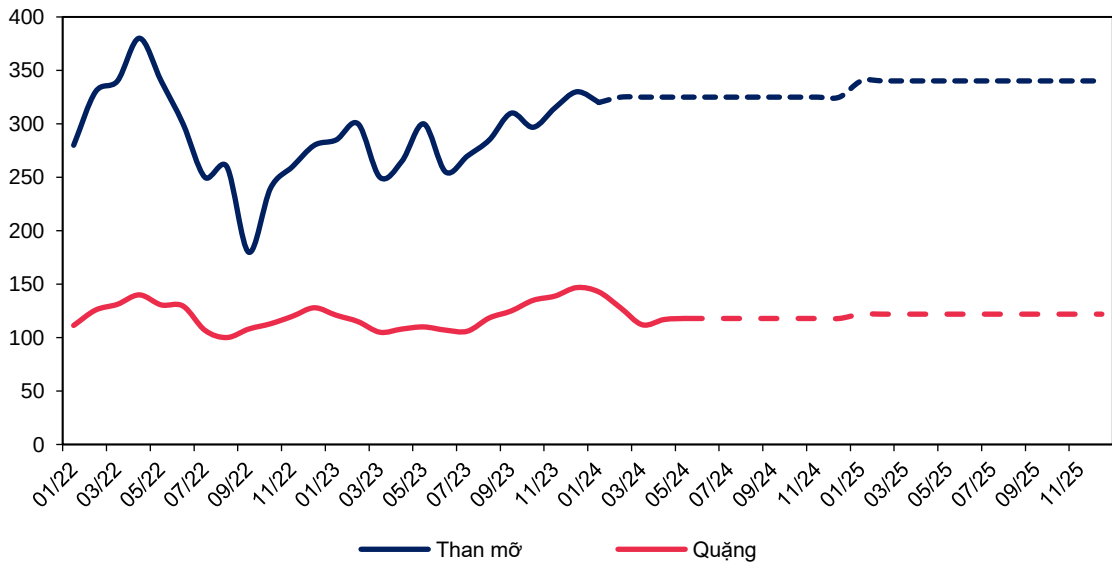
- Do nhu cầu phục hồi nên giá thép XD được dự báo sẽ đạt bình quân 15 triệu đồng/tấn (+8% svck). Trong 3 tháng liên tiếp, giá không đổi bất chấp sự sụt giảm ở Trung Quốc, dẫn đến sự chênh lệch ngày càng lớn giữa VN và Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng mức chênh lệch này khẳng định nhu cầu trong nước mạnh mẽ trong khi Trung Quốc vẫn chưa có tín hiệu tích cực.
- Nhu cầu yếu và nguồn cung ổn định khiến giá than và quặng dự kiến sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2024. Chúng tôi dự báo giá than và quặng sẽ lần lượt ở mức 305 USD/tấn (-7% svck) và 112 USD/tấn. USD/tấn (-6% svck) vào năm 2024. Sự phục hồi của giá bán và giá nguyên liệu thô giảm nhẹ sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của ngành được cải thiện.

Dự báo thép xây dựng nội địa (Nghìn đồng/tấn)



Nguồn: MBS Research

Dự báo giá than và quặng (USD/tấn)

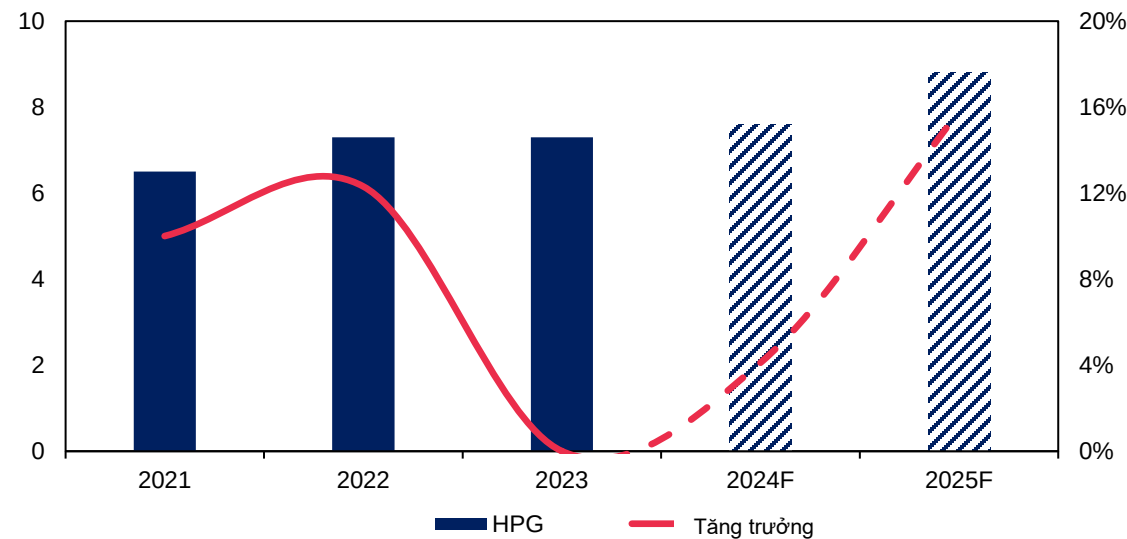


Nguồn: MBS Research

DN thép có thêm cơ hội mở rộng thị phần nhờ thuế chống bán phá giá

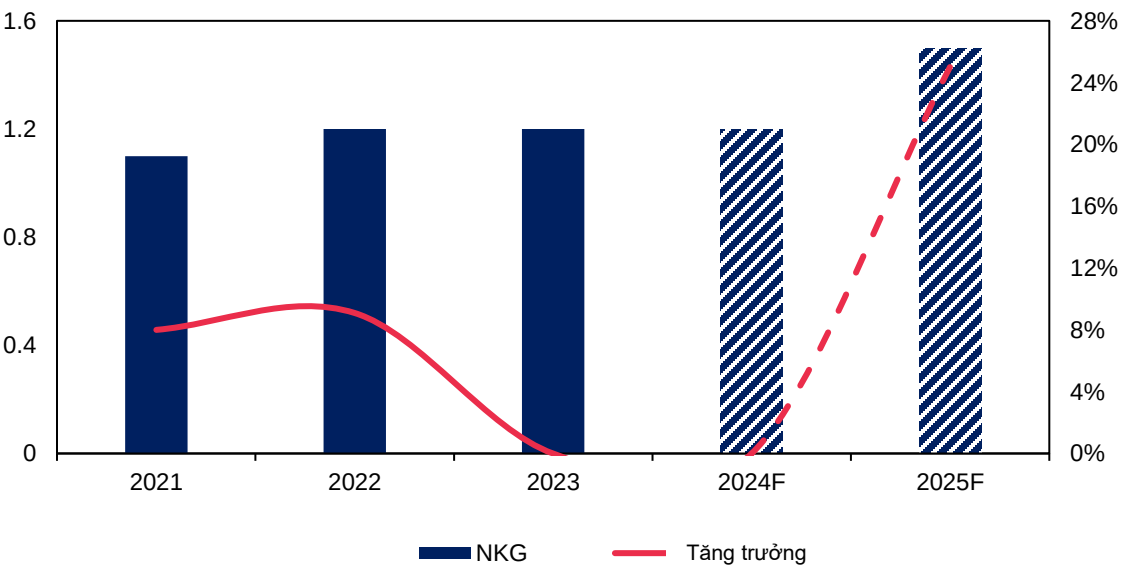
- Bộ Công Thương quyết định điều tra tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc từ quý 3/2024. Chúng tôi cho rằng góp phần tạo ra sản phẩm mạ kẽm trong nước như (HSG, NKG) để tránh phải cạnh tranh với sản phẩm giá rẻ. Theo quan điểm của chúng tôi, thị phần của doanh nghiệp trong nước có thể tăng do mức chênh lệch có thể được thu hẹp lại.
- Ngoài ra, về thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm HRC, các tập đoàn dự kiến sẽ gửi hồ sơ để Bộ Công Thương điều tra. Trong bối cảnh thép Trung Quốc giá rẻ đang gây áp lực tới giá nội địa (HRC Trung Quốc nhập khẩu chiếm 55% thị phần trong Q1), chúng tôi cho rằng mức thuế này có thể được áp dụng từ Q4/2025.
- Thuế sẽ có lợi cho một số công ty có xu hướng mở rộng sản xuất như HPG, NKG.

Sản lượng dự báo của HPG (Triệu tấn)



Nguồn: MBS Research

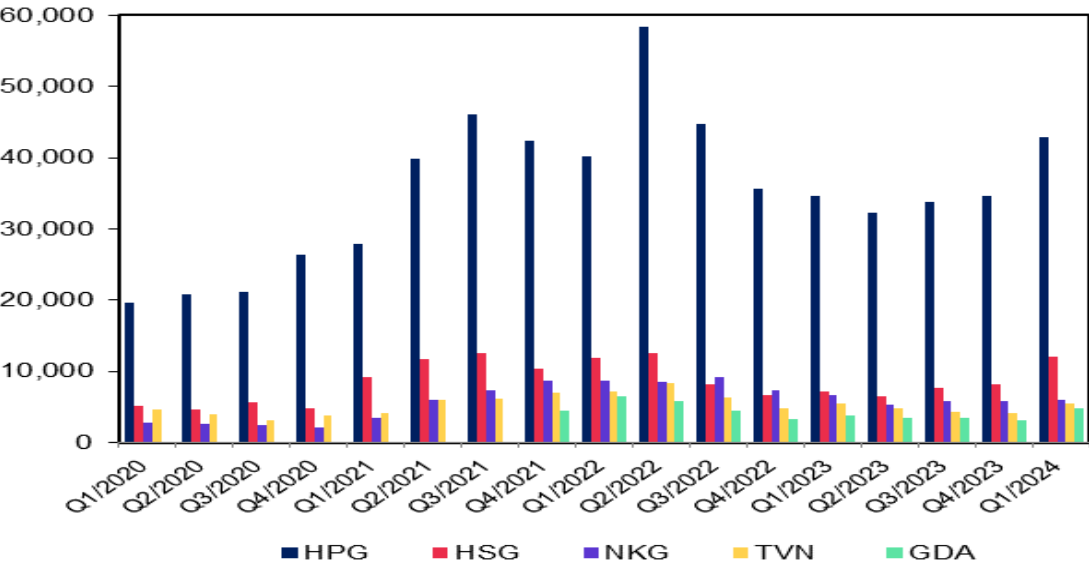
Sản lượng dự báo của NKG (Triệu tấn)



Nguồn: MBS Research

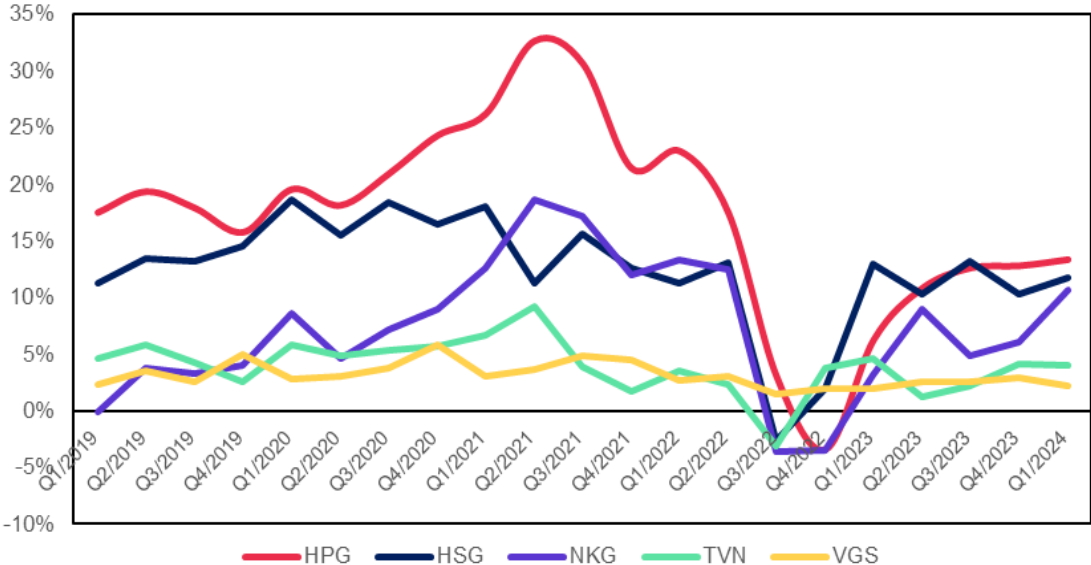
- Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp thép sẽ cải thiện từ mức trung bình 8% năm 2023 lên 13% năm 2024**
- Giá thép thế giới biến động với xu hướng không rõ ràng khiến các doanh nghiệp có xu hướng quản lý hàng tồn kho thận trọng. Hàng tồn kho tại các doanh nghiệp giảm trên 25% lượng hàng tồn kho (giá trị nguyên liệu giảm khoảng 20%) trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng thấp và giá nguyên liệu biến động. Giá thép tăng trở lại khiến áp lực trích lập dự phòng giảm khoảng 35%.
 - Đối với các doanh nghiệp tôn mạ như HSG hay NKG, tỷ suất lợi nhuận gộp có sự phân hóa trong bối cảnh giá thép tại EU, Mỹ hạ nhiệt và phụ thuộc vào thời điểm ký kết giá cũng như thị trường xuất khẩu của từng công ty. Theo dự báo của chúng tôi, giá thép phục hồi khoảng 8% công suất và giá nguyên liệu giảm nhẹ 6% công suất là cơ sở để tỷ suất lợi nhuận gộp phục hồi về mức 13% vào năm 2024.

Hàng tồn kho (Tỷ VNĐ)



Nguồn: MBS Research

Biên LN gộp cải thiện sau khi giá NVL hạ nhiệt

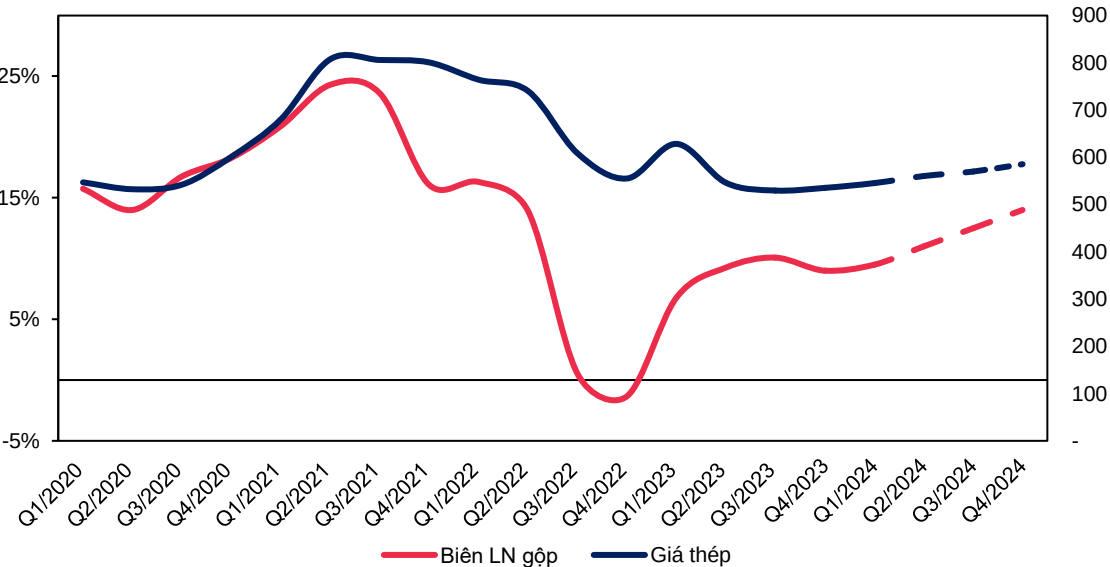


Nguồn: Finpro, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp thép sẽ cải thiện từ mức trung bình 8% năm 2023 lên 13% năm 2024

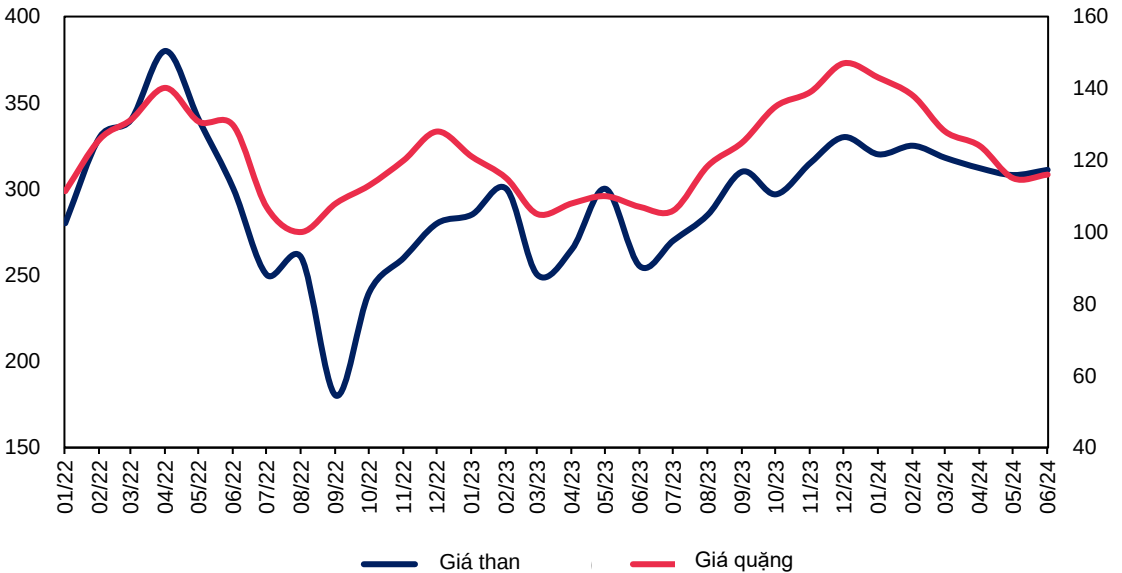
- Chúng tôi lưu ý giá than và quặng có xu hướng tăng kể từ đầu tháng 9/2023 trong bối cảnh các nhà máy thép tại Trung Quốc tăng tích lũy hàng tồn kho trước khi phải thực hiện chính sách cắt giảm sản lượng trong những tháng tới trong nửa cuối năm 2024. Hơn nữa, trong tình hình Sản xuất chậm lại do dư cung, nhu cầu nguyên liệu tại Trung Quốc có thể giảm đáng kể.
- Nguồn cung quặng sắt năm 2024 tiếp tục cải thiện khi sản lượng tại Australia (chiếm 35% nguồn cung toàn cầu) được dự báo tăng 2,9% lên 1,01 tỷ tấn theo dự báo của Bộ Công nghiệp và Khoa học nước này. Bên cạnh đó, các nước sản xuất than như Trung Quốc, Australia vẫn duy trì công suất cao trong năm 2024 do có thêm một số nhà máy mới.

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 13% vào năm 2024



Source : Finpro, MBS Research

Giá than và quặng(USD/Tấn)



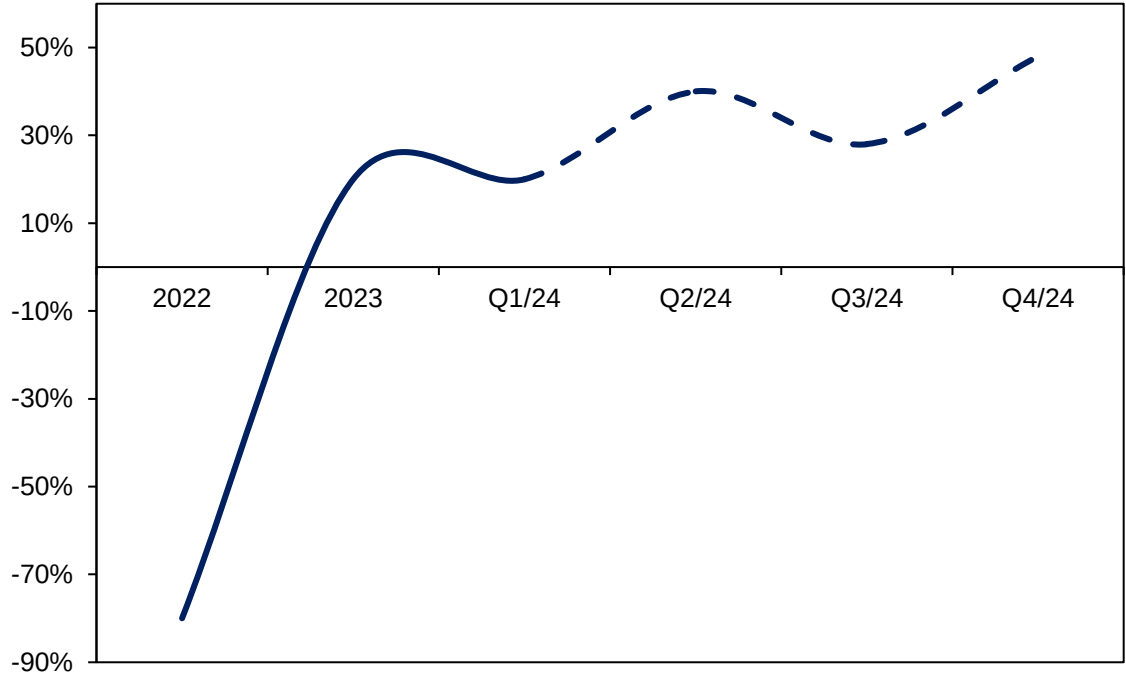
Nguồn : Bloomberg, MBS Research

Lợi nhuận ròng của doanh nghiệp thép dự báo có thể tăng trưởng 40% vào năm 2024

Lợi nhuận công ty thép dự kiến tăng trưởng 40% vào năm 2024 nhờ các yếu tố:

- Ngành thép có thể phục hồi nhờ tín hiệu tích cực của bất động sản. Nguồn cung nhà ở và cơ sở hạ tầng vốn tăng lên sẽ góp phần vào cả giá cả và khối lượng. Doanh thu dự kiến phục hồi 25% nhờ sản lượng và giá bán tăng trưởng lần lượt 9% và 8%.
- Biên lợi nhuận gộp phục hồi lên 13% (so với khoảng 8% năm 2023) nhờ (1) giá đầu ra tăng 8% yoy và nguyên liệu (quặng, than) giảm khoảng 4% yoy do nguồn cung ổn định. (2) tỷ lệ dự phòng sẽ hạ nhiệt do giá đầu ra tăng.
- Chi phí tài chính giảm 30% trong bối cảnh áp lực tỷ giá và chi phí lãi vay hạ nhiệt.

Lợi nhuận doanh nghiệp ngành thép dự báo tăng trưởng lần lượt 40% và 20% trong năm 2024 và 2025



Nguồn : MBS Research

Dự báo kết quả kinh doanh 2024-25

Tỷ VND	HPG			NKG			HSG		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	118,953	140,456	168,899	18,596	22,344	26,201	31,650	41,335	44,848
% yoy	-15.9%	18.1%	20.3%	-19.4%	20.2%	17.3%	-36.8%	30.6%	8.5%
Lợi nhuận gộp	12,938	20,295	27,578	1,112	1,668	2,277	3,060	3,555	4,395
Biên LN gộp (%)	10.9%	14.4%	16.3%	6.0%	7.5%	8.7%	9.7%	8.6%	9.8%
EBITDA	16,443	24,890	33,746	749	1,102	1,675	1,350	2,065	2,268
Biên EBITDA (%)	13.8%	17.7%	20.0%	4.0%	4.9%	6.4%	4.3%	5.0%	5.1%
LN ròng	6,835	13,116	17,850	117	454	956	40	552	824
% yoy	-23.1%	91.9%	36.1%	-194.2%	286.6%	110.7%	-84.1%	1230.0%	26.4%
EPS (VND/CP)	1,175	2,256	3,070	446	1,724	3,632	47	1,120	1,240
BVPS (VND/CP)	17,670	19,960	21,030	20,600	21,660	24,400	17,742	18,600	19,200
Tiền ròng (VND/CP)	(1,563)	(2,257)	(2,280)	(12,344)	(10,060)	(7,327)	(8,509)	(9,512)	(8,876)
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	4.5%	0.0%	4.0%	5.0%
ROAE (%)	6.9%	12.0%	15.0%	2.2%	8.0%	14.2%	1.2%	9.5%	12.4%
ROAA (%)	3.8%	6.6%	8.3%	1.0%	3.5%	7.2%	0.8%	7.2%	8.2%

Bảng so sánh các doanh nghiệp trong ngành

Doanh nghiệp	Mã	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (x)		P/BV (x)		ROA (%)		ROE (%)	
		Bloomberg VND		US\$m	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Hoa Phat Group	HPG VN	36,400	Khả quan	6,800	13.5	10.2	1.6	1.4	6.6%	8.2%	12.5%	15.4%
Hoa Sen Group	HSG VN	N/A	N/A	685	23.8	17.5	1.2	1.0	4.4%	6.8%	4.5%	5.1%
Nam Kim Group	NKG VN	30,000	Khả quan	321	25.1	17.6	1.1	0.9	3.3%	5.5%	7.4%	8.9%
VN - Germany Steel Pipe JSC	VGS VN	N/A	NA	130	10.2	7.8	1.5	1.3	6.2%	7.8%	8.5%	9.8%
Nippon Steel	5401 JP Equity	N/A	N/A	19,800	16.8	15.4	0.6	0.5	11.8%	12.6%	17.6%	19.2%
Valin Steel	000932 CH Equity	N/A	N/A	4,760	19.2	17.3	0.7	0.6	6.3%	7.2%	9.6%	10.5%
Kobe Steel	5406 JP Equity	N/A	N/A	4,200	8.2	7.8	0.7	0.6	7.5%	8.2%	8.3%	8.7%
Trung bình				5,257	16.7	13.4	1.1	0.9	6.6%	8.0%	9.8%	11.1%

Chúng tôi ưa thích HPG và NKG

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Luận điểm
HPG	Khả quan	36,400	- Nhu cầu cả thép cây và HRC đều có tín hiệu phục hồi tích cực do nguồn cung nhà ở và sản xuất trong nước tăng trưởng. Giá bán và sản lượng được dự đoán tăng lần lượt 8% và 7%. Ngoài ra, các đối tác xuất khẩu trong ASEAN như Indonesia và Malaysia có nhu cầu mạnh mẽ Sản lượng xuất khẩu đạt 2,1 triệu tấn (+5% svck) nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ các đối tác ASEAN. - Chúng tôi dự báo LNST của HPG năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt đạt 13.116 tỷ đồng (+92% svck) và 17.850 tỷ đồng (+36% svck) với các động lực chính bao gồm:(1) Sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng 8% và lần lượt là 13% với kỳ vọng nguồn cung nhà ở phục hồi và các thị trường xuất khẩu như EU, ASEAN. Biên lợi nhuận gộp tiếp tục phục hồi lên mức 14%/16% trong giai đoạn 2024/2025 nhờ giá thép tăng và giá than, quặng giảm. (3) Khu phức hợp Dung Quất 2 có thể đi vào hoạt động từ quý 2/2025 là triển vọng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp. - Định giá P/B dưới mức trung bình 2 chu kỳ trong giai đoạn tăng trưởng.
NKG	Khả quan	30,000	- Ngành thép xuất khẩu và nội địa dự kiến sẽ bước vào chu kỳ phục hồi từ năm 2024 khi nhu cầu phục hồi. Với triển vọng thị trường EU và Mỹ khả quan, NKG sẽ được hưởng lợi nhờ một trong những lợi thế là doanh nghiệp dẫn đầu ngành. - Lợi nhuận ròng của NKG sẽ bước vào chu kỳ phục hồi với tốc độ tăng trưởng mạnh 287%/111% trong giai đoạn 2024 - 2025 nhờ (1) Doanh thu tăng trưởng 20%/17% trong bối cảnh sản lượng và giá bán phục hồi nhu cầu xuất khẩu được cải thiện và (2) Biên lợi nhuận gộp tăng lần lượt 7,5% và 8,7% nhờ giá bán tăng mạnh hơn giá nguyên liệu HRC. - Định giá P/B dưới mức trung bình 2 chu kỳ trong giai đoạn tăng trưởng.
HSG	N/A	N/A	- Nhu cầu tôn mạ trong nước dự báo tăng trưởng nhờ hoạt động xây dựng tích cực. Giá bán và sản lượng dự báo tăng lần lượt 6%-5% nhờ sự phục hồi của cả thị trường trong nước và xuất khẩu. Hơn nữa, lợi nhuận gộp của HSG có thể được nới rộng nhờ lượng hàng tồn kho ở mức giá thấp. - Lợi nhuận ròng của HSG có thể đạt 552 tỷ đồng vào năm 2024 (1230% svck) nhờ (1) Doanh thu tăng 30% yoy trong bối cảnh sản lượng và giá cả có thể tăng trưởng 10% và 14% yoy (2) Lợi nhuận gộp tăng theo quý khi công ty có được hàng tồn kho giá thấp (3) chi phí vận chuyển giảm 30% so với cùng kỳ khi chi phí vận chuyển thế giới hạ nhiệt. - Thuế chống bán phá giá có thể mang lại cơ hội giành thị phần mạ kẽm trong nước.



Ngành bán lẻ

Kỳ vọng vào sự phục hồi tiêu dùng

[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

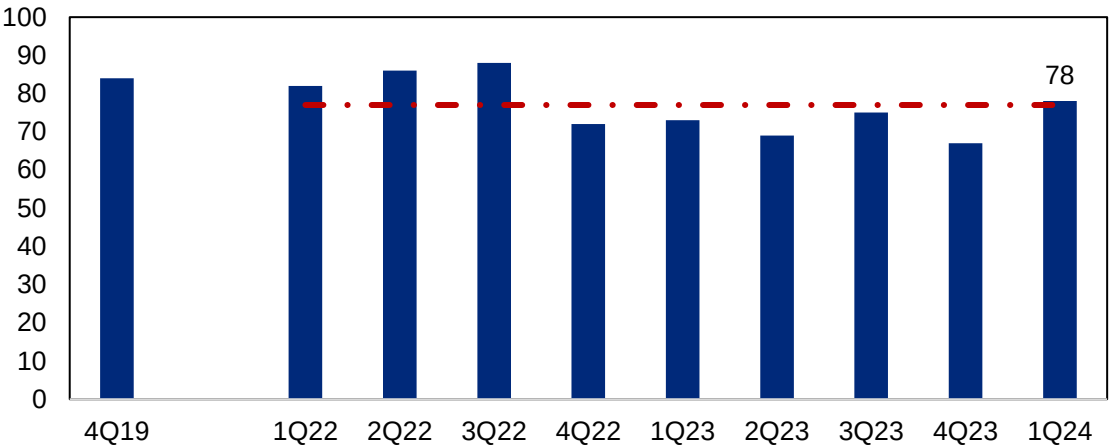
Tổng quan ngành nửa đầu năm 2024



Nhu cầu tiêu dùng chung chưa thực sự hồi phục

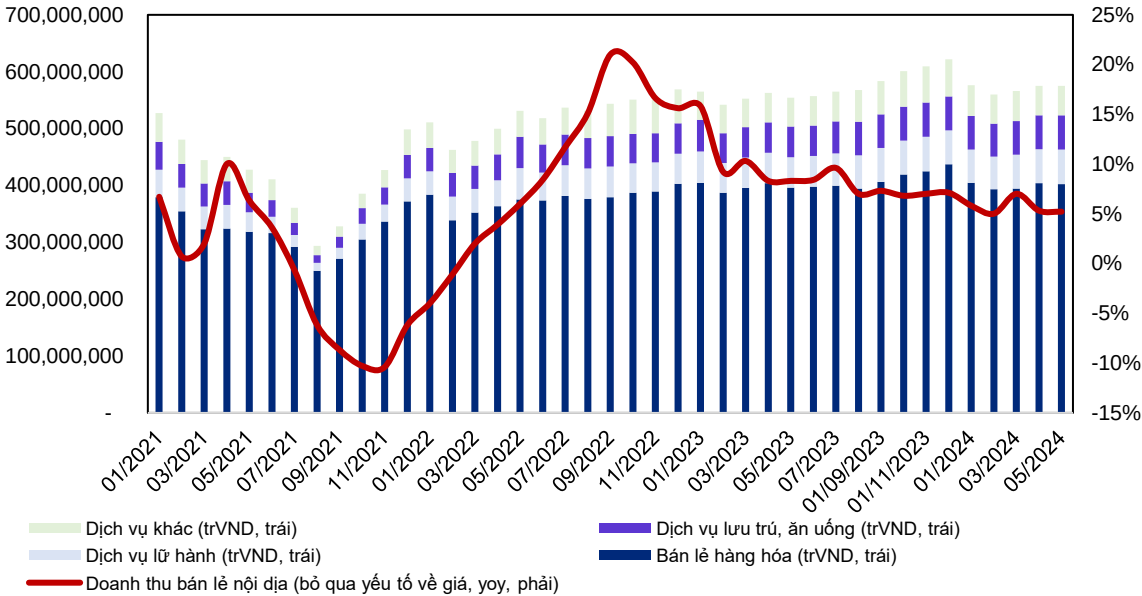
- Trong 5 tháng đầu năm 2024, sự tăng trưởng của doanh thu bán lẻ nội địa chưa đạt được như kỳ vọng do (1) thu nhập và các khoản tiết kiệm người lao động vẫn bị ảnh hưởng từ năm 2023, (2) mặt bằng chung giá bán sản phẩm tiêu dùng tăng lên. Với sự hỗ trợ chính sách của Chính Phủ về giảm thuế VAT 2% trong nửa đầu năm 2024, tốc độ tăng trưởng của doanh thu bán lẻ nội địa chỉ đạt 5% (loại trừ yếu tố về giá), thấp hơn so với trung bình 5 năm 2015-19 (thời gian trước khi xảy ra đại dịch COVID-19), giảm từ mức 8% so với cùng kỳ cho thấy rằng nhu cầu tiêu dùng chưa có tín hiệu phục hồi rõ rệt.

Kỳ vọng của người tiêu dùng về nền kinh tế Việt Nam đã tăng lên 78 trong năm 2024, mức cao nhất kể từ Q4/22



Nguồn: Kantar, MBS Research

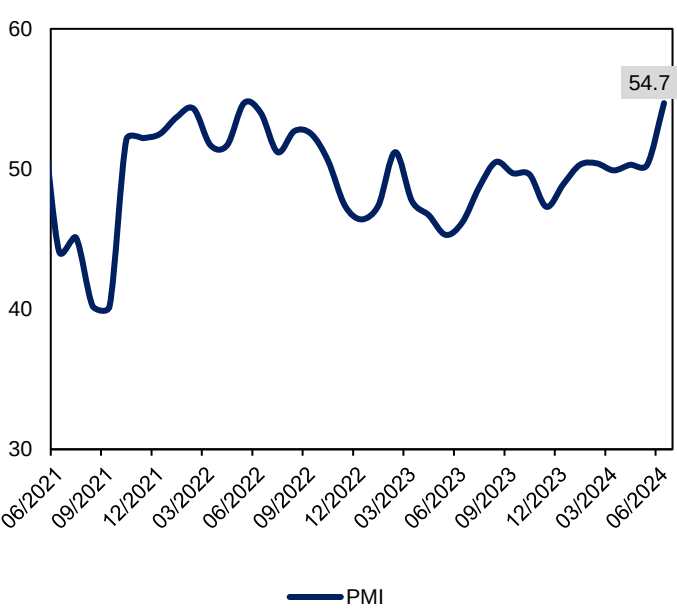
Doanh thu bán lẻ tiêu dùng nội địa chưa thực sự khởi sắc trong 5 tháng đầu năm 2024



Nguồn: GSO, MBS Research

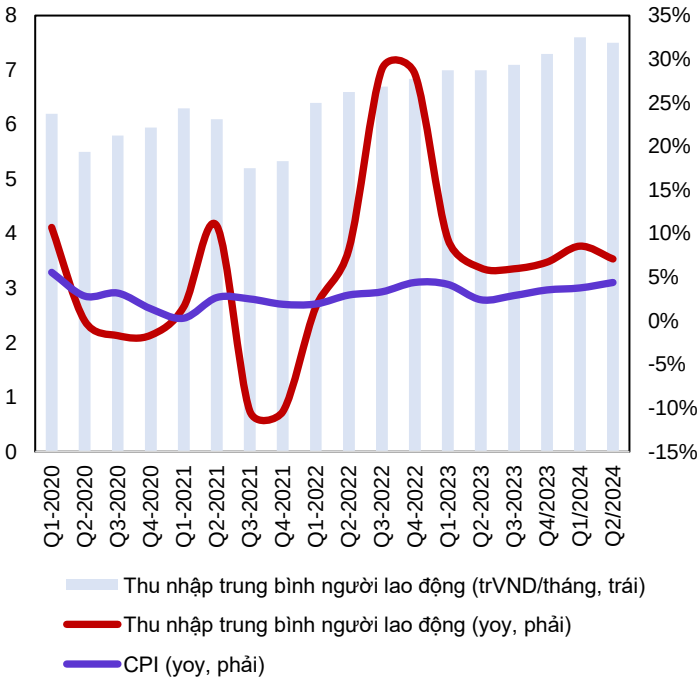
Nhu cầu tiêu dùng sẽ được hỗ trợ chủ yếu bởi sự tăng trưởng của mức lương tối thiểu vùng trong nửa cuối năm 2024

06/2024, chỉ số PMI tăng lên mức 54.7 nhờ vào số lượng đơn hàng mới có sự cải thiện đáng kể..



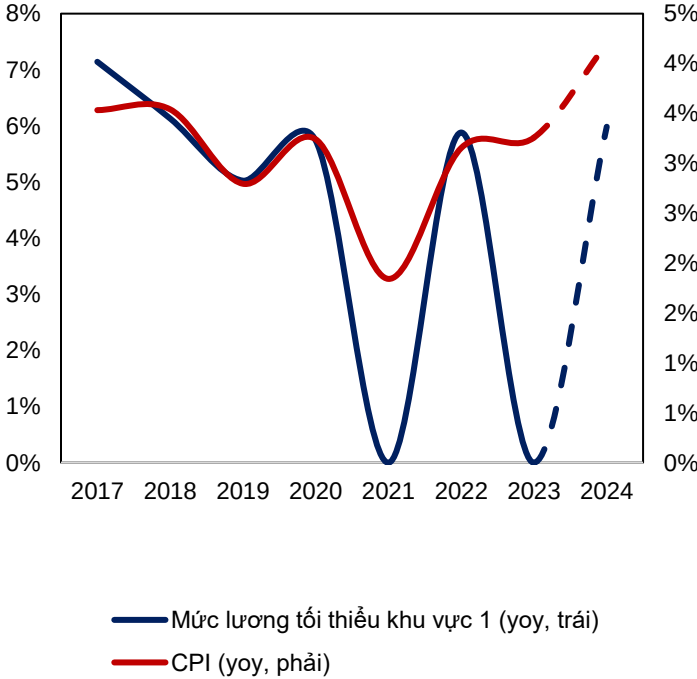
Nguồn: GSO, MBS Research

1H24, trung bình thu nhập của người lao động tăng 8% svck, tốt hơn so với mức chung của cả năm 2023.



Nguồn: GSO, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng thu nhập chung sẽ được cải thiện trong năm 2024 nhờ vào mức tăng trưởng của lương tối thiểu vùng, từ đó giúp cho nhu cầu tiêu dùng cải thiện

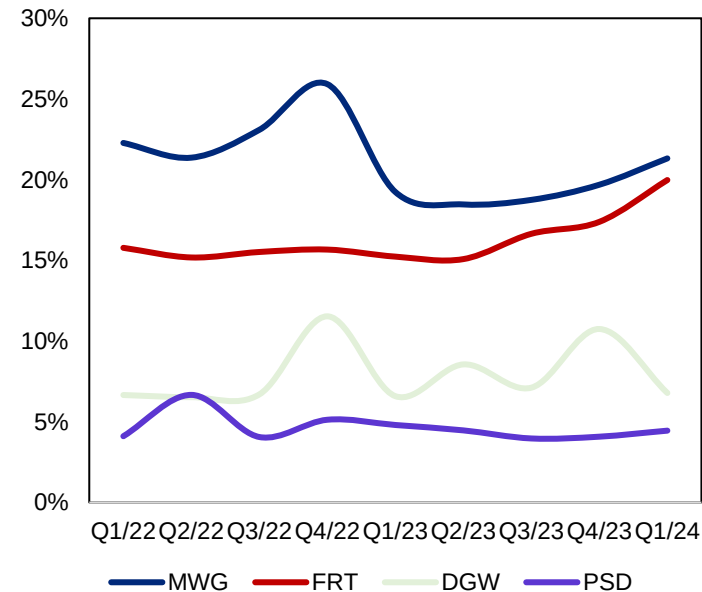


Nguồn: GSO, MBS Research

Bán lẻ ICT – CE: Cơ hội mở rộng thị phần cho doanh nghiệp lớn

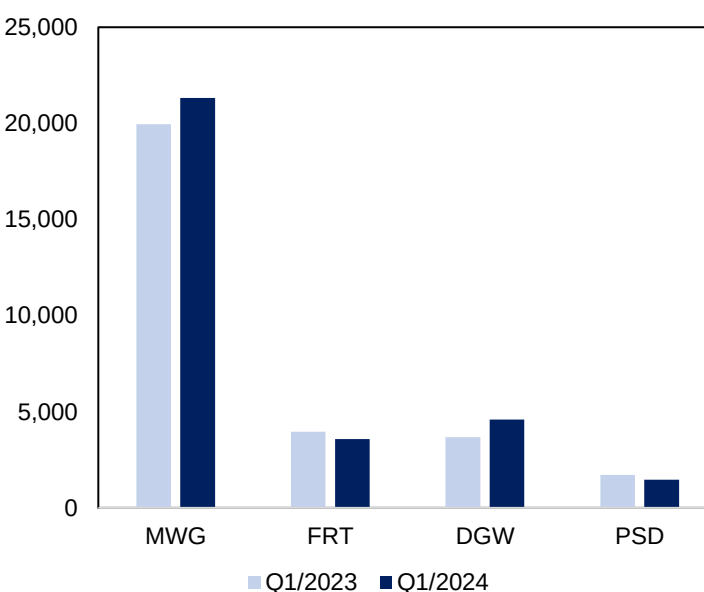
- Q1/2024, cuộc chiến giá lớn nhất từ trước đến nay kết thúc giúp cho biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp bán lẻ ICT-CE cải thiện, trung bình tăng 2% svck, chủ yếu ở nhóm hàng điện thoại di động và điều hòa máy lạnh. Tuy nhiên, do nhu cầu tiêu dùng còn yếu nên nhu cầu tiêu thụ hàng không thiết yếu chưa thấy được sự phục hồi rõ rệt, đặc biệt là mặt hàng máy tính và thiết bị điện tiêu dùng (ngoại trừ máy lạnh). Kết quả, trung bình doanh thu ngành hàng ICT-CE chỉ tăng nhẹ 2% svck.
- Q1/2024, các doanh nghiệp có tỷ lệ sản phẩm các sản phẩm gia dụng tiêu dùng cao hơn (như MWG, DGW) có sự cải thiện tốt hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Trong ngành bán lẻ ICT-CE, MWG có độ phủ song các sản phẩm gia dụng tiêu dùng tốt hơn (ví dụ như khi MWG đã triển khai bán hàng máy lạnh và TV từ năm 2010 thì FRT mới bắt đầu mở bán vào năm 2024). Trong thời gian tới, chúng tôi nhận thấy thị trường CE sẽ có tiềm năng tăng trưởng tốt hơn so với các sản phẩm ICT (laptop, máy tính bảng, điện thoại di động)

Quý 1/2024, sự kết thúc của “price-war” giúp cho biên LN gộp các doanh nghiệp cải thiện



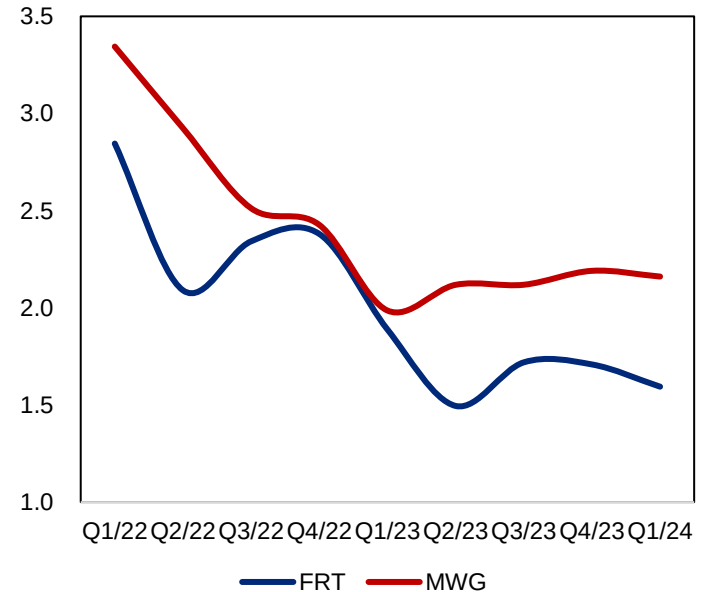
Nguồn: MWG, FRT, DGW, PSD, MBS Research

Doanh thu có sự cải thiện nhẹ nhưng vẫn ở mức thấp, chủ yếu do mức nền giá bán phục hồi



Nguồn: MWG, FRT, DGW, PSD, MBS Research

Doanh thu/cửa hàng của FPT Shop và DMX&TGDD (tỷ đồng/tháng)

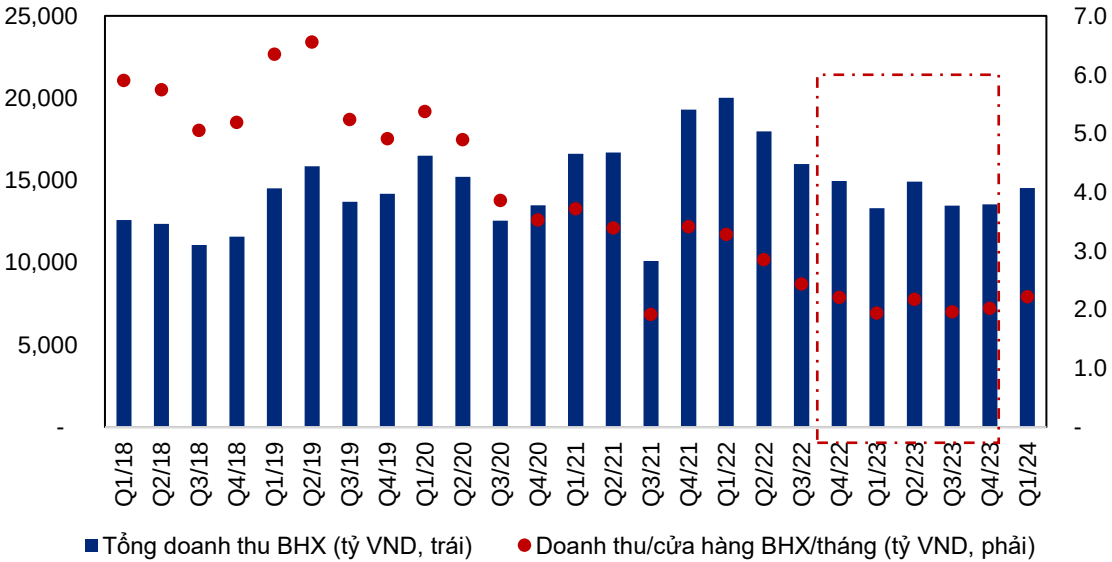


Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Xu hướng cho các sản phẩm gia dụng tiêu dùng: Sự tăng trưởng của các sản phẩm tiêu dùng IoT có mức giá bán phổ thông

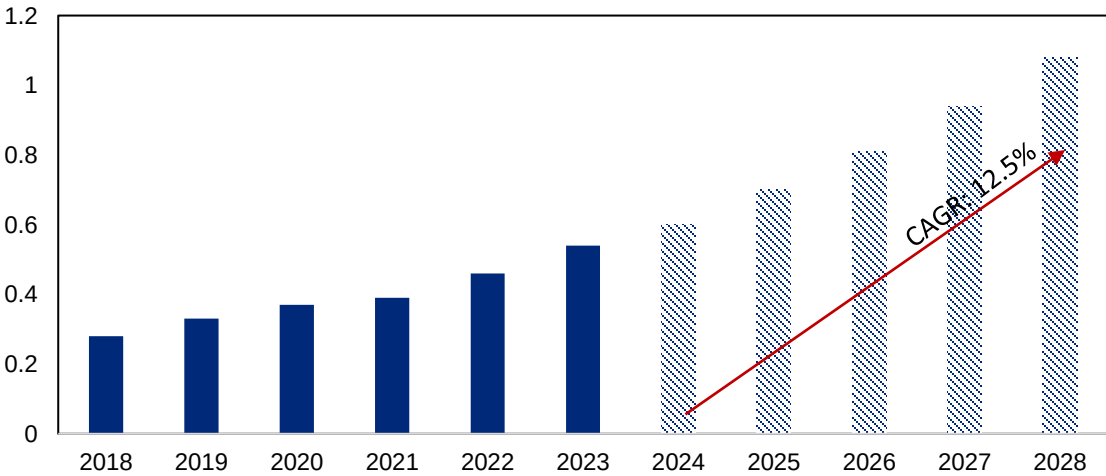
- Trong và sau giai đoạn COVID-19, doanh thu/cửa hàng DMX duy trì ở mức 3.5-4 tỷ đồng/tháng, cao hơn so với trung bình năm 2023 và Q1/2024. Chúng tôi nhận thấy ảnh hưởng chính đến doanh thu mảng này là sự thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Vì thế khi nền kinh tế phục hồi trở lại, với sở thích về công nghệ mới của dân số trẻ Việt Nam, thị trường CE (đồ gia dụng tiêu dùng) vẫn còn tiềm năng tăng trưởng 2 chữ số.
- Động lực tăng trưởng chính cho trung và dài hạn là sự gia nhập của các sản phẩm tiêu dùng IoT. Hiện nay, Việt nam có gần 80% số dân sử dụng Internet, tỷ lệ phủ sóng mạng 4G của Việt Nam đạt 99.8%, tuy nhiên trung bình 1 người mới chỉ có 0.2 kết nối IoT (thấp hơn trung bình thế giới là 2 kết nối IoT/người) cho thấy tiềm năng phát triển của ứng dụng IoT trong CE tại Việt Nam là rất lớn. Với sự gia nhập mạnh mẽ của các thương hiệu phổ thông, đặc biệt là các sản phẩm đến từ Trung Quốc (Xiaomi), người Việt Nam sẽ dễ dàng tiếp cận với các sản phẩm tiêu dùng IoT, tạo động lực tăng trưởng cho thị trường này.

Doanh thu/cửa hàng DMX duy trì ở mức nền thấp và sẽ có sự cải thiện khi nền kinh tế chung phục hồi trở lại.



Nguồn: MWG, MBS Research

Dự báo doanh thu sản phẩm tiêu dùng IoT tại Việt Nam (tỷ USD)

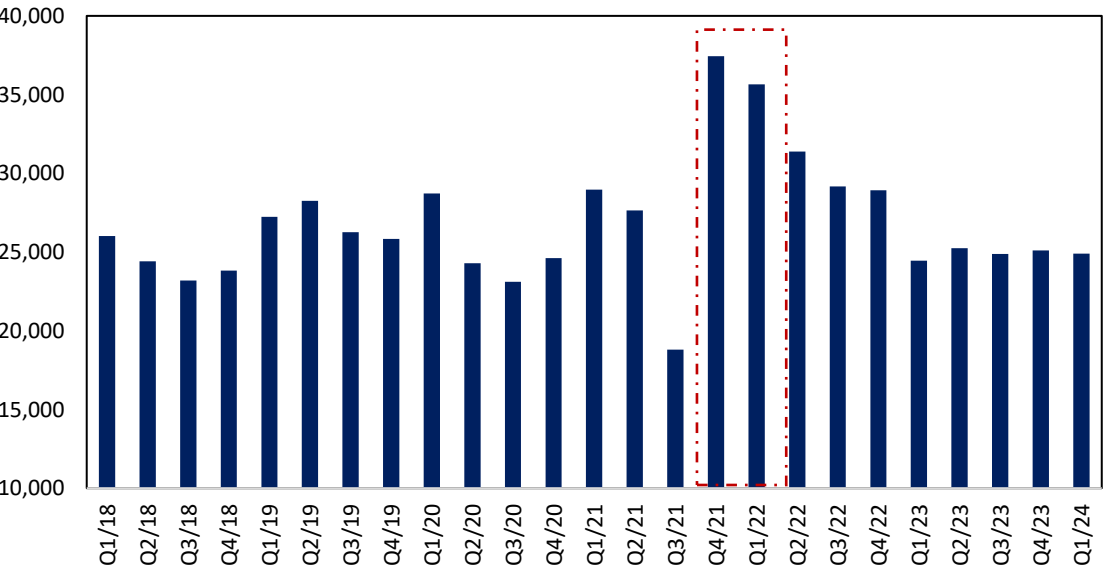


Nguồn: Statista, MBS Research

Xu hướng của điện thoại di động và máy tính: Nâng cấp sản phẩm cho AI và bảo mật thông tin của người tiêu dùng.

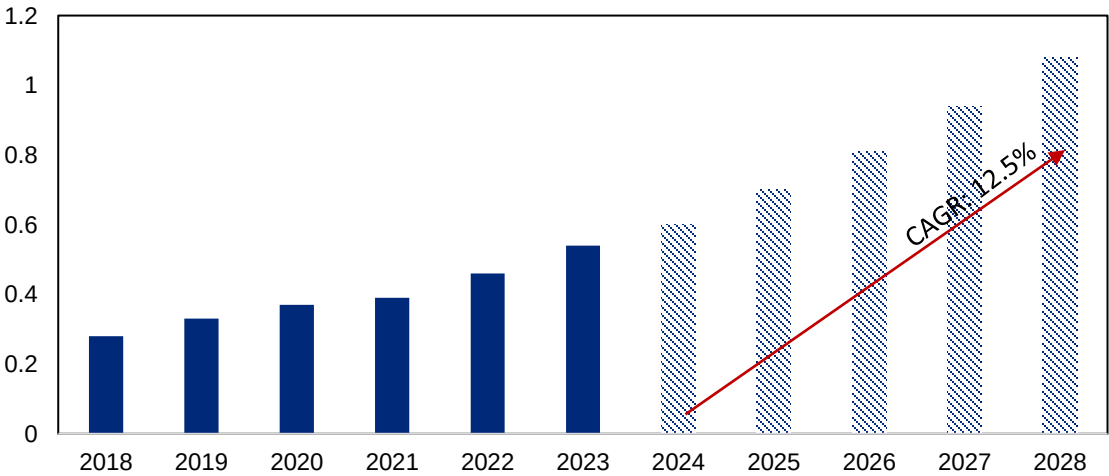
- Thông thường, giai đoạn nửa cuối năm là thời điểm ra mắt sản phẩm mới của các thương hiệu quốc dân, như Apple (Macbook M4, Iphone 16) và Samsung (Zfold 6). Chúng tôi tin rằng tiêu thụ các sản phẩm ICT-CE trong nửa cuối năm 2024 sẽ tốt hơn đáng kể so với nửa cuối năm ngoái với động lực đến từ AI và các sản phẩm mới hiệu năng xử lý vượt trội. Chu kỳ thay thế điện thoại di động rơi vào 2.5 – 3 năm, trong khi laptop là 4 – 6 năm. Chúng tôi kỳ vọng với con số kỷ lục từ cuối năm 2021, doanh thu ICT – CE sẽ bắt đầu cải thiện từ nửa cuối năm 2024, phục hồi rõ rệt hơn trong năm 2025 khi nhu cầu tiêu dùng
- Theo dự báo mới nhất của Canalys, điện thoại thông minh có hỗ trợ xử lý AI sẽ chiếm 9% trong tổng số sản phẩm được vận chuyển trong năm 2024 và chiếm khoảng 54% trong năm 2028. Bên cạnh đấy, trong tổng số PC vận chuyển toàn cầu, Canalys kỳ vọng lượng vận chuyển của các sản phẩm PC hỗ trợ AI sẽ tăng 19% svck trong 2024 và đạt mức tăng trưởng kép 44% giai đoạn 2024-28.

Tổng doanh thu bán lẻ của MWG và FRT (tỷ VND)



Nguồn: MWG, FRT, MBS Research

Dự báo nhu cầu tiêu thụ ICT-CE tại Việt Nam tăng trưởng 2 chữ số với động lực thúc đẩy từ các sản phẩm điện tử hỗ trợ AI



Nguồn: BMI, MBS Research

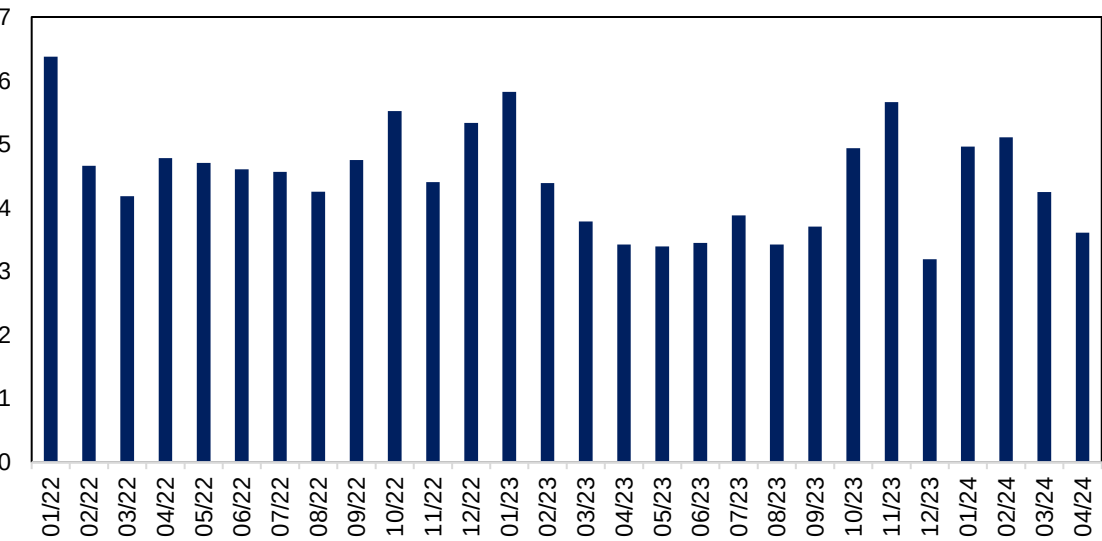
Tổng quan ngành nửa đầu năm 2024



Bán lẻ trang sức: Nhu cầu vàng nhẫn gia tăng trong bối cảnh giá vàng biến động mạnh

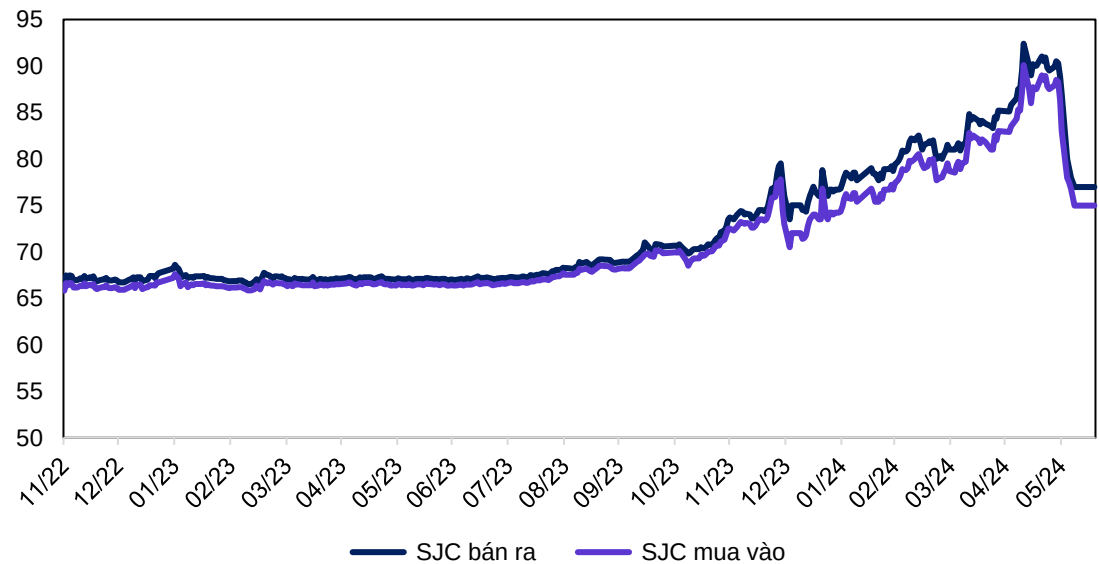
- Quý 1 năm 2024, do giá vàng biến động nên doanh số bán nhẫn vàng (trang sức vàng) tăng lên đáng kể. Với PNJ, trong 4T2024, tổng doanh thu bán lẻ đạt 1,451 tỷ đồng (+14% svck), doanh thu/cửa hàng/tháng đạt 3.6 tỷ đồng (+5% svck) nhờ (1) giá sản phẩm tăng 5% yoy khi giá nguyên liệu tăng 5-10% yoy, (2) nhu cầu tiêu dùng nhẫn vàng tăng.
- Chỉ trong 4 tháng năm 2024, giá SJC tăng mạnh từ 73.5 triệu đồng lên 91 triệu đồng (+23%), là bất thường đối với thị trường vàng nên NHNN cần có giải pháp kịp thời để điều chỉnh giá vàng trong đó có: 4 phiên đấu giá vàng SJC thành công, bán vàng trực tiếp tới khách hàng tại 4 ngân hàng thương mại và SJC. Điều này khiến giá nhẫn vàng (trang sức vàng) thay đổi nhanh chóng, từ đó làm tăng nhu cầu mua bán và khiến nguồn cung bên ngoài thị trường khan hiếm.

Doanh thu/cửa hàng/tháng PNJ (tỷ đồng)



Nguồn: PNJ, MBS Research

Nhu cầu mua vàng nhẫn bị ảnh hưởng trong ngắn hạn và sẽ trở lại khi giá vàng bình ổn trở lại

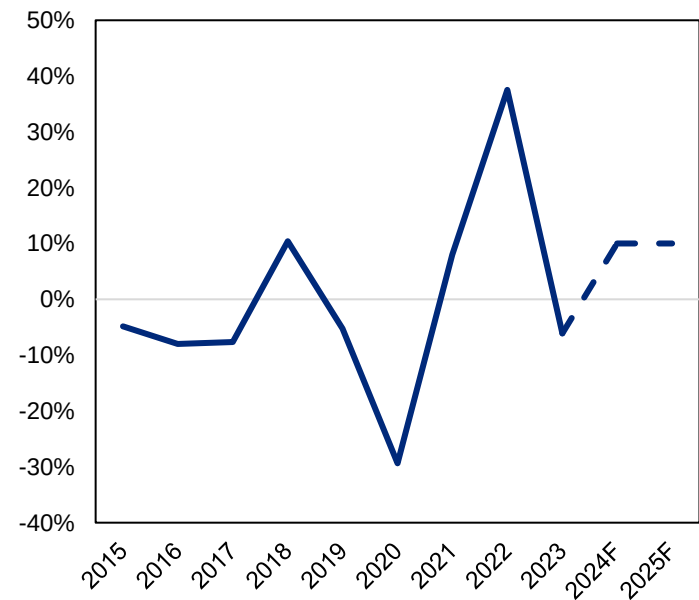


Nguồn: SJC, MBS Research

Ngành bán lẻ trang sức: Tập trung khai thác vào nhu cầu thế hệ tiêu dùng mới (GenZ)

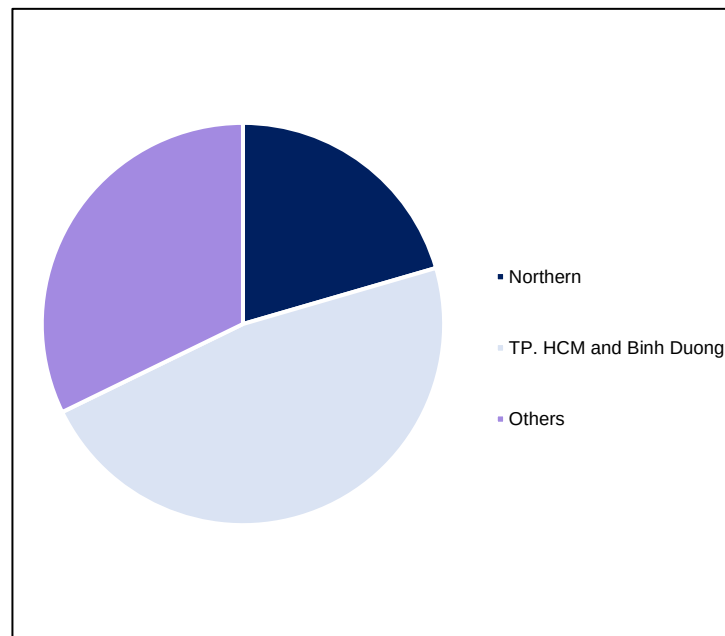
- Tính chung năm 2023, chúng tôi ước tính nhu cầu về trang sức giảm 9% svck và đã có sự phục hồi 11% svck trong Q1 2024. Chúng tôi nhận thấy nhu cầu về trang sức đã tạo đáy trong năm 2023 và sẽ phục hồi năm 2024. Tuy nhiên, do tốc độ tăng trưởng kinh tế đang khá chậm nên các mặt hàng xa xỉ, không thiết yếu cũng sẽ không quá khả quan trong năm 2024, sau đó sự phục hồi sẽ mạnh mẽ hơn trong năm 2025.
- Với các thương hiệu lớn như Doji hay PNJ, bên cạnh việc tập trung khai thác vào tệp khách hàng genZ (thế hệ tiêu dùng mới), chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng ở các khu vực 2, 3 thuộc phía Bắc trong trung – dài hạn. Chúng tôi nhận đây khu vực tại đây có người lao động có tiềm năng tăng trưởng tốt và cơ cấu dân số vàng, tuy nhiên thị trường trang sức vẫn phân mảnh và có nhiều doanh nghiệp bán lẻ tư nhân, là tiềm năng cho các doanh nghiệp chuỗi mở rộng.

Nhu cầu tiêu thụ vàng tiêu dùng và dự báo cho năm 2024-25



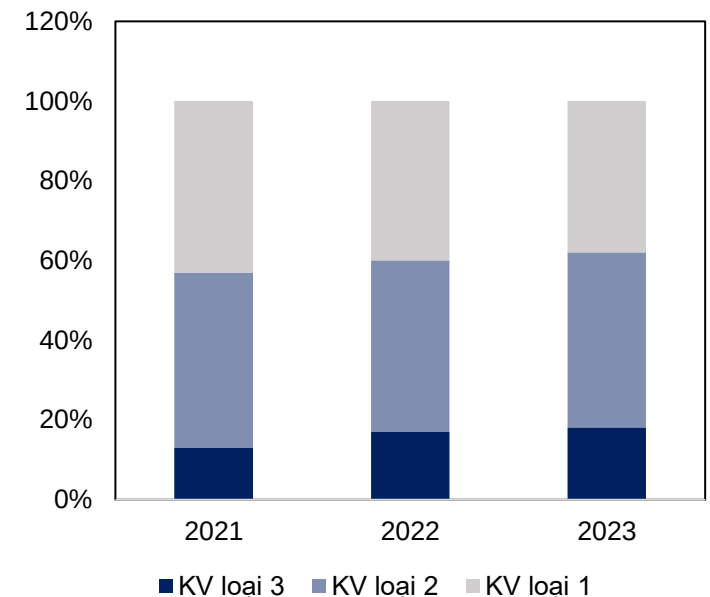
Nguồn: WGC, MBS Research forecast

TP.HCM và Bình Dương vẫn có tỷ trọng doanh thu lớn nhất trong khu vực loại 1 của PNJ.



Nguồn: PNJ, MBS Research

PNJ đã và đang khai thác thêm khu vực loại 2 và 3

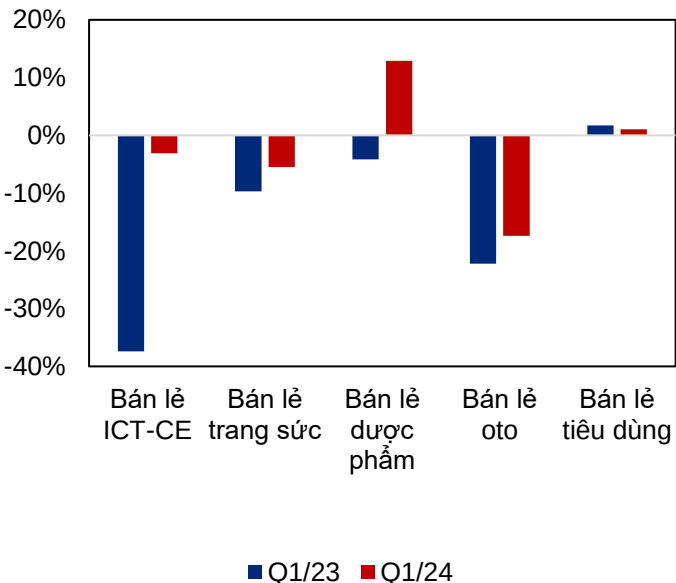


Nguồn: PNJ, MBS Research

Ngành bán lẻ dược phẩm: Long Châu là doanh nghiệp duy nhất có lợi nhuận và sự tăng trưởng nổi bật trong 1H 2024

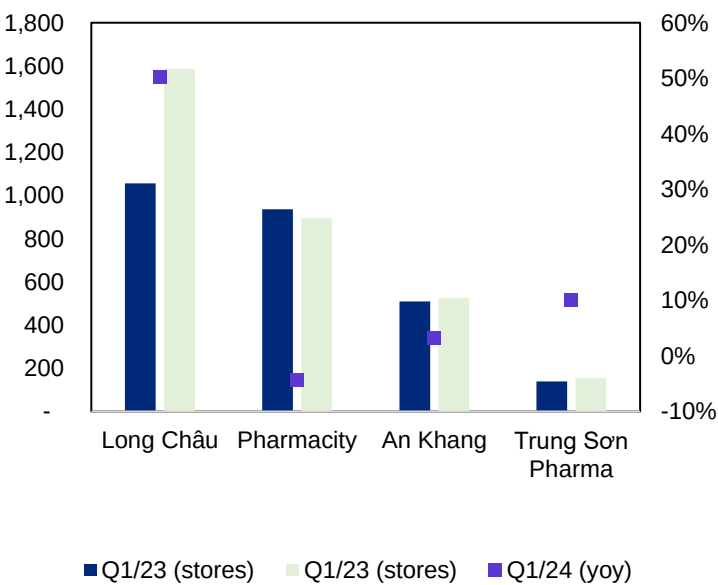
- Q1/2024, với sự mở rộng cửa hàng mạnh mẽ của chuỗi nhà thuốc hiện đại và ít bị ảnh hưởng bởi nền kinh tế nói chung, ngành bán lẻ dược phẩm có được tốc độ tăng trưởng tốt nhất, đạt xấp xỉ 13%. Trong đó, Long Châu – chuỗi nhà thuốc lớn nhất hiện nay đã đạt 1,587 nhà thuốc (+50% svck) và đạt lợi nhuận khoảng 120 tỷ đồng, trong khi đó An Khang, Pharmacy chưa ghi nhận lợi nhuận
- Chúng tôi tin rằng ngành bán lẻ dược phẩm vẫn còn tiềm năng tăng trưởng tốt trong trung – dài hạn khi đánh giá thị trường này vẫn còn phân mảnh, tỷ lệ của chuỗi nhà thuốc hiện đại trên tổng số nhà thuốc hiện nay vẫn dưới 10% (tổng nhà thuốc hiện đại khoảng >60,000, bao gồm nhà thuốc tư nhân và chuỗi nhà thuốc bán lẻ hiện đại). Trong đó, doanh nghiệp sở hữu dịch vụ tốt (bao gồm giao hàng nhanh, bán hàng đa kênh, hỗ trợ nhanh chóng,..) và có nguồn cung thuốc đầy đủ cho thị trường sẽ có lợi thế hơn.

Ngành bán lẻ dược phẩm có sự tăng trưởng tốt nhờ vào sự gia tăng vượt bậc về số lượng cửa hàng của chuỗi nhà thuốc bán lẻ hiện đại



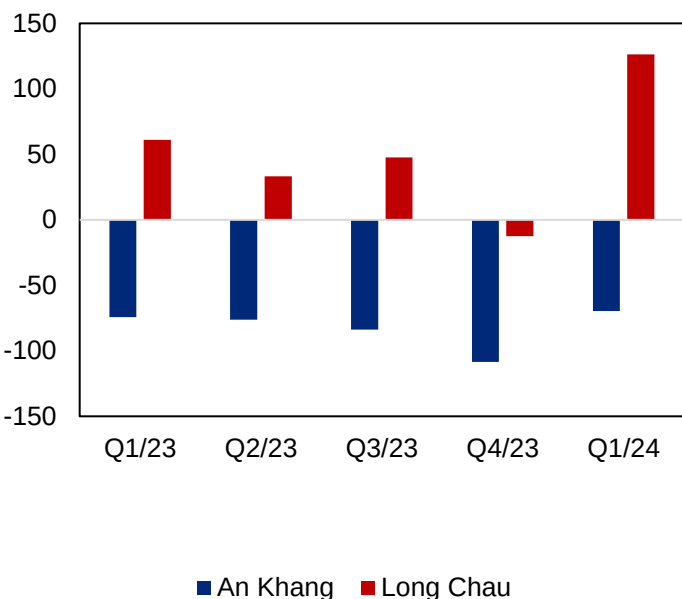
Nguồn: MWG, FRT, PNJ, VAMA, MSN, MBS Research

Long Châu có sự tăng trưởng cửa hàng tốt hơn so với các chuỗi bán lẻ hiện đại khác



Nguồn: FRT, Pharmacy, MWG, Trung Sơn Pharma, MBS Research

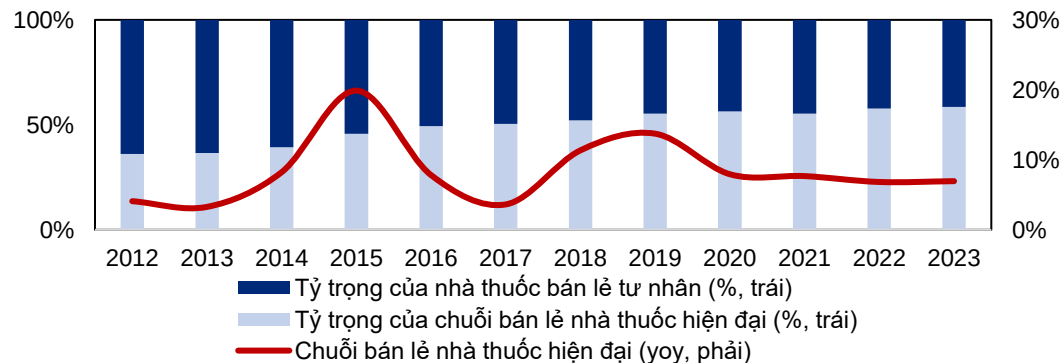
Lợi nhuận của An Khang và Long Châu theo quý (tỷ VND)



Nguồn: FRT, MWG, MBS Research

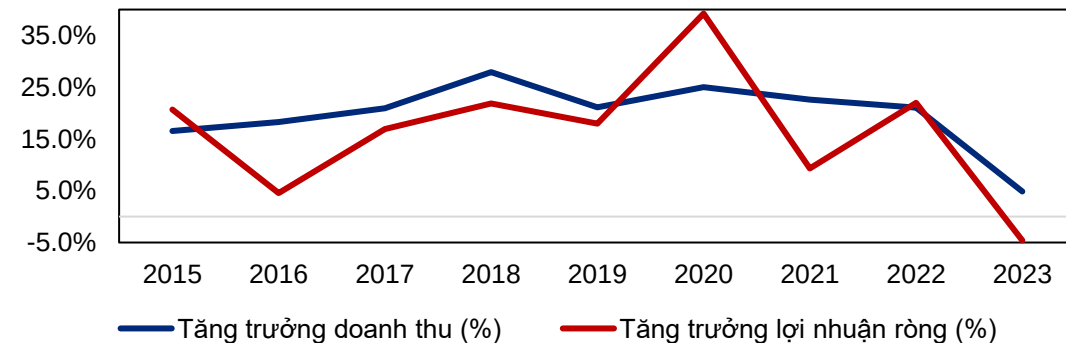
Ngành bán lẻ dược phẩm: Còn nhiều dư địa tăng trưởng khi tỷ lệ bao phủ chuỗi nhà thuốc hiện đại còn rất thấp

Tỷ lệ của nhà thuốc tư nhân – chuỗi bán lẻ hiện đại tại Trung Quốc



Nguồn: National Medical Products Administration

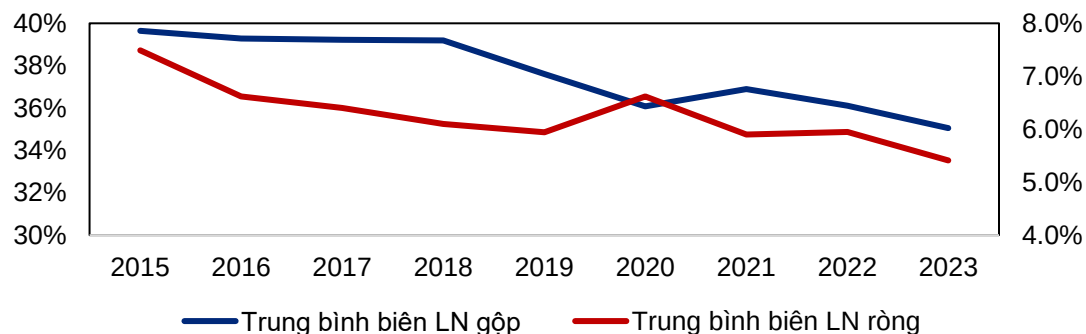
Tăng trưởng dần thấp lại khi tỷ lệ chuỗi bán lẻ hiện đại đạt 50%



Dựa vào data của Laobaixing, Yifeng, Yixintang, Dashenlin

Nguồn: Laobaixing, Yifeng, Yixintang, Dashenlin, MBS Research

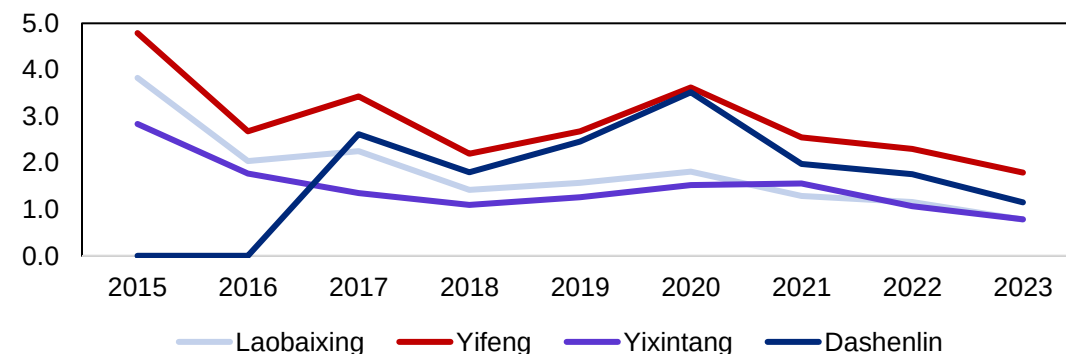
Biên LN ròng trung bình 5 năm của các DN (bao gồm cả COVID-19) là 6%



Dựa vào data của Laobaixing, Yifeng, Yixintang, Dashenlin

Nguồn: Laobaixing, Yifeng, Yixintang, Dashenlin, MBS Research

P/S trung bình 5 năm 1.8x (bao gồm cả 2023), cao hơn mức 1x của Long Châu ở thời điểm hiện tại



Nguồn: Laobaixing, Yifeng, Yixintang, Dashenlin, MBS Research

Dự báo 2024-25 của các cổ phiếu trong ngành bán lẻ

VNDbn	PNJ			DGW			MWG			FRT		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	33,137	38,622	42,924	18,817	21,800	26,384	118,280	128,503	145,826	31,850	39,992	49,054
Yoy	-2.2%	16.6%	11.1%	-14.6%	15.9%	21.0%	-11.3%	8.6%	13.5%	5.6%	25.6%	22.7%
Lợi nhuận gộp	6,059	7,125	7,926	1,559	1,818	2,235	22,521	26,986	30,623	5,162	7,647	9,761
Biên LN gộp	18.3%	18.4%	18.5%	8.3%	8.3%	8.5%	19.0%	21.0%	21.0%	16.2%	19.1%	19.9%
EBITDA	2610	3106	3477	459	615	777	407	4784	5900	149	1011	1710
Biên EBITDA	7.9%	8.0%	8.1%	2.4%	2.8%	2.9%	0.3%	3.7%	4.0%	0.5%	2.5%	3.5%
LN ròng	1,971	2,353	2,627	354	493	639	168	3,403	4,463	-	329	219
yoy	8.9%	19.3%	11.6%	-48.2%	39.2%	29.5%	-95.9%	1929.9%	31.1%	N/A	N/A	124.6%
EPS (vnd/cp)	6,008	7,029	7,848	2,119	2,950	3,821	115	2,326	3,050	-2,714	1,574	3,534
BVPS (vnd/cp)	29,883	34,312	39,924	15,709	18,215	21,105	15,963	18,291	20,841	12,618	13,612	17,318
Tổng nợ/VCSH	0.2	0.3	0.2	0.9	0.7	0.7	1.1	0.8	0.5	4.7	5.6	4.8
Tỷ suất cổ tức (%)	2.1%	2.0%	2.0%	1.6%	0.9%	1.8%	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%	0.0%	0.5%
ROAE (%)	21.6%	22.1%	21.1%	14.2%	17.6%	19.6%	0.7%	13.6%	15.6%	-19.2%	12.5%	23.1%
ROAA (%)	14.2%	15.0%	14.5%	5.1%	6.5%	7.4%	0.3%	5.6%	7.3%	-3.0%	1.5%	2.8%

Chúng tôi lựa chọn MWG và DGW

Mã CP	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
PNJ	KHẢ QUAN	115,400	- Doanh nghiệp sở hữu vị thế đầu ngành với khoảng 50% thị phần bán lẻ trang sức Việt Nam, tiếp tục phủ sóng rộng rãi cửa hàng trong bối cảnh tiêu dùng còn nhiều khó khăn trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng PNJ tiếp tục mở mới cửa hàng, tăng độ phủ sóng trên toàn quốc, đạt được 440/462 cửa hàng trong năm 24/25 - Chúng tôi dự báo thị trường bán lẻ trang sức phục hồi khoảng 10% so với cùng kỳ khi mức tiêu dùng chung phục hồi kể từ Q2/24, kết hợp với các chiến lược bán hàng hiệu quả của PNJ, tiếp tục khai thác sâu tệp khách hàng mới có trong năm 2023 sẽ giúp LN ròng tăng 19%/12% svck, tương ứng ghi nhận - PNJ vẫn còn triển vọng phủ rộng ra ngoài miền Bắc trong trung – dài hạn khi mật độ bao phủ thị trường bán lẻ trang sức tại đây vẫn chưa lớn.
DGW	KHẢ QUAN	73,000	- Trên thị trường hiện tại, 4 doanh nghiệp đầu ngành mảng bán buôn ICT-CE theo thứ tự gồm FPT Synnex, Viettel Distribution, Digiworld và Petrosetco. DGW có vị thế vững chắc trong ngành nhờ vào nguồn khách hàng dồi dào (>6,000 cửa hàng) và sức khỏe tài chính lành mạnh. Bên cạnh đấy, điểm khác biệt cũng là thế mạnh cạnh tranh của DGW là khả năng phát triển thị trường và quản lý kênh bán hàng cho các thương hiệu mới gia nhập vào thị trường Việt Nam. - Việt Nam vẫn là một quốc gia có cơ cấu dân số vàng với sở thích chi tiêu lớn dành cho các sản phẩm công nghệ. Chúng tôi nhận thấy ngành hàng ICT-CE đã có năm giảm mạnh với tác động chủ yếu từ sự thắt chặt chi tiêu của người tiêu dùng. Vì vậy khi nền kinh tế ổn định trở lại, thu nhập người tiêu dùng cải thiện, thị trường ICT-CE sẽ phục hồi và bước vào chu kỳ tiêu dùng mới, theo đó DGW sẽ có cơ hội nắm bắt sự phục hồi này. - Chúng tôi nhận thấy DGW đã tìm ra được thêm động lực tăng trưởng mới đến từ lĩnh vực cung cấp thiết bị bảo hộ lao động. - Lợi nhuận ròng 2024-25 dự báo tăng trưởng ở mức cao 39%/29% svck.
MWG	KHẢ QUAN	72,000	- Hàng tiêu dùng không thiết yếu hồi phục từ mức nền thấp năm 2023, dự báo tổng doanh thu năm 2024 đạt 128,503 tỷ đồng (+9% svck). Sự kết thúc của “price-war” sẽ giúp biên LN gộp MWG cải thiện lên mức 21%, từ đó chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng đạt 3,403/4,463 tỷ đồng - Chúng tôi kỳ vọng BHX sẽ đạt điểm hòa vốn vào giữa năm 2024 và sẽ mang lại lợi nhuận khoảng 500 tỷ đồng.
FRT	TRUNG LẬP	176,000	- Long Châu – chuỗi nhà thuốc hiện đại có độ phủ sóng lớn nhất Việt Nam, vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính cho FRT. Chúng tôi kỳ vọng năm 2024, Long Châu có thể mở mới thêm 400 nhà thuốc, nâng tổng số lên 1,897 với doanh thu trung bình/cửa hàng đạt 1.2 tỷ đồng/tháng. - Mảng ICT-CT sẽ đạt khoảng 23,730 tỷ đồng vào năm 2024 nhờ vào sự phục hồi từ mức nền thấp, biên LN gộp cải thiện 2đ% svck, đưa tổng lợi nhuận ròng FRT đạt 214 tỷ đồng.

Bảng so sánh các doanh nghiệp

	Mã Bloomberg	Vốn hóa (trUSD)	PE (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Bán lẻ ICT-CE										
CTCP Đầu tư Thế giới Di động	MWG VN	3,561	26.7	20.4	3.4	3.0	13.6%	15.6%	5.6%	7.3%
CTCP Thế Giới Số	DGW VN	399	21.0	16.2	3.4	2.9	17.4%	19.4%	6.5%	7.4%
CTCP Bán lẻ Kỹ thuật số FPT	FRT VN	942	119.2	53.1	13.1	10.3	11.6%	20.4%	1.4%	2.7%
Erajaya	ERAA IJ EQUITY	377.4	6.3	5.2	0.8	0.7	12.4%	13.4%	4.5%	5.2%
Trung bình			43.3	23.7	5.2	4.2	13.7%	17.2%	4.5%	5.6%
Bán lẻ trang sức										
CTCP Vàng bạc Đá quý Phú Nhuận	PNJ VN	1,279	13.2	11.9	2.7	2.3	22.1%	21.1%	15.0%	14.5%
Chow Tai Fook Jewellery Group	1929 HK EQUITY	11,040	10.8	10.0	2.8	2.6	27.7%	28.2%	9.2%	9.8%
Chow Sang Sang Holdings International Limited	116 HK EQUITY	640	4.1	3.6	0.4	0.4	6.4%	6.9%	4.1%	4.5%
Trung bình			9.4	8.5	2.0	1.7	18.7%	18.7%	9.4%	9.6%
Bán lẻ dược phẩm										
Laobaixing Pharmacy Chain JSC	603883 CH EQUITY	2,204	14.2	11.8	2.2	1.9	15.1%	16.2%	5.1%	5.5%
Yifeng Pharmacy Chain Co Ltd	603939 CH EQUITY	4,354	18.0	14.8	2.8	2.4	16.1%	17.1%	7.1%	7.6%
Yixintang Pharma A Equity	002727 CH Equity	1,268	9.1	7.9	1.1	1.0	11.9%	12.5%	6.0%	6.4%
DaShenLin Pharmaceutical Group Co LTd	603233 CH Equity	2,344	11.3	9.6	2.1	1.9	19.3%	20.1%	5.7%	6.1%
Trung bình			13.2	11.0	2.0	1.8	15.6%	16.5%	6.0%	6.4%



Ngành điện

Kỳ vọng từ cơ chế chính sách hoàn thiện

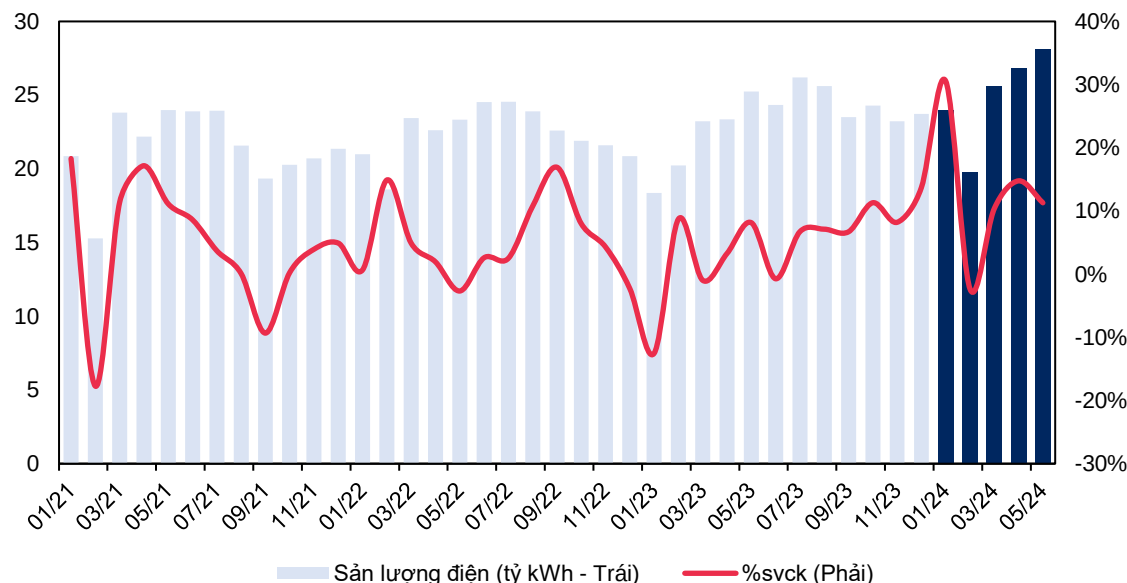
[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

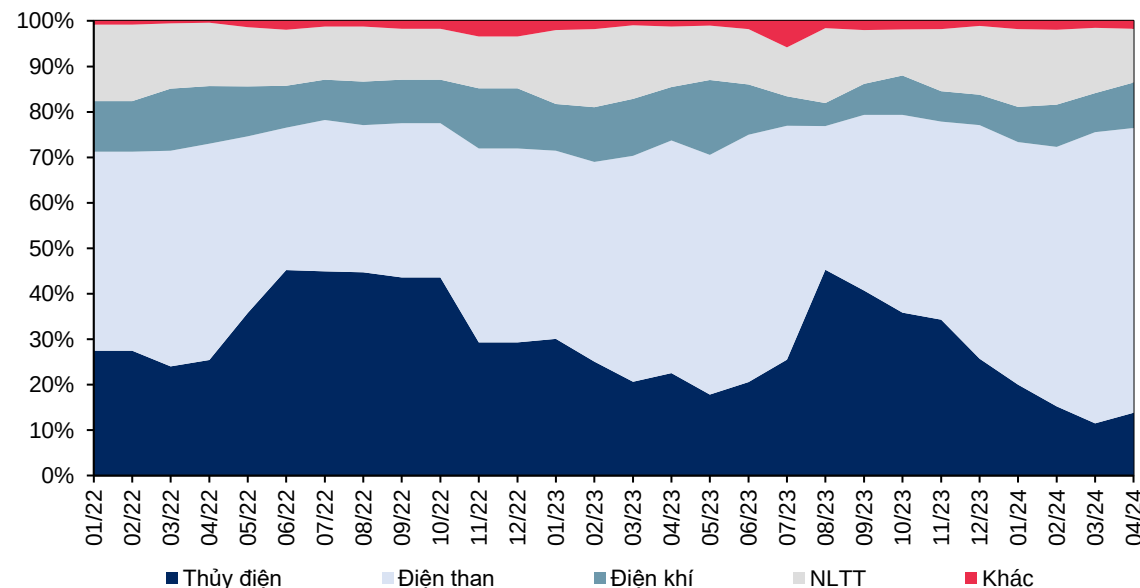
Tình hình ngành điện 5 tháng đầu năm 2024

- 5 tháng đầu năm 2024, tiêu thụ điện toàn quốc tăng 11% svck, hỗ trợ bởi 1) Nhu cầu điện sinh hoạt dân dụng tăng mạnh do các đợt nắng nóng đến sớm, đặc biệt tăng đột biến từ cuối Q1/24; 2) Nhu cầu điện cho công nghiệp cũng có sự phục hồi, chỉ số IIP đã ghi nhận tăng trưởng dương và các hoạt động sản xuất công nghiệp phục hồi. Đây là mức tăng trưởng cao hơn nhiều so với dự báo từ đầu năm của Bộ Công thương là 9%.
- Trong đó, huy động điện than chiếm tỉ trọng vượt trội đạt 59% tổng sản lượng toàn hệ thống, hỗ trợ bởi 1) Các nhà máy điện than được A0 ưu tiên huy động do nhu cầu cao tại miền Bắc và giá than giảm, hỗ trợ giá bán điện; 2) Thủy điện ghi nhận sản lượng giảm mạnh chiếm 15% (-24% svck) do pha El Nino duy trì cùng việc phải tích nước cho giai đoạn cao điểm Q2-Q3/24; 3) Sản lượng điện khí giảm mạnh do thiếu hụt nguồn khí Đông Nam Bộ, chỉ chiếm 9% tổng sản lượng (-21% svck). Mặt khác sản lượng điện NLTT ghi nhận tăng nhẹ svck do các dự án điện NLTT chuyển tiếp vận hành.

Sản lượng điện tiêu thụ 5T24 phục hồi mạnh từ mức tăng trưởng thấp cùng kỳ



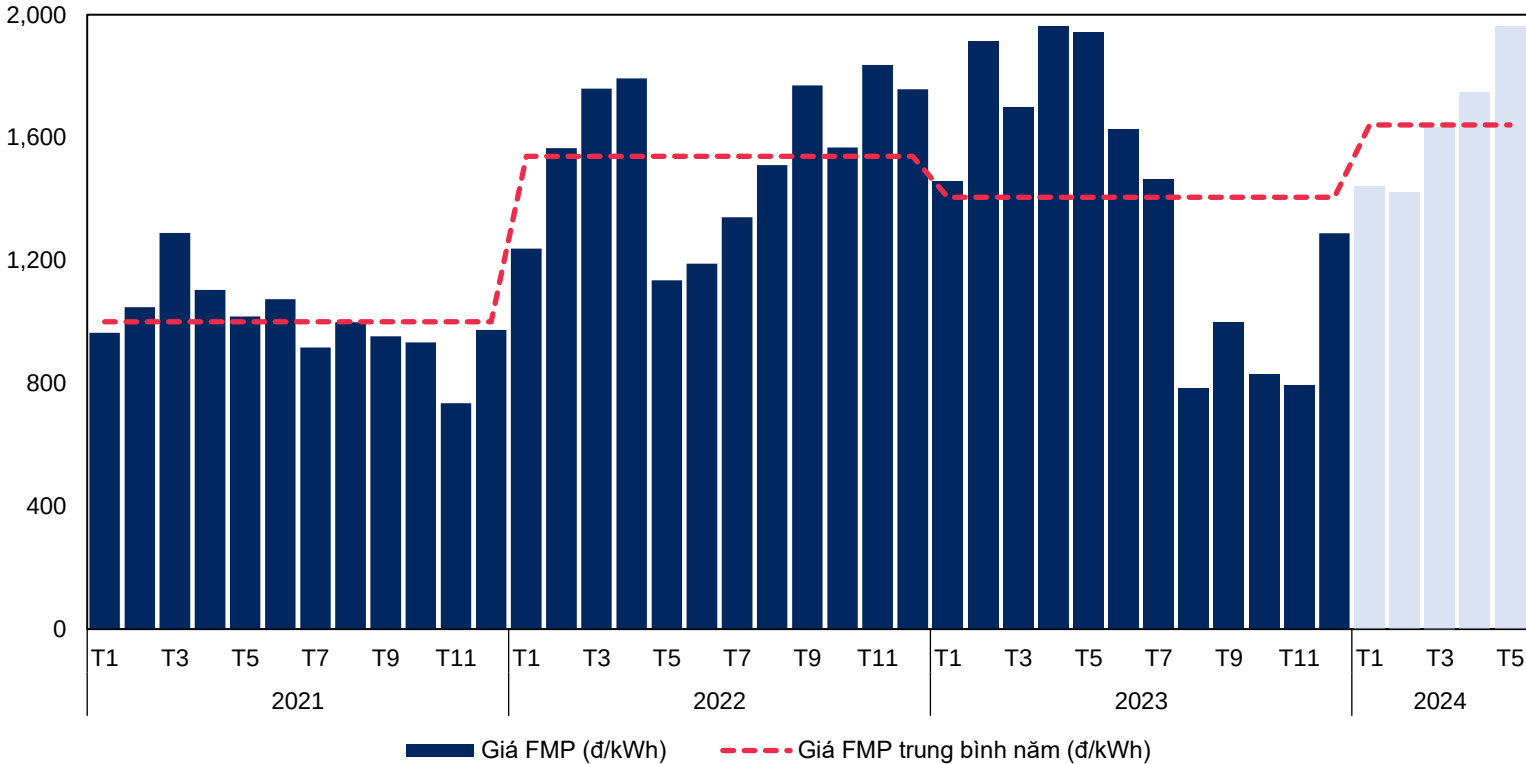
Tỷ trọng huy động điện than chiếm phần lớn trong Q1/24 do huy động thủy điện và điện khí giảm mạnh



Giá chào thị trường điện cạnh tranh bình quân đạt mức cao hơn từ Q2/24, hỗ trợ huy động nhóm nhiệt điện

Có những điều chỉnh trong kế hoạch vận hành thị trường điện năm 2024 so với 2023:

- Mức giá trần điện năng (SMP) là 1.510đ/kWh giảm 12% sv năm 2023, giảm dư địa chào giá các nguồn nhiệt điện giá cao như điện khí.
- Tỉ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) thủy điện tăng từ 90% trong 2023 lên 98% trong 2024, tương đương tỉ trọng huy động trên thị trường (Qm) chỉ đạt 2%. Theo đó, dự kiến giá thủy điện sẽ giảm trong năm nay do dư địa huy động sản lượng với giá cao trên thị trường điện cạnh tranh giảm.
- Tỉ lệ Qc nhóm nhiệt điện là 70%, tương đương Qm cao hơn đạt 30%, với mức giá SMP là 1.510đ/kWh và giá CAN trung bình 330đ/kWh, các nhà máy nhiệt điện đặc biệt là nhóm điện than có thể chủ động chào giá trên thị trường để tối ưu LN.



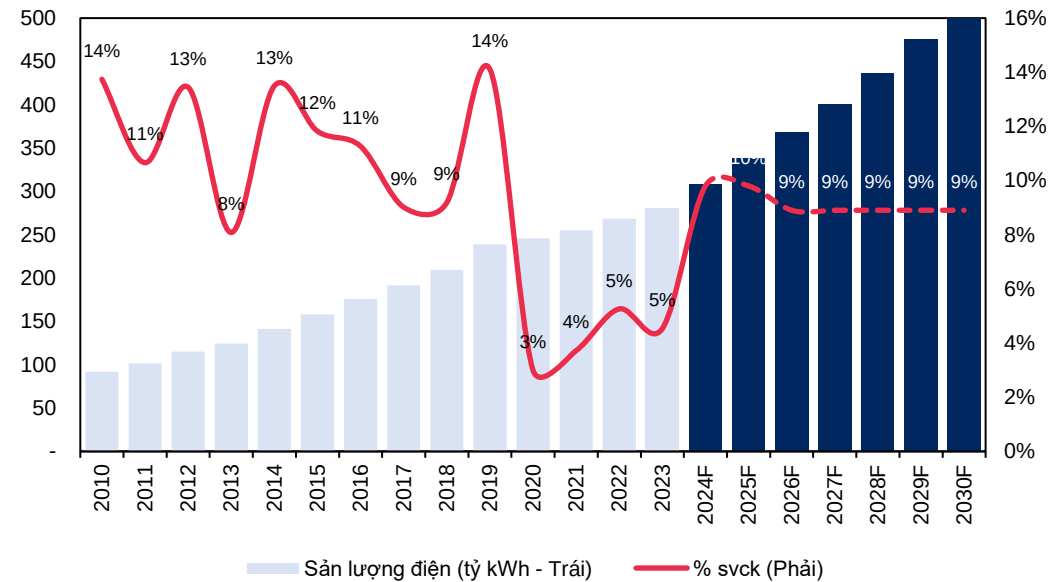
Triển vọng 2024-25: Bức tranh toàn ngành điện có nhiều chuyển biến tích cực



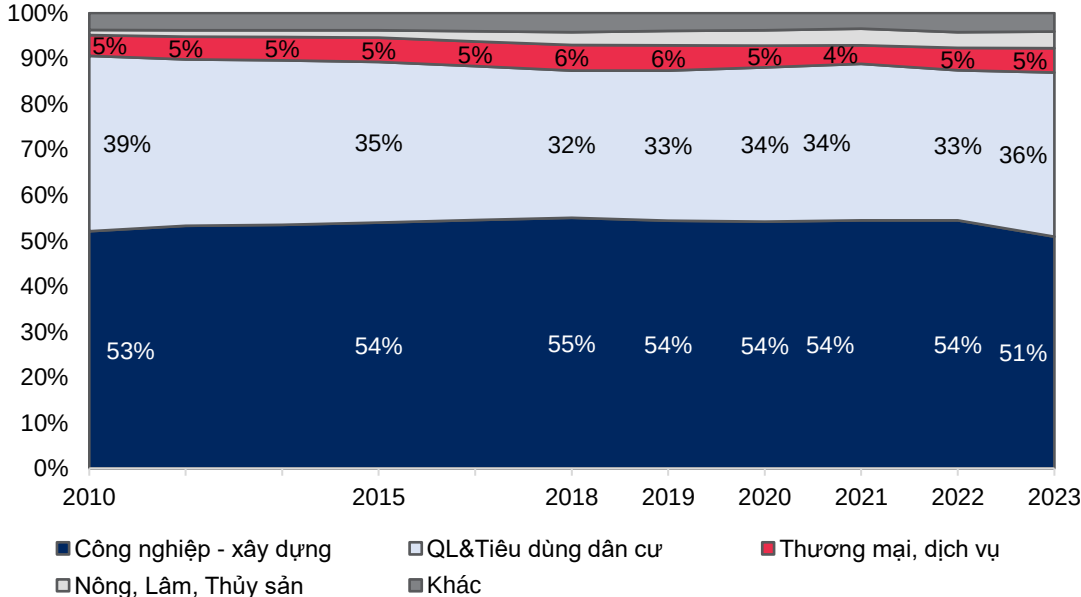
Kỳ vọng sản lượng điện tăng trưởng mạnh mẽ từ 2024

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu điện có thể phục hồi 9.8% svck trong 2024, tương đương kịch bản cao trong QHĐ8 và cũng cao hơn kế hoạch đầu năm của Bộ Công thương (9% svck) từ mức nền thấp của 2023, hỗ trợ bởi sản lượng điện tăng trưởng cao hơn dự kiến trong các tháng đầu năm, đạt trung bình 13% svck và dự kiến xu hướng sẽ tiếp tục duy trì trong các tháng cao điểm mùa nóng.
- Giai đoạn 2025-30, chúng tôi dự báo nhu cầu điện sẽ tăng trưởng ở mức cao đạt 9.3% CAGR, theo sát với diễn biến phục hồi kinh tế của Việt Nam sau giai đoạn khó khăn 2020-23, với động lực chính từ tăng trưởng sản xuất công nghiệp phục hồi và nhu cầu ngày càng tăng nhóm tiêu dùng dân cư trong các tháng mùa nóng.

Dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện 2024-30 tăng trưởng kép đạt 9.3% svck, phục hồi rõ rệt so với nền thấp 2023



Nhu cầu điện cho công nghiệp tiếp tục là động lực chính trong khi nhu cầu dân cư cần được đảm bảo trong các tháng cao điểm



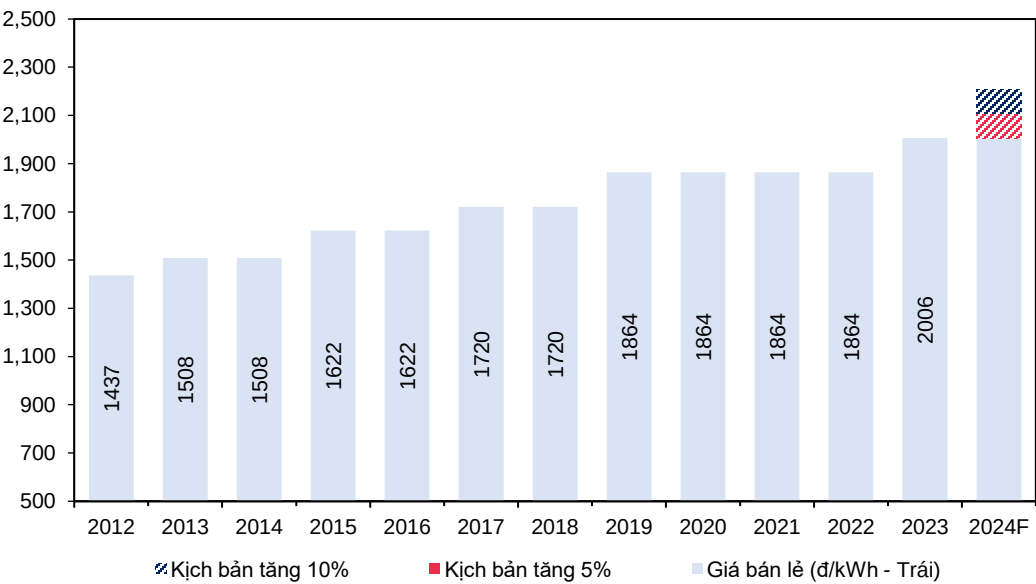
Triển vọng 2024-25: Bức tranh toàn ngành điện có nhiều chuyển biến tích cực



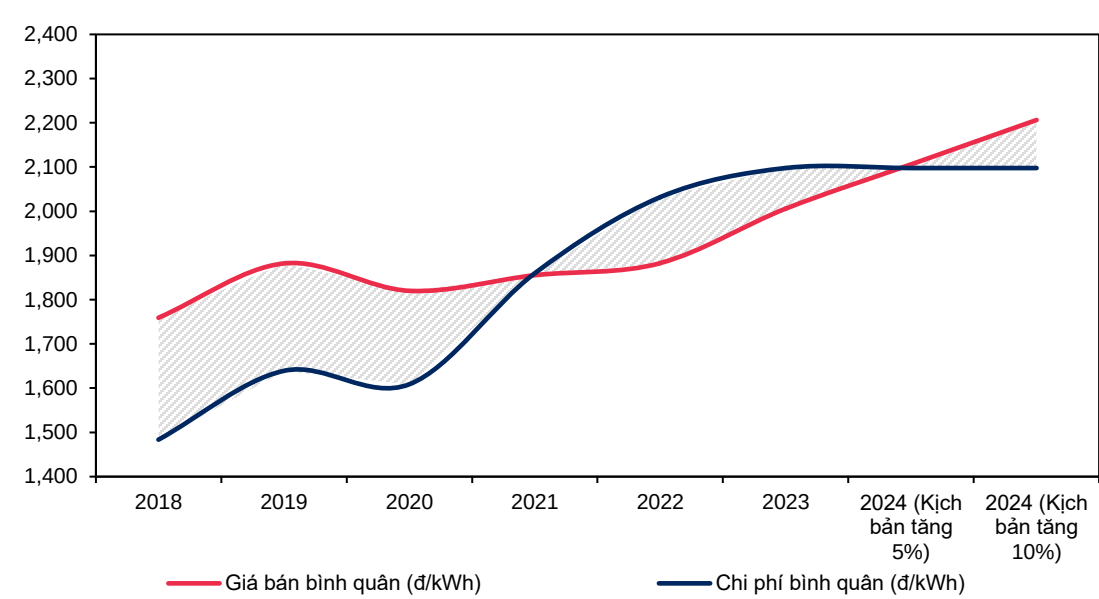
Cơ chế giá điện bán lẻ mới hỗ trợ tài chính EVN trong dài hạn

- 1) Chu kỳ điều chỉnh giá tối thiểu giảm từ 6 tháng xuống 3 tháng, đảm bảo phản ánh những biến động chi phí trong ngắn hạn; 2) Chi phí điều hành giao dịch thị trường và chi phí điều hành – quản lý ngành được đưa vào chi phí sản xuất, phản ánh đầy đủ hơn các chi phí phát sinh;
- 3) EVN có trách nhiệm giảm giá điện tương ứng nếu mức giá tính toán giảm từ 1% trở lên so với giá bán lẻ bình quân hiện hành. Ngược lại, tập đoàn có thẩm quyền điều chỉnh tăng giá điện nếu mức giá tính toán tăng 3%-5%. Ở mức tăng 5%-10%, EVN được phép điều chỉnh sau khi báo cáo Bộ Công Thương chấp thuận. Ở mức >10%, hoặc mức ảnh hưởng đến tình hình kinh tế vĩ mô, cần thông qua ý kiến các Bộ ban ngành và báo cáo Thủ tướng Chính phủ.

Dự kiến cơ chế giá mới sẽ là cơ sở để EVN tăng giá từ 5-10% trong 2024, hỗ trợ cải thiện tình hình tài chính doanh nghiệp



Trường hợp giá bán điện tăng 5% thì EVN sẽ lãi ~8đ/kWh, trường hợp giá bán điện tăng 10% thì EVN sẽ lãi ~109đ/kWh từ mức lỗ gộp 2023



Triển vọng 2024-25: Bức tranh toàn ngành điện có nhiều chuyển biến tích cực



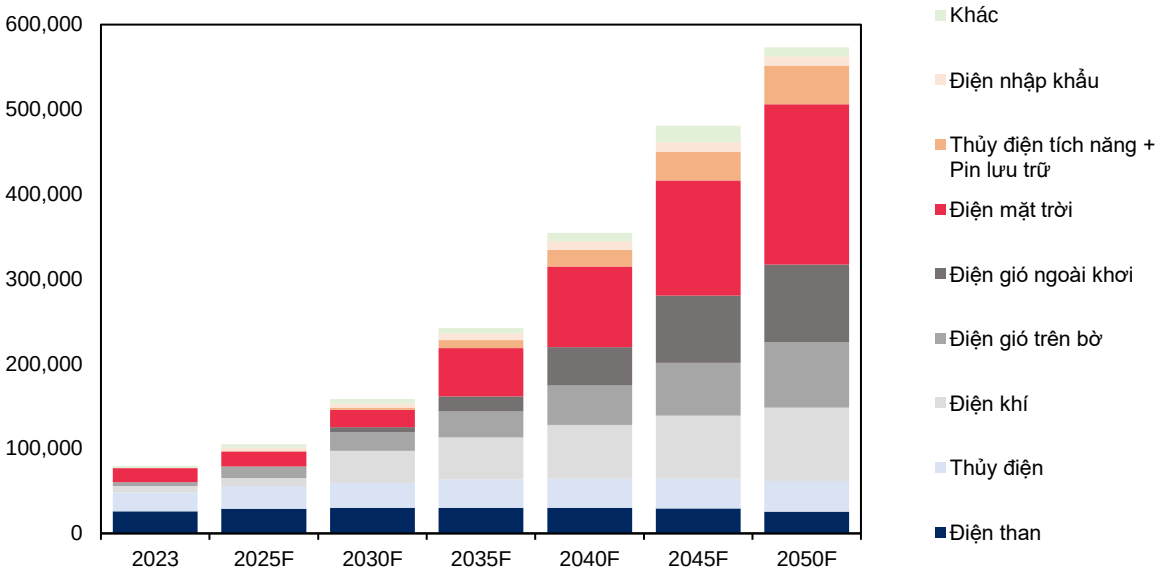
2024-25 là giai đoạn quan trọng hoàn thiện và ban hành các chính sách

- Theo kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện 8, được phê duyệt trong T4/2024, tinh thần và định hướng phát triển của ngành điện Việt Nam cơ bản được giữ nguyên so với bản QHĐ8, tập trung các mũi nhọn điện gió và điện khí.
- Đến 2025, nhiều đề án/dự án về chính sách, pháp luật cần ưu tiên xây dựng và hoàn thiện, trong đó, một số chính sách mà chúng tôi cho rằng cần đẩy nhanh để làm cơ sở triển khai các dự án nguồn điện bao gồm 1) Khung giá các loại hình nguồn điện (NLTT, LNG, điện gió ngoài khơi); 2) Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) và 3) Luật Điện lực (sửa đổi). Hiện tại, hầu hết các chính sách nêu trên đều đã được trình dự thảo và trong quá trình hoàn thiện. Theo đó, năm 2024-25 sẽ là giai đoạn bản lề trong việc ban hành những chính sách then chốt khi Việt Nam chỉ còn 6.5 năm để hoàn thành các nhiệm vụ được giao trong QHĐ8.

Danh mục đề án/dự án ưu tiên về hoàn thiện chính sách pháp luật ngành điện giai đoạn 2023-25

Đề án/ dự án	Giai đoạn thực hiện	Tiến độ
Xây dựng khung giá nhập khẩu điện từ Lào	2023-25	- Đề xuất xây dựng khung giá cho 2025 không thấp hơn 6.95cent/kWh
Xây dựng khung giá các loại hình nguồn điện	2023-25	- Khung giá phát điện LNG đã có - Khung giá NLTT chưa được ban hành
Xây dựng cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA)	2023-25	- Trình Chính phủ ngày 25/05/2024 - Dự kiến Q3/24 ban hành
Xây dựng cơ chế khuyến khích phát triển điện mặt trời mái nhà	2023-25	- Hoàn thiện và trình Chính phủ trước 15/06/2024.
Xây dựng luật Điện lực (sửa đổi)	2023-25	- Đang lấy ý kiến về Dự thảo 2 Luật Điện lực (sửa đổi)
Luật Sử dụng năng lượng tiết kiệm và hiệu quả (sửa đổi)	2023-25	
Xây dựng cơ chế phát triển thị trường tín chỉ các-bon	2023-25	- Đang xây dựng đề án phát triển thị trường tín chỉ các bon

Nhu cầu phát triển nguồn điện rất lớn từ nay đến 2030, tập trung hai mũi nhọn điện gió và điện khí (Đơn vị: MW)

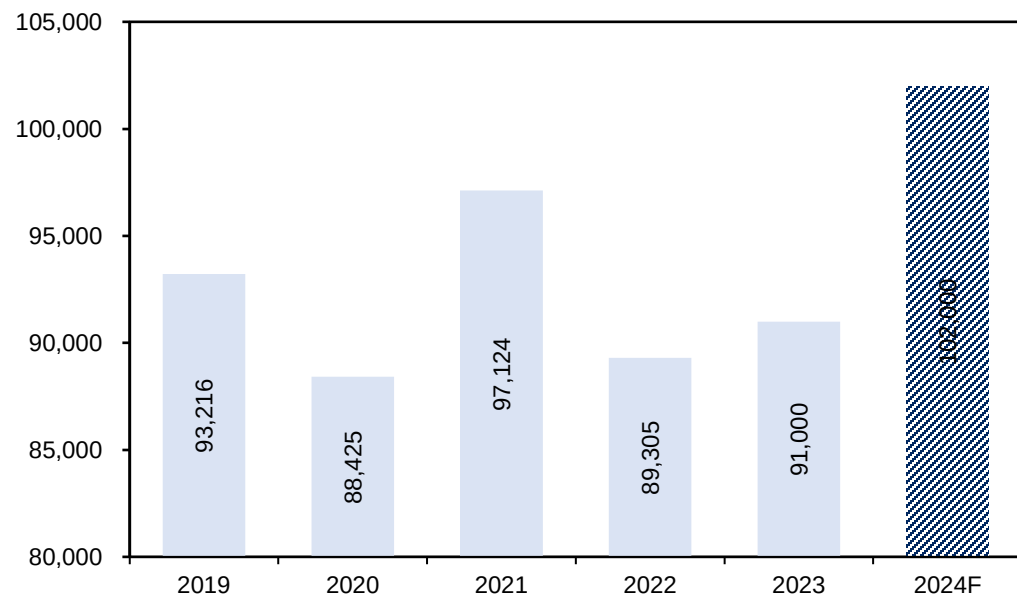


Xây lắp hạ tầng điện đóng vai trò quan trọng trong dài hạn

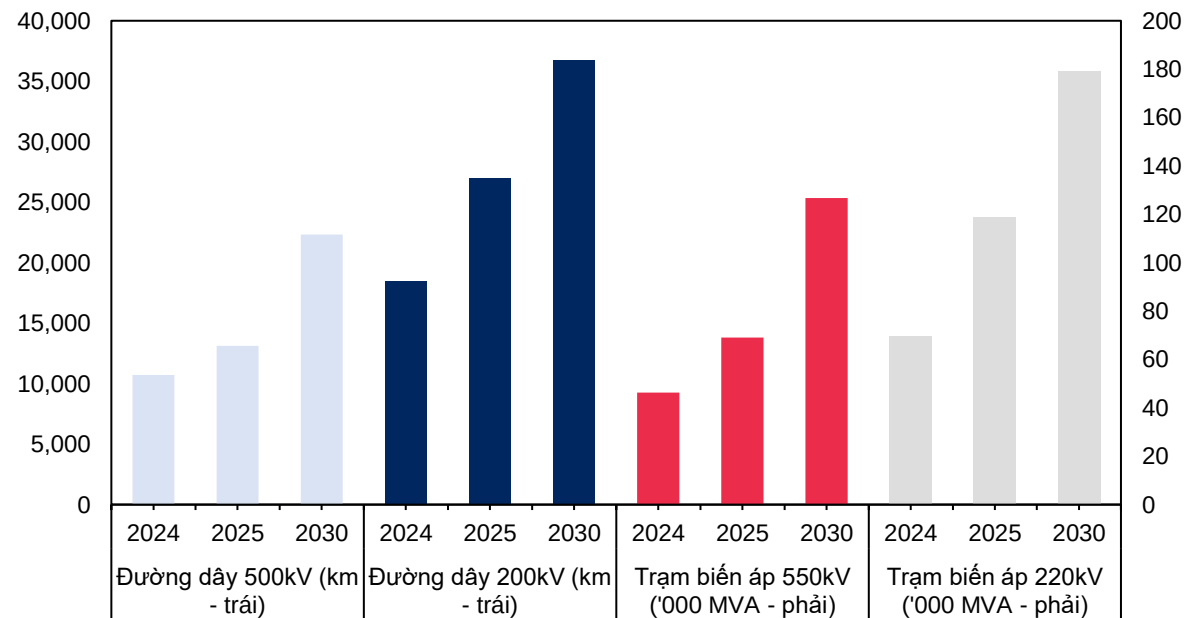
Dự kiến các nhà thầu xây dựng điện sẽ có triển vọng tích cực hơn từ 2024 sau giai đoạn kém khả quan 2022-23

- Theo EVN, dự kiến kế hoạch đầu tư xây dựng cho 2024 vào khoảng 102,000 tỷ, tăng 12% sv mức thực hiện trong 2023 với dự án đường dây 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phốc Núi là trọng tâm. PC1, TV2 sẽ là những doanh nghiệp niêm yết nổi bật hưởng lợi từ xu hướng tăng cường đầu tư cả lưới và nguồn điện.
- Nhìn dài hạn hơn, nhu cầu phát triển hệ thống truyền tải điện rất cần thiết trong bối cảnh hệ thống điện chưa đáp ứng được tỉ trọng công suất cao NLTT cùng với nhu cầu tăng cường cung ứng điện từ Nam ra Bắc. Trong khi đó, xây dựng các nguồn điện sẽ là điểm tựa cho tăng trưởng kinh tế. Theo QHĐ8, kế hoạch vốn và lượng công việc cho hoạt động xây lắp (hạ tầng và nguồn điện) là rất lớn từ nay đến 2030. Điều này cơ bản sẽ đảm bảo nguồn việc và hỗ trợ triển vọng tăng trưởng dài hạn nhóm xây lắp điện đặc biệt đối với những doanh nghiệp có năng lực làm dự án quy mô lớn và kỹ thuật cao.

Mục tiêu 2024 bao gồm công tác đầu tư xây dựng, với tổng vốn đầu tư dự kiến khoảng 102,000 tỷ đồng (+12% svck)



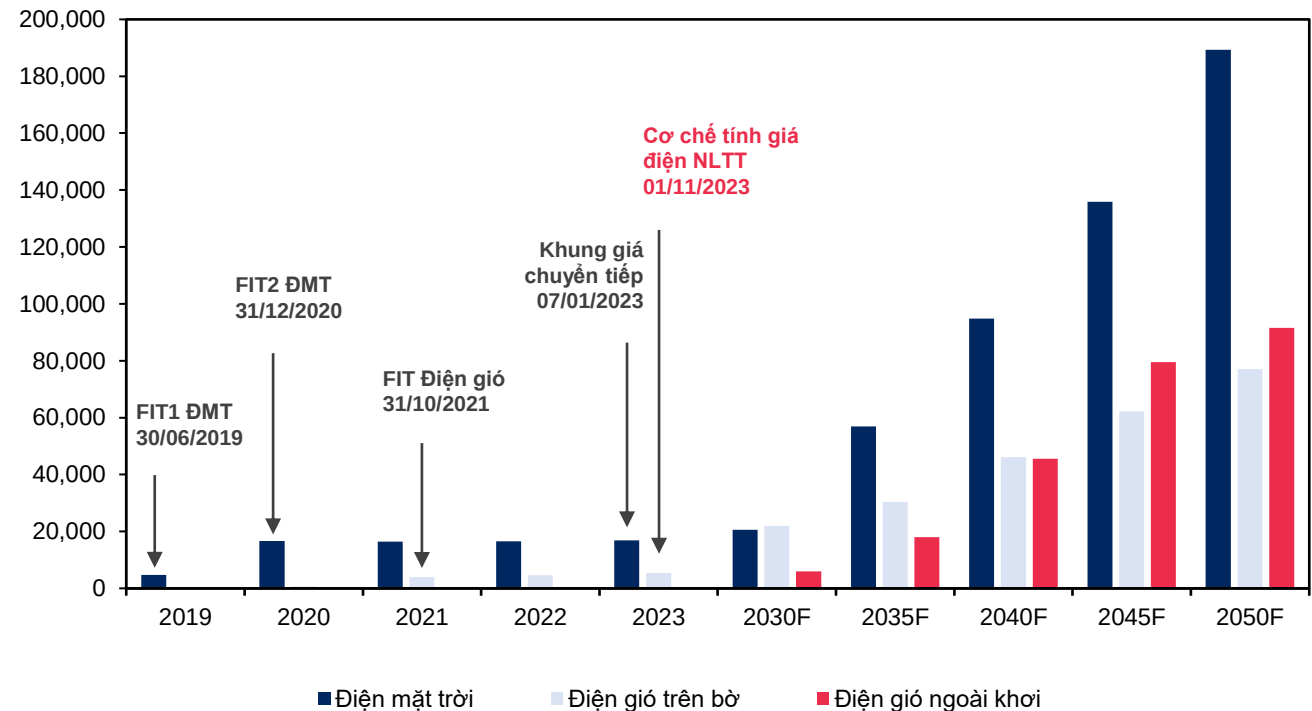
Khối lượng công việc cho phát triển các dự án truyền tải điện ở mức cao trong 2021-50 với giá trị ước tính ~1.6 tỷ USD/năm



Chúng tôi cho rằng triển vọng chính của nhóm điện NLTT đến từ khả năng phát triển mở rộng công suất

Nhu cầu phát triển điện gió rất lớn từ nay đến 2030, đạt tăng trưởng kép 30%, theo đó, khung giá mới sẽ là bản lề để thực hiện hóa mục tiêu này từ 2024 (Đơn vị: MW)

- Trong 2024-25, dự kiến tăng trưởng sản lượng các nhà máy NLTT sẽ duy trì ổn định do tình trạng cắt giảm công suất được cải thiện, hỗ trợ bởi hệ thống điện được nâng cấp, cơ bản đáp ứng được tỉ trọng cao NLTT của Việt Nam.
- Về triển vọng chính sách, khung giá cho các dự án chuyển tiếp sau hơn 1 năm được ban hành, hiện tại, hầu như các dự án đều đã gửi hồ sơ đàm phán giá điện, trong đó, tính đến cuối 2023, 21 nhà máy (công suất 1,201MW) hoàn thành thủ tục COD và phát điện thương mại (một số cái tên nổi bật bao gồm BCG, GEG, Trung Nam). Tuy nhiên, các dự án hiện vẫn đang được huy động theo mức giá tạm (chỉ bằng 50% giá trần chuyển tiếp), và việc đàm phán giá chính thức vẫn chưa có nhiều tiến triển gây áp lực lên dòng tiền và hiệu quả kinh tế của các dự án.

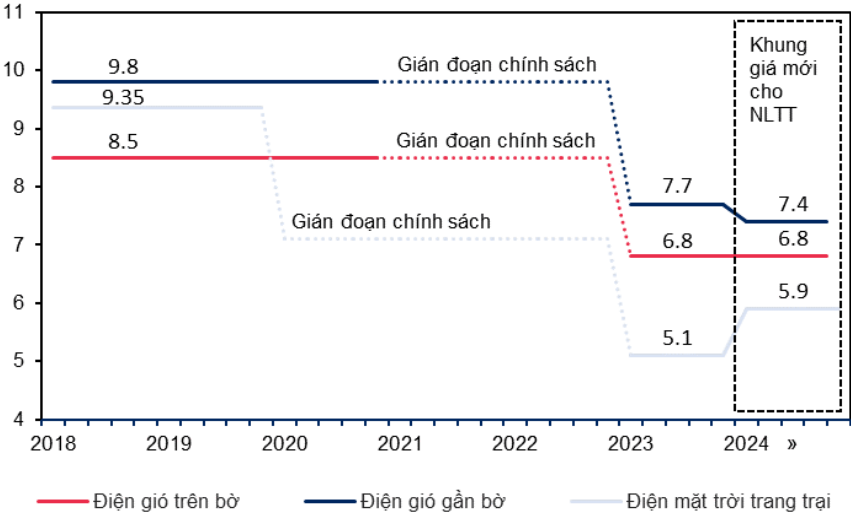


Năng lượng tái tạo: Khẩn trương hoàn thiện các chính sách quan trọng



Sau khi Thông Tư 19 – Quy định phương pháp xây dựng khung giá phát điện NLTT được ban hành T11/23, đến nay, chưa có thêm thông tin về khung giá chính thức cho nhóm điện mặt trời, điện gió, cản trở tiến độ triển khai các dự án mới

Giá bán điện gió có thể đi ngang so với khung chuyển tiếp, tuy nhiên, cần một mức giá cao hơn để điện mặt trời có hiệu quả về kinh tế (Đơn vị: UScent/kWh)



Chúng tôi thực hiện tính toán giá điện NLTT theo khung giá mới, dựa trên những giả định như sau

	Đơn vị	Điện mặt trời	Điện gió trên bờ	Điện gió ngoài khơi
Công suất**	MW	50MW	50MW	50MW
Số giờ vận hành**	giờ/năm	1,900	3,100	3,500
Suất đầu tư**	tỷ đồng	18	34	41
Đời sống kinh tế*	năm	20	20	20
Tỷ suất LNST/VCSH*	%	12%	12%	12%
Thuế suất quy định*	%	20%	20%	20%
Lãi suất vay nội tệ**	%	9%	9%	9%
Lãi suất vay ngoại tệ**	%	7%	7%	7%
Giá cố định bình quân	đ/kWh	1,295	1,500	1,602
Giá cố định O&M	đ/kWh	123	143	176
Giá trần MBS ước tính	đ/kWh	1,419	1,642	1,778

(*) Thông số tính toán theo quy tắc trong Thông Tư 19

(**) Thông số giả định theo MBS Research

Chúng tôi tiến hành chạy bảng phân tích độ nhạy suất đầu tư và lãi suất lên giá bán điện cho hai nguồn điện gió trên bờ (1) và điện gió gần bờ (2)....

Suất đầu tư (tỷ đồng)	Lãi suất cho vay trung bình (%)						
	6.0%	6.5%	7.0%	7.4%	8.0%	8.5%	9.0%
28	1,315	1,329	1,342	1,353	1,369	1,382	1,395
30	1,409	1,423	1,438	1,449	1,466	1,481	1,495
32	1,503	1,518	1,534	1,546	1,564	1,579	1,595
34	1,597	1,613	1,629	1,642	1,662	1,678	1,695
36	1,691	1,708	1,725	1,739	1,760	1,777	1,794
38	1,785	1,803	1,821	1,836	1,857	1,876	1,894
40	1,879	1,898	1,917	1,932	1,955	1,974	1,994

...Theo đó, với giả định suất đầu tư giảm 1 tỷ đồng/MW và lãi suất giảm 0.5 đ% mức giá khả thi triển khai điện gió sẽ giảm 6-7%

Suất đầu tư (tỷ đồng)	Lãi suất cho vay trung bình (%)						
	6.0%	6.5%	7.0%	7.4%	8.0%	8.5%	9.0%
35	1,476	1,491	1,506	1,517	1,535	1,550	1,565
37	1,561	1,576	1,592	1,604	1,623	1,639	1,654
39	1,645	1,661	1,678	1,691	1,711	1,727	1,744
41	1,729	1,746	1,764	1,778	1,798	1,816	1,833
43	1,814	1,832	1,850	1,864	1,886	1,904	1,923
45	1,898	1,917	1,936	1,951	1,974	1,993	2,012
47	1,982	2,002	2,022	2,038	2,062	2,082	2,102

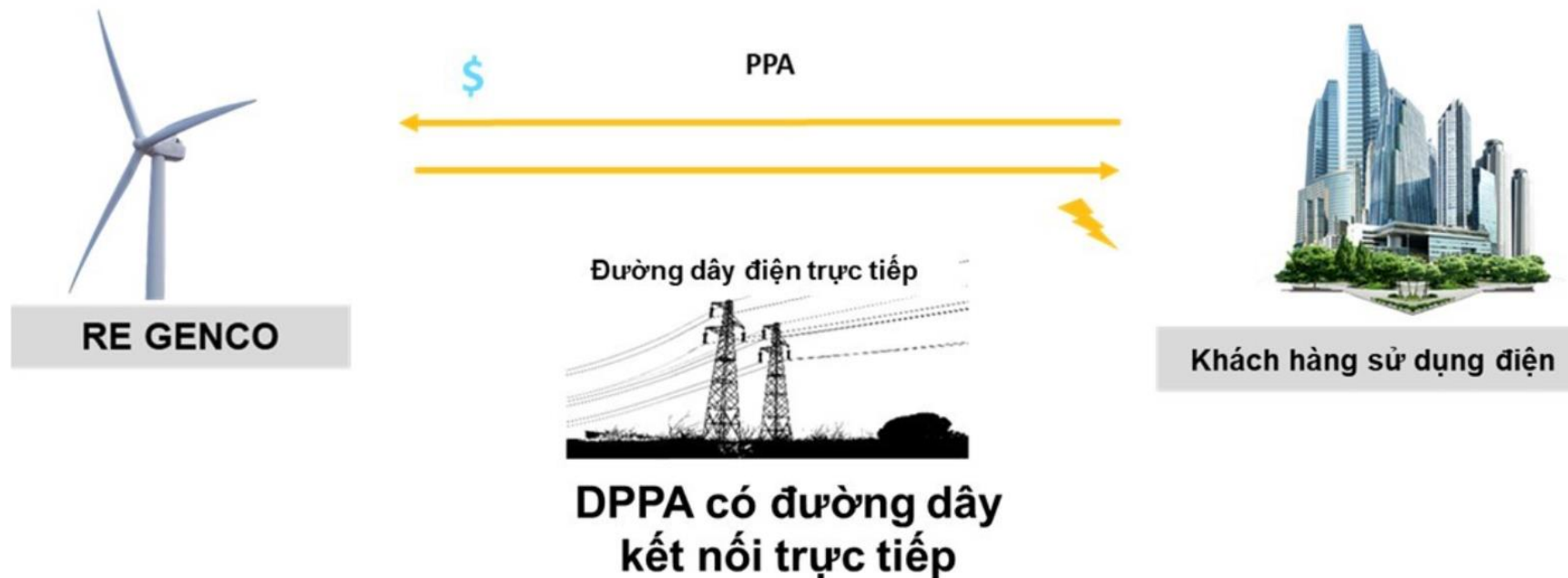
Năng lượng tái tạo: Khẩn trương hoàn thiện các chính sách quan trọng

Trong 2023-25, cơ chế DPPA cho NLTT là một trong những chính sách quan trọng cần ban hành, hiện tại có hai phương án chính đang được đưa ra thảo luận, tuy nhiên, dù là phương án nào vẫn cần một giai đoạn thí điểm trung gian để đánh giá hiệu quả của chính sách.

Phương án 1: Mua bán điện trực tiếp qua đường dây riêng

Các bên ký kết DPPA để giao nhận điện thông qua đường dây kết nối trực tiếp mà không thông qua lưới điện quốc gia. Trong phương án này, bên cung ứng điện được đề xuất là các nhà máy điện NLTT (bao gồm điện gió, điện mặt trời, điện mặt trời áp mái, điện rác và điện sinh khối), không giới hạn về công suất. Khách hàng và bên phát điện sẽ tự thỏa thuận về sản lượng và giá bán, thường đàm phán trên cơ sở giá bán lẻ điện do nhà nước quy định.

Sơ đồ theo phương án mua bán điện trực tiếp qua đường dây riêng

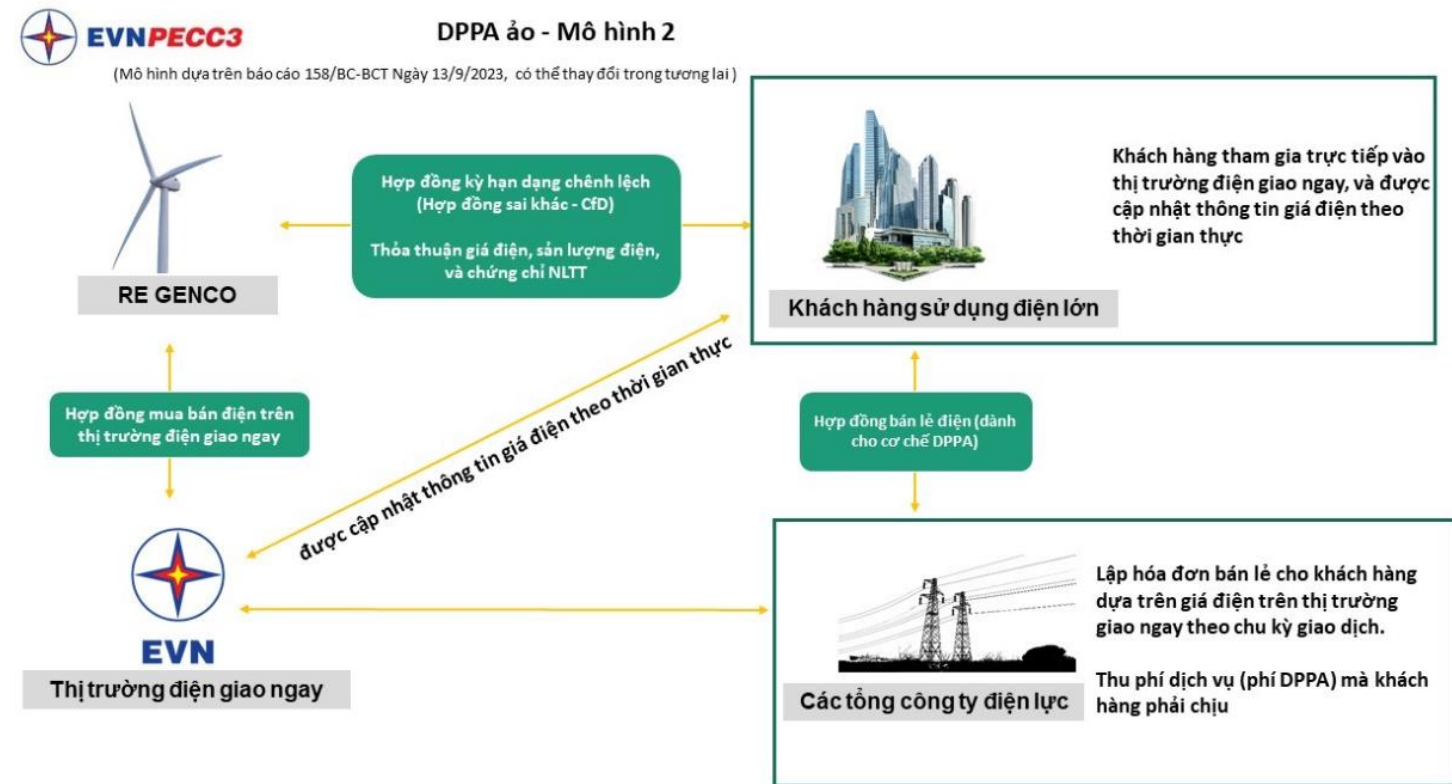


Về lợi ích cho nhóm nhà máy điện, DPPA tạo ra môi trường kinh doanh thuận lợi, nâng cao năng lực cạnh tranh, hỗ trợ đa dạng hóa tệp khách hàng và là động lực để các doanh nghiệp mở rộng công suất, đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của thị trường

Phương án 2: Mua bán điện trực tiếp qua lưới điện quốc gia

Bên mua và bên bán sẽ thực hiện ký kết mua bán điện thông qua lưới điện của EVN và 3 bên sẽ ký với nhau những hợp đồng sau:

- Đơn vị phát điện và EVN sẽ làm hợp đồng thanh toán thông qua thị trường điện giao ngay. Giá trên thị trường điện giao ngay là giá thị trường điện toàn phần (FMP) được xác định bằng giá điện năng (SMP) cộng với giá công suất (CAN)
- Khách hàng lớn đồng thời thanh toán theo giá thị trường điện, cộng thêm các chi phí dịch vụ DPPA bao gồm (Phí truyền tải điện + Phí phân phối + Phí điều độ + các chi phí phụ trợ khác).
- Đơn vị mua điện và phát điện sẽ ký kết hợp đồng kỳ hạn (CfD), cam kết các nội dung về sản lượng điện và giá hợp đồng do hai bên tự thỏa thuận. Về phương án thanh toán, hai bên thực hiện thanh toán theo hợp đồng, bằng mức chênh lệch giữa giá hợp đồng (Pc) và giá FMP (giá tham chiếu)



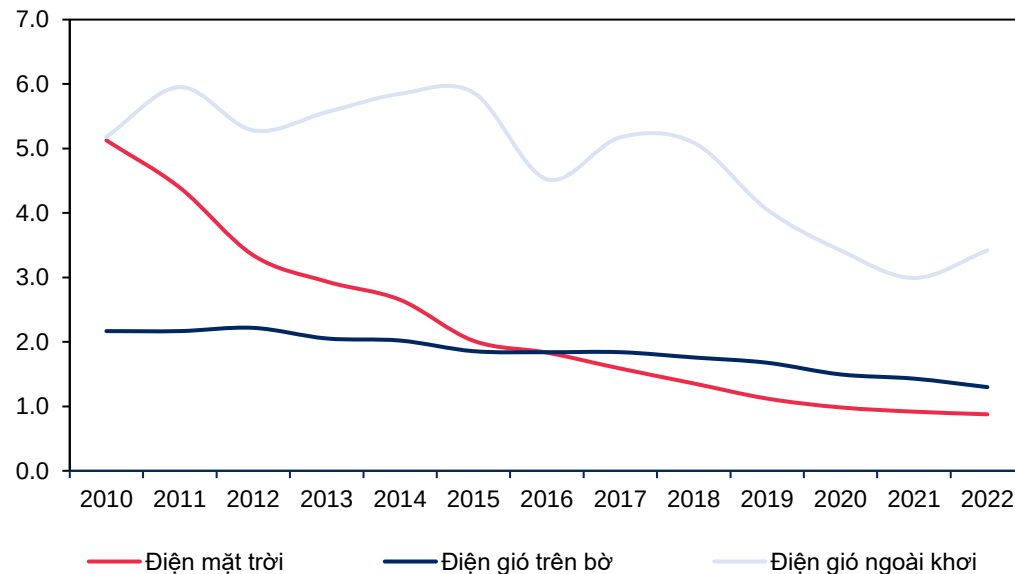
Năng lượng tái tạo: Khẩn trương hoàn thiện các chính sách quan trọng



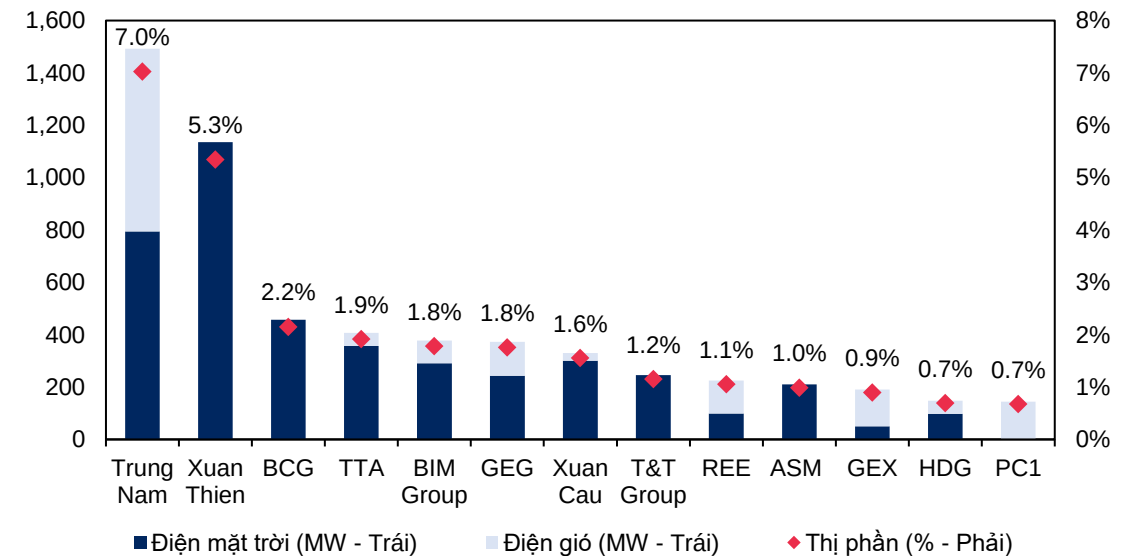
Triển vọng ngành tích cực khi các chính sách được đẩy nhanh cùng chi phí đầu tư đang có xu hướng giảm và hiệu suất cải thiện

- Theo báo cáo mới nhất của IRENA, chi phí LCOE của điện NLTT đặc biệt là điện gió và điện mặt trời đang giảm mạnh giai đoạn 2010-22, hỗ trợ bởi hai yếu tố chính, chi phí thiết bị giảm và hệ số khả dụng của nhà máy tăng lên do cải tiến công nghệ.
- Những doanh nghiệp có năng lực và kinh nghiệm triển khai dự án quy mô, sở hữu những nhà máy có sản lượng phát điện hiệu quả, suất đầu tư hợp lý, và khả năng huy động vốn rẻ sẽ hưởng lợi trong giai đoạn tới bao gồm HDG, REE, GEG, PC1.

Theo báo cáo mới nhất của IRENA, chi phí lắp đặt thiết bị đang trên đà giảm mạnh qua các năm 2010-2022 (Đơn vị: Triệu USD/MW)

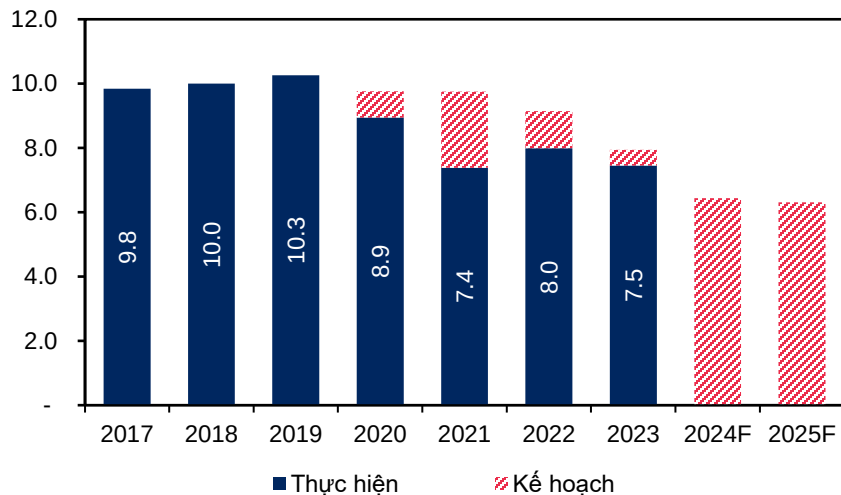


Các doanh nghiệp có kinh nghiệm triển khai dự án điện gió như REE, GEX, GEG, và có năng lực huy động vốn rẻ như PC1, HDG sẽ có lợi thế trong giai đoạn tới

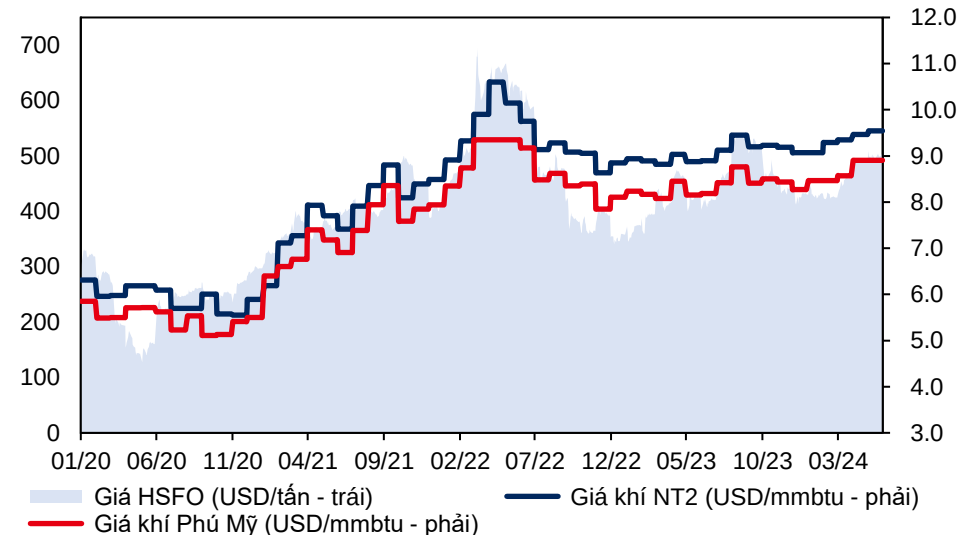


Điện khí: LNG là xu hướng tất yếu trong trung dài hạn

Tình hình cấp khí đang sụt giảm mạnh qua các năm, liên tục không đạt kế hoạch năm từ 2020, chúng tôi dự phóng sản lượng khí cấp năm 2024-25 sẽ tiếp tục giảm svck (Đơn vị: tỷ m3)



Giá khí giảm so với mức đỉnh 2022, nhưng vẫn neo ở mức cao so với trung bình quá khứ, chúng tôi cho rằng nền giá cao sẽ duy trì trong 2024-25 do chi phí các mỏ mới ngày càng đắt đỏ



Danh sách một số mỏ khí đang được triển khai, dự kiến dòng khí bổ sung từ các mỏ mới chỉ có thể khả thi từ cuối 2026

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng (m3)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID			Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Sư Tử Trắng - GĐ2B	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/25: HĐ hiện tại hết hạn		Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Lập KH phát triển mỏ			Dự kiến dòng khí đầu tiên			
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4,600	150 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mỏ						Dự kiến dòng khí đầu tiên
Báo Vàng - Báo Đen	Bể Sông Hồng	1,321	58 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						
Kèn Bầu	Bể Sông Hồng	n/a	200-250 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						

Nguồn: GAS, GENCO3, NT2, MBS Research

- Huy động điện khí vẫn gặp nhiều khó khăn trong 2024-25, do nguồn cung khí giảm sút và giá khí neo cao. Các nguồn khí bổ sung từ mỏ mới (Nam Du – U Minh, Sư Tử Trắng) sẽ đi vào hoạt động sớm nhất cuối 2026-27.
- Trong T5/24, Bộ Công Thương ban hành khung giá chính thức cho điện khí LNG, với mức giá trần đạt 2,590.85 VND/kWh, dựa trên giả định giá khí 12.9 USD/mmBtu. Chúng tôi cho rằng chính sách mới cởi bỏ được vướng mắc trong đàm phán hợp đồng các nhà máy điện, đồng thời vẫn có thể đảm bảo tính khả thi kinh tế cho các dự án, hỗ trợ đẩy nhanh tiến độ đàm phán PPA với EVN cho các chủ đầu tư trong năm nay.

Về dài hạn, điện khí sẽ là một trong những mũi nhọn phát triển chính theo QHĐ8 từ nay đến 2035:

Danh sách các dự án điện khí nổi bật trong giai đoạn 2024-35 theo kế hoạch thực hiện QHĐ8

Nhà máy	Công suất (MW)	Tiến độ dự kiến	Chủ đầu tư	Tiến độ
Điện khí LNG				
Nhơn Trạch 3&4	1,600	2024-25	PVPower	Đang thi công
LNG Hiệp Phước 1	1,200	2025	Công ty TNHH Hải Linh	Đang thi công
LNG Bạc Liêu	2,400	2027-29	Delta Offshore Energy	Đang lập FS
LNG Quảng Ninh 1	1,500	2028-29	PVPower - Colavi - Tokyo Gas - marubeni	Đang lập FS
LNG Thái Bình	1,500	2029		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Nghi Sơn	1,500	2029-30		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Quỳnh Lập	1,500	2029-30		
LNG Quảng Trạch	1,500	2029-30	EVN	
LNG Hải Lăng	1,500	2028-29	Tập đoàn T&T - Hanwha - Kospo - Kogas	Đang lập FS
LNG Cà Ná	1,500	2029-30		Đang lựa chọn nhà đầu tư
LNG Sơn Mỹ 2	2,250	2027-29	Tập đoàn AES	Đang lập FS
LNG Sơn Mỹ 1	2,250	2027-29	EDF - Sojitz - Kyushu - Pacific Group	Đang lập FS
LNG Long Sơn	1,500	2031-35	PGV - TTC - TV2 - Mitsubitshi - GE - GTPP	
LNG Long An 1	1,500	2021-30	VinaCapital - GE	Đang lập FS
LNG Long An 2	1,500	2031-35	VinaCapital - GE	
Điện khí nội địa				
Ô Môn III, IV (Lô B)	2,100	2028-30	PVN	PVN nhận bàn giao hồ sơ từ T6/23, đang lập GSA
Ô Môn II (Lô B)	1,050	2027	Vietracimex - marubeni	
Dung Quất 1,2,3 (CVX)	2,250	2028		
Miền Trung 1,2 (CVX)	1,500	2030	PVN	

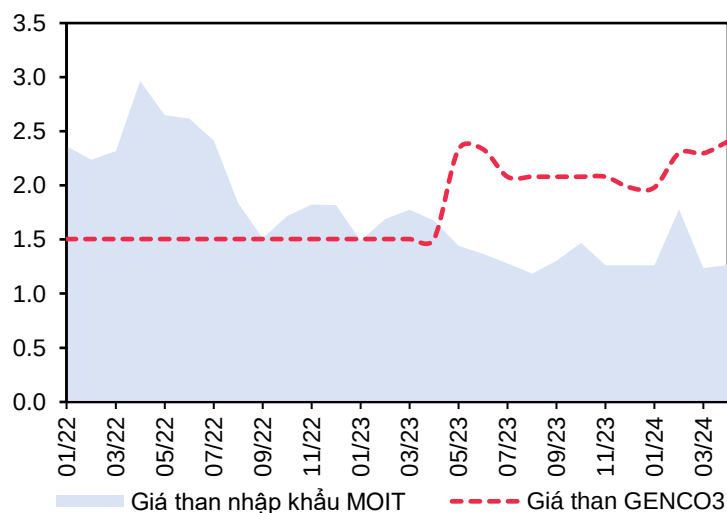
- Vai trò của LNG càng trở nên quan trọng hơn trong bối cảnh cấp khí nội địa giảm sút. Hiện tại, những dòng khí nhập về khoảng 270.000 tấn đang dao động ở mức giá 12-14USD/mmbtu (cao hơn 30-50% giá khí nội địa hiện tại), chủ yếu phục vụ cho công tác chạy thử của Nhơn Trạch 3&4, cũng như làm nguồn khí dự phòng cho nhiệt điện Phú Mỹ 3 trong cao điểm Q2-Q3/24.
- Về tình hình triển khai dự án, hiện tại cơ chế giá điện khí LNG được ban hành sẽ hỗ trợ tích cực tiến độ đàm phán PPA các nhà máy đầu tiên đang trong giai đoạn thi công như Nhơn Trạch 3&4 và LNG Hiệp Phước 1. Giai đoạn 2024-35, chúng tôi đánh giá cao những doanh nghiệp đang tham gia vào chuỗi giá trị điện khí LNG bao gồm các doanh nghiệp đầu tư hạ tầng như GAS cũng như những doanh nghiệp phát triển dự án điện như POW, PGV.

Điện than: Triển vọng huy động sản lượng tích cực trong 2024-25

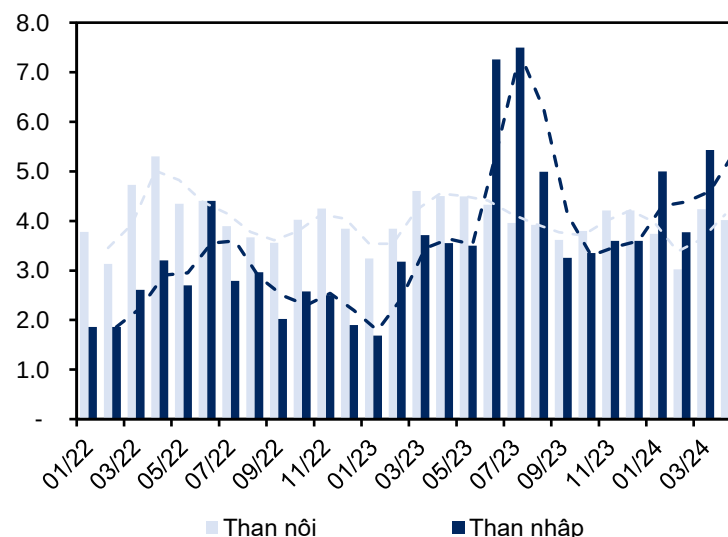
Chúng tôi duy trì triển vọng khả quan nhóm điện than, đặc biệt các doanh nghiệp điện than tại miền Bắc trong 2024-25

- Trong 2024-25, chúng tôi cho rằng xu hướng huy động điện than, đặc biệt là các nhà máy điện than tại miền Bắc sẽ tiếp tục duy trì do 1) Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện tại miền Bắc cao nhất cả nước, gây áp lực lên nguồn cung trong bối cảnh tăng trưởng nguồn điện tại khu vực thấp hơn nhiều so với tăng trưởng tiêu thụ điện; 2) Giá than nhập khẩu đang có xu hướng giảm, hỗ trợ giá bán điện. Theo đó, chúng tôi cho rằng QTP, HND, PPC sẽ hưởng lợi trong 2024.
- Về dài hạn, điện than sẽ không còn là mũi nhọn phát triển do phát thải cao và khả năng thu xếp vốn khó khăn. Từ nay đến 2030 sẽ chỉ còn 6 dự án điện than được triển khai, chủ yếu là các dự án BOT, trong đó, một số dự án đang được triển khai và sẽ sớm đi vào hoạt động như BOT Quảng Trạch 1 (1,403MW), và Na Dương 2 (110MW). Ngoài ra, đối với 6 dự án nằm trong diện gặp rủi ro trong công tác thu xếp vốn, Bộ Công thương xem xét chấm dứt hợp đồng nếu các dự án này không đủ khả năng triển khai đến hết T6/2024.

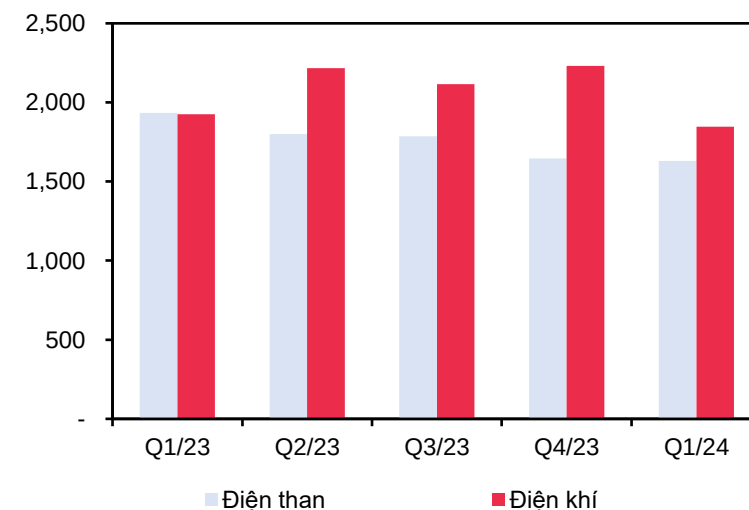
Giá than có xu hướng tăng trở lại từ đầu năm, tuy nhiên vẫn thấp hơn giá thành nhiên liệu khí (Đơn vị: triệu đồng)



Nguồn than 2024 sẽ được đảm bảo khi TKV tăng cường nhập khẩu than đảm bảo cho điện từ Q3/23 (Đơn vị: tỉ tấn)



Giá bán điện than có xu hướng thấp hơn giá bán điện khí trong Q1/24, hỗ trợ khả năng huy động của nhóm (Đơn vị: đ/kWh)



Thủy điện chính thức bước ra khỏi pha El Nino từ Q2/24



Theo IRI, pha El Nino đã kết thúc từ Q2/24, và pha La Nina có thể quay trở lại từ T8/24 với xác suất xảy ra cao nhất. Chúng tôi cho rằng nhóm thủy điện sẽ có thể được huy động tốt hơn ngay trong Q2/24 so với thấp điểm quý 1, giai đoạn các nhà máy thực hiện tích nước tối đa để phục vụ cho cao điểm mùa nóng. Hiện tại các hồ thủy điện đang duy trì mực nước cao và trong trạng thái sẵn sàng huy động. Hơn nữa, nhóm thủy điện có thể duy trì sản lượng huy động tích cực trong nửa cuối 2024 sang 2025, khi pha La Nina thường kéo dài từ 15-18 tháng. Hơn nữa, với tính chất giá rẻ, thủy điện thường được cân đối huy động ở mức tối đa.

Mặc dù ảnh hưởng của El Nino vẫn kéo dài đến hết Q1/24, nhiều khu vực hồ thủy điện duy trì mức nước cao chủ yếu do A0 không huy động, các nhà máy – đặc biệt tại Bắc Bộ phải tích nước để chuẩn bị cho mùa cao điểm tiêu thụ điện Q2-Q3/24

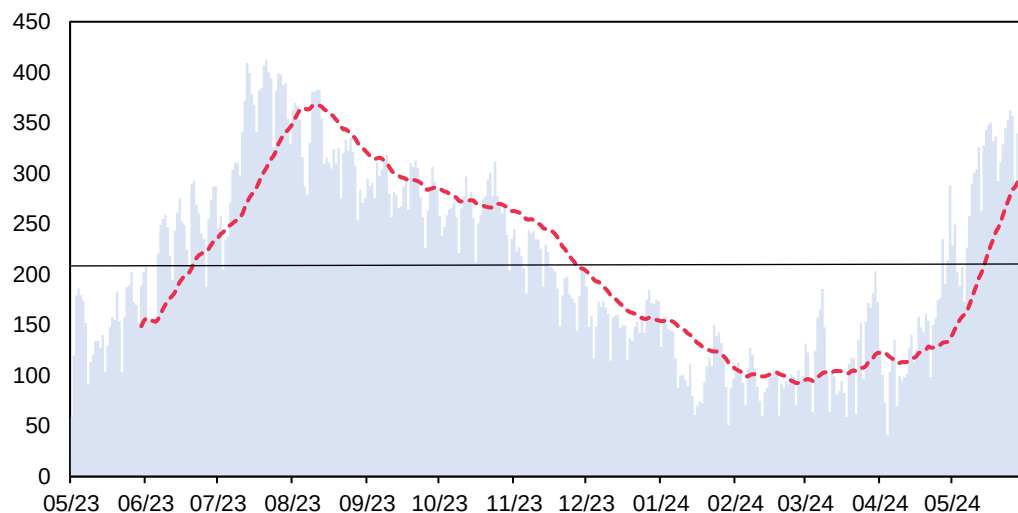
		T1/22	T2/22	T3/22	T4/22	T5/22	T6/22	T7/22	T8/22	T9/22	T10/22	T11/22	T12/22	T1/23	T2/23	T3/23	T4/23	T5/23	T6/23	T7/23	T8/23	T9/23	T10/23	T11/23	T12/23	T1/24	T2/24	T3/24	T4/24	T5/24	
Tây Bắc Bộ	Sơn La	22.5%	21.6%	20.7%	20.6%	18.4%	15.7%	13.7%	12.6%	17.7%	22.1%	21.3%	21.7%	19.7%	18.7%	17.3%	13.9%	3.2%	1.9%	10.1%	16.5%	18.5%	22.2%	22.8%	22.7%	22.8%	22.7%	22.6%	21.2%	20.5%	
	Hòa Bình	37.3%	33.0%	34.4%	33.5%	31.9%	33.6%	30.4%	24.7%	35.4%	44.1%	43.3%	42.9%	43.7%	38.3%	36.3%	39.2%	38.4%	28.7%	21.4%	33.0%	40.6%	44.9%	45.9%	45.8%	44.7%	42.4%	41.4%	42.1%	37.1%	
	Thác Bà	17.6%	15.1%	13.2%	10.4%	9.2%	13.7%	15.5%	18.8%	23.7%	26.0%	25.7%	24.8%	21.3%	15.2%	11.7%	7.1%	1.0%	0.5%	5.1%	11.5%	16.5%	21.4%	21.6%	22.2%	20.6%	16.8%	16.1%	15.9%	15.6%	
	Bản Chát	10.1%	9.8%	9.2%	8.3%	7.1%	9.1%	10.0%	8.8%	8.9%	9.4%	9.6%	9.6%	9.1%	8.3%	6.4%	3.2%	1.3%	1.3%	4.3%	8.3%	9.7%	10.0%	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%	9.8%	8.8%	7.8%	
Bắc Trung Bộ	Bản Vẽ	25.9%	23.8%	22.4%	19.0%	14.9%	13.0%	10.7%	14.2%	22.4%	28.0%	28.5%	27.6%	25.1%	21.3%	18.0%	13.7%	7.2%	1.3%	1.1%	21.3%	25.8%	28.1%	28.5%	28.7%	27.7%	25.9%	24.3%	22.5%	20.0%	
	Quảng Trị	6.2%	5.8%	5.2%	4.8%	4.1%	3.4%	2.3%	1.2%	1.2%	4.3%	5.9%	6.5%	6.4%	5.9%	5.3%	4.4%	3.4%	2.5%	0.8%	0.3%	0.6%	3.3%	5.9%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.4%	6.2%	
	Trung Sơn	5.3%	5.3%	2.8%	1.7%	2.3%	5.6%	1.9%	-0.5%	-0.3%	1.6%	1.0%	4.8%	3.5%	-0.3%	-1.6%	-1.7%	-2.2%	1.9%	0.6%	0.0%	-0.1%	4.3%	6.1%	5.7%	6.1%	5.9%	4.8%	3.7%	5.8%	
Nam Trung Bộ	Vinh Sơn A	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	
	Vinh Sơn B	1.5%	1.5%	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	
	Sông Ba Hạ	2.9%	3.0%	2.7%	2.3%	2.6%	2.4%	1.5%	2.2%	1.8%	1.9%	2.3%	3.7%	3.4%	3.0%	2.7%	1.8%	1.2%	2.0%	1.9%	1.8%	1.2%	1.7%	1.9%	3.4%	3.7%	3.7%	3.4%	2.8%	2.6%	
	A Vương	11.3%	10.8%	9.9%	10.3%	9.5%	9.0%	8.3%	7.1%	6.0%	10.4%	10.0%	11.1%	11.6%	11.0%	10.1%	7.4%	6.3%	6.7%	5.2%	4.0%	2.8%	6.3%	10.8%	11.6%	11.5%	11.2%	10.6%	10.0%	8.7%	
	Sông Hinh	6.2%	6.6%	6.4%	6.6%	6.6%	6.5%	5.8%	5.3%	5.2%	5.4%	6.1%	6.6%	6.6%	6.6%	6.5%	5.8%	5.0%	4.3%	3.2%	1.9%	1.1%	1.8%	5.4%	6.6%	6.6%	6.3%	6.1%	5.5%	5.0%	
	Sông Bung 2	6.7%	6.5%	5.8%	5.7%	6.0%	6.4%	5.9%	4.4%	3.0%	5.9%	5.7%	6.6%	6.6%	6.1%	5.8%	5.3%	5.5%	4.8%	3.5%	2.8%	1.3%	4.8%	6.1%	6.9%	6.9%	6.8%	6.2%	5.7%	5.1%	
Tây Nguyên	Buôn Kuốp	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%	0.6%	0.5%	0.6%	
	Srêpốk 3	1.3%	1.1%	1.1%	0.7%	0.9%	1.3%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	0.7%	0.7%	0.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.4%	1.3%	0.9%	0.4%	0.8%	1.3%	1.1%	
	An Khê	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	
	Pleikrông	6.1%	6.0%	6.1%	6.0%	4.6%	1.9%	1.4%	2.6%	4.0%	6.0%	5.9%	6.1%	6.0%	5.7%	5.4%	4.4%	3.1%	1.7%	1.8%	4.7%	5.8%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	5.5%	4.9%	4.7%
	Ialy	4.7%	4.0%	2.7%	1.4%	2.2%	2.9%	2.4%	2.3%	3.9%	4.9%	4.4%	4.4%	4.3%	3.6%	2.2%	1.3%	0.7%	2.6%	2.2%	3.8%	4.4%	4.9%	5.0%	4.7%	3.6%	2.5%	2.1%	1.6%	1.5%	
	Đồng Nai 3	3.4%	3.0%	2.5%	2.0%	1.8%	1.4%	1.3%	1.4%	1.8%	2.6%	3.1%	3.3%	3.2%	2.7%	2.3%	1.4%	0.4%	0.3%	0.8%	1.9%	2.4%	3.1%	3.5%	3.5%	3.3%	3.1%	2.9%	2.5%	1.9%	
	Sê San 4	2.1%	1.1%	1.1%	1.4%	0.7%	0.6%	1.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%	1.8%	1.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.5%	-59.5%	2.0%	2.1%	2.1%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	0.9%	0.2%	
	Hàm Thuận	4.9%	4.2%	3.4%	2.6%	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%	3.8%	4.3%	4.5%	4.3%	3.7%	2.9%	1.8%	1.1%	1.4%	1.9%	4.4%	4.8%	5.1%	5.2%	5.2%	5.1%	4.6%	4.1%	3.3%	2.5%	
	Đa Mi	0.4%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.6%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	
Đông Nam Bộ	Trị An	22.9%	22.6%	21.7%	20.1%	13.2%	6.7%	6.7%	12.4%	17.1%	20.1%	18.0%	17.6%	17.3%	15.7%	12.9%	5.9%	2.8%	6.6%	10.5%	21.5%	22.4%	23.1%	23.0%	23.7%	23.7%	23.0%	22.0%	19.9%	16.1%	
	Thác Mơ	9.3%	8.2%	7.3%	5.8%	4.5%	3.9%	5.2%	7.9%	9.1%	9.8%	9.9%	9.4%	8.7%	7.7%	6.6%	4.9%	1.8%	0.8%	2.7%	7.7%	9.2%	-12.1%	10.1%	10.0%	9.6%	8.9%	8.1%	7.0%	5.7%	

Thủy điện chính thức bước ra khỏi pha El Nino từ Q2/24

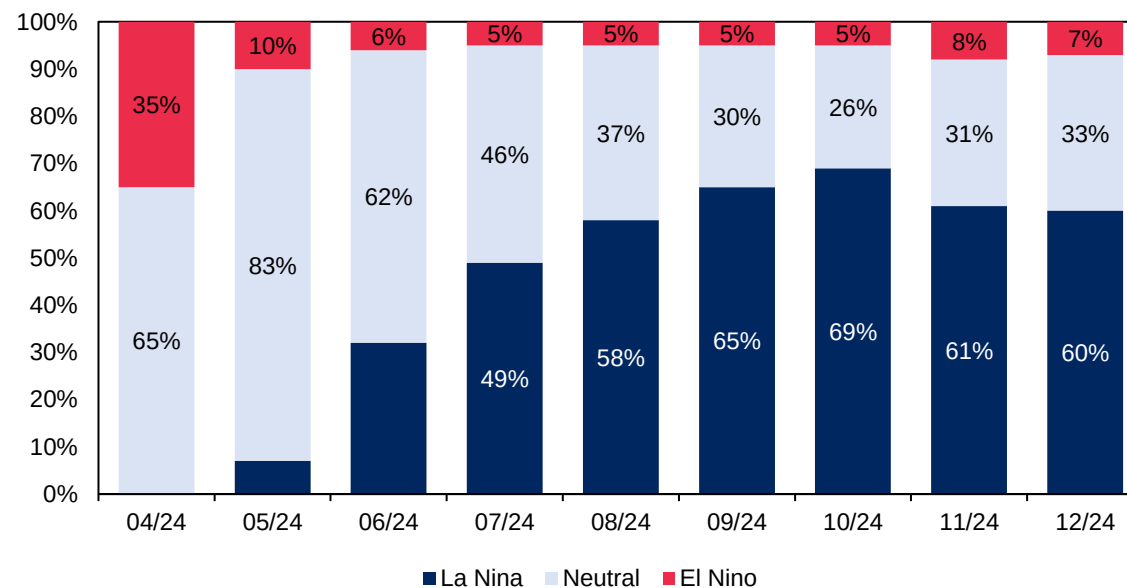
Chúng tôi cho rằng một số doanh nghiệp sở hữu thủy điện nhỏ như PC1, GEG, HDG sẽ hưởng lợi toàn diện nhất

- Mặt khác, giá bán thủy điện có thể sẽ giảm svck ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu các nhà máy. Nguyên nhân chính đến từ quyết định tăng tỉ lệ Qc thủy điện từ 90% lên 98% trong 2024, đồng nghĩa với việc tỉ lệ Qm giảm từ 10% xuống 2%, giảm dư địa huy động sản lượng giá cao trên thị trường điện.
- Chúng tôi cho rằng việc giảm Qm thủy điện là một phương án để A0 kiểm soát tốt hơn hoạt động điều độ các nhà máy, tránh xảy ra tình trạng thiếu điện như nửa đầu năm 2023. Tuy nhiên, triển vọng giá điện nhóm thủy điện nhỏ (< 30MW) vẫn duy trì do hưởng lợi từ biểu phí tránh được và các nhà máy không huy động trên thị trường điện. Theo đó, một số doanh nghiệp có tỉ trọng thủy điện nhỏ cao như HDG, PC1, GEG có thể sẽ hưởng lợi trong năm nay.

Sản lượng thủy điện cải thiện dần từ Q2/24 và đặc biệt tang mạnh từ T5-6/24 (Đơn vị: triệu kWh)



Theo IRI, dự kiến pha La Nina có thể quay trở lại từ tháng 7-8/2024



Dự phóng KQKD các doanh nghiệp ngành điện trong danh mục theo dõi

Chúng tôi lựa chọn POW và REE cho chiến lược đầu tư dài hạn ngành điện

Tỷ đồng	PC1			POW			REE			HDG			NT2			QTP		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	7,803	9,925	10,951	27,945	31,507	46,305	8,579	9,421	9,920	2,882	3,333	3,724	6,386	6,035	7,151	12,058	12,091	11,760
%svck	-6.6%	27.2%	10.3%	-1.0%	12.7%	47.0%	-8.5%	9.8%	5.3%	-19.5%	15.7%	11.8%	-27.3%	-5.5%	18.5%	15.8%	0.0%	0.0%
LN gộp	1,574	2,030	2,246	2,183	2,278	4,004	3,710	3,598	3,852	1,716	2,189	2,393	510	(28)	352	817	1,106	1,527
Biên LN gộp (%)	20.2%	20.5%	20.5%	7.8%	7.2%	8.6%	43.2%	38.2%	38.8%	59.5%	65.7%	64.3%	8.0%	-0.5%	4.9%	6.8%	9.1%	13.0%
EBITDA	1,958	2,293	2,490	4,213	4,416	6,436	4,180	4,281	4,533	1,920	2,422	2,681	1,129	599	786	1,565	1,592	1,416
Biên EBITDA (%)	25.1%	23.1%	22.7%	15.1%	14.0%	13.9%	48.7%	45.4%	45.7%	66.6%	72.7%	72.0%	17.7%	9.9%	11.0%	13.0%	13.2%	12.0%
LN ròng	137	583	858	1,075	1,185	1,690	2,188	2,304	2,549	712	995	1,240	473	(64)	267	612	816	1,181
%svck	-70.3%	327.2%	47.0%	-47.8%	10.2%	42.6%	-18.7%	5.3%	10.6%	-35.1%	39.9%	24.6%	-46.4%	na	-517.5%	-19.9%	33.4%	44.7%
EPS (đ/cp)	439	1,876	2,758	459	506	721	4,656	4,903	5,424	2,142	3,028	3,745	1,643	(222)	928	1,360	1,723	2,493
BVPS (đ/cp)	19,777	22,247	25,548	14,589	15,280	16,960	41,174	46,125	51,812	19,635	21,680	25,989	15,066	13,307	12,750	13,286	14,102	15,706
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	(25,272)	(23,151)	(22,725)	(789)	(5,604)	(7,529)	(14,016)	(8,705)	(1,981)	(15,675)	(12,081)	(9,939)	4,753	6,663	6,904	1,964	1,922	1,987
Nợ/VCSH	1.8	1.7	1.6	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7	0.5	0.9	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	0.2	0.0	(0.0)
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	2.4%	2.4%	3.2%	3.2%	3.2%	6.5%	6.5%	6.5%	8.6%	8.6%	8.6%
ROAE (%)	2.2%	8.4%	10.8%	3.6%	3.8%	5.1%	11.3%	10.6%	10.5%	11.9%	15.0%	15.6%	10.9%	-1.7%	7.3%	10.2%	12.9%	16.7%
ROAA (%)	0.7%	2.7%	3.7%	1.7%	1.6%	1.9%	6.4%	6.4%	6.7%	4.9%	6.4%	7.3%	6.7%	-1.0%	4.3%	7.6%	11.3%	15.1%

Chúng tôi chọn POW & REE

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
REE	Khả quan	73,000	- Sở hữu dòng tiền dồi dào (CFO/Doanh thu >15% từ 2018-23) nhờ tập trung vào các mảng kinh doanh tiện ích như điện, nước, cho thuê văn phòng. Nguồn tiền dồi dào, tài chính lành mạnh giúp REE chủ động trong việc quyết định các thương vụ tiếp theo, đặc biệt khi doanh nghiệp có tham vọng đầu tư các dự án điện gió ngoài khơi quy mô lớn trong dài hạn. - Danh mục thủy điện – danh mục có quy mô đầu tư lớn nhất ghi nhận KQKD giảm sút trong 2023-Q1/24, dự kiến mảng sẽ ghi nhận sự phục hồi từ Q2/24 theo tăng cường huy động từ A0 cùng với La Nina dự kiến quay trở lại từ Q3-Q4/24. - E.Town 6 – tòa nhà văn phòng mới đi vào hoạt động từ Q3/24 cùng với bàn giao dự án nhà ở thấp tầng Thái Bình Light Square sẽ hỗ trợ tăng trưởng LN ròng trong 2024-25 lần lượt 5.3% svck/10.6% svck. - REE có chất lượng tài sản và khả năng sinh lời tốt, đồng thời doanh nghiệp có vị thế lớn do có kế hoạch đầu tư các dự án quy mô lớn, hỗ trợ tăng trưởng dài hạn như điện gió ngoài khơi
POW	Khả quan	16,800	- Doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ chiến lược đầu tư dài hạn của Chính phủ, tập trung phát triển điện khí LNG từ nay đến 2035. POW có cơ hội thuận lợi để nâng cao vị thế nhờ kế hoạch đầu tư các dự án điện khí LNG quy mô lớn, được điểm tên trong danh sách các dự án trọng điểm quốc gia bao gồm LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,600MW – GĐ 2024-25) và LNG Quảng Ninh (1,500MW – GĐ 2028-29). - LN ròng năm 2024 tăng nhẹ 10% svck từ nền thấp năm 2023, đặc biệt cải thiện mạnh từ Q2/24 sau giai đoạn quý 1 khá ảm đạm nhờ: 1) Huy động sản lượng điện khí phục hồi vào mùa cao điểm phụ tải, và các nhà máy của POW không có lịch bảo dưỡng lớn trong năm 2024; 2) Vững Áng 1 hoạt động hết công suất từ T8/23, hiện đang vận hành ở mức công suất tối ưu do nhu cầu tăng đột biến ở khu vực miền Bắc. - POW ghi nhận mức tăng giá cổ phiếu ấn tượng trong T6/24, thúc đẩy bởi khung giá điện khí LNG được ban hành vào đầu tháng. Do đó, hiện tại chúng tôi thấy dư địa tăng giá ngắn hạn của cổ phiếu không còn nhiều do mức giá hiện tại phản ánh triển vọng ngắn hạn của công ty. Tuy nhiên, nếu nhìn dài hạn, chúng tôi tin rằng triển vọng của POW vẫn duy trì, hỗ trợ bởi nhiều tiềm năng đánh giá lại giá trị cổ phiếu trong bối cảnh triển vọng nhóm điện khí LNG đang dần trở nên rõ ràng và tích cực hơn.
PC1	Khả quan	33,400	- Doanh nghiệp xây lắp hàng đầu, hưởng lợi từ dự án trọng điểm đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối với backlog ước tính ~3,000 tỷ. Doanh nghiệp là một trong số ít nhà thầu đảm nhận được các dự án quy mô lớn và phức tạp về mặt kỹ thuật, dự kiến sẽ hưởng lợi lớn nhờ khối lượng đầu tư cho truyền tải điện cao từ nay đến 2050. Ngoài ra, một số chính sách thúc đẩy hoạt động phát triển NLTT như khung giá mới và DPPA sẽ hỗ trợ vị thế của PC1 là nhà thầu điện gió EPC nổi bật từ 2025. - Trong 2024-25, PC1 ghi nhận tăng trưởng LN tốt đạt 150% CAGR, thúc đẩy bởi điểm rơi LN của một số mảng kinh doanh mới bao gồm 1) Hoạt động khai khoáng Niken vận hành đủ năm; 2) Ghi nhận LN từ bàn giao KCN Yên Phong IIA; 3) Thủy điện và xây lắp phục hồi từ nền thấp. - Về triển vọng các năm tới, PC1 tập trung mở rộng công suất thủy điện nhỏ với hai dự án Bạo Lạc A (30MW) và Thượng Hạ (18MW) dự kiến hoạt động trong 2026. Bên cạnh đó, doanh nghiệp đang đẩy nhanh kế hoạch triển khai KCN mới Nomura 2 (200ha) đồng thời tìm kiếm các cơ hội đầu tư KCN trong khu vực miền Nam. - Chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá của PC1 vẫn hiện hữu, nhưng lãi suất hạ nhiệt sẽ phần nào làm giảm áp lực chi phí tài chính cho doanh nghiệp.

Chúng tôi chọn POW & REE

HDG	Khả quan	32,300	- Doanh nghiệp có lợi thế huy động vốn rẻ hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành, hỗ trợ bởi năng lực triển khai dự án, sản lượng tối ưu và suất đầu tư rẻ. Có sự chủ động đàm phán với ngân hàng để hưởng những mức lãi suất hấp dẫn. - Dự kiến mảng thủy điện sẽ phục hồi từ nền thấp 2023 do pha El Nino dự báo sẽ kết thúc. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng LN 2024 đến từ mảng BDS do ghi nhận doanh thu từ Charm Villa. - Rủi ro từ hai dự án điện mặt trời sai phạm bao gồm Hồng Phong 4 và SP Infra 1 không quá nghiêm trọng.
QTP	KKN	NA	- Trong 2024, dự kiến sản lượng các nhà máy điện than, đặc biệt tại phía Bắc sẽ tiếp tục ghi nhận ở mức cao trong ít nhất 6 tháng đầu năm, hỗ trợ bởi nhu cầu phụ tải tăng cao vào mùa hè cũng như rủi ro thiếu điện luôn hiện hữu tại khu vực. - Biên LN gộp cải thiện do giá than trộn giảm, neo theo giá than nhập giảm mạnh từ mức cao. Rủi ro thiếu than thấp do nhà máy gần mỏ than, phí vận chuyển rẻ và TKV tăng cường nhập khẩu than từ Q3/23. - Giai đoạn 2024-25, ghi nhận LN đột biến do hết khấu hao thiết bị trong 2024 và hết khấu hao nhà máy trong 2025. - Tỉ suất cổ tức cao ~7-8%, doanh nghiệp có tiềm năng trả cổ tức cao hơn các năm tới, giai đoạn hết nợ và khấu hao cùng triển vọng huy động sản ổn định.
NT2	KKN	NA	- Triển vọng 2024-25 kém khả quan do khó khăn về nguồn khí Đông Nam Bộ, A0 giao sản lượng thấp trong cho NT2 và dự kiến doanh nghiệp có thể ghi nhận lỗ trong năm nay. - Dòng tiền cải thiện, phải thu giảm, hỗ trợ bởi tình hình tài chính EVN cải thiện sau khi tăng giá bán lẻ. Tuy nhiên, rủi ro thiếu khí hiện hữu do tình hình suy giảm sản lượng các mỏ nội địa. POW cùng các bên đang nghiên cứu cơ chế bổ sung LNG cho NT2 trong thời gian tới. - Lựa chọn hợp lý đầu tư cổ tức, tỉ suất cổ tức trung bình 7-8%.
TV2	KKN	NA	- Hưởng lợi lớn từ nhu cầu đầu tư truyền tải điện phục hồi trong 2024, trọng tâm là đường dây 500kV mạch 3 khi TV2 tham gia 3 trên 4 gói thầu tư vấn thiết kế chính. - Có kinh nghiệm trong hoạt động EPC các nhà máy điện NLTT, điện sinh khối, dự kiến sẽ được hưởng lợi từ 2025 sau khi khung giá cho NLTT được ban hành. - Triển vọng lớn nhất đến từ dự án nhiệt điện Sông Hậu 2 (2.120MW) với tổng mức đầu tư ~2.4 tỷ USD. TV2 liên danh cùng Sunway Construction (Malaysia) sẽ là nhà thầu EPC cho dự án. Nếu thành công triển khai, dự án sẽ đóng góp ~70-80% cho tăng trưởng doanh thu trong 2025-27. Trong trường hợp không đủ khả thi triển khai từ nay đến hết T6/24, dự án sẽ được xem xét hủy hợp đồng theo thông báo của Bộ Công Thương. Do đó, vẫn cần chờ thêm các thông tin chính thức về khả năng triển khai của dự án này

Bảng so sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CP	Giá thị trường Nội tệ	Giá mục tiêu Nội tệ	Khuyến nghị	Vốn hóa tr USD	P/E (lần)		P/BV (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
	Bloomberg					TTM	2024	Hiện tại	2024	TTM	2024	TTM	2024
Điện khí													
PVPower	POW VN	14,600	16,800	Khả quan	1,380.1	44.9	39.1	1.1	1.1	1.2	2.5	2.5	4.4
GENCO 3	PGV VN	25,150	NA	KKN	1,103.4	na	na	1.9	na	-0.3	na	-1.3	na
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	22,000	23,050	Trung lập	245.1	na	24.2	1.6	1.6	1.0	1.4	1.4	2.0
Trung bình						44.9	31.6	1.5	1.3	0.6	1.9	0.9	3.2
Trung vị						44.9	31.6	1.6	1.3	1.0	1.9	1.4	3.2
Điện than													
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	15,700	NA	KKN	306.4	17.6	13.3	1.3	1.3	5.5	7.8	7.1	10.2
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	17,000	NA	KKN	302.3	12.5	10.5	1.5	1.5	7.9	10.6	10.6	14.1
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	16,850	NA	KKN	195.9	10.0	8.5	1.1	0.9	8.0	10.6	10.1	13.3
Trung bình						13.4	10.8	1.3	1.2	7.1	9.7	9.3	12.5
Trung vị						12.5	10.5	1.3	1.3	7.9	10.6	10.1	13.3
Thủy điện													
Thủy điện Vĩnh Sơn - Sông Hinh	VSH VN	50,300	NA	KKN	460.3	22.5	na	2.5	na	5.3	na	10.2	na
CTCP Thủy điện Hòa Na	HNA VN	26,700	NA	KKN	242.6	37.8	na	1.9	na	4.4	na	4.9	na
CTCP Thủy điện Miền Trung	CHP VN	33,700	NA	KKN	193.4	18.9	na	2.5	na	8.7	na	12.7	na
Trung bình						26.4	na	2.3	na	6.1	na	9.3	na
Trung vị						22.5	na	2.5	na	5.3	na	10.2	na
Năng lượng tái tạo													
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN	14,200	NA	KKN	185.0	33.5	32.7	1.2	na	1.0	na	3.2	na
Doanh nghiệp đa ngành													
CTCP Cơ Điện Lạnh	REE VN	63,100	73,000	Khả quan	1,174.4	15.5	11.1	1.7	1.3	5.5	7.3	11.6	12.5
CTCP Tập đoàn Hà Đô	HDG VN	27,500	32,300	Khả quan	363.4	15.8	15.2	1.5	1.2	4.0	5.5	9.9	14.2
CTCP Tập Đoàn PC1	PC1 VN	29,350	33,400	Khả quan	345.2	47.4	23.8	1.7	1.4	1.0	2.2	3.6	11.5
CTCP Tập đoàn Bamboo Capital	BCG VN	8,650	NA	NA	271.9	76.8	na	0.7	na	0.1	na	0.9	na
Trung bình						38.9	16.7	1.4	1.3	2.7	5.0	6.5	12.7
Trung vị						31.6	15.2	1.6	1.3	2.5	5.5	6.7	12.5



Ngành Dầu khí

Chặng đường mới cho các doanh nghiệp thượng nguồn

[Quay lại Mục lục](#)

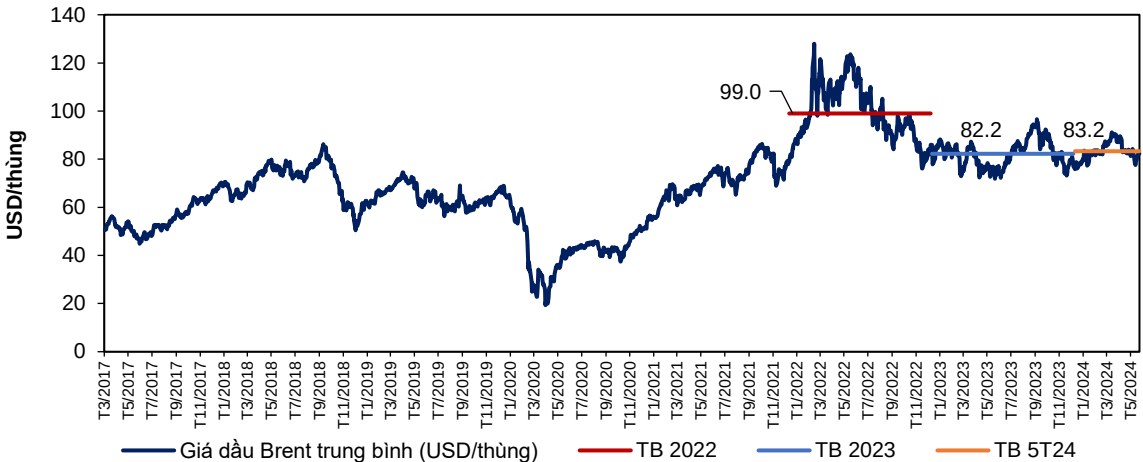
Chiến lược đầu tư 2H2024

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2024 ở mức 85 USD/thùng

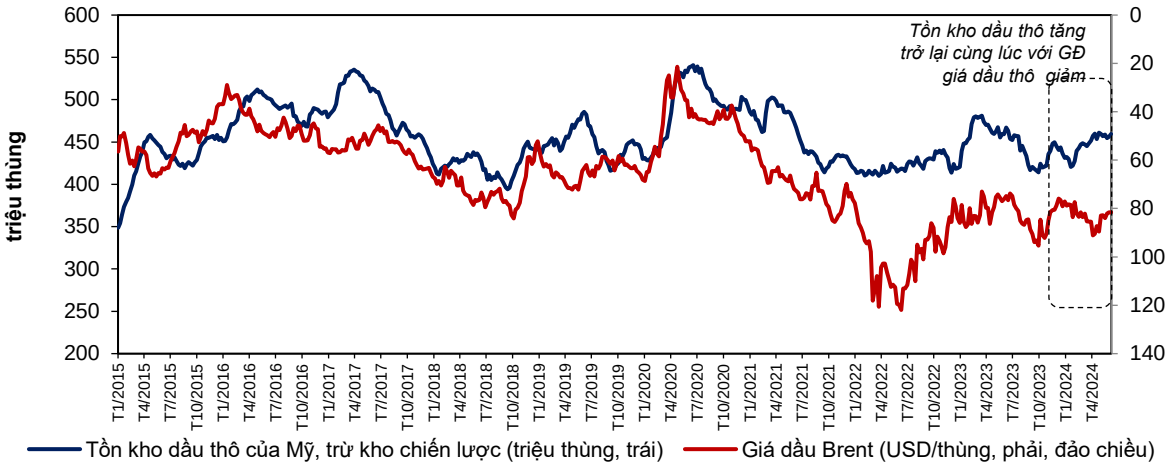


Lo ngại giá dầu giảm có thể bắt nguồn từ quyết định nới lỏng nguồn cung của OPEC kể từ Q4/2024

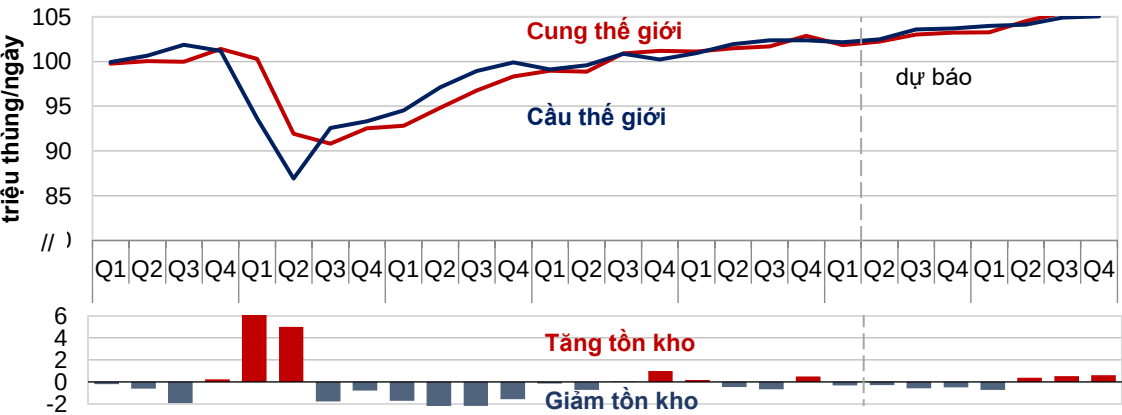
Giá dầu trung bình ở mức trên 80 USD/thùng trong nửa đầu 2024



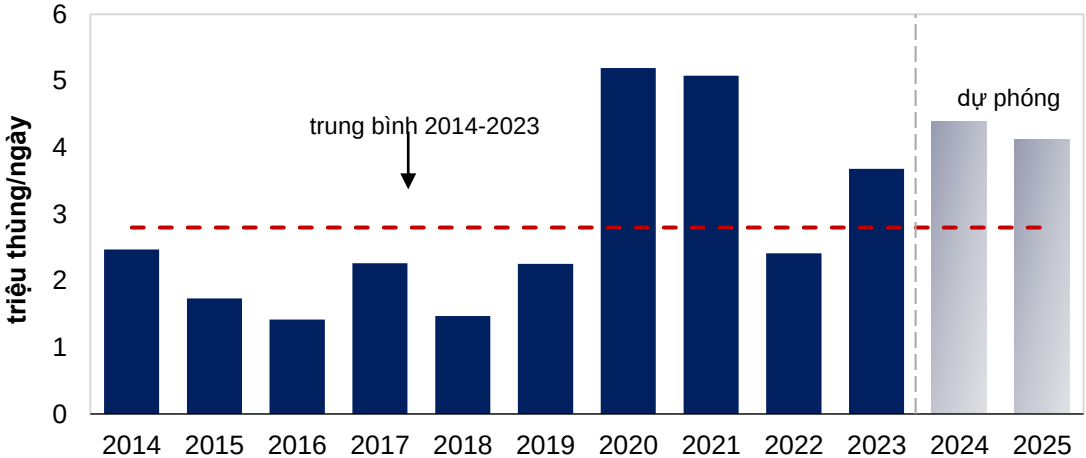
Tồn kho dầu thô tại Mỹ tăng trong bối cảnh nhu cầu chưa tăng mạnh



Tồn kho dầu thô toàn cầu có thể tiếp tục suy giảm đến hết Q1/2025



Dự báo thặng dư sản xuất dầu thô của OPEC



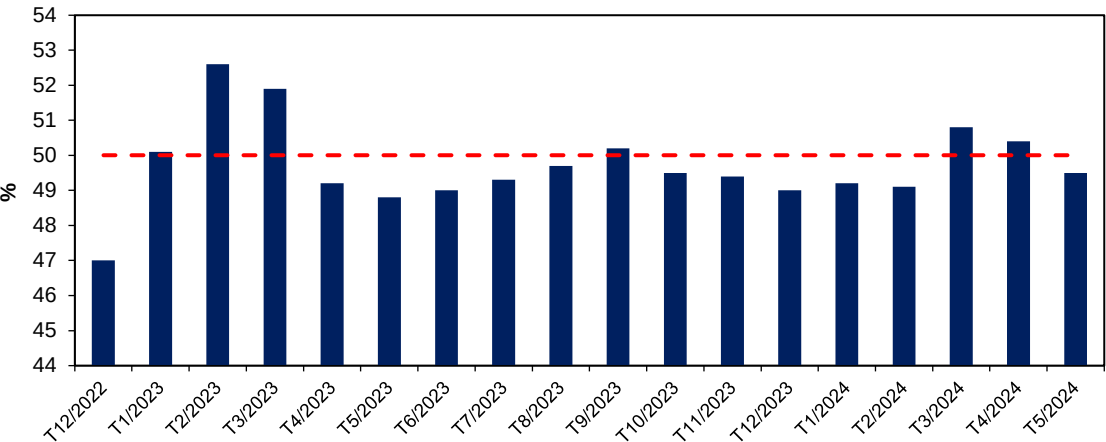
Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2024 ở mức 85 USD/thùng



Tuy nhiên, giá dầu có thể tiếp tục duy trì ở mức cao khi nhu cầu thế giới có xu hướng tăng trở lại

- Nhu cầu dầu thế giới được dự báo tăng lần lượt 2.21% svck và 1.72% svck trong năm 2024 và 2025; chủ yếu do kỳ vọng nền kinh tế Trung Quốc hồi phục khi quốc gia này đóng góp 15.9% tổng nhu cầu dầu thô thế giới trong năm 2023. Nhu cầu dầu thô của Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tăng 4.3% svck trong năm 2024.
- Các số liệu vĩ mô của Trung Quốc nói riêng và thế giới nói chung đang cho thấy dấu hiệu hồi phục từ mức nền thấp của năm ngoái. Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu thô trong năm 2024 ở mức trung bình 85 USD/thùng.

PMI điều chỉnh theo mùa của Trung Quốc cho thấy dấu hiệu phục hồi nhẹ



Dự báo tăng trưởng nhu cầu dầu thô trên thế giới

triệu thùng/ngày	2023	2024F	% svck	2025F	% svck
OECD	45.7	46.0	0.57%	46.1	0.22%
Châu Mỹ	25.0	25.2	0.88%	25.3	0.32%
Châu Âu	13.4	13.4	0.15%	13.4	0.07%
Châu Á – Thái Bình Dương	7.3	7.3	0.27%	7.3	0.14%
Ngoài OECD	56.5	58.5	3.54%	60.2	2.91%
Trung Quốc	16.3	17.0	4.29%	17.4	2.35%
Trung Đông	8.6	8.9	3.49%	9.3	4.49%
Ấn Độ	5.3	5.6	5.66%	5.8	3.57%
Khác	26.3	27.0	2.66%	27.7	2.59%
Tổng nhu cầu thế giới	102.2	104.5	2.21%	106.3	1.72%

Dự báo giá dầu trung bình năm 2024 của một số tổ chức

Tổ chức	Giá dầu thô trung bình năm 2024	Cập nhật gần nhất
EIA	84 USD/thùng	Tháng 6, 2024
Goldman Sachs	86 USD/thùng	Tháng 6, 2024
S&P Global	85 USD/thùng	Tháng 6, 2024
World Bank	84 USD/thùng	Tháng 6, 2024
MBS Research	85 USD/thùng	Tháng 6, 2024

Nguồn: OPEC, MBS Research

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí đang dần sôi động hơn, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp thượng nguồn

- Các hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí mới đang được triển khai trong bối cảnh các mỏ cũ đã đi vào giai đoạn suy giảm tự nhiên với mức ngập nước bình quân 15% - 25%/năm.
- Chúng tôi cho rằng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí trong nước sẽ được đẩy mạnh trong nửa sau năm 2024 khi một số dự án mới được kỳ vọng triển khai. Trong số các dự án này, có thể kể đến Lạc Đà Vàng hay chuỗi dự án Lô B – Ô Môn với tổng mức đầu tư khoảng 12 tỷ USD, mang lại nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp hoạt động tại khâu thượng nguồn như PVS.
- Đối với dự án Đại Hùng pha 3 (Lô 05-1a), gần đây, Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan dầu khí (PVD) cũng đã ký hợp đồng Dịch vụ đi kèm (Bundled services). Hợp đồng dự kiến kéo dài 2 năm với khối lượng công việc khoảng 12 giếng khoan.
- Đối với chuỗi dự án Lô B – Ô Môn: Một số hợp đồng thương mại quan trọng đã được ký kết vào tháng 3/2024, đánh dấu bước tiến quan trọng trong dự án. Tuy nhiên, để đẩy nhanh tốc độ triển khai các gói thầu, dự án vẫn cần 7 hợp đồng nữa để nhận được Quyết định đầu tư cuối cùng (FID).

Dự án	Khu vực	Mức đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng dầu/khí	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến có FID			Dòng khí đầu tiên			
Sư Tử Trắng 2b	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến có FID	T9/2025: HĐ có hết hạn		Dòng khí đầu tiên			
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Chuẩn bị FDP			Dòng khí đầu tiên			
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 tr thùng dầu		T11/2023: có FID			Dòng dầu đầu tiên			
Kinh Ngự Trắc - Kinh Ngự Trắc Nam	Bể Cửu Long	650	6 tr thùng dầu					Dòng dầu đầu tiên			
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4,600	150 tr thùng dầu					Chuẩn bị FDP			Dòng khí đầu tiên
Báo Vàng - Báo Đen	Bể Sông Hồng	1,321	58 tr thùng dầu		Thăm dò						
Kèn Bầu	Bể Sông Hồng	n/a	200-250 tỷ m3 khí		Thăm dò						

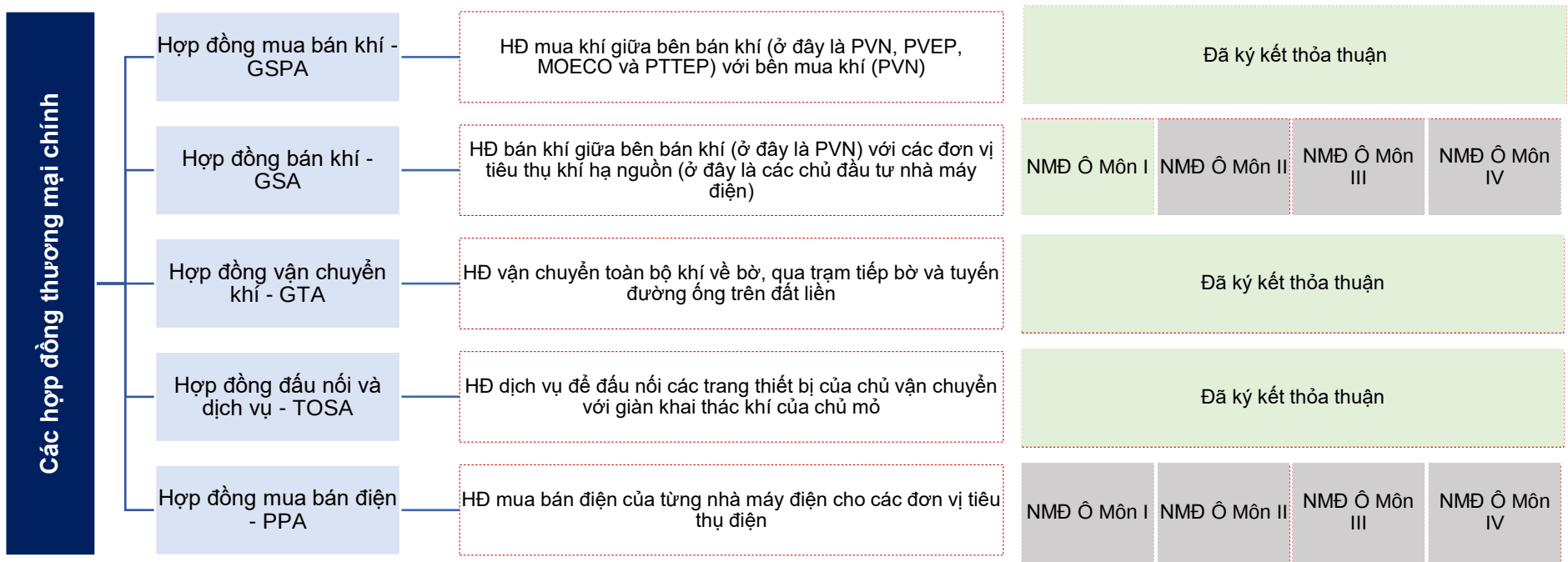
Khối lượng công việc dự kiến của Lô B – Ô Môn

Chi phí đầu tư	Quy mô	DN hưởng lợi	Nhận định
Thượng nguồn 6.7 tỷ USD	- 1 giàn xử lý trung tâm CPP - 43 giàn đầu giếng - 1000 giếng khai thác - 1 FSO	PVS	- Đã trúng thầu gói EPCI#1 (1.1 tỷ USD) cùng liên danh với McDermott (thiết kế, xây dựng, lắp đặt cụm giàn công nghệ trung tâm và giàn nhà ở)
		PVD	- Đã trúng thầu gói EPCI#2 (ước tính 400 triệu USD) (thiết kế, mua sắm, chế tạo và lắp đặt giàn thu gom/giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mỏ)
		PVC	Có thể tham gia vào giai đoạn đầu của dự án từ năm 2025 và khoan các giếng khai thác bổ sung vào giai đoạn sau của dự án
		PXS	Cung cấp dung dịch khoan
Trung nguồn 1.3 tỷ USD	Đường ống dài hơn 400 km (cả trên biển lẫn trên bờ)	PVS	Tham gia gói thầu EPCI#3 (xây dựng đường ống dẫn khí đốt trên bờ)
		PVB	Bọc ống, giá trị gói thầu khoảng 100 triệu USD
		GAS	GAS nắm giữ 51% cổ phần của dự án đường ống dẫn khí --> Hưởng lợi từ 2026 nhờ cước vận chuyển khí và nguồn khí bổ sung từ Lô B.
Hạ nguồn 3.5 tỷ USD	4 nhà máy nhiệt điện khí (Ô Môn 1, 2, 3, 4)	PVS, PXS	Thầu phụ

Hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí đang dần sôi động hơn, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp thượng nguồn

Cập nhật tiến độ chuỗi dự án Lô B – Ô Môn

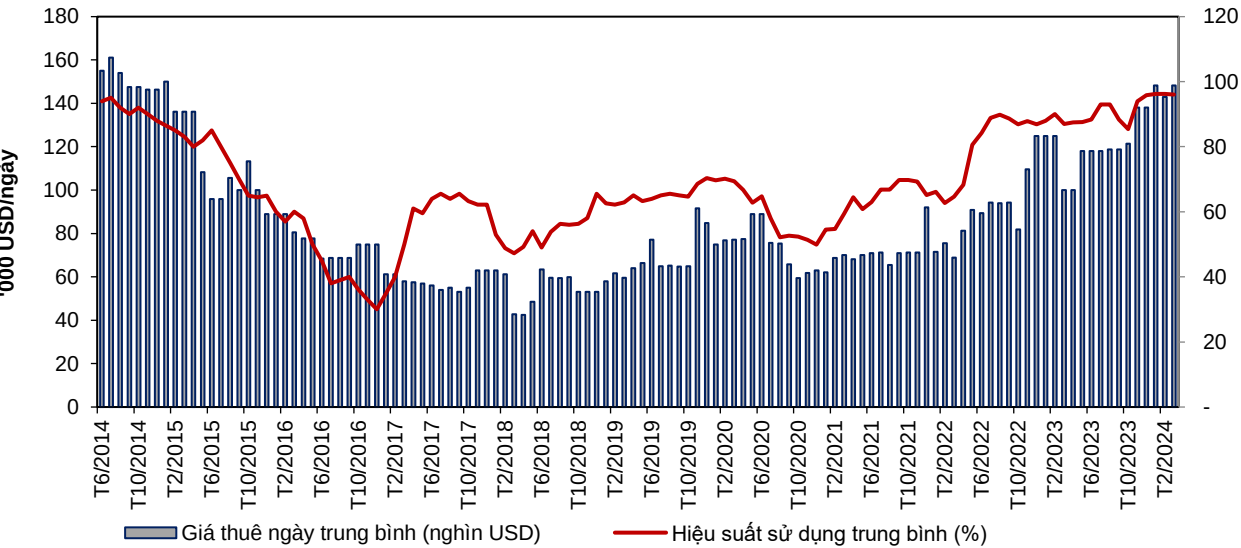
- Chúng tôi cho rằng các đơn vị đang thực hiện các gói thầu hạn chế cho chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ gặp một trong 3 kịch bản sau:
- ✓ Kịch bản 1: FID cho dự án không được chấp thuận trước khi các gói thầu hạn chế hết hiệu lực, các bên không thống nhất được các hợp đồng thương mại liên quan và có khả năng dự án phải đổi chủ đầu tư.
 - ✓ **Kịch bản 2 (chúng tôi cho rằng có khả năng xảy ra cao nhất): FID cho dự án không được chấp thuận trước khi các gói thầu hạn chế hết hiệu lực, tuy nhiên các bên có thiện chí thỏa thuận thêm. Trong trường hợp này, các bên có khả năng cao sẽ tiếp tục gia hạn các gói thầu hạn chế hoặc ký thỏa thuận khác để tiếp tục triển khai dự án đến khi có FID.**
 - ✓ Kịch bản 3 (đã không xảy ra): FID được chấp thuận trước khi các gói thầu hạn chế hết hiệu lực.



Thị trường giàn khoan thế giới tiếp tục đi lên, tuy nhiên có thể bị ảnh hưởng bởi việc Saudi Aramco hoãn kế hoạch tăng công suất

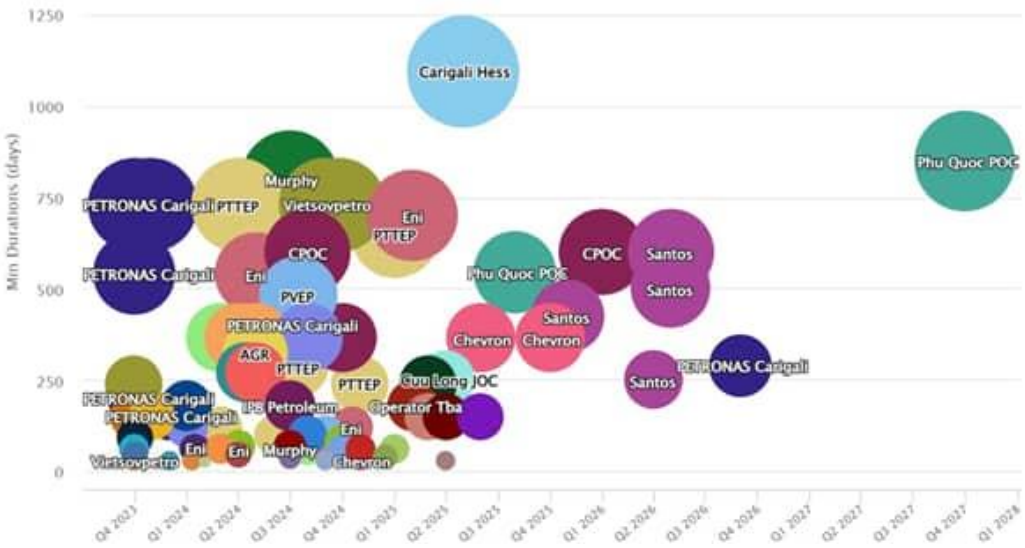
- Tại khu vực Đông Nam Á, nhu cầu giàn khoan nói chung và giàn tự nâng nói riêng sẽ tiếp tục ở mức cao khi: (1) những chiến dịch khoan mới đang được triển khai ở Malaysia và Indonesia, trong khi (2) các hợp đồng khoan kéo dài hơn, dao động quanh mức 750 - 1000 ngày trong năm 2024.
- Gần đây, Saudi Aramco đã bất ngờ hoãn kế hoạch mở rộng công suất khai thác dầu được đặt ra trước đó. Theo đó, một loạt các giàn khoan tại khu vực Trung Đông bị hoãn kế hoạch làm việc. Các giàn khoan này rất có thể sẽ di chuyển tới các khu vực tiềm năng khác như Ấn Độ và Đông Nam Á, tăng nguồn cung và tăng cạnh tranh tại các khu vực này, từ đó có thể ảnh hưởng tiêu cực đến giá thuê giàn khoan.
- Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng một số doanh nghiệp khoan như PVD đã ký kết các hợp đồng tương đối dài hạn với giá thuê giàn tự nâng cố định, do đó sẽ không bị ảnh hưởng nặng nề bởi việc nguồn cung tăng lên tại khu vực Đông Nam Á hay giá thuê ngày biến động.

Giá thuê giàn tự nâng và tỷ lệ tối ưu hóa tại khu vực Đông Nam Á đã đạt mức cao nhất trong vòng 5 năm qua



Nguồn: S&P Global, MBS Research

Nhu cầu khoan tại khu vực Đông Nam Á GĐ 2023 - 2027

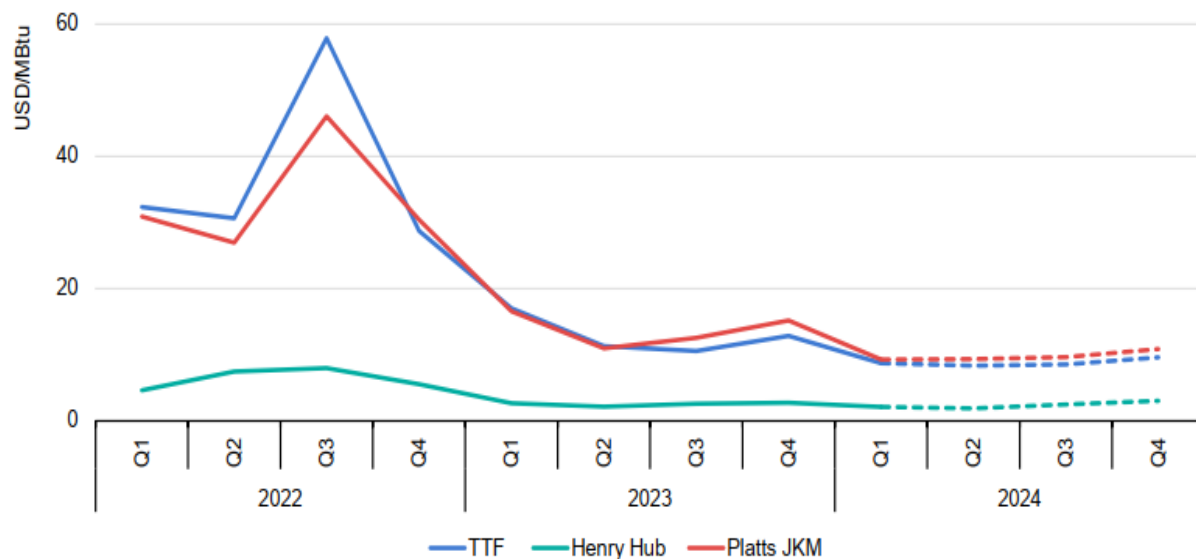


Nguồn: S&P Global, MBS Research

Quá trình chuyển đổi sang điện khí LNG đang diễn ra nhanh hơn dự kiến

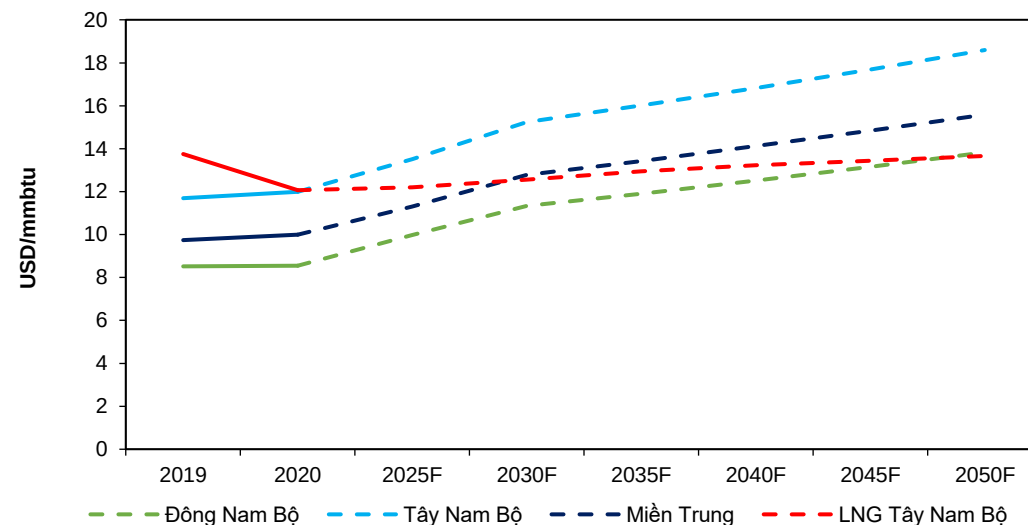
- Theo Quy hoạch Điện 8 (QHĐ8), tổng công suất điện khí LNG tính đến năm 2030 sẽ là 22,400 MW, tương đương 14.9% tổng công suất điện của cả nước. GAS sẽ được hưởng lợi trong trung hạn nhờ xu hướng dịch chuyển sang điện khí LNG khi là đơn vị vận chuyển và cung cấp khí/khí hóa lỏng tới các khách hàng công nghiệp ngay cả khi các mỏ khí mới chưa kịp đưa vào khai thác để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ.
- Giá khí tự nhiên nội địa đang có xu hướng tăng khi các mỏ khí mới chưa được khai thác đúng tiến độ và giá dầu thô đang neo ở mức cao. Trong khi đó, giá spot của khí hóa lỏng LNG tại khu vực châu Á đang ở mức thấp nhất kể từ năm 2022 và được IEA dự báo sẽ tiếp tục ở mức cao ít nhất đến hết 2024, điều này có thể giúp các đơn vị cung cấp khí tại Việt Nam chuyển đổi sản phẩm sang LNG nhanh hơn dự kiến.

Giá spot LNG châu Á dự kiến vẫn cao hơn giá TTF nhưng có xu hướng đi ngang



Nguồn: IEA, MBS Research

Giá khí tự nhiên nội địa trong QHĐ8 đang cao hơn nhiều so với giá LNG nhập khẩu

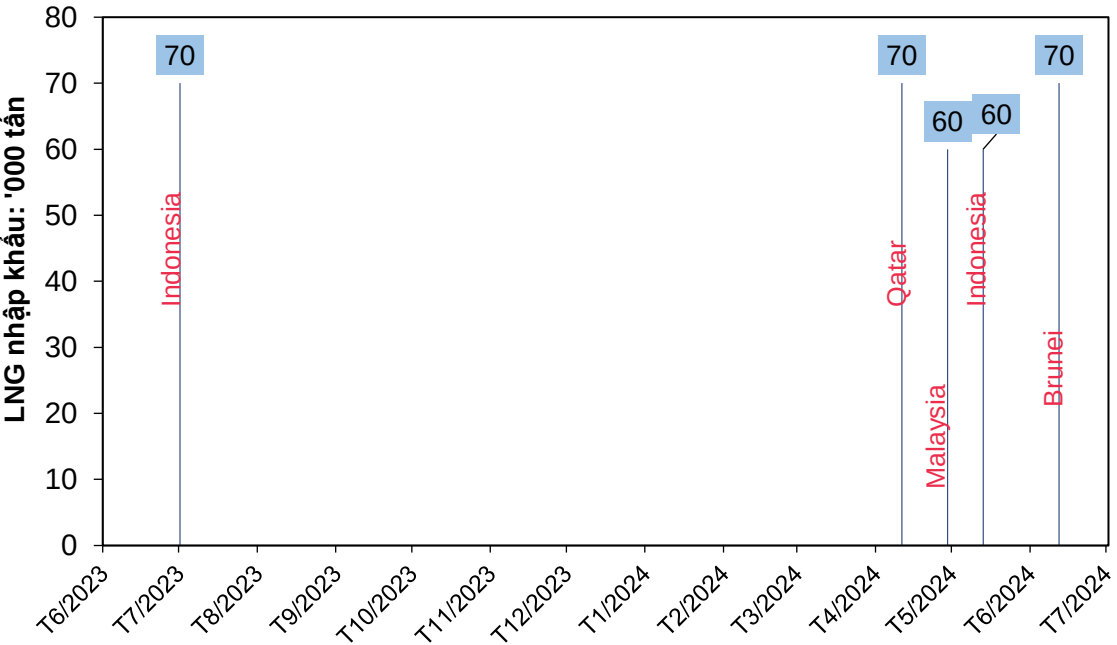


Nguồn: QHĐ8, MBS Research

Quá trình chuyển đổi sang điện khí LNG đang diễn ra nhanh hơn dự kiến

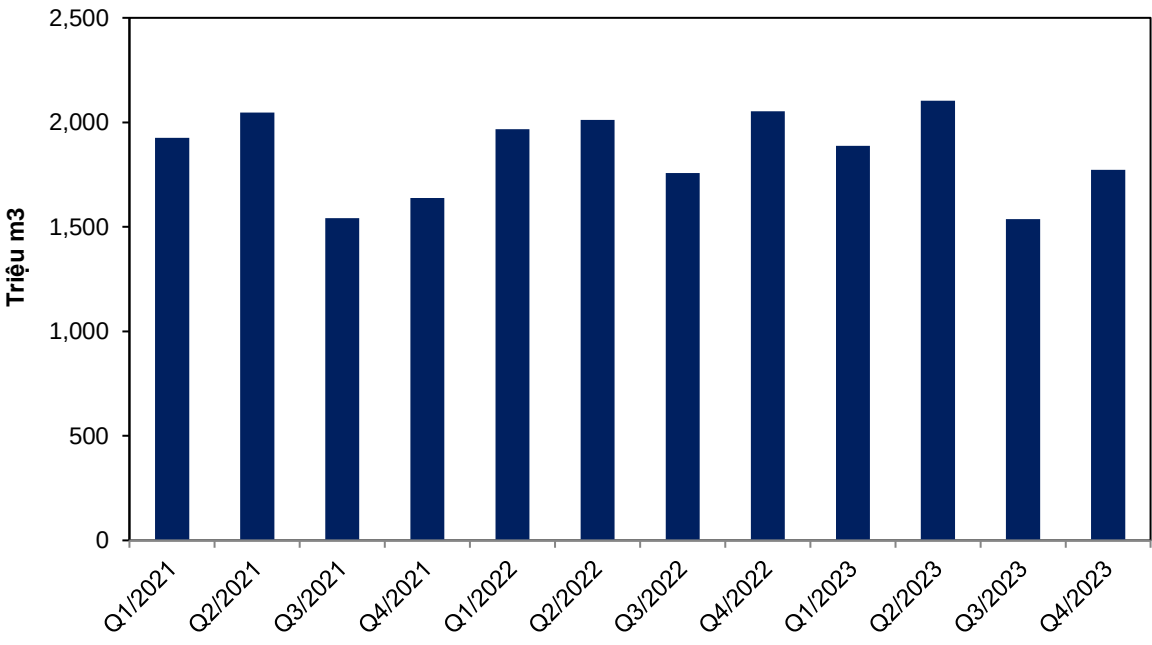
- Petrovietnam Gas (GAS) là đơn vị đầu tiên và duy nhất tính đến thời điểm hiện tại đủ điều kiện trở thành thương nhân xuất nhập khẩu LNG tại Việt Nam, khi cơ sở vật chất đã tương đối hoàn thiện và đã có thể hoạt động từ tháng 7/2023.
- Gần đây vào tháng 6/2024, GAS đã nhập khẩu chuyến LNG thứ 5, đưa tổng khối lượng LNG mà doanh nghiệp này nhập khẩu lên mức 330 nghìn tấn. Sản lượng LNG nhập về này được cho rằng sẽ phục vụ các nhà máy điện khí trong mùa khô cao điểm năm 2024.

Sản lượng LNG nhập khẩu Q2/2024 tăng mạnh khi mùa khô tới gần



Nguồn: GAS, MBS Research

Sản lượng khí tự nhiên của GAS đang có dấu hiệu suy giảm

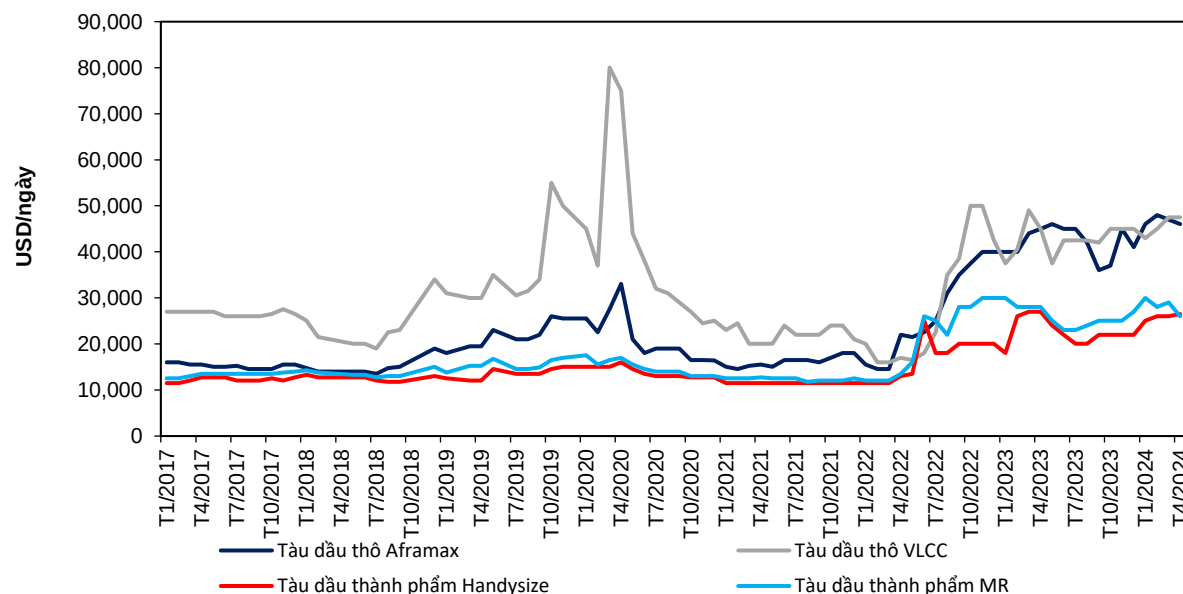


Nguồn: GAS, MBS Research

Giá cước vận tải dầu và giá tàu dầu thô đều đang ở mức cao...

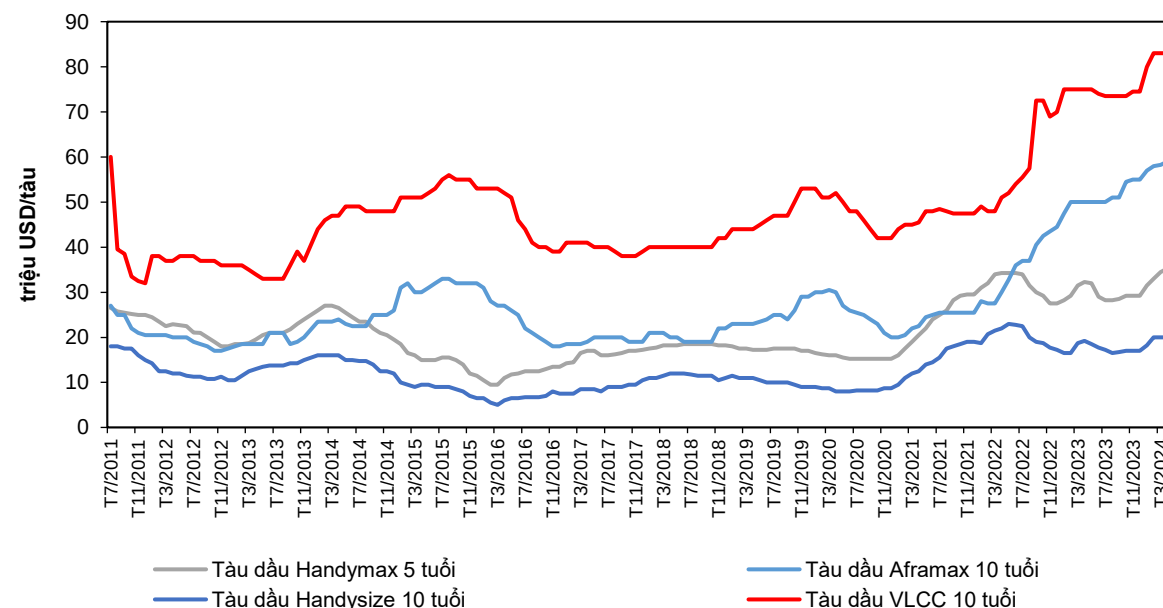
- Nhu cầu vận tải tấn-dặm cho dầu thô và dầu thành phẩm trên toàn cầu được dự báo sẽ tăng khoảng 8.0%-9.0% trong năm 2024. Trong khi đó, số tàu ít hơn, tốc độ chậm hơn (để đáp ứng các yêu cầu EEXI) và xung đột địa chính trị căng thẳng dự kiến sẽ khiến nguồn cung thắt chặt và làm tăng cước vận tải dầu thô và dầu thành phẩm. Giá cước cao hơn có thể tác động tích cực đến các doanh nghiệp vận tải dầu khí như PVTrans (PVT).
- Giá mua tàu chở dầu đang chạm mốc cao nhất kể từ năm 2011 tới nay, khiến cho kế hoạch mở rộng đội tàu của các công ty vận tải dầu khí trở nên khó khăn hơn, đồng thời khiến nguồn cung tàu dầu toàn cầu trở nên thắt chặt hơn trong ngắn hạn.

Giá cước vận tải dầu toàn cầu vẫn duy trì ở mức cao từ Q1/2023



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Giá mua tàu tăng cao khiến việc mở rộng đội tàu trở nên khó khăn hơn

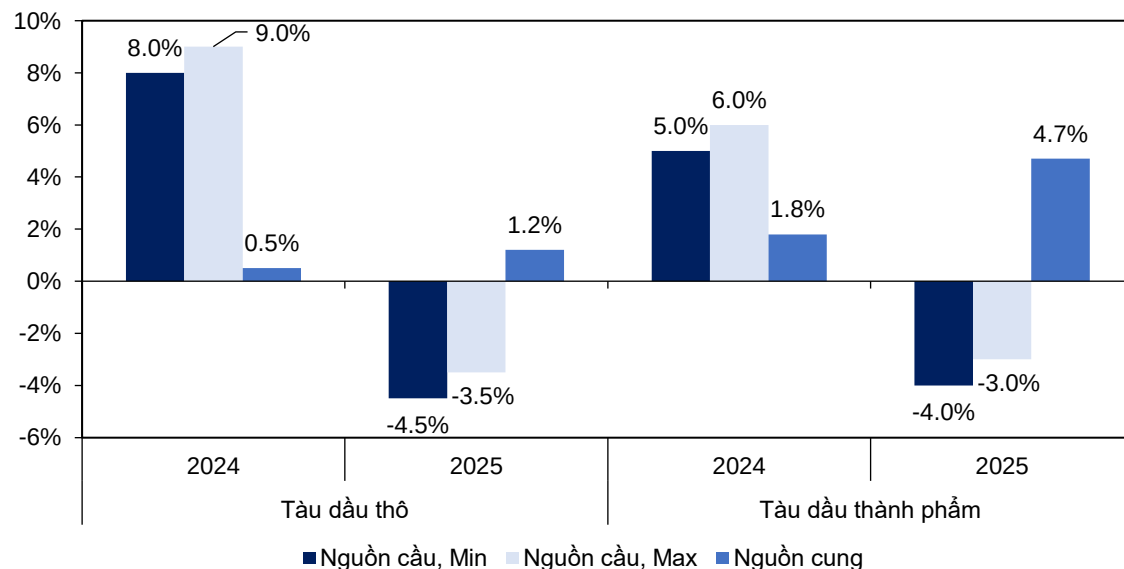


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

... tuy nhiên chênh lệch cung-cầu dự kiến sẽ thu hẹp từ 2025

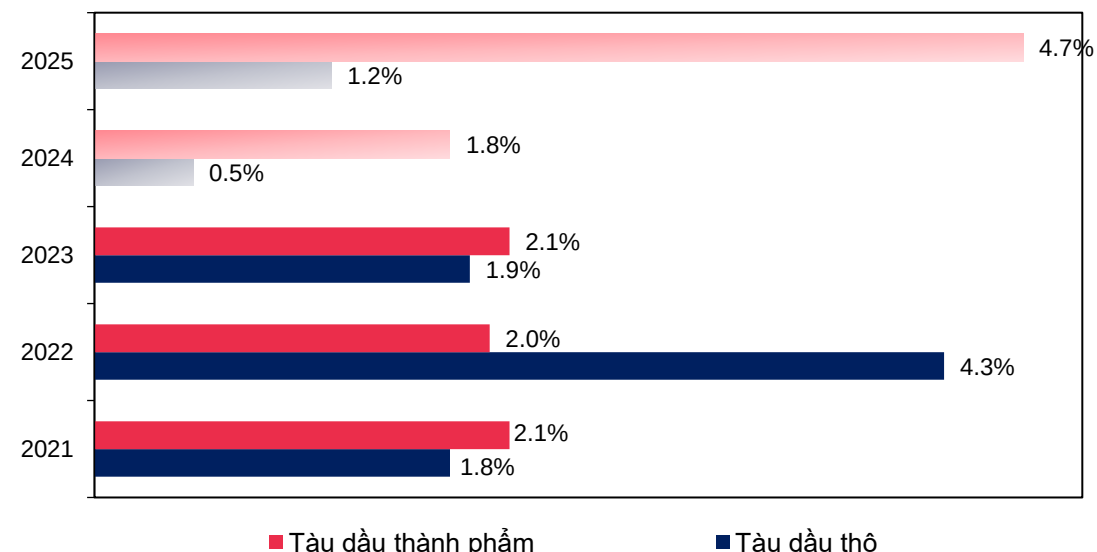
- Việc thay đổi hải trình từ Biển Đỏ và kênh đào Suez qua hướng Mũi Hảo Vọng của các tàu vận chuyển dự kiến sẽ kéo dài ít nhất đến năm 2024 và kéo theo giá cước vận tải ở mức cao. Nhu cầu vận tải dầu thô qua kênh đào Suez năm 2024 dự kiến thấp hơn khoảng 35%-40% so với năm ngoái, con số này là 45%-50% đối với cầu vận tải dầu thành phẩm. Quãng đường vận chuyển dài hơn được dự báo là yếu tố chiếm tới 75%-80% trong tăng trưởng cầu vận tải năm 2024.
- Nhu cầu vận tải dầu thô được dự báo tăng trưởng nhanh hơn nguồn cung trong năm 2024, nhưng sẽ chậm lại từ năm 2025 khi xung đột địa chính trị có dấu hiệu hạ nhiệt và các tàu có thể quay lại hải trình bình thường. Theo đó, hải trình trung bình của tàu dầu thô và dầu thành phẩm trong năm 2025 sẽ lần lượt cao hơn khoảng 1% so với năm 2023 và thấp hơn khoảng 1% so với năm 2023.

Dự báo tăng trưởng cung-cầu dầu thô và dầu thành phẩm thế giới



Nguồn: BIMCO, MBS Research

Dự báo tăng trưởng đội tàu dầu thế giới

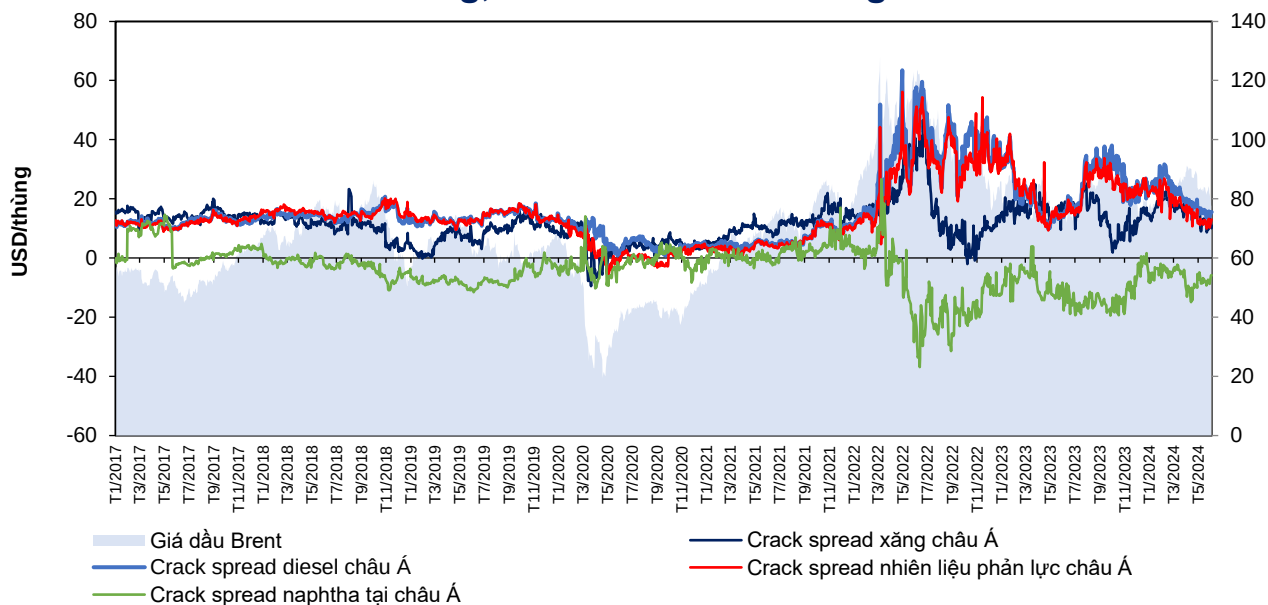


Nguồn: BIMCO, MBS Research

DN lọc dầu: Crack spread có thể bị ảnh hưởng tiêu cực khi nhu cầu thấp hơn dự kiến và tồn kho dầu thành phẩm có xu hướng tăng

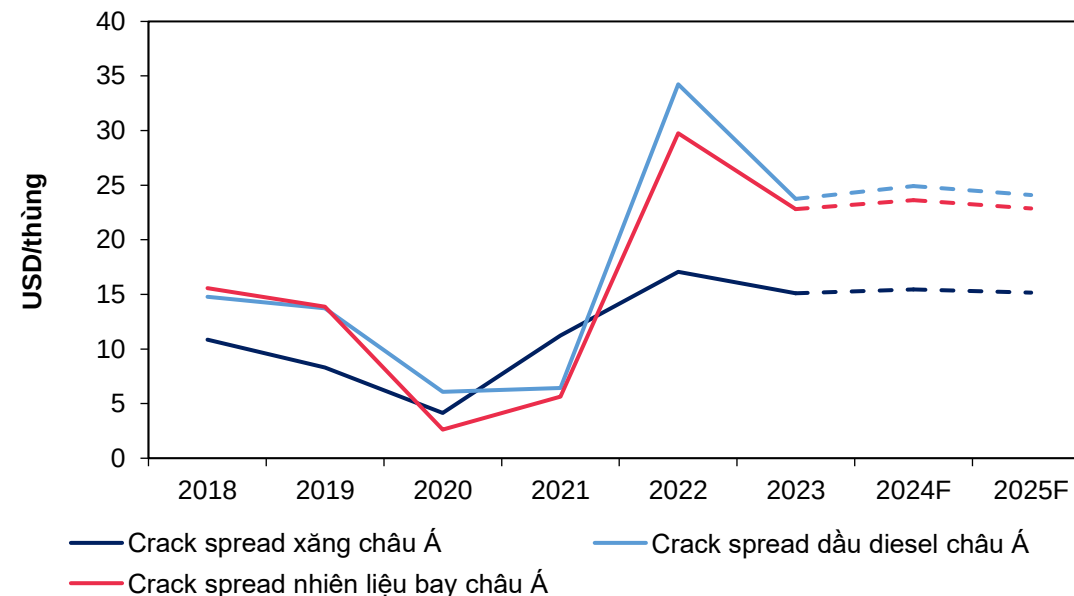
- Crack spread thế giới và châu Á tại các khu vực chính đã giảm tháng thứ 3 liên tiếp khi nhiều nhà máy lọc dầu hoạt động trở lại kéo theo tồn kho tăng. Trong khi crack spread của dầu diesel và xăng duy trì ổn định svck, crack spread của nhiên liệu bay trong nửa đầu năm 2024 lại thấp hơn 14% svck, có thể cho thấy nhu cầu yếu hơn. Chúng tôi kỳ vọng crack spread tại châu Á và trên thế giới sẽ cải thiện dần trong nửa sau năm 2024 khi nhu cầu đi lại và vận chuyển gia tăng trong mùa hè.
- Chúng tôi dự báo crack spread châu Á tham chiếu trong năm 2024 tăng nhẹ so với năm 2023: crack spread xăng châu Á trong năm 2024 ở mức 15.5 USD/thùng (2023: 15.1 USD/thùng), crack spread diesel châu Á trong năm 2024 ở mức 23.6 USD/thùng (2023: 23.7 USD/thùng).

Crack spread châu Á giảm khi tỷ lệ nhà máy lọc dầu hoạt động tăng, kéo theo tồn kho tăng



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Dự báo của chúng tôi về crack spread tham chiếu châu Á

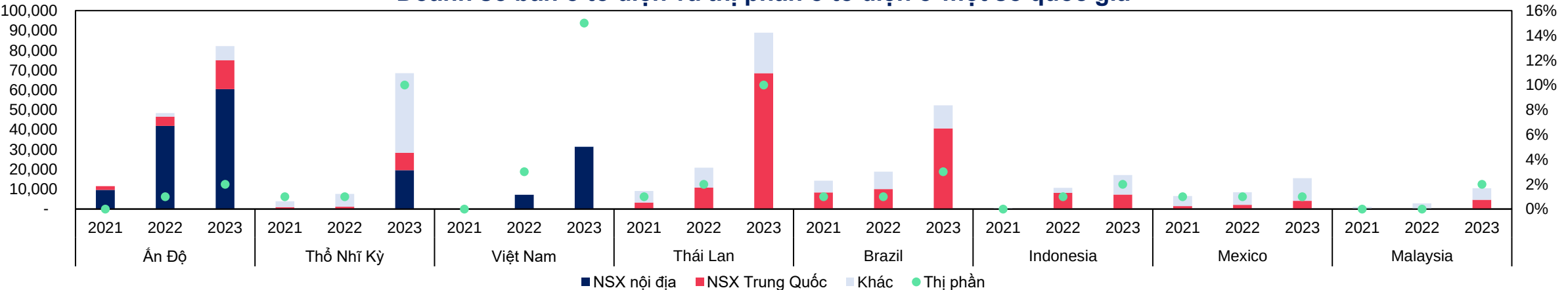


Nguồn: Bloomberg, MBS Research

DN phân phối: Triển vọng tương đối ổn định

- Mặc dù xu hướng sử dụng xe điện đang trở nên phổ biến hơn trong nước và trên thế giới, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp cung cấp xăng dầu sẽ không bị ảnh hưởng ít nhất trong ngắn hạn (2024-2025) vì 2 lý do sau: (1) thay thế toàn bộ các loại xe chạy xăng hiện tại sẽ tốn nhiều thời gian và chi phí và (2) hầu hết các loại xe điện hiện tại đều là xe gia đình, chưa thay thế được các loại xe chạy xăng dùng trong công nghiệp hay máy bay.
- Gần đây, một số vụ xử phạt đã xảy ra với Hải Hà Petro, Xuyên Việt Oil và các thương nhân đầu mối khác khi các đơn vị này lạm dụng quỹ bình ổn giá, quản lý không chặt chẽ hoạt động phân phối xăng dầu và nợ thuế, kéo theo việc bị thu hồi giấy phép kinh doanh. Việc này có thể có lợi cho các thương nhân phân phối lớn như Petrolimex và Oil nhờ cơ sở vật chất tốt, quản lý tương đối chặt hoạt động phân phối và thị phần sẵn có khá lớn.
- Ngoài ra, việc sửa đổi Nghị định Kinh doanh Xăng dầu sẽ được thực hiện trong năm 2024 với nhiều thay đổi trọng yếu như: (1) Giúp thương nhân kinh doanh xăng dầu chủ động hơn trong quyết định giá bán lẻ xăng dầu, dễ dàng điều chỉnh nếu có chi phí thực tế phát sinh. Thương nhân cũng có quyền bán xăng dầu với giá thấp hơn giá bán tối đa theo công thức giá quy định; (2) Giảm thời gian và quy trình tính toán các chi phí hàng tháng của thương nhân; hỗ trợ cơ quan quản lý giá không phải tính toán và công bố định kỳ các chi phí; (3) Các phương án được đưa ra có thể giúp chi phí kinh doanh trong công thức giá bán xăng dầu cơ sở sát với thực tế của doanh nghiệp hơn; giảm thiểu rủi ro trong các trường hợp tăng giảm đột biến chi phí do các trường hợp bất khả kháng.

Doanh số bán ô tô điện và thị phần ô tô điện ở một số quốc gia



Triển vọng lợi nhuận 2024 - 2025



Dự phóng KQKD giai đoạn 2024 – 2025 các cổ phiếu theo dõi

Tỷ VNĐ	PVS			PVD			GAS			PVT			BSR			PLX		
	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
Doanh thu	19,374	25,346	33,438	5,804	7,499	8,777	89,954	91,375	94,608	9,556	9,711	10,096	147,423	133,889	137,021	273,979	292,269	297,844
% svck	18.4%	30.8%	31.9%	6.9%	29.2%	17.0%	-10.7%	1.6%	3.5%	5.6%	1.6%	4.0%	-11.8%	-9.2%	2.3%	-9.9%	6.7%	1.9%
Lợi nhuận gộp	1,039	1,223	1,545	1,305	1,831	2,216	16,925	16,720	17,108	1,838	2,043	1,984	9,760	7,386	8,303	15,264	16,695	16,819
Biên LNG (%)	5.4%	4.8%	4.6%	22.5%	24.4%	25.2%	18.8%	18.3%	18.1%	19.2%	21.0%	19.7%	6.6%	5.5%	6.1%	5.6%	5.7%	5.6%
EBITDA	480	747	851	1,616	2,282	2,576	15,933	16,586	17,009	2,769	3,179	3,160	10,374	8,125	9,015	4,360	5,307	5,254
Biên EBITDA (%)	2.5%	2.9%	2.5%	27.8%	30.4%	29.3%	17.7%	18.2%	18.0%	29.0%	32.7%	31.3%	7.0%	6.1%	6.6%	1.6%	1.8%	1.8%
Lợi nhuận ròng	1,026	1,127	1,464	585	969	1,382	11,606	11,693	12,012	972	1,093	1,066	8,650	6,389	7,282	2,834	3,299	3,269
% svck	3.7%	9.8%	29.9%	n/a	65.7%	42.6%	-21.6%	0.8%	2.7%	13.4%	12.4%	-2.4%	-41.3%	-26.1%	14.0%	95.5%	16.4%	-0.9%
EPS (VNĐ/cp)	2,148	2,358	3,063	1,051	1,742	2,484	5,053	5,091	5,230	3,005	3,376	3,293	2,790	2,061	2,349	2,190	2,550	2,527
BVPS (VNĐ/cp)	26,852	28,660	31,219	26,354	28,705	30,699	27,887	26,700	29,894	21,044	24,563	27,979	18,511	19,937	21,520	20,048	22,565	24,422
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (VNĐ/cp)	18,642	22,789	29,891	5,359	8,218	11,557	17,045	17,368	19,623	2,705	2,890	2,890	8,757	9,806	11,269	8,817	12,867	16,101
Nợ/VCSH	12.8%	12.8%	11.9%	22.4%	27.3%	22.7%	9.0%	11.8%	11.4%	65.6%	65.3%	66.5%	19.2%	16.3%	15.5%	67.7%	59.1%	52.1%
Tỷ suất cổ tức (%)	1.8%	2.1%	2.1%	0.0%	0.0%	1.6%	4.0%	7.7%	2.6%	1.8%	2.3%	2.3%	3.0%	1.3%	1.3%	2.3%	2.7%	2.7%
ROAE (%)	8.2%	8.5%	10.2%	4.1%	6.3%	8.4%	18.7%	18.7%	18.5%	15.2%	14.8%	12.5%	15.9%	10.7%	11.3%	11.2%	12.0%	10.8%
ROAA (%)	3.9%	3.9%	4.4%	2.8%	4.1%	5.4%	13.6%	13.4%	13.1%	6.1%	5.9%	5.2%	10.5%	7.3%	7.9%	3.7%	4.0%	3.8%

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã CP	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
		VND/cp	VND/cp		Tỷ VNĐ	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	PVS	43,000	51,100	KHẢ QUAN	19,883	18.2	14.0	1.5	1.4	3.9	4.4	8.5	10.2
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí	PVD	31,450	37,300	KHẢ QUAN	16,676	18.1	12.7	1.1	1.0	4.1	5.4	6.3	8.4
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS	77,900	84,600	TRUNG LẬP	177,538	15.3	14.9	2.9	2.6	13.4	13.1	18.7	18.5
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	PVT	29,900	34,100	TRUNG LẬP	10,307	8.9	9.1	1.2	1.1	5.9	5.2	14.8	12.5
CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR	24,100	25,000	TRUNG LẬP	71,622	11.7	10.3	1.2	1.1	7.3	7.9	10.7	11.3
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex)	PLX	42,300	43,800	TRUNG LẬP	52,221	16.6	16.7	1.9	1.7	4.0	3.8	12.0	10.8
Trung bình						14.8	13.0	1.6	1.5	6.4	6.6	11.8	12.0

*Giá đóng cửa lấy tại ngày 21/6/2024

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Chúng tôi ưa thích PVS và PVD

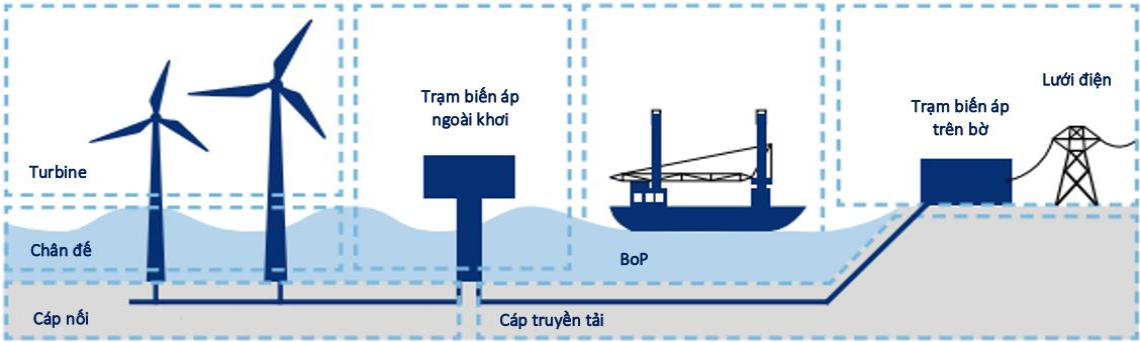
Mã cp	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Đánh giá
PVD *	37,300	KHẢ QUAN	- Triển vọng GD 2024-2025 khả quan khi thị trường giàn khoan sôi động, trong đó giá thuê giàn khoan jack-up dự kiến sẽ duy trì ở mức cao. Các hợp đồng khoan dài hạn ký kết trong giai đoạn này sẽ đóng góp vào (1) tăng cao hiệu suất hoạt động giàn trong năm 2024 và (2) giảm chi phí di chuyển giàn khoan, từ đó tăng trực tiếp biên lợi nhuận gộp. - Triển vọng trung hạn sẽ được thúc đẩy bởi việc cung cấp dịch vụ khoan kỹ thuật cho các dự án dầu khí lớn trên đất liền nội địa. Khối lượng công việc đáng kể từ các dự án thượng nguồn dầu khí trong nước dự kiến sẽ mang lại kinh nghiệm quý giá cho PVD để nâng cao chuyên môn khoan giếng. Tỷ suất lợi nhuận gộp cho đoạn dịch vụ khoan giếng của PVD dự kiến lần lượt là 29% và 30% vào năm 2024 và 2025. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVD sẽ đạt 969 tỷ đồng vào năm 2024 (+65.7% svck) và 1,382 tỷ đồng vào năm 2025 (+42.6% svck), nhờ giá ngày thuê giàn khoan và hiệu suất hoạt động giàn khoan tiếp tục duy trì ở mức cao, góp phần tăng biên lợi nhuận gộp.
PVS *	51,100	KHẢ QUAN	- Các dự án thượng nguồn quan trọng dự kiến triển khai vào năm 2024 như Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn được kỳ vọng sẽ mang lại lượng đơn hàng lớn và triển vọng tích cực cho các công ty M&C như PVS. Công ty đã giành được hợp đồng giới hạn cho EPCI#1 (1.1 tỷ USD), EPCI#2 (400 triệu USD) và EPCI#3, dự kiến triển khai trong năm 2024. - Dự báo giá trung bình của dầu thô trong năm 2024 là 85 USD/thùng, duy trì ở mức cao so với năm ngoái, giúp cho lợi nhuận từ các tàu FSO/FPSO duy trì ở mức ổn định. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVS sẽ đạt 1,127 tỷ đồng vào năm 2024 (+9.8% svck) và 1,464 tỷ đồng vào năm 2025 (+29.9% svck).
GAS	84,600	TRUNG LẬP	- GAS, đơn vị hàng đầu trong ngành khí tại Việt Nam, đóng vai trò quan trọng trong quá trình chuyển đổi sang năng lượng LNG. Dự kiến khối lượng LNG mà GAS cung cấp sẽ tăng đáng kể từ năm 2025, đặc biệt là sau khi Nhơn Trạch 3 và 4 được đưa vào hoạt động. Dự báo sản lượng LNG trong giai đoạn 2024-2025 được ước tính chiếm 30.3% và 56.0% tổng công suất kho cảng Thị Vải giai đoạn 1. - Mặc dù dự kiến sẽ có sự giảm sút đáng kể trong sản lượng khí khô vào năm 2024, chúng tôi cho rằng giá dầu cao sẽ phần nào hỗ trợ giá bán khí của GAS, từ đó duy trì lợi nhuận. GAS có vị thế tài chính mạnh với lượng tiền mặt lớn và tỷ lệ Nợ/Tổng Tài sản ở mức vừa phải, giúp tăng lợi nhuận tài chính. Ngoài ra, GAS có chính sách chia cổ tức bằng tiền mặt đều đặn các năm; tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cho năm 2023 là 60%. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của GAS sẽ đạt 11,693 tỷ đồng vào năm 2024 (+0.8% svck) và 12,012 tỷ đồng vào năm 2025 (+2.7% svck).

Chúng tôi ưa thích PVS và PVD

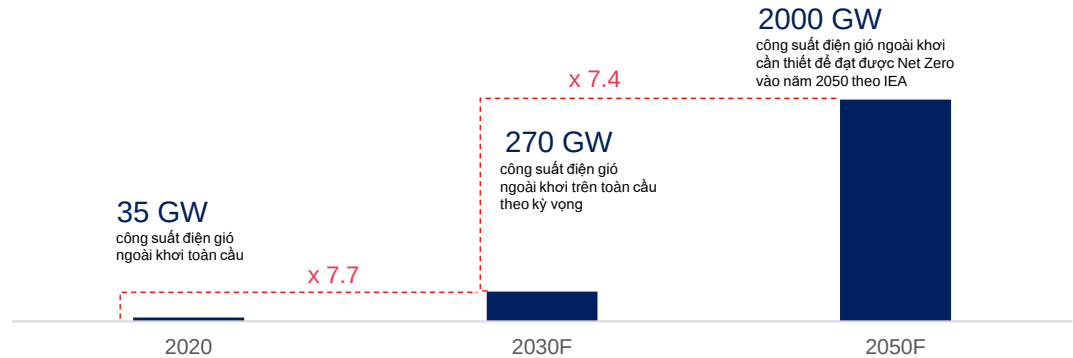
Mã cp	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Đánh giá
PVT	34,100	TRUNG LẬP	- Mảng vận tải dầu thô của PVT được dự báo sẽ hưởng lợi từ chênh lệch cung - cầu trên toàn cầu (nhu cầu tấn-dậm tăng nhanh hơn nguồn cung và tốc độ di chuyển tàu). PVT cũng đang mở rộng đội tàu nhanh hơn so với dự đoán với kế hoạch tham vọng (85 tàu vào năm 2025). - Sự cung cấp giới hạn trong ngành vận chuyển tàu chở dầu với sự tăng lên của nhu cầu vận chuyển hàng hóa (mile-ton) có thể giữ cho mức giá thuê tàu thời gian của PVT duy trì ở mức cao trong năm 2024 và hỗ trợ công ty duy trì lợi nhuận ở mức cao. Tuy nhiên, khoảng cách cung - cầu trong các tàu chở dầu thô và tàu chở sản phẩm có thể giảm vào năm 2025, điều này có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các công ty vận tải biển. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVT sẽ đạt 1,093 tỷ VNĐ vào năm 2024 (tăng 12.4% svck) và 1,066 tỷ VNĐ vào năm 2025 (giảm 2.4% svck).
BSR	25,000	TRUNG LẬP	- Dự kiến crack spread tham chiếu châu Á sẽ phục hồi trong nửa cuối năm 2024 nhờ tăng trưởng nhu cầu di chuyển vào mùa hè và nhu cầu tốt hơn tại Trung Quốc. Chúng tôi dự báo giá trị crack spread tham chiếu châu Á trong năm 2024 sẽ cao hơn một chút so với năm 2023: Crack spread xăng dầu châu Á năm 2024 dự kiến đạt 15.5 USD/thùng (2023: 15.1 USD/thùng), crack spread dầu diesel châu Á năm 2024 dự kiến đạt 23.6 USD/thùng (2023: 23.7 USD/thùng) và crack spread nhiên liệu bay châu Á dự kiến đạt 23.6 USD/thùng năm 2024 (2023: 22.8 USD/thùng). - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của BSR vào năm 2024 là 6,389 tỷ VNĐ (-26.1% svck) do công tác bảo dưỡng, và vào năm 2025 là 7,282 tỷ VNĐ (+14.0% svck). - Cập nhật kế hoạch niêm yết của BSR trên HOSE: Công ty đang xem xét kế hoạch giải thể công ty con BSR-BF để loại bỏ KQKD khỏi báo cáo tài chính hợp nhất. Khoản nợ quá hạn của công ty con này là rào cản duy nhất đối với việc BSR được phê duyệt niêm yết trên HOSE.
PLX	43,800	TRUNG LẬP	- Thị trường tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam vẫn còn tiềm năng phát triển, trong khi PLX (Petrolimex) có thị phần lớn và vị trí dẫn đầu trong ngành nhờ cơ sở vật chất tốt. - Chúng tôi cho rằng PLX sẽ có cơ hội giành thêm khoảng 0.3% - 0.5% thị phần trong thị trường xăng dầu nội địa khi các doanh nghiệp nhỏ cung cấp xăng dầu đã bị thu hồi giấy phép kinh doanh do vấn đề pháp lý. Chúng tôi dự báo tổng sản lượng xăng dầu của PLX sẽ tăng lần lượt 4.1% và 2.6% trong giai đoạn 2024-2025. - Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PLX trong giai đoạn 2024-2025 lần lượt là 3,299 tỷ VNĐ (+16.4% svck) và 3,269 tỷ VNĐ (-0.9% svck).

PVS (Quay lại Khuyến nghị đầu tư)

Dự án	GT ước tính	Ước tính tiến độ đến hết 2024	Ghi chú
Lô B – Thượng nguồn	900tr USD	20%	Đã thắng thầu EPCI#1 và EPCI#2
Lô B – Trung nguồn	600tr USD	12%	Đã thắng thầu EPC đường ống bờ
Lạc Đà Vàng	245tr USD	40%	Có thể trúng thầu
Sư Tử Trắng GD 2b	250tr USD	30%	Có thể trúng thầu
Nam Du - U Minh	150tr USD	30%	Có thể trúng thầu

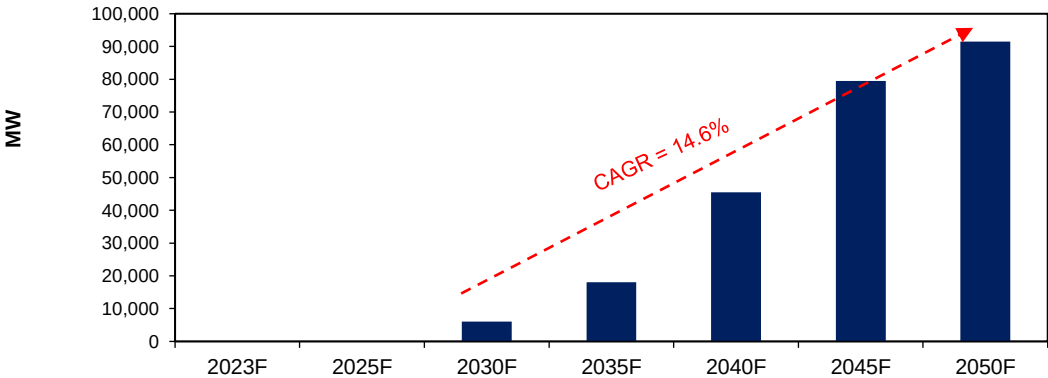


Công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu để đáp ứng Net Zero



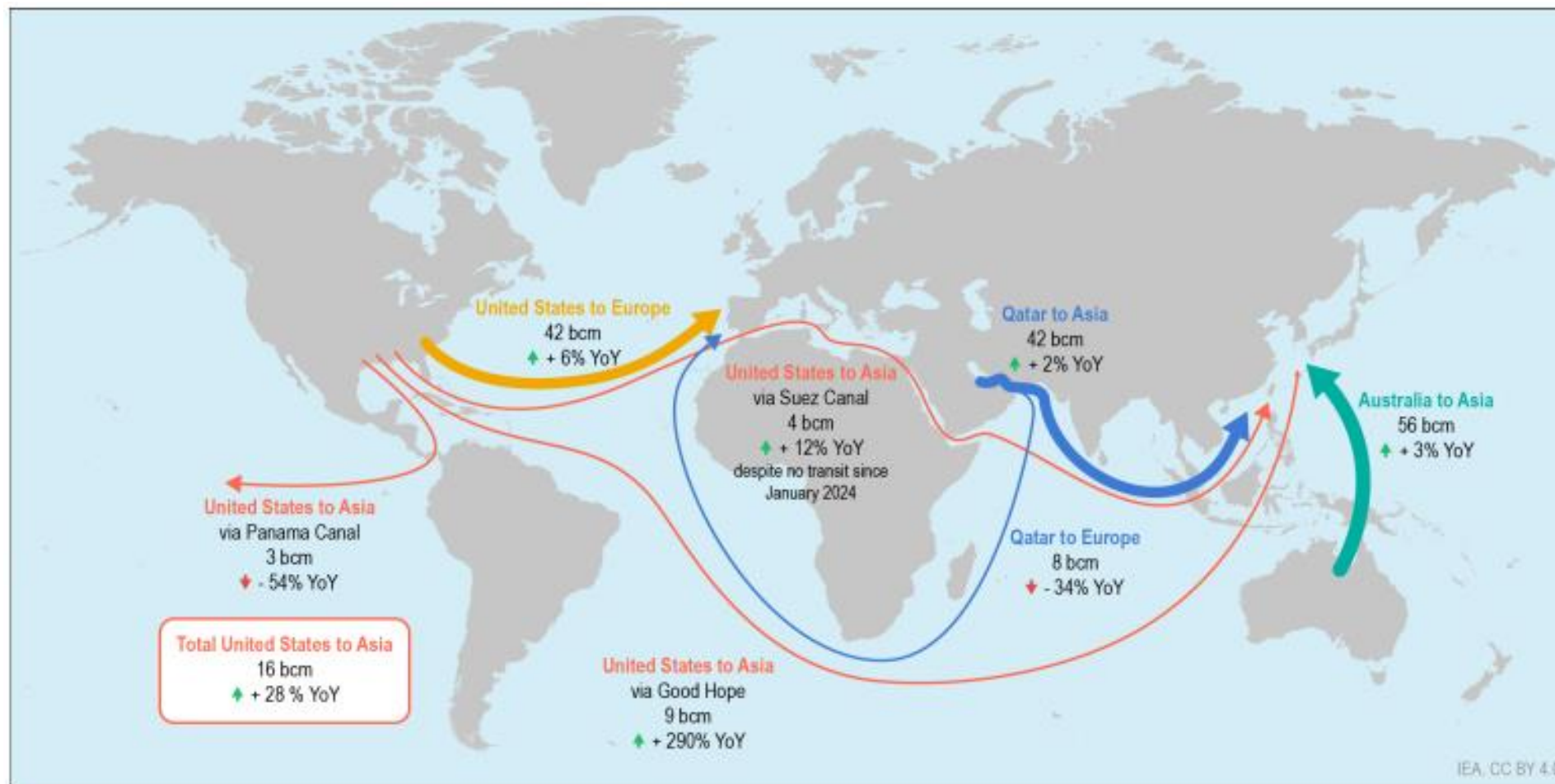
Dự án điện gió ngoài khơi	Đối tác	Phản việc của PVS	Giá trị HĐ ước tính (triệu USD)	Thời gian ước tính	Tiến độ ước tính đến hết 2024
Hai Long	Semco Maritime	EPC cho 2 trạm biến áp ngoài khơi	90	2022 - 2024	100%
Greater Changhua 2b & 4	Ørsted	Cung cấp 33 chân đế	300	2023 - 2025	60%
Baltica 2	Semco Maritime	EPC cho 4 trạm biến áp ngoài khơi	200	2023 - 2026	50%
Fengmiao	Semco Maritime	EPC cho các chân đế điện gió ngoài khơi	200	2024 - 2026	30%

Công suất điện gió ngoài khơi theo QHĐ8



GAS [\(Quay lại Khuyến nghị đầu tư\)](#)

Xu hướng cung cấp LNG trên thế giới: Mùa đông 2023-2024 so với mùa đông 2022-2023



Notes: Winter period refers to the northern hemisphere winter and spans October to March. This map represents the main LNG flows only and should not be considered exhaustive. Numbers in bcm indicate winter 2023-24 flow volumes and arrow thickness corresponds to flow volumes.



Sự xuất hiện của các ngành mới

Trung tâm dữ liệu

Bán dẫn

[Quay lại Mục lục](#)

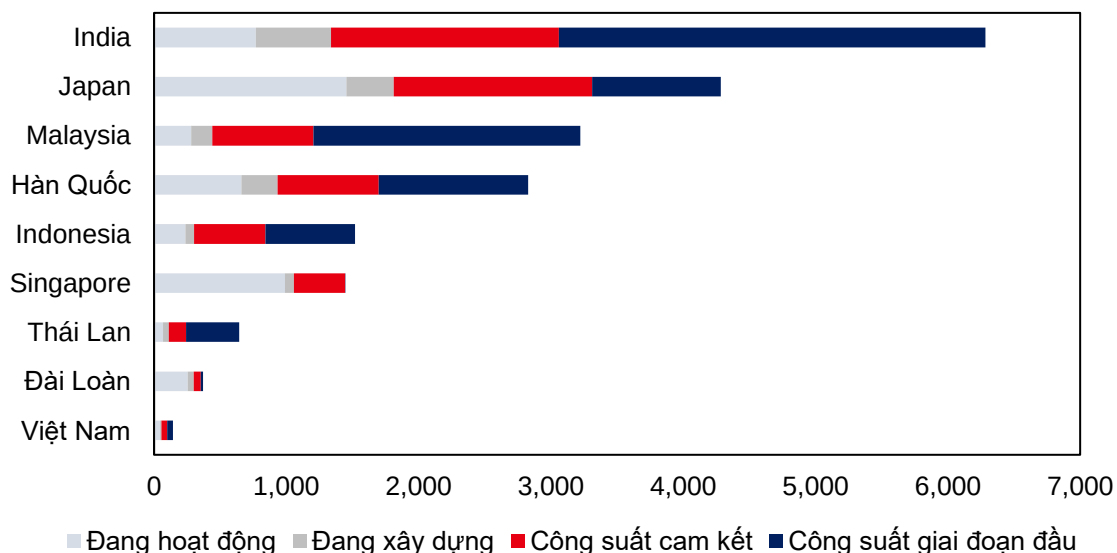
Chiến lược đầu tư 2H2024

Tổng quan thị trường trung tâm dữ liệu (TTDL)

TTDL tại thị trường Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng

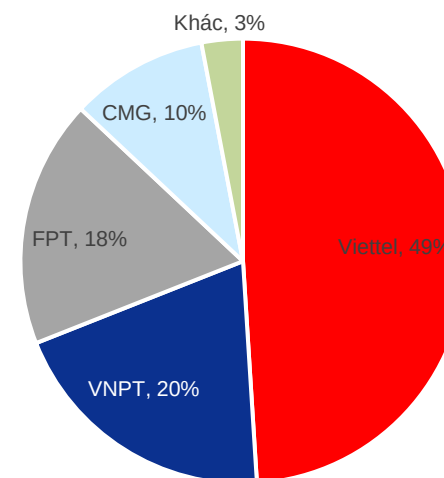
- TTDL có thể xem như 1 phòng máy tính, chuyên lưu trữ các máy chủ và tài nguyên công nghệ thông tin mật độ cao. TTDL có nhiệm vụ vận hành và quản lý máy chủ của toàn hệ thống, cung cấp chức năng xử lý, lưu trữ thông tin ổn định và nhanh chóng.
- Việt Nam hiện chỉ có gần 30 TTDL, chiếm chưa đến 1% số lượng TTDL trên toàn thế giới. Dung lượng TTDL tại Việt Nam còn nhỏ so với các đối thủ trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương.
- Thị trường TTDL tại Việt Nam chủ yếu là “sân chơi” của các doanh nghiệp trong nước, với 97% TTDL cả nước được sở hữu bởi 4 công ty: Viettel, VNPT, FPT và CMG.

Công suất TTDL tại Việt Nam vẫn còn rất nhỏ ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương (Đơn vị: MW)



Nguồn: DC BYTE, MBS Research

Thị trường TTDL tại Việt Nam bị chi phối bởi doanh nghiệp trong nước

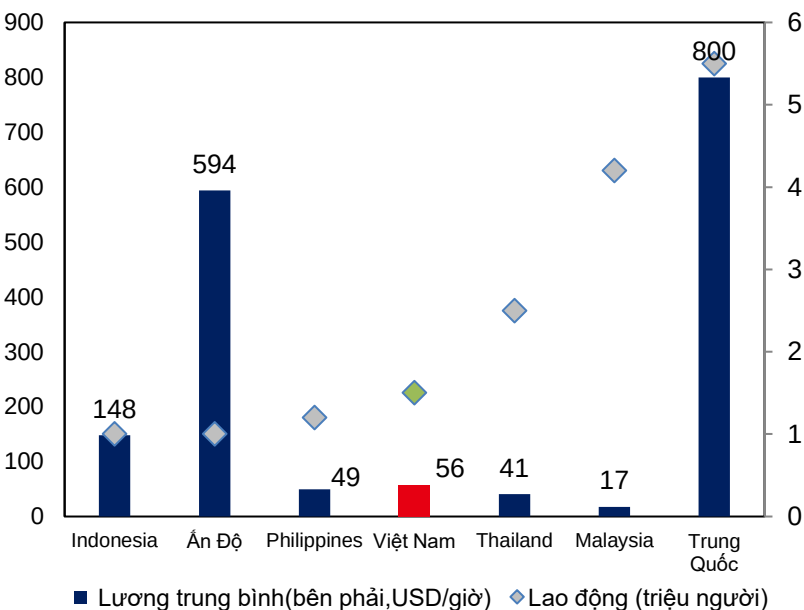


Nguồn: Viettel IDC, MBS Research

Triển vọng thị trường TTDL 2024-2025: sẵn sàng tăng trưởng mạnh mẽ

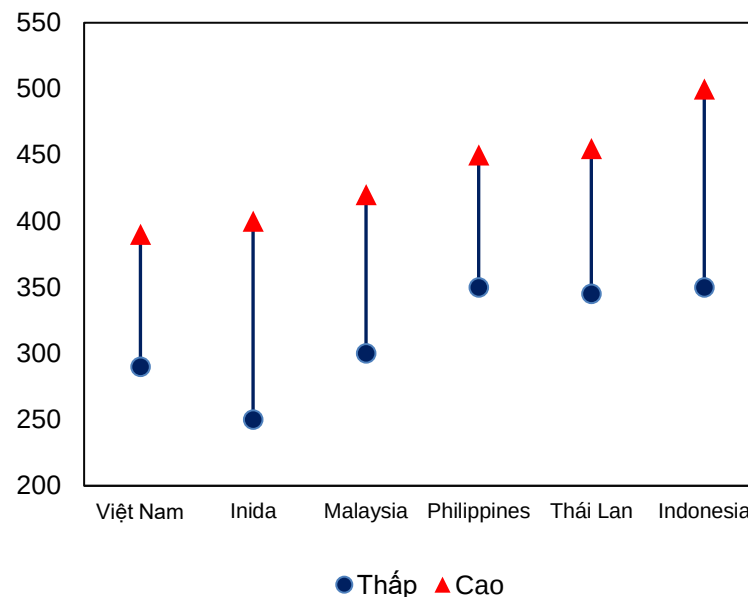
Việt Nam có tiềm năng mở rộng TTDL trong 2024-2026

Việt Nam sở hữu nguồn nhân lực dồi dào với chi phí nhân công thấp so với các nước



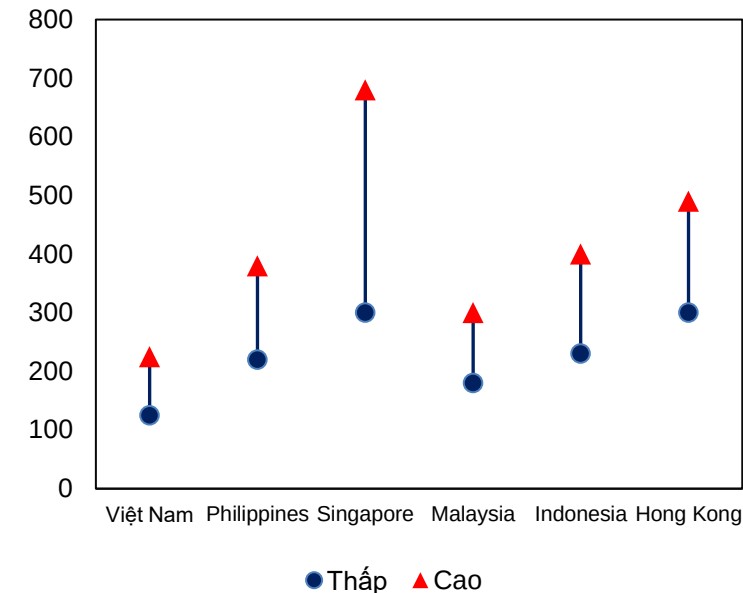
Nguồn: JLL, World bank, MBS Research

Chi phí xây dựng của Việt Nam cũng thấp hơn hầu hết các nước trong khu vực (USD/m²)



Nguồn: JLL research, MBS Research

Giá thuê TTDL tại Việt Nam rẻ hơn các nước trong khu vực (Đơn vị: USD/KW/tháng)



Nguồn: JLL research, MBS Research

- Chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam sở hữu nhiều yếu tố để thúc đẩy thị trường TTDL, như thị trường lao động rẻ, lực lượng lao động công nghệ dồi dào, chi phí xây dựng và giá thuê thấp hơn.
- Việc Chính phủ Việt Nam thúc đẩy số hóa đã tăng đáng kể nhu cầu về TTDL trên cả nước. Hơn nữa, thị trường TTDL Việt Nam được thúc đẩy bởi sự chuyển dịch dữ liệu doanh nghiệp sang nền tảng đám mây. Điều này đã dẫn đến sự gia tăng việc áp dụng các giải pháp lưu trữ dữ liệu nên có thể sẽ tác động tích cực đến sự tăng trưởng của thị trường TTDL. Ngoài ra, việc sử dụng ngày càng phổ biến AI tạo sinh (genAI), big data, IoT và các giải pháp dựa trên đám mây cùng nhiều giải pháp khác dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng thị trường TTDL trong giai đoạn 2024-2025.

Triển vọng thị trường TTDL 2024-2025: sẵn sàng tăng trưởng mạnh mẽ



Doanh nghiệp viễn thông hàng đầu thị trường Việt Nam tiếp tục đầu tư TTDL mới trong 2024-25

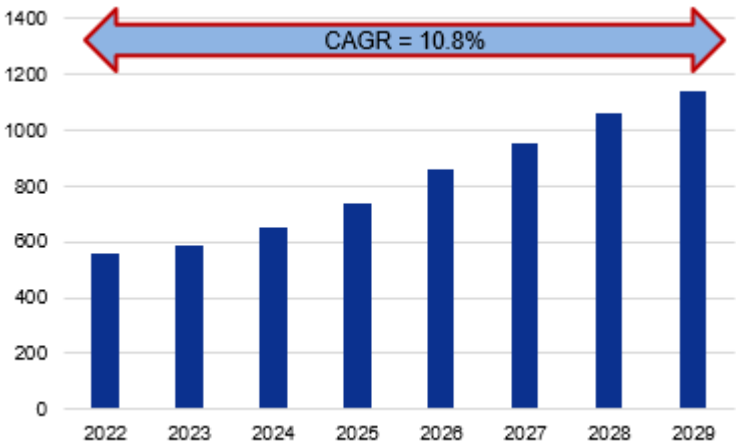
- Thị trường TTDL ở Việt Nam tăng trưởng chậm lại trong giai đoạn 2022-2023 do các doanh nghiệp và tổ chức có xu hướng tối ưu hóa chi phí do điều kiện kinh tế không thuận lợi. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá xu hướng này chỉ mang tính ngắn hạn. Năm 2024, các doanh nghiệp viễn thông hàng đầu Việt Nam như Viettel, CMC, FPT đang tích cực đầu tư vào các TTDL mới và nâng cấp các trung tâm hiện có để đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng thị trường TTDL Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-2025, nhờ sự ra đời của nhiều TTDL mới từ các nhà cung cấp lớn như FPT, Viettel và VNG.
- Theo Blueweave Consulting, thị trường TTDL Việt Nam đạt mức 557 triệu USD vào năm 2022 và được dự báo sẽ có mức CAGR 10,8% cho đến năm 2029, đạt 1,14 tỷ USD. Theo quan điểm của chúng tôi, với điều kiện kinh tế - xã hội ổn định và tần suất xảy ra thiên tai thấp, Việt Nam có đủ yếu tố cần thiết để trở thành thị trường TTDL lớn trong khu vực.

Kế hoạch mở rộng, nâng cấp TTDL của doanh nghiệp viễn thông vào năm 2024

Công ty	Số lượng trung tâm dữ liệu đang hoạt động	Tổng công suất hiện tại Kế hoạch mở rộng và nâng cấp vào năm 2024
FPT	3 17,000 m2/4,000 racks	FPT đang xây dựng thêm 2 trung tâm dữ liệu tại Hồ Chí Minh và Đà Nẵng. Trong đó, Trung tâm dữ liệu sắp ra mắt tại Quận 9 - TP.HCM dự kiến hoàn thành vào Q4/2024, được kỳ vọng trở thành một trong những trung tâm dữ liệu lớn nhất Việt Nam với công suất vượt 3.000 rack. Trong Q1/24, FPT tổ chức lễ cắt nóc TTDL FPT tại Khu đô thị công nghệ FPT Đà Nẵng. Trung tâm dữ liệu tại Đà Nẵng được xây dựng trên diện tích gần 1.500 m2, gồm 4 tầng nổi với tổng diện tích sàn là 1.793 m2. Dự án dự kiến hoàn thành vào Q3/2024.
Viettel	14 81000m2/11,500 racks	T4/2024, Viettel khai trương Trung tâm dữ liệu Viettel Hòa Lạc. Đây là trung tâm dữ liệu đầu tiên của Việt Nam được thiết kế với công suất cao gấp đôi mức trung bình, đáp ứng xu hướng AI. Trung tâm dữ liệu Viettel Hòa Lạc cũng đã trở thành trung tâm dữ liệu lớn nhất Việt Nam hiện nay với 60.000 máy chủ; hơn 2.400 racks; 21.000m2 diện tích sàn
CMG	3 3,000 racks	T6/24, Trung tâm dữ liệu CMC Telecom Tân Thuận trở thành đơn vị đầu tiên tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn An toàn hệ thống thông tin cấp 4. Hệ thống Data Center của CMC đạt chứng nhận cấp 4 đảm bảo phục vụ người dùng có quy mô đặc biệt lớn như các tổ chức tài chính, ngân hàng, thương mại điện tử
VNG	1 410 racks	T4/24, VNG và ST Telemedia Global Data Centers (STT GDC) đã hợp tác xây dựng và vận hành 2 Data Center tại TP.HCM. VNG và STT GDC sẽ tiếp tục vận hành Trung tâm dữ liệu STT VNG Thành phố Hồ Chí Minh 1 và xây dựng Trung tâm Dữ liệu mới STT VNG HCM 2. VNG dự kiến Trung tâm dữ liệu số 2 sẽ đi vào hoạt động trong nửa đầu năm 2026 với khả năng cung cấp điện công suất lên tới 60MW

Nguồn: FPT, Viettel, CMG, VNG, MBS Research

Thị trường TTDL Việt Nam sẽ vượt 1 tỷ USD vào năm 2028

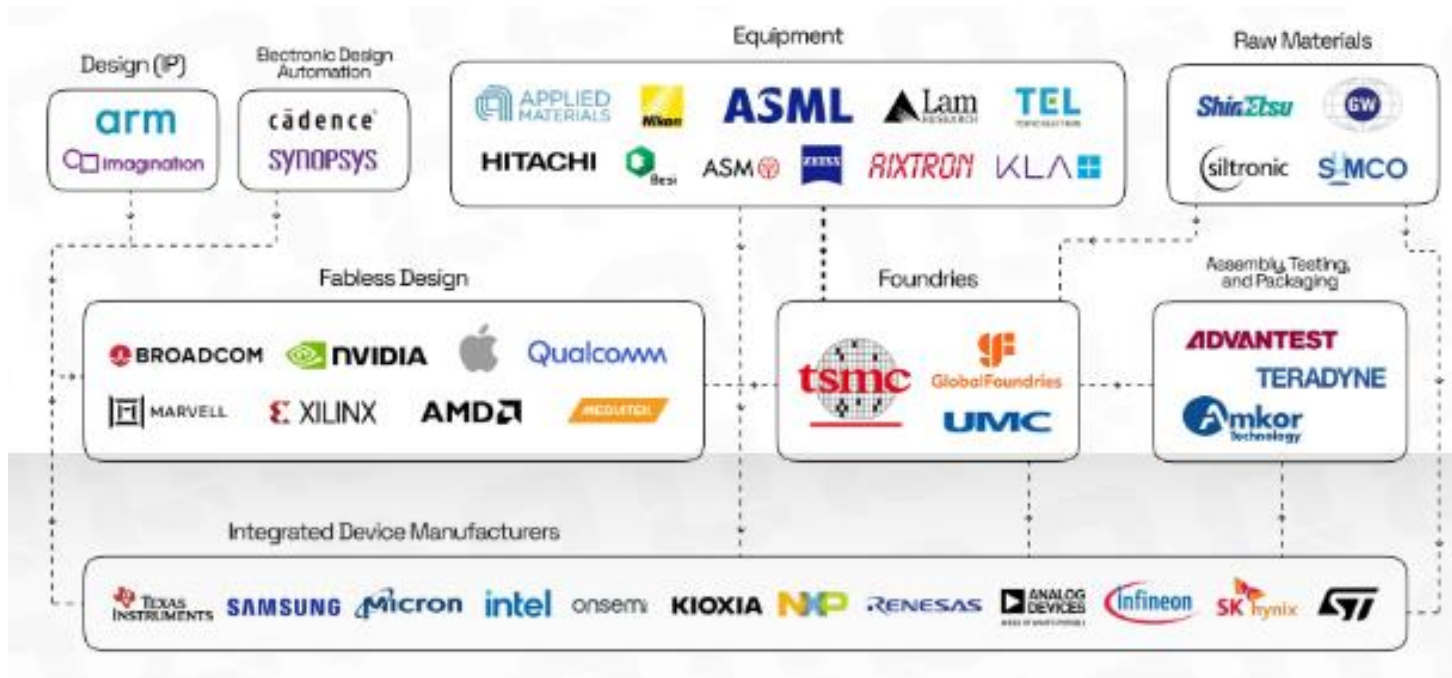


Nguồn: Blueweave Consulting, MBS Research

Các công ty bán dẫn của Việt Nam hầu hết đến từ công ty có vốn đầu tư nước ngoài

- Chất bán dẫn là một sản phẩm vật chất có cả tính cách điện và dẫn điện. Ngành công nghiệp bán dẫn là một ngành quan trọng đối với cả nền kinh tế Mỹ và thế giới, với các thành phần bán dẫn được tìm thấy trong nhiều loại sản phẩm tiêu dùng và thương mại, ô tô, máy tính đến thiết bị di động và thiết bị điện tử cá nhân. Chuỗi giá trị bán dẫn bao gồm nhiều giai đoạn, mỗi giai đoạn có vai trò và công ty chuyên biệt riêng. Các giai đoạn này bao gồm: thiết kế, chế tạo và lắp ráp, thử nghiệm và đóng gói.
- Sự tham gia của Việt Nam vào sản xuất chất bán dẫn chủ yếu tập trung vào các giai đoạn cuối, đặc biệt là khâu Lắp ráp, Thử nghiệm và Đóng gói (ATP). Phân khúc này yêu cầu vốn đầu tư thấp hơn và lao động có tay nghề thấp hơn và là phân khúc ít có giá trị nhất trong chuỗi cung ứng. Ngoài ra, các công ty bán dẫn của Việt Nam chủ yếu đến từ các công ty có vốn đầu tư nước ngoài. Trong đó, FPT và Viettel là doanh nghiệp nội địa nổi bật nhất.

Chuỗi giá trị bán dẫn



Nguồn: CIGP , MBS Research

Các công ty tham gia thiết kế chip theo khu vực ở Việt Nam

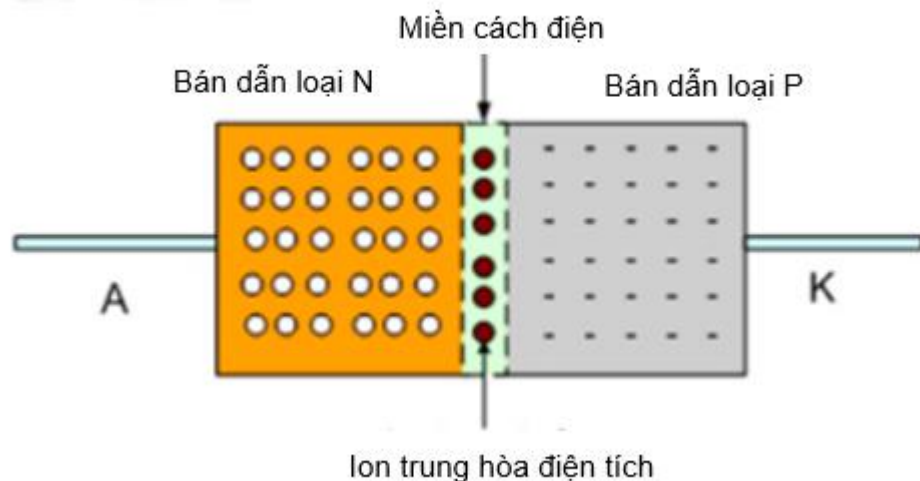


Nguồn: Vietnam Microchip Community , MBS Research

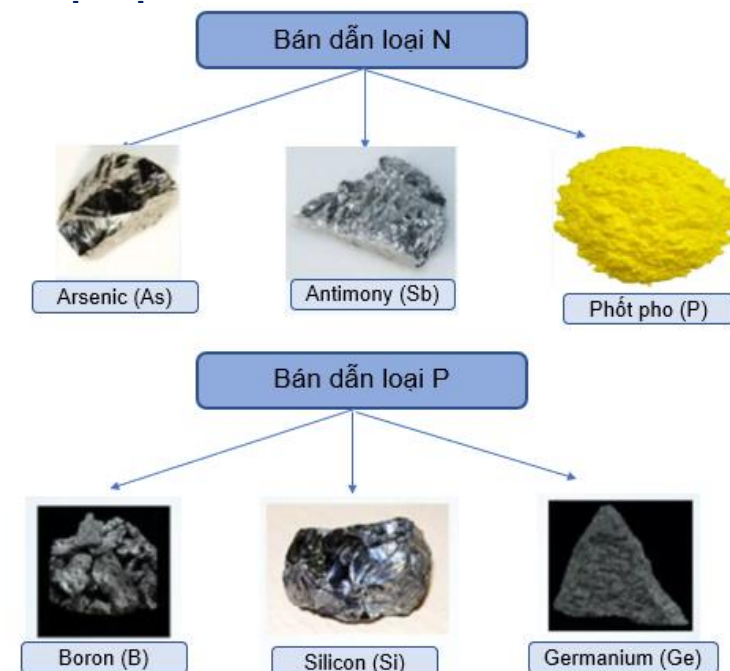
Hầu hết các vật liệu bán dẫn đều có nguồn cung hạn chế

- Chất bán dẫn được chia thành hai phần chính: chất bán dẫn loại P và loại N. Nguyên liệu chính bao gồm photpho, asen và antimon cho dây dẫn loại n và boron, gali, germanium cho dây dẫn loại p. Trong số các vật liệu này, silicon là thành phần chính được sử dụng trong chip bán dẫn. Chúng tôi cho rằng nguồn cung silicon dự kiến sẽ tương đối ổn định trong tương lai gần do silicon là nguyên tố phổ biến thứ hai trong lớp vỏ Trái đất (chiếm 28%). Ngược lại, các vật liệu bán dẫn khác có tính sẵn có hạn chế hơn.
- Photpho là một lựa chọn được sử dụng rộng rãi để pha tạp chất bán dẫn silicon loại n, bao gồm cả những chất được sử dụng trong các tấm pin mặt trời loại n, pin mặt trời loại n. Photpho được sử dụng để tăng nồng độ electron và tăng cường độ dẫn điện.

Cấu trúc bán dẫn



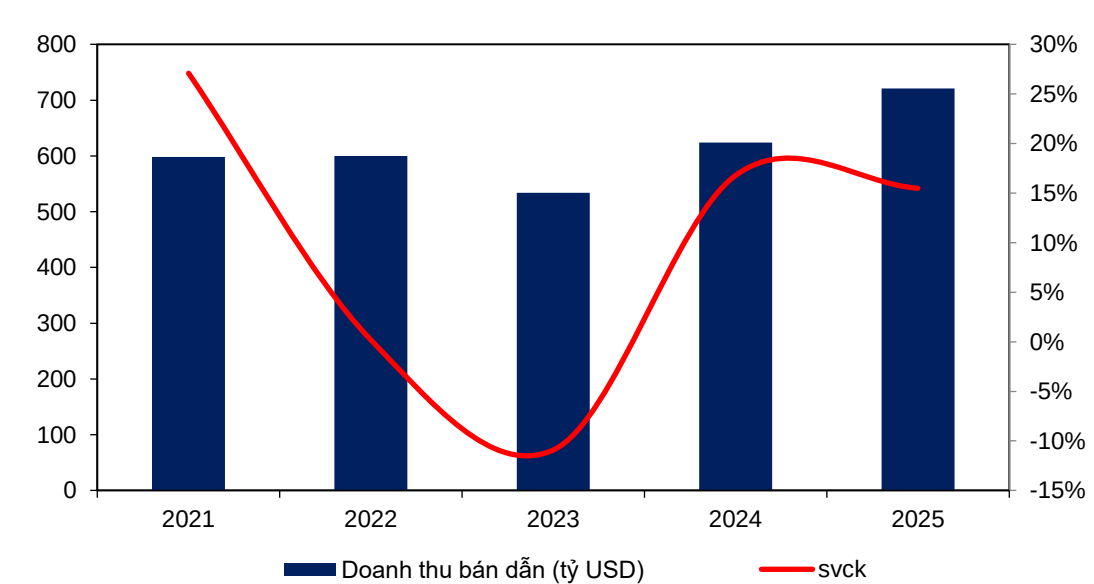
Vật liệu chính của chất bán dẫn



Nhu cầu bán dẫn dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024/2025 nhờ AI tạo sinh (GenAI)

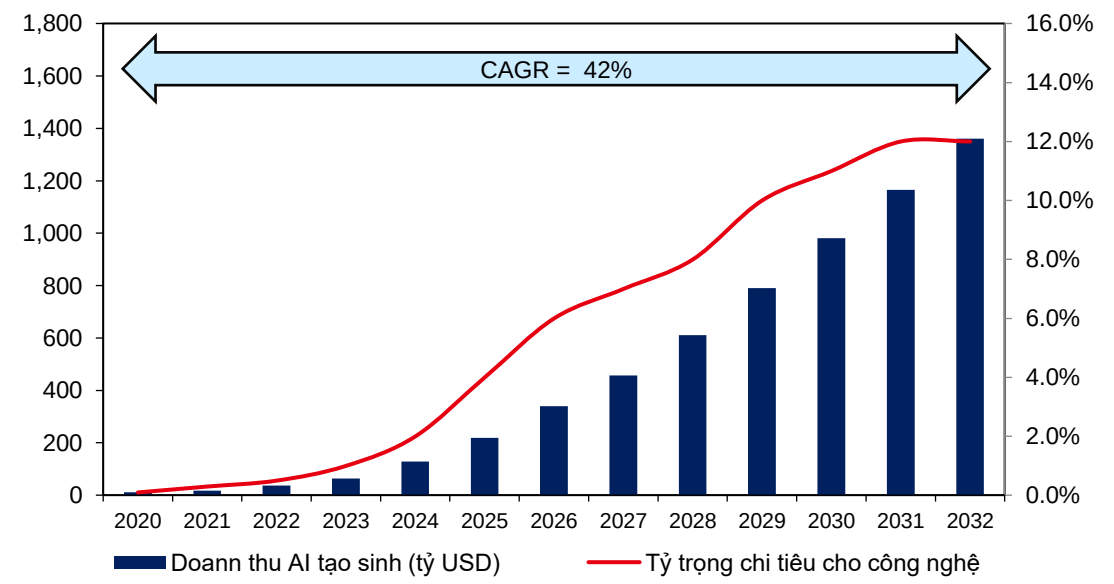
- Doanh thu bán dẫn toàn cầu đạt tổng cộng 533 tỷ USD vào năm 2023 (-11.1% svck) do doanh nghiệp và người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu. Chỉ 9 trong số 25 nhà sản xuất chất bán dẫn lớn nhất ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu vào năm 2023, trong đó có 10 nhà sản xuất ghi nhận mức giảm hai chữ số. Tổng doanh thu bán dẫn của 25 nhà cung cấp hàng đầu đã giảm svck 2023.
- Tuy nhiên, nhu cầu bán dẫn dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2024/2025 nhờ Generative AI (GenAI). Theo báo cáo mới nhất từ Bloomberg Intelligence, giá trị thị trường genAI sẽ đạt tốc độ tăng trưởng 42% trong giai đoạn 2023-2032. AI được sử dụng phổ biến trong các công việc hàng ngày như tìm kiếm thông tin, tạo nội dung (văn bản, hình ảnh, video) và hỗ trợ ra quyết định. Theo dự báo mới nhất từ Gartner, Inc., doanh thu bán dẫn toàn cầu dự kiến sẽ tăng 16.8%/15.5% svck trong năm 2024/2025 để đạt 624 tỷ USD/721 tỷ USD, trong đó doanh thu bán dẫn AI sẽ đạt 71,2 tỷ USD/ 91,9 tỷ USD (+33%/29% svck) vào năm 2024/25. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng ngành bán dẫn toàn cầu sẽ tăng trưởng mạnh mẽ do nhu cầu ngày càng tăng đối với xe điện, TTDL và các công nghệ mới nổi như IoT, AI và 5G

Doanh thu bán dẫn toàn cầu được dự báo sẽ tăng 16.8%/15.5% svck vào năm 2024/25



Nguồn: Gartner, MBS Research

Doanh thu GenAI đạt CAGR = 42% trong năm 2020-32

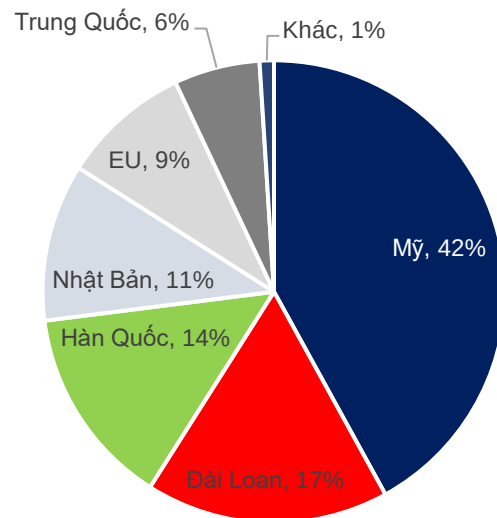


Nguồn: Bloomberg Intelligence, MBS Research

Xu hướng “Trung Quốc +1” sẽ tạo cơ hội cho các quốc gia khác thu hút dòng vốn FDI

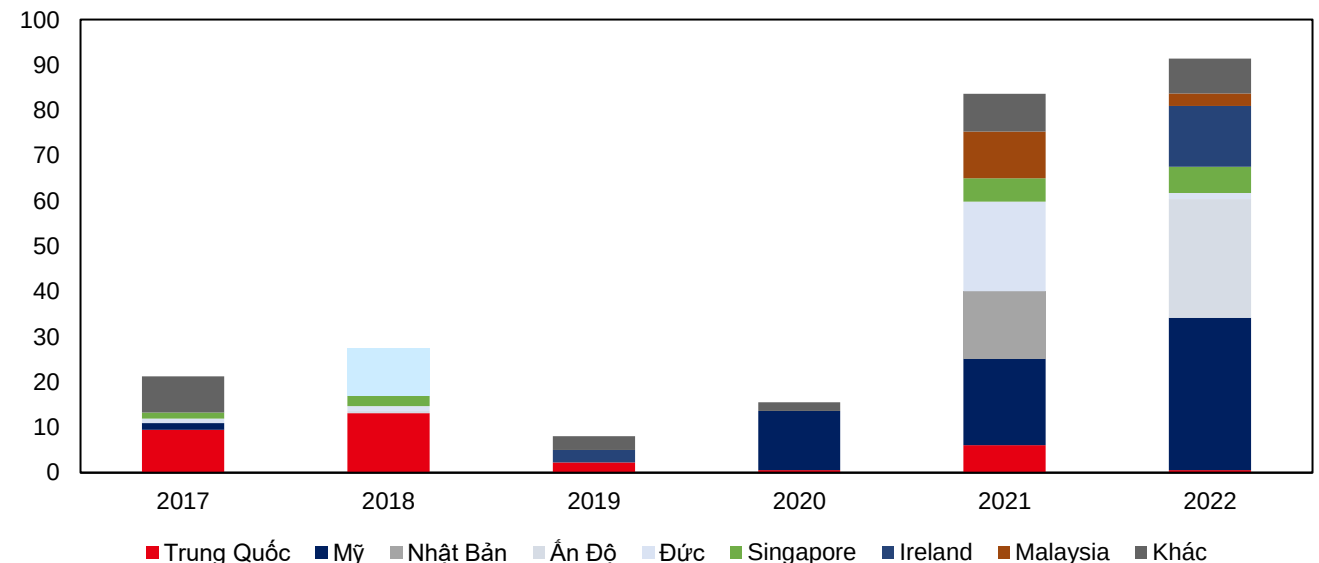
- Trung Quốc đang dần mất đi vị thế “công xưởng lớn của thế giới” do 1) chiến tranh thương mại Mỹ-Trung, 2) dân số già đi của Trung Quốc và 3) chính sách Zero - Covid. Vì vậy, chúng tôi tin rằng các tập đoàn đa quốc gia sẽ tìm kiếm lựa chọn khác trong chuỗi cung ứng để giảm sự phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc.
- Chỉ trong hai năm 2021 và 2022, thế giới đã chứng kiến tổng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) khoảng 155 tỷ USD vào lĩnh vực bán dẫn. Đây là mức FDI vào ngành này cao nhất trong 20 năm qua. Đầu tư trực tiếp nước ngoài vào lĩnh vực bán dẫn của Trung Quốc sụt giảm đáng kể (Trung Quốc chỉ chiếm 3% thu hút FDI vào lĩnh vực bán dẫn năm 2020). Mỹ và một số quốc gia khác bao gồm Nhật Bản, Đức, Ấn Độ, Malaysia và Ireland, đã chứng kiến sự gia tăng đáng kể nguồn vốn (FDI) trong 2021-22.
- Theo Trendforce, thị phần công suất sản xuất chip của Trung Quốc dự kiến sẽ giảm từ 8% vào năm 2023 xuống còn 6% vào năm 2027 do Mỹ kiểm soát xuất khẩu thiết bị sản xuất chip tiên tiến. Trong khi Đài Loan nắm giữ 68% công suất xưởng đúc dự kiến sẽ giảm xuống 60% vào năm 2027 khi Mỹ mở rộng năng lực sản xuất trong nước. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng “Trung Quốc +1” sẽ tạo cơ hội cho các nước khác thu hút dòng vốn FDI.

Thị phần bán dẫn toàn cầu năm 2022



Nguồn: Yole Intelligence, MBS Research

FDI vào lĩnh vực bán dẫn theo quốc gia đến năm 2017-22 (đơn vị: tỷ USD)



Nguồn: FDI Market, MBS Research

Bước chuyển mình cho ngành bán dẫn tại Việt Nam



Chúng tôi tin rằng Việt Nam có tiềm năng trở thành nhà máy sản xuất chất bán dẫn mới của thế giới vào năm 2024-30

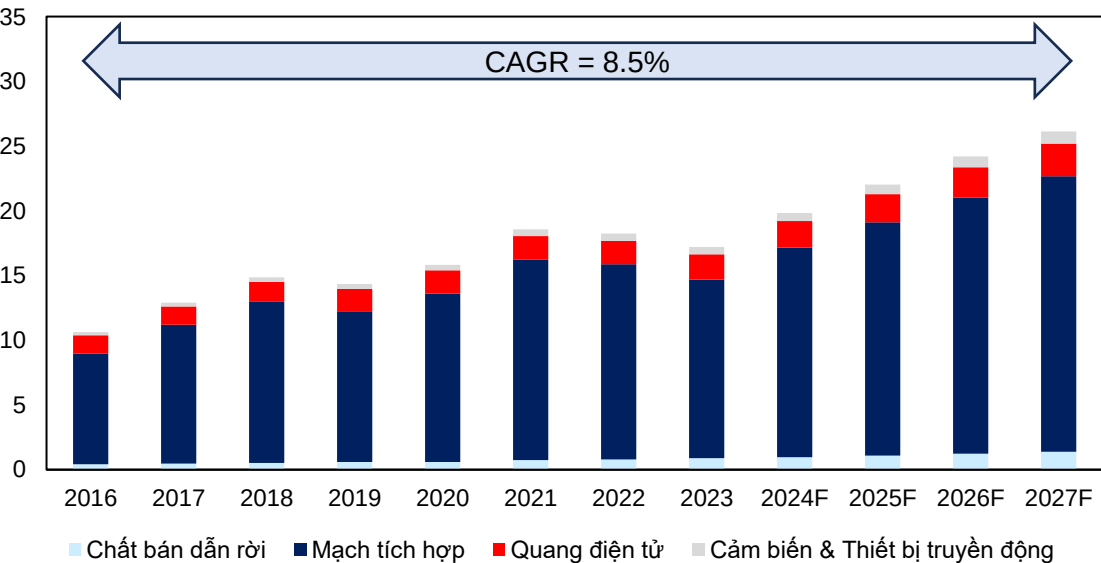
- Vào T9/23, Mỹ và Việt Nam đã ký Bản ghi nhớ hợp tác về chuỗi cung ứng chất bán dẫn, đào tạo lực lượng lao động và phát triển hệ sinh thái, nhằm tăng cường quan hệ khoa học công nghệ song phương và xây dựng chuỗi cung ứng chất bán dẫn linh hoạt hơn. Và để trang bị nguồn nhân lực cho ngành, Việt Nam và Mỹ sẽ mở các chương trình phát triển lực lượng lao động sâu rộng, bao gồm các phòng thí nghiệm giảng dạy thực hành và các khóa đào tạo tập trung vào lắp ráp, thử nghiệm và đóng gói chất bán dẫn. Hơn nữa, một số công ty bán dẫn lớn của Mỹ, bao gồm Intel, Amkor, marvell và GlobalFoundries, đã cam kết đầu tư đáng kể vào ngành bán dẫn của Việt Nam.
- Việt Nam đang xây dựng chiến lược phát triển và kế hoạch nhân sự toàn diện, được hỗ trợ bởi các quy định, chính sách, cơ chế liên quan để thu hút các nhà sản xuất và thiết kế chất bán dẫn hàng đầu thế giới. Chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp sản xuất chất bán dẫn như FPT và các nhà cung cấp nguyên liệu đầu vào (phốt pho, bismuth) như DGC, MSR sẽ được hưởng lợi từ dòng vốn FDI và sự hỗ trợ từ Chính phủ.
- Statista market Insights dự báo doanh thu bán dẫn của Việt Nam sẽ đạt CAGR 11.6% trong giai đoạn 2023-27, đạt 31,28 tỷ USD vào năm 2027. Trong đó, mạch tích hợp - phân khúc quan trọng nhất trong ngành bán dẫn được dự đoán sẽ có giá trị 16.44 tỷ USD vào năm 2024.

Amkor và Hana Micron cam kết đầu tư đáng kể vào ngành bán dẫn Việt Nam

	Amkor Technology Vietnam	Hana Micron
Vị trí	Khu công nghiệp Yên Phong 2, Bắc Ninh	Khu công nghiệp Văn Trung Bắc Giang
Diện tích	23ha	6.6ha
Mức đầu tư hiện tại	530\$m	600\$US
Kế hoạch đầu tư	1.6US\$bn until 2035	1.0US\$bn until 2025
Thời gian vận hành	Tháng 9-23	Tháng 10-23

Nguồn: MBS Research

Doanh thu bán dẫn Việt Nam sẽ đạt CAGR 11.6% trong năm 2023-27



Nguồn: Statista Market Insights, MBS Research

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng khác nhau đáng kể giữa các công ty trong ngành trong Q1/24

- FPT duy trì đà tăng trưởng 20% và dẫn đầu về quy mô doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q1/24. Trong khi các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Viettel (VGI, CTR) cũng cho thấy kết quả kinh doanh khả quan trong Q1/24, đặc biệt là VGI. Cụ thể, trong Q1/24, doanh thu của VGI đạt 7,907 tỷ đồng (+22% svck) nhờ tăng trưởng mạnh tại các thị trường Burundi (29%), Lào (24%), Mozambique (22%), Haiti (18%), Campuchia (13%). Thu nhập tài chính tăng vọt 156% svck nhờ chênh lệch tỷ giá. Kết quả, LN ròng Q1/24 của VGI đạt 1,296 tỷ đồng (+248% svck).
- Lợi nhuận ròng của DGC – nhà cung cấp phốt pho hàng đầu Việt Nam trong Q1/24 giảm 14% svck do giá phốt pho giảm (-25% yoy) và nhu cầu yếu hơn trong bối cảnh kinh tế toàn cầu phục hồi chậm.
- Hầu hết các cổ phiếu công nghệ và bán dẫn đều có diễn biến tăng ấn tượng với mức tăng giá khoảng 12.6% - 310.5% trong nửa đầu 2024. Bất chấp triển vọng vững chắc của ngành trong nửa cuối năm 24-25, chúng tôi tin rằng các nhà đầu tư nên đầu tư có chọn lọc vì hầu hết các cổ phiếu công nghệ và bán dẫn đều gần với giá trị hợp lý.

Tóm tắt kết quả kinh doanh các doanh nghiệp công nghệ và bán dẫn Q1/24

	Doanh thu Q1/24 (tỷ đồng)	yoy (%)	Biên LN gộp 2024	svck (điểm %)	LN ròng Q1/24 (tỷ đồng)	svck (%)	ROE	Tăng giá (từ 01/01/2024 đến 18/06/2024)
FPT	14,093	20.6%	39.1%	0.0%	1,798	20.4%	27.2%	33.5%
CMG	1,649	-10.2%	20.2%	0.9%	43	1.3%	12.6%	55.1%
VEC	48	-7.1%	56.1%	-1.5%	-3	-26.8%	-1.3%	12.6%
FOX	4,013	5.8%	47.4%	3.1%	653	12.8%	29.4%	113.0%
VGI	7,907	22.0%	52.2%	2.1%	1,296	248.7%	4.6%	310.5%
CTR	2,623	12.1%	7.2%	-0.3%	116	7.0%	28.4%	72.3%
SGT	110	17.4%	50.1%	5.2%	6	-9.0%	2.5%	20.8%
ELC	107	25.0%	19.9%	-14.4%	7	101.4%	8.6%	33.3%
DGC	2,385	-3.9%	0	-3.8%	704	-14.0%	25.0%	38.6%

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024-25

Chúng tôi dự báo FPT và DGC sẽ duy trì đà tăng trưởng NP hai con số trong năm 2024/25.

Tỷ đồng	FPT			DGC		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	52,625	62,770	75,408	9,748	11,249	13,656
%svck	19.5%	19.3%	20.1%	-32.5%	15.4%	21.4%
LN gộp	20,320	24,419	29,160	3,440	4,015	5,257
Biên LN gộp (%)	38.6%	38.9%	38.7%	35.3%	35.7%	38.5%
EBITDA	10,677	12,685	14,844	3,875	4,482	5,735
Biên EBITDA (%)	20.3%	20.2%	19.7%	39.8%	39.8%	42.0%
LN ròng	6,657	8,003	9,391	3,100	3,583	4,554
%svck	25.7%	20.2%	17.3%	-44.3%	15.6%	27.1%
EPS (đ/cp)	4,558	5,479	6,430	8,163	9,434	11,992
BVPS (đ/cp)	23,570	26,040	31,368	31,667	40,113	48,232
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	8,156	9,660	11,657	23,894	28,559	38,022
Nợ/VCSH	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
Tỷ suất cổ tức (%)	1.5%	1.5%	1.5%	2.4%	2.4%	2.4%
ROAE (%)	24.1%	23.5%	22.4%	24.9%	24.7%	25.5%
ROAA (%)	11.9%	12.2%	12.1%	22.4%	22.5%	24.2%

So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA (%)		ROE (%)		
		tr USD	Trượt 12T	2024	Hiện tại	2024	Trượt 12T	2024	Trượt 12T	2024	
Bloomberg											
Công nghệ											
TECH MAHINDRA LT	TECHM IN	15,058	52.4	21.2	3.8	4.3	11.2	12.6	15.8	20.6	
CYIENT LTD	CYL IN	2,380	30.2	20.4	2.8	4.0	11.3	12.1	19.6	21.0	
MPHASIS LTD	MPHL IN	5,183	29.4	23.0	5.2	4.6	15.8	16.8	19.0	20.5	
L&T TECHNOLOGY S	LTTS IN	5,703	36.5	33.9	9.2	7.7	24.2	24.9	17.8	19.0	
Tập đoàn FPT	FPT VN	8,110	29.3	24.1	7.8	5	11.5	12.2	23.2	24.1	
Trung bình				35.6	24.5	5.8	5.1	14.8	15.7	19.1	21.1
Trung vị				30.2	23.0	5.2	4.6	11.5	12.6	19.0	20.6
TTDL nội địa											
Viễn thông FPT	FOX VN	2,217	22.4	na	6.5	na	11.7	na	28.7	na	
Tập đoàn CMC	CMG VN	549	41	na	5.0	na	4.7	na	10.1	na	
Tập đoàn VNG	VNZ VN	683	na	na	5.6	na	-5.0	na	-11.8	na	
Trung bình				31.7	na	5.7	na	3.8	na	9.0	na
Trung vị				31.7	na	5.6	na	4.7	na	10.1	na
Vật liệu bán dẫn											
Hubei Xingfa Chemicals Group Co Ltd	600141 CH	2994.5	11.6	9.6	1	0.93	3.9	4.17	8.6	9.5	
Nickel Asia Corporation	6350R1069 PHY	902.1	18.3	11.6	1.45	na	5.4	na	8.2	na	
PT Vale Indonesia	1000109309 ID	2509.9	9.13	16.5	0.98	0.93	9.8	4.9	11.2	5.6	
Tập đoàn hóa chất Đức Giang	DGC VN	1,932	16.2	12.0	3.7	2.8	21.5	22.5	24.5	24.7	
Công ty Cổ phần Tài Nguyên Masan	MSR VN	729	na	na	1.4	na	-5.6	na	-16.1	na	
Trung bình				13.8	12.4	1.7	1.6	7.0	10.5	7.3	13.3
Trung vị				13.9	11.8	1.4	0.9	5.4	4.9	8.6	9.5

Chúng tôi ưa thích FPT và DGC cho mảng trung tâm dữ liệu và bán dẫn trong nửa cuối năm 24-25

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
FPT	Khả quan	144,200	- Doanh thu mảng công nghệ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số trong 2024/25 nhờ (1) doanh thu ký mới tăng trưởng ổn định và (2) chi tiêu cho CNTT toàn cầu dự kiến tăng trưởng mạnh trong 2024. - Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng viễn thông sẽ tăng 11.4%/8.8% svck vào năm 2024/25, nhờ việc mở rộng TTDL và sự phục hồi của quảng cáo trực tuyến. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh TTDL sẽ phát triển mạnh do nhu cầu về AI, điện toán đám mây và IoT ngày càng tăng. FPT dự kiến tiếp tục mở rộng TTDL với hai cơ sở mới sắp mở tại TP.HCM và Đà Nẵng.
			- Chúng tôi dự phóng mảng giáo dục sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng ở mức 32.4%/34% trong năm 2024/25 nhờ 1) việc mở rộng liên tục hệ thống trường trung học liên cấp trên khắp các tỉnh thành của Việt Nam và 2) thành lập thêm các khoá học AI tại trường đại học. - Chúng tôi tin rằng việc hợp tác với NVIDIA, nhà sản xuất chip hàng đầu thế giới sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu dài hạn cho FPT trong giai đoạn 2025-2030 khi AI nổi lên như xu hướng mới trong lĩnh vực công nghệ thông tin.
DGC	Khả quan	136,600	- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024/25 của FPT sẽ tăng trưởng 20.2%/17.3% svck. - DGC là nhà xuất khẩu photpho vàng lớn nhất châu Á - nguyên liệu quan trọng trong công nghệ sản xuất chất bán dẫn và trong ngành F&B. DGC cũng là doanh nghiệp duy nhất trên thế giới có thể sản xuất photpho vàng từ quặng apatit ở cả dạng bột và dạng cục.
			- Chúng tôi tin rằng DGC sẽ tăng trưởng LN ròng trở lại vào năm 2024, nhờ nhu cầu phục hồi trên thị trường bán dẫn. Ngoài ra, giá photpho vàng vẫn ở mức thấp nhất một năm và khó có thể giảm xuống mức năm 2021 do chính sách hạn chế khai thác quặng apatit của Trung Quốc. - Chúng tôi kỳ vọng dự án xút Nghi Sơn sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động trong Q3/25. Chúng tôi dự phóng dự án Nghi Sơn sẽ đóng góp 15% vào doanh thu hàng năm của DGC từ năm 2026. - Do đó, chúng tôi dự phóng LN ròng 2024/25 của DGC sẽ tăng trưởng 15.6%/27.1% svck.

Chúng tôi ưa thích FPT và DGC cho mảng trung tâm dữ liệu và bán dẫn trong nửa cuối năm 24-25

Cổ phiếu	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Luận điểm đầu tư
CMG	N/a	N/a	- CMG hiện là nhà cung cấp dịch vụ công nghệ thông tin - viễn thông lớn thứ 2 tại Việt Nam. Doanh nghiệp tập trung vào 4 mảng kinh doanh: hạ tầng kỹ thuật số, công nghệ & giải pháp, kinh doanh quốc tế, nghiên cứu và giáo dục. - Ngày 24/5, ông Nguyễn Trung Chính - Chủ tịch Tập đoàn CMC có buổi làm việc với lãnh đạo NVIDIA nhằm tăng cường hợp tác chiến lược toàn diện, đặc biệt trong lĩnh vực trí tuệ nhân tạo (AI). - Trong giai đoạn 2024-25, CMG dự kiến đầu tư mở rộng trung tâm AI Data tại Khu công nghệ cao TP.HCM với quy mô lớn 40MW, đảm bảo sẵn có hạ tầng AI Cloud cũng như hạ tầng Cloud riêng cho từng khách hàng. CMC cũng có kế hoạch đầu tư 1.000 GPU Nvidia GH 200 trị giá 250 triệu USD vào năm 2024-25, tập trung vào 6 lĩnh vực chính: Thiết kế chip, AI, dữ liệu lớn, dữ liệu xã hội, IoT và blockchain.
			- T6/24, TTDL CMC Telecom Tân Thuận trở thành đơn vị đầu tiên tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn an toàn hệ thống thông tin cấp độ 4. Hệ thống Data Center của CMC đạt chứng nhận cấp 4 đảm bảo phục vụ người dùng có quy mô đặc biệt lớn như các tổ chức tài chính, ngân hàng, thương mại điện tử. Chúng tôi kỳ vọng đạt được chứng nhận cấp 4 để hỗ trợ CMG mở rộng đối tượng thuê TTDL cho các tổ chức tài chính và ngân hàng từ nửa cuối năm 2024.. - VNZ là công ty internet hàng đầu tại Việt Nam, nổi tiếng với hoạt động mạnh mẽ trong lĩnh vực trò chơi trực tuyến. Năm 2022, VNZ giữ vững vị trí thống lĩnh thị trường game trực tuyến Việt Nam với thị phần đáng kể 39%. - Chúng tôi kỳ vọng mảng game của VNZ sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2024-2025 nhờ 1) thiết bị di động và PC là nền tảng phổ biến tại Việt Nam và dự kiến sẽ tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn 2024-2025 và 2) Chính phủ Việt Nam đang thúc đẩy phát triển ngành công nghiệp game trực tuyến.
VNZ	N/a	N/a	- Trong T5/24, VNG và ST Telemedia Global Data Centers (STT GDC) đã hợp tác xây dựng và vận hành 2 TTDL tại TP.HCM. VNG và STT GDC sẽ tiếp tục vận hành TTDL STT VNG Thành phố Hồ Chí Minh 1 và xây dựng TTDL mới STT VNG Thành phố Hồ Chí Minh 2. VNG dự kiến TTDL số 2 sẽ đi vào hoạt động trong nửa đầu năm 2026 với khả năng cung cấp điện công suất lên tới 60MW. - VNG đặt kế hoạch doanh thu 11,069 tỷ đồng (+46% svck) và lãi ròng 150 tỷ đồng vào năm 2024 (lỗ ròng 2,101 tỷ đồng vào năm 2023).



Logistics

Phục hồi từ mức nền thấp

[Quay lại Mục lục](#)

Chiến lược đầu tư 2H2024

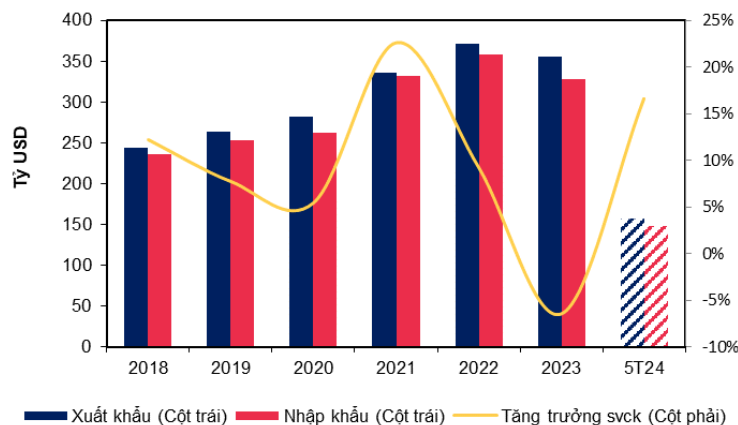
Tổng quan trong nửa đầu năm 2024



Phục hồi mạnh mẽ trong nửa đầu năm 2024

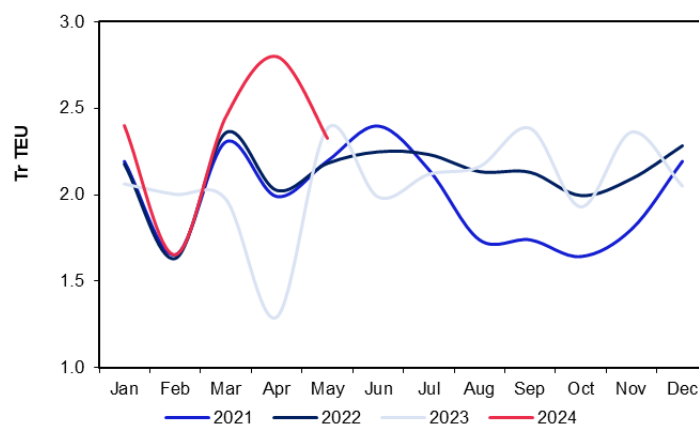
- Trong 5 tháng đầu năm 2024, tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam đã tăng 16,6% svck năm trước. Tăng trưởng xuất khẩu mạnh mẽ chủ yếu đến từ mặt hàng công nghiệp và chế biến, trong khi tăng trưởng nhập khẩu mạnh do sự gia tăng nhập khẩu thiết bị, máy móc và nguyên liệu. Về thị trường, Hoa Kỳ vẫn là thị trường chủ lực với kim ngạch xuất khẩu đạt 44 tỷ USD, tăng 2% svck năm trước; xuất khẩu sang EU tăng 16,1% svck lên 20,7 tỷ USD, trong khi xuất khẩu sang các nước ASEAN đạt 15,3 tỷ USD (+12% svck).
- Tổng sản lượng container qua cảng biển Việt Nam đã có sự phục hồi mạnh mẽ trong 5 tháng đầu năm 2024, tăng 19,7% svck. Điều này được cho là do (1) sản lượng thấp trong 5 tháng đầu năm 2023 (-6,3% so với cùng kỳ) và (2) các hoạt động sản xuất tiếp tục tăng trưởng tích cực với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ghi nhận tháng thứ ba liên tiếp có xu hướng tăng.
- Trên thị trường quốc tế, sau một thời gian suy giảm, xu hướng tăng giá vận chuyển biển bắt đầu từ tháng 1 năm 2024 khi xảy ra xung đột ở Biển Đỏ. Đến thời điểm tháng 6 năm 2024, chỉ số container toàn cầu (loại 40 feet) đã tăng đến 200% svck năm trước và 241% so với từ đầu năm.

Tổng giá trị xuất nhập khẩu của Việt Nam phục hồi mạnh mẽ (tỷ USD)



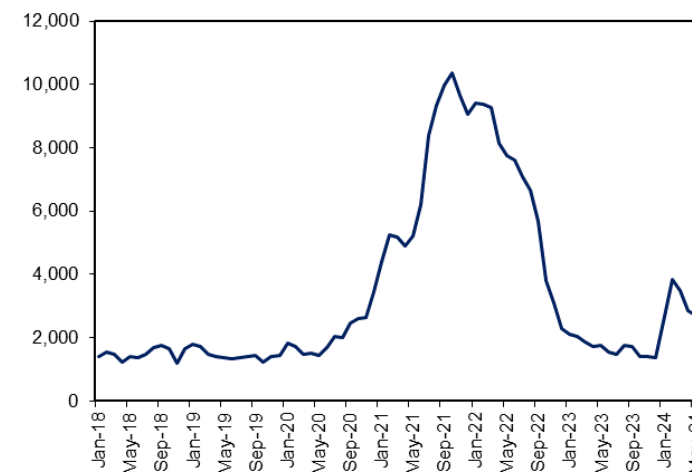
Nguồn: GSO, MBS Research

Tổng lưu lượng container qua Việt Nam (Triệu TEUs)



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Chỉ số Container Thế giới (USD/40ft)

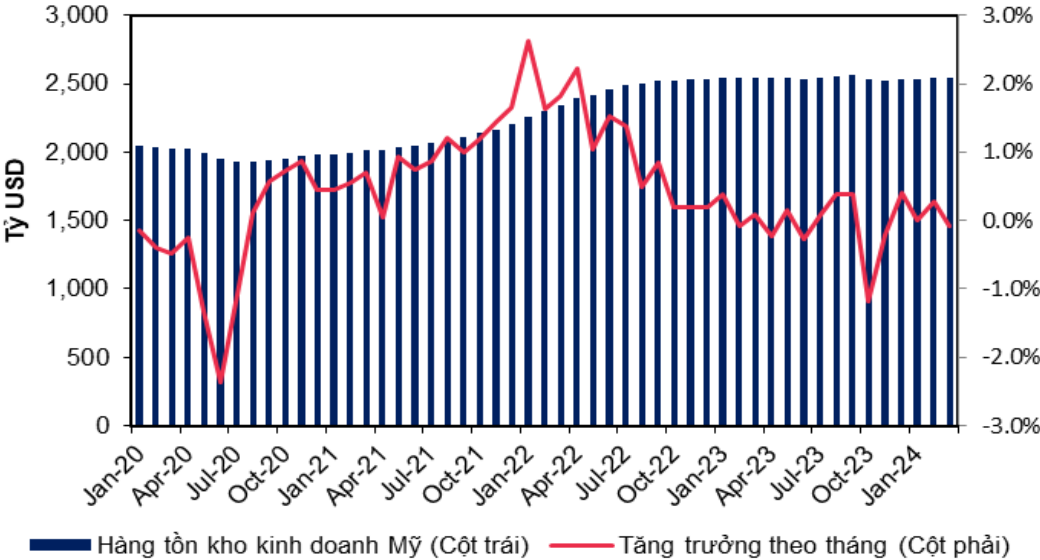


Nguồn: Drewry, MBS Research

Nhu cầu hàng hóa bổ sung tại các thị trường chính có thể chậm lại vào nửa cuối năm 2024

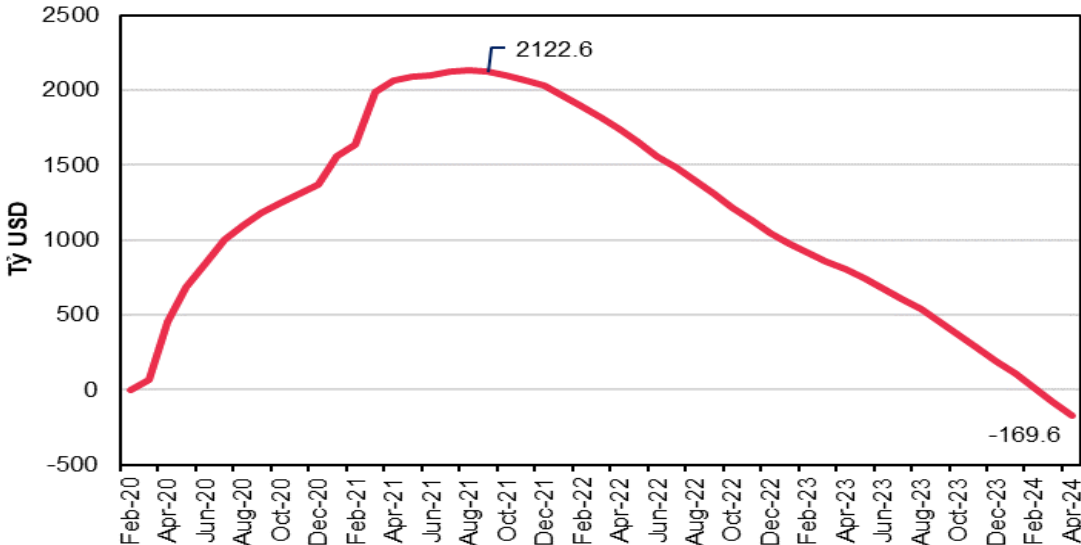
- Hàng Tồn Kho Kinh Doanh theo tháng tại Mỹ gần như không thay đổi kể từ đầu năm 2024.
- Theo Ngân hàng Thế giới (WB), tăng trưởng GDP tại Mỹ có thể đạt 1.6% trong năm 2024, giảm so với 2.5% vào năm 2023, điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tiêu dùng tại Hoa Kỳ.
- Tăng trưởng GDP thấp và lạm phát cao từ năm 2021-2023 đã làm giảm tổng số tiền tiết kiệm tích lũy của người dân Mỹ từ thời điểm dịch Covid-19. Tổng số tiền tiết kiệm tích lũy tại Mỹ đạt đỉnh vào tháng 10-2021 với mức 2,122 tỷ USD và đã giảm dần kể từ đó. Đến tháng 2-2024, tổng tiết kiệm tích lũy đã chuyển sang mức âm và giảm xuống còn -169 tỷ USD vào tháng 4-2024, điều này có nghĩa là nguồn lực để hỗ trợ tiêu dùng tại Hoa Kỳ đang giảm mạnh.

Hàng tồn kho kinh doanh tại Hoa Kỳ đã duy trì ổn định từ đầu năm 2024.



Nguồn: Investing, MBS Research

Tổng số tiết kiệm tích lũy từ thời điểm dịch đến nay tại Mỹ

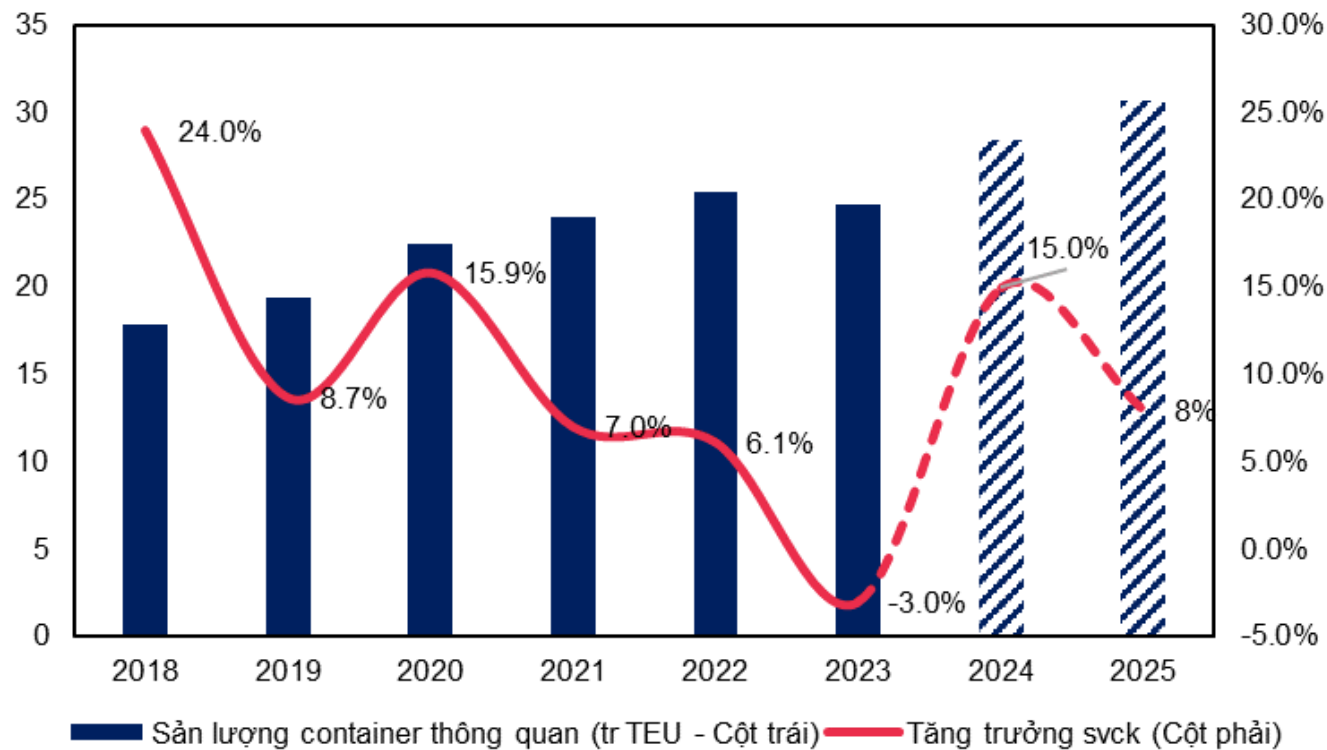


Nguồn: US Bureau of Economic Analysis, MBS Research

Sản lượng container qua cảng biển Việt Nam dự kiến sẽ phục hồi với mức tăng trưởng 15%/8% so với cùng kỳ năm 2024-2025

- Trong 5 tháng đầu năm 2024, sản lượng container thông qua cảng biển Việt Nam đạt 11.63 triệu TEU, tăng 19.7% svck năm trước. Chúng tôi dự báo rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng container sẽ giảm dần vào cuối năm do (1) mức nền không còn thấp (lưu lượng container trong nửa cuối 2023 tăng 0.8% svck năm trước), và (2) nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ có thể sẽ yếu hơn do sự sụt giảm tiền tiết kiệm tích lũy. Do đó, tổng sản lượng container tại Việt Nam có thể phục hồi 15% svck trong năm 2024.
- Chúng tôi dự báo tiêu dùng tại Hoa Kỳ trong năm 2025 sẽ hồi phục nhẹ, điều này có thể giúp sản lượng container của Việt Nam tăng 8% svck năm trước.

Chúng tôi dự đoán rằng lưu lượng container qua cảng biển Việt Nam, sau khi giảm 3.0% svck trong năm 2023, sẽ hồi phục với mức tăng 15.0% vào năm 2024



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

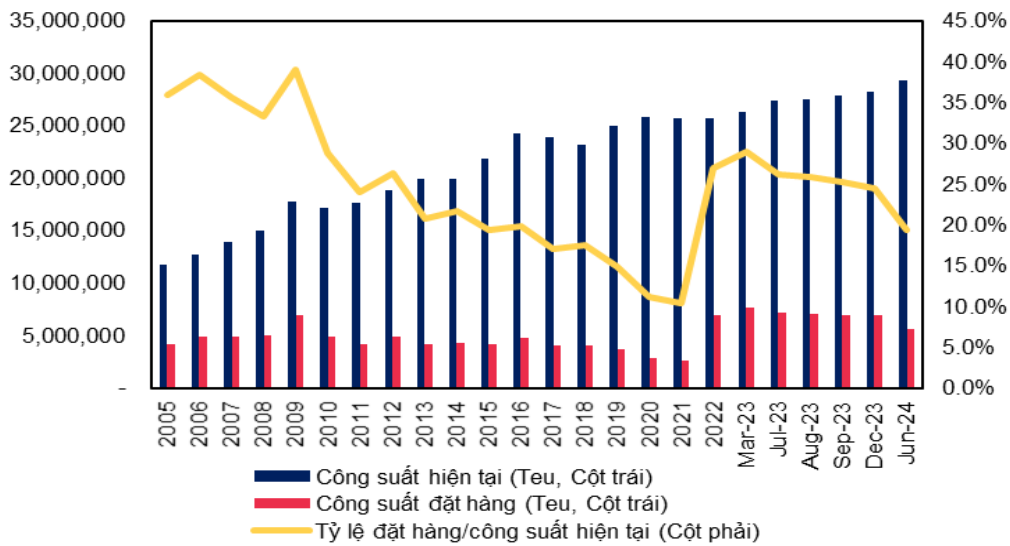
Cước vận tải biển có thể giảm xuống vào cuối năm 2024



Dù có thể suy giảm, cước vận tải biển thế giới vẫn duy trì ở mức cao cho đến cuối năm 2024 (+200% svck năm trước)

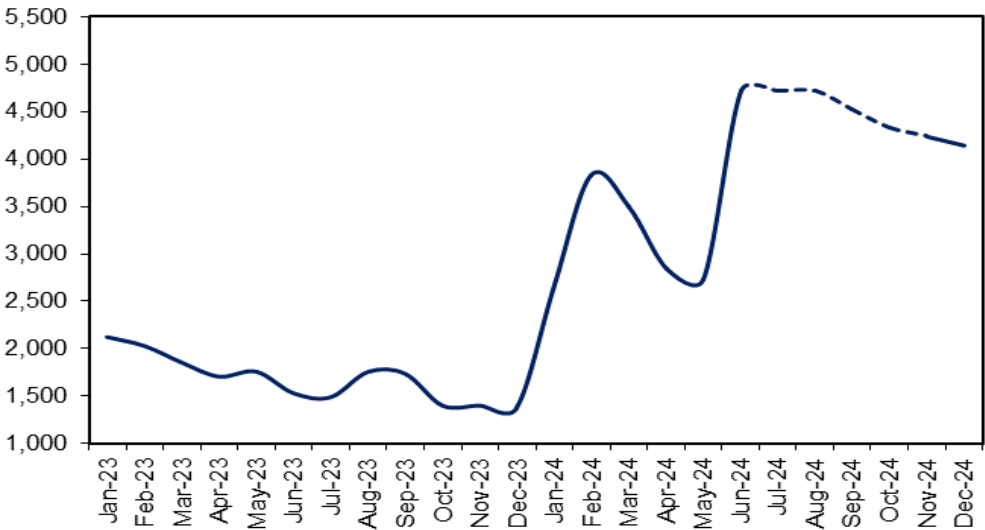
- Từ tháng 1-2024, do nguy cơ từ Biển Đỏ, các tàu vận chuyển phải thay đổi tuyến đường đi qua Mũi Hảo Vọng và tăng khoảng cách vận chuyển trung bình lên đến 30%. Tuy nhiên, nhờ vào động thái gần đây của phương Tây, chúng tôi dự kiến cuộc xung đột Israel-Palestine sẽ được làm dịu vào cuối năm 2024, điều này sẽ giúp giải phóng các tuyến vận chuyển qua Biển Đỏ và làm giảm cước vận tải biển toàn cầu.
- Theo Alphaliner, sự tăng mạnh về số lượng đơn đặt hàng tàu mới đã dẫn đến việc tỷ lệ đơn đặt hàng so với tổng công suất liên tục tăng từ 10,4% vào năm 2021 lên mức cao nhất là 29% vào tháng 3 năm 2023. Tỷ lệ này cho thấy rằng tỷ lệ đặt hàng so với công suất có mối tương quan nghịch với cước vận tải biển, cho thấy rằng tình trạng thừa nguồn cung đã ảnh hưởng tiêu cực đến cước vận tải biển. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã bắt đầu giảm từ tháng 6 năm 2023, đạt mức khoảng 19,4% vào tháng 6 năm 2024 và gần như không có đơn đặt hàng mới nào xuất hiện. Điều này sẽ là một yếu tố hỗ trợ cho cước vận tải biển trong dài hạn.
- Chúng tôi dự kiến cước vận tải container toàn cầu sẽ chứng lại và có thể giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao (+200% svck năm trước) vào cuối năm 2024.

Tỷ lệ đơn hàng/công suất giảm mạnh trong năm 2024



Nguồn: Alphaliner, MBS Research

Chúng tôi dự báo rằng cước vận tải container thế giới có thể tăng 200% so với cùng kỳ trong năm 2024 (USD/40ft)



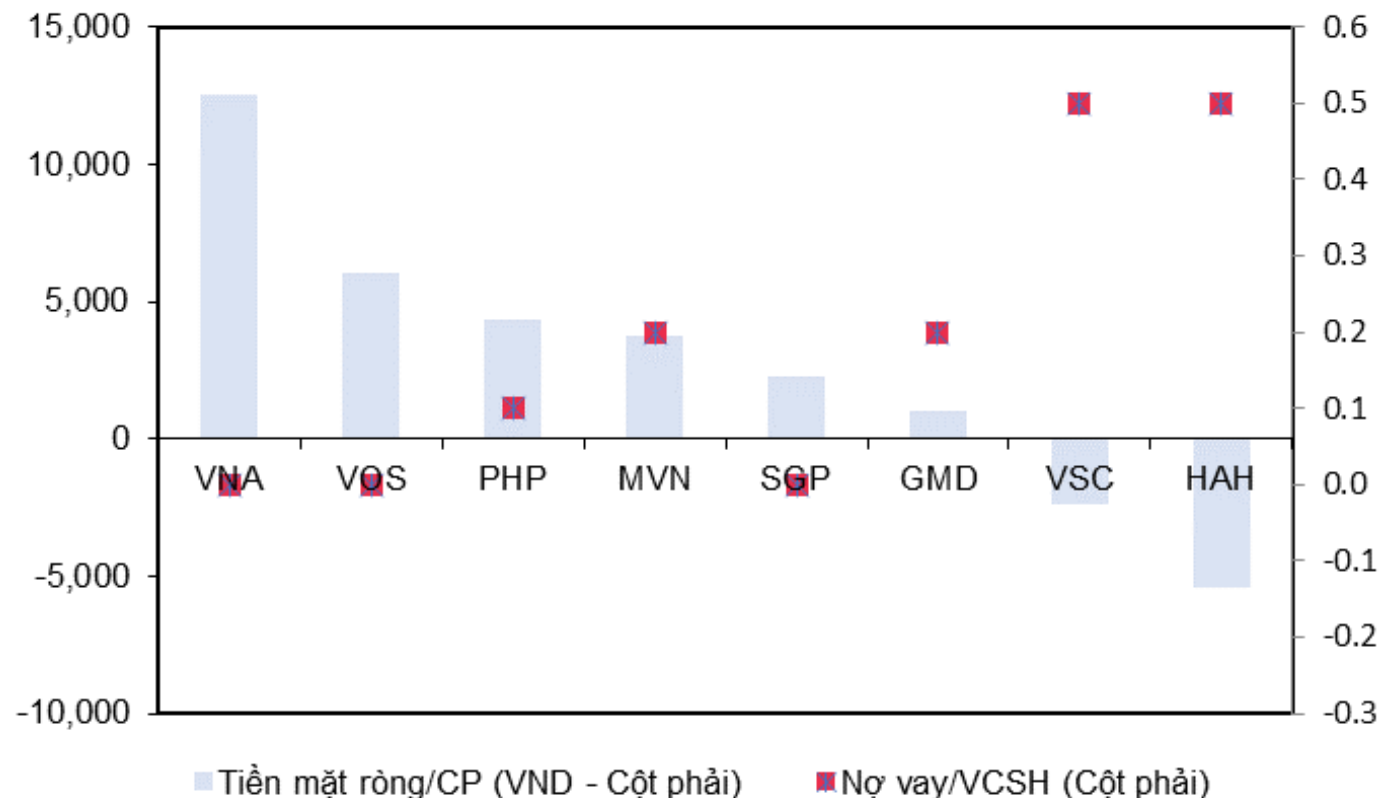
Nguồn: Drewry, MBS Research

Triển vọng các doanh nghiệp logistics trở nên tích cực hơn từ 2024

Tình hình tài chính ổn định là nền tảng vững chắc để doanh nghiệp logistics duy trì hoạt động và tận dụng cơ hội khi thị trường phục hồi

- Q1/2024, hầu hết các công ty trong lĩnh vực cảng và vận tải biển vẫn duy trì sức khỏe tài chính mạnh mẽ sau khi vượt qua những khó khăn. Trong giai đoạn này, hầu hết các công ty đã ngưng đầu tư mới, dẫn đến việc tích trữ dự trữ tiền mặt cao và tỷ lệ đòn bẩy thấp.
- GMD, VSC, HAH tiếp tục đầu tư mới, dẫn đến tình trạng dư nợ tiền mặt thấp/âm và tỷ lệ đòn bẩy cao hơn so với các công ty khác. Tuy nhiên, những chỉ số này vẫn duy trì trong ngưỡng an toàn. Chúng tôi tin rằng thị trường logistics đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, và các khoản đầu tư trong thời gian đó có thể mang lại ảnh hưởng tích cực khi thị trường bước vào giai đoạn phục hồi.

Hầu hết các công ty logistics duy trì vị thế tài chính mạnh mẽ cùng tỷ lệ đòn bẩy thấp.



Nguồn: Báo cáo công ty, MBS Research

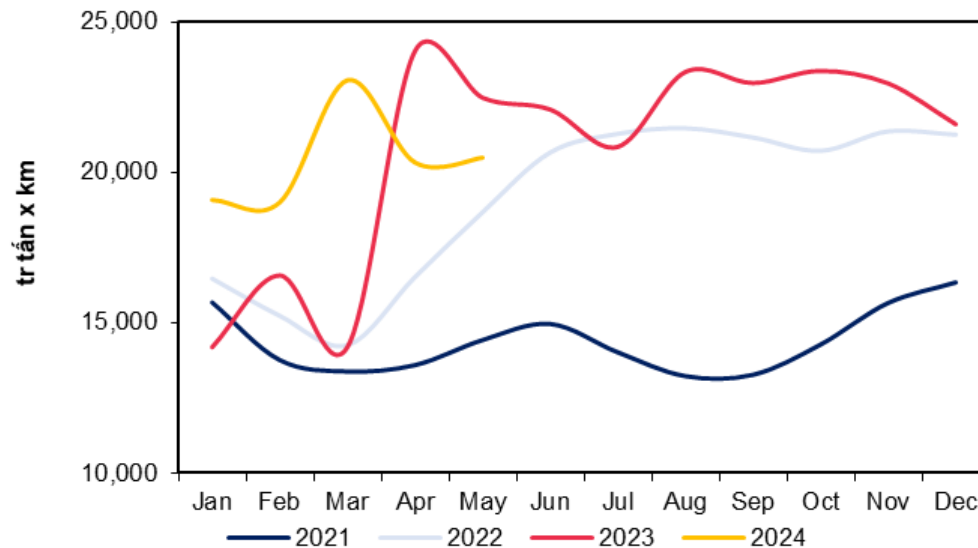
Triển vọng các doanh nghiệp logistics trở nên tích cực hơn từ 2024



Cước vận tải biển cao có thể dẫn đến sự phục hồi khả quan trong lợi nhuận của doanh nghiệp vận tải biển

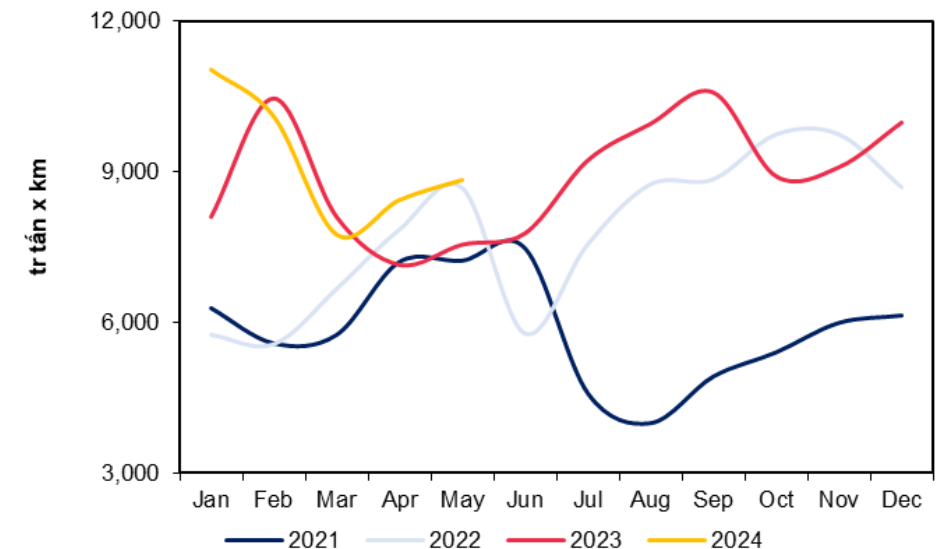
- Trong bối cảnh cước vận tải biển cao, lưu lượng vận tải biển ở Việt Nam vẫn duy trì ở mức cao, đặc biệt là vận tải biển quốc tế, khi các công ty vận tải biển Việt Nam đã mở rộng quy mô đội tàu và gia nhập thị trường quốc tế trong thời gian gần đây. Lưu lượng vận tải biển tại Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2024 tăng 11,6% svck năm trước, trong khi đó Lưu lượng vận tải đường thủy nội địa cũng đạt mức tăng 11,6% svck năm trước.
- Lợi nhuận công ty vận tải biển có thể tiếp tục giữ ổn định trong quý 2 năm 2024 trước khi phục hồi vào nửa cuối năm 2024, được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng liên tục lưu lượng vận chuyển nhờ mở rộng đội tàu và mở rộng thị trường quốc tế, đặc biệt là HAH, công ty nhận thêm 3 tàu mới vào năm 2024, tăng công suất khoảng 50%; (2) dự báo tăng 200% về cước vận tải container thế giới trong năm 2024, ảnh hưởng tích cực đến biên lợi nhuận gộp của các công ty vận tải biển.

Lưu lượng vận chuyển biển quốc tế



Nguồn: GSO, MBS Research

Lưu lượng vận chuyển đường thủy nội địa



Nguồn: GSO, MBS Research

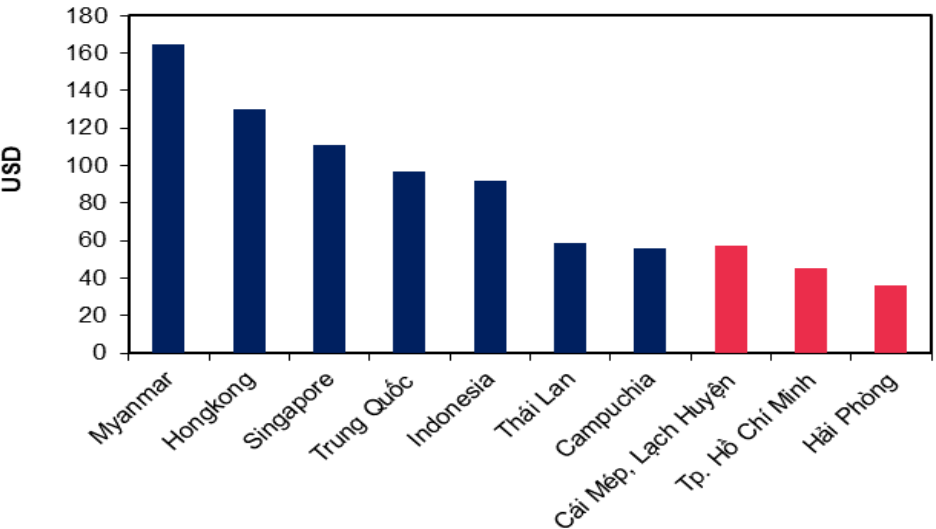
Triển vọng các doanh nghiệp logistics trở nên tích cực hơn từ 2024



Lợi nhuận doanh nghiệp cảng biển sẽ được cải thiện nhờ chính sách tăng phí xếp dỡ.

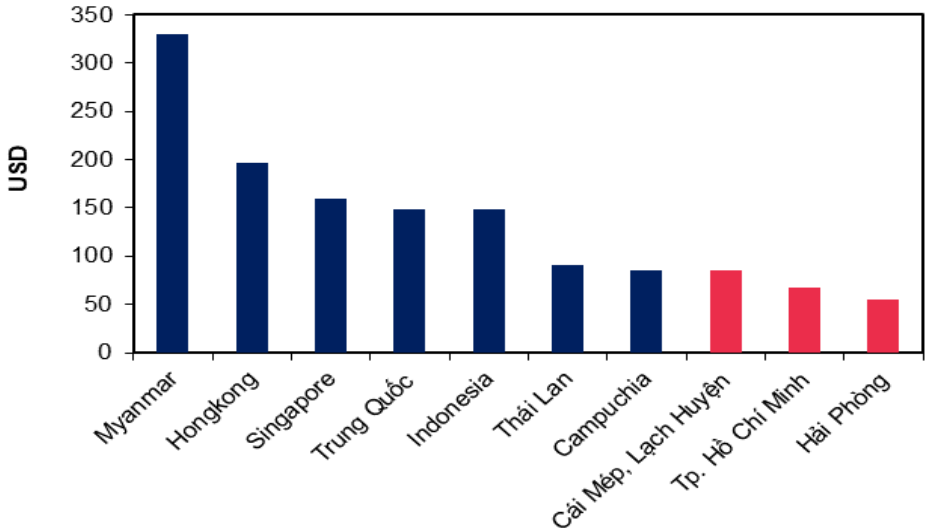
- Chính sách tăng phí xếp dỡ tại các cảng biển đã được phê duyệt vào tháng 12 năm 2023, theo đó chính phủ sẽ tăng mức phí tối thiểu cho dịch vụ xếp dỡ hàng hóa tại các cảng loại I (Hải Phòng), cảng loại III (Thành phố Hồ Chí Minh) và các cảng nước sâu (Cái Mép, Lạch Huyện) lên 10%. Chúng tôi tin rằng các khu vực cảng nước sâu (Cái Mép, Lạch Huyện) sẽ được hưởng lợi nhiều nhất, do năng lực hoạt động tại các cụm cảng này đã gần đạt mức tối đa. Các cụm cảng khác có thể không được hưởng lợi nhiều vì tình trạng dư thừa cung ở thời điểm hiện tại, và các nhà khai thác cảng có thể sẽ tăng các ưu đãi ở các hạng mục phí khác để giữ chân khách hàng.
- Phí xếp dỡ tại Việt Nam vẫn thấp hơn nhiều so với các nước khác trong khu vực mặc dù có sự tăng trưởng về phí xếp dỡ gần đây.
- Kỳ vọng về khối lượng container thông qua sẽ phục hồi 15%/8% svck năm trước vào các năm 2024-2025 là đáng chú ý.

Phí xếp dỡ cho container 20ft (USD)



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Phí xếp dỡ cho container 40ft (USD)



Nguồn: Vinamarine, MBS Research

Chúng tôi ưa thích HAH và GMD trong ngành logistics giai đoạn 2024-2025

- GMD và HAH đã duy trì việc mở rộng công suất trong bối cảnh khó khăn trong khi sức khỏe tài chính vẫn ở ngưỡng an toàn. Chúng tôi đánh giá cao điều này vì với công suất tăng, HAH và GMD dự kiến sẽ có sự phục hồi tốt hơn so với các công ty khác khi ngành logistics phục hồi vào giai đoạn 2024-2025.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của HAH sẽ tăng 10,1%/22,2% svck trong giai đoạn 2024-2025 do (1) lưu lượng vận chuyển có thể tăng 24%/12% svck năm trước vào các năm 2024-2025, (2) cước vận tải toàn cầu duy trì ở mức cao trong năm 2024 nhưng có thể giảm 20% vào cuối năm 2025.
- Lợi nhuận ròng GMD năm 2024 có thể giảm 32,5% svck năm trước do lợi nhuận thoái vốn thấp hơn (336 tỷ VND năm 2024 so với 1.840 tỷ VND năm 2023), trong khi lợi nhuận ròng năm 2025 có thể tăng 11% svck. Các yếu tố chính bao gồm (1) tổng khối lượng container thông qua các cảng của GMD có thể tăng 12%/10% svck năm trước trong giai đoạn 2024-2025, (2) chi phí xếp dỡ trung bình có thể tăng 7% trong năm 2024 và giữ nguyên trong năm 2025.
- Chúng tôi tin rằng việc điều chỉnh giá của hai cổ phiếu này trong năm 2024 sẽ mang lại cơ hội hấp dẫn để tích lũy cổ phiếu.

Dự báo kết quả kinh doanh của các cổ phiếu trong danh sách theo dõi

Tỷ đồng	HAH			GMD		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Doanh thu	2,613	3,045	3,221	3,846	4,140	4,523
% svck	-18.5%	16.5%	5.8%	-1.3%	7.6%	9.3%
Ln gộp	611	734	807	1,778	1,890	2,079
Biên LN gộp (%)	23.4%	24.1%	25.1%	46.2%	45.7%	46.0%
EBITDA	887	1,093	1,248	3,673	2,459	2,592
Biên EBITDA (%)	33.9%	35.9%	38.7%	95.5%	59.4%	57.3%
LN ròng	385	424	518	2,251	1,520	1,687
% svck	-53.2%	10.1%	22.2%	123.5%	-32.5%	11.0%
EPS (đ/cp)	3,648	3,494	4,268	7,358	4,969	5,515
BVPS (đ/cp)	25,222	25,427	29,695	28,052	32,771	38,011
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	-10,130	-6,024	-5,392	-435	-790	-545
Nợ/VCSH	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0%	0.0%	4.0%	2.4%	0.0%	0.0%
ROAE (%)	12.6%	13.2%	14.7%	24.9%	16.3%	14.7%
ROAA (%)	6.2%	6.5%	7.2%	16.8%	11.0%	9.9%

Nguồn: Company report, MBS Research

So sánh với doanh nghiệp cùng ngành



Tên công ty	Mã CP Bloomberg	Vốn hóa Tr USD	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Cảng biển										
CTCP Cảng Hải Phòng	PHP VN	362	17.9	na	2.0	na	11.8	na	8.3	na
CTCP Tập đoàn Container Việt Nam	VSC VN	236	31.8	na	1.5	na	5.0	na	2.9	na
Adani Ports And Special Econ	ADSEZ IN	37,013	35.7	29.4	5.4	5.0	16.5	18.2	6.9	9.9
Xiamen Interna-A	600897 CH	752	11.5	10.6	1.3	1.2	6.9	12.2	5.4	8.9
Namyong Terminal	NYT TB	122	8.1	8.2	1.3	1.3	15.6	15.9	8.0	8.7
CTCP Gemadept	GMD VN	1,022	16.9	15.2	2.6	2.2	16.3	14.7	11.0	9.9
Trung bình			20.3	15.9	2.4	2.4	12.0	15.2	7.1	9.4
Trung vị			17.4	12.9	1.8	1.7	13.7	15.3	7.5	9.4
Vận tải biển										
Ap Moller-Maersk A/S-B	MAERSKB	26,191	22.9	na	0.5	0.5	2.8	-1.1	2.1	-2.8
Cosco Shipping Holdings Co-A	601919 CH	31,953	6.3	14.1	0.9	0.9	15.1	7.8	6.5	3.9
Evergreen Marine Corp Ltd	2603 TT	13,060	6.8	15.7	0.9	0.9	13.1	7.1	7.1	4.6
Hmm Co Ltd	011200 KS	9,333	6.4	14.3	0.6	0.7	9.2	4.0	8.4	4.0
CTCP Vận tải & Xếp dỡ Hải An	HAH VN	208	14.4	11.8	2.0	1.7	13.2	14.7	6.5	7.2
Trung bình			11.4	14.0	1.0	0.9	10.7	6.5	6.1	3.4
Trung vị			6.8	14.2	0.9	0.9	13.1	7.1	6.5	4.0

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu	Trưởng phòng
Trần Thị Khánh Hiền	Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính	Bất động sản	Công nghiệp – Năng lượng	Bán lẻ - Tiêu dùng
Nghiêm Phú Cường	Đinh Công Luyến	Nguyễn Minh Đức	Nguyễn Hà Đức Tùng	Nguyễn Quỳnh Ly
Ngô Quốc Hưng	Nguyễn Đức Hào	Nguyễn Minh Trí	Phạm Thị Thanh Huyền	
Lê Minh Anh		Lê Hải Thành		
Đinh Hà Anh				

CẢM ƠN!

The MBS Research logo, featuring a red stylized star icon followed by the text "MBS Research" in white.

MBS Head Office

MB Building, 21 Cat Linh, Dong Da, Hanoi, Vietnam

Tel: +84 24 7304 5688 Fax: +84 24 3726 2601

Web: www.mbs.com.vn