

ĐẶT KỶ VỌNG ĐÚNG



2025

MỤC LỤC

A. KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM	2
I. KINH TẾ THẾ GIỚI	2
II. KINH TẾ VIỆT NAM 2024 – 2025: ĐIỂM SÁNG TỪ SẢN XUẤT VÀ XUẤT NHẬP KHẨU	5
B. NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG	9
I. NHẬN ĐỊNH KỊCH BẢN THỊ TRƯỜNG	9
II. CÁC YẾU TỐ THỊ TRƯỜNG ẢNH HƯỞNG ĐẾN XU HƯỚNG	11
III. KẾT LUẬN	13
C. DANH MỤC ĐẦU TƯ NĂM 2025 THEO PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH LƯỢNG	14
I. TỔNG QUAN	14
II. DANH MỤC LATE BULL	14
III. DANH MỤC CHOPPY MARKET	15
D. ĐI TRƯỚC KỶ VỌNG PHỤC HỒI CỦA NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN	16
NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG: CHỜ ĐỢI THÁO GỖ PHÁP LÝ	17
I. NHÌN LẠI 2024 – PHỤC HỒI TỪ ĐÁY CHU KỶ	17
II. TRIỂN VỌNG 2025 – HỒI PHỤC TRÊN DIỆN RỘNG NHỜ THÁO GỖ PHÁP LÝ	18
III. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ	21
NGÀNH THÉP: TĂNG TRƯỞNG TỪ NỘI LỰC	22
I. TRIỂN VỌNG 2025	22
II. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ	25
NGÀNH NHỰA XÂY DỰNG: DUY TRÌ VỊ THẾ	26
I. TRIỂN VỌNG 2025 – GIÁ PVC DỰ KIẾN THẤP, KỶ VỌNG MỚI TỪ NHU CẦU PHỤC HỒI	26
II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	27

E. ĐÓN ĐẦU TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG XUẤT NHẬP KHẨU	28
NGÀNH CẢNG BIỂN – HÀNG KHÔNG – DỊCH VỤ HÀNG HÓA: CHINH PHỤC ĐỈNH CAO	29
I. XUẤT NHẬP KHẨU KỶ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2025	29
II. NGÀNH CẢNG BIỂN	30
III. MẢNG DỊCH VỤ HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG	31
NGÀNH DỆT MAY: MỞ RỘNG THỊ PHẦN	33
I. TRIỂN VỌNG 2025 TÍCH CỰC NHỜ ĐÓN ĐƠN HÀNG DỊCH CHUYỂN KHỎI TRUNG QUỐC	33
II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	36
NGÀNH CHẾ BIẾN GỖ: THUẬN BUÒM XUÔI GIÓ	37
I. TRIỂN VỌNG 2025 – THUẬN BUÒM XUÔI GIÓ	37
II. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ	39
F. HỒI PHỤC NIỀM TIN TIÊU DÙNG	40
NGÀNH BÁN LẺ: BỨT TỐC	41
I. TRIỂN VỌNG 2025 – BỨT TỐC	41
II. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ	43
NGÀNH MÍA ĐƯỜNG: GIỮ VỮNG PHONG ĐỘ	44
I. TRIỂN VỌNG 2025 – GIỮ VỮNG PHONG ĐỘ	44
II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	46
NGÀNH DƯỢC: TIẾP TỤC XU HƯỚNG	47
I. TRIỂN VỌNG 2025 – TIẾP TỤC XU HƯỚNG	47
II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ	50
G. PHỤ LỤC	51

KINH TẾ THẾ GIỚI VÀ VIỆT NAM

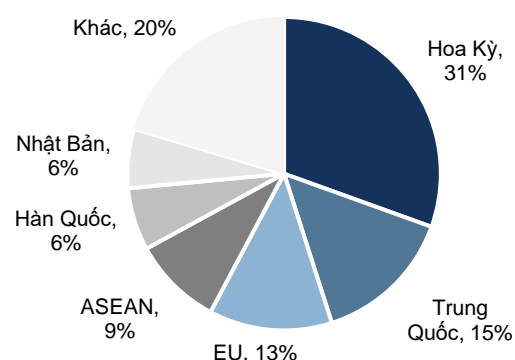
Trong nguy có cơ

I. KINH TẾ THẾ GIỚI

Trong phần mở đầu, chúng tôi đánh giá ảnh hưởng của bối cảnh kinh tế thế giới tới Việt Nam, tập trung vào các đối tác lớn nhất của Việt Nam như Mỹ, Trung Quốc và EU và hai yếu tố quan trọng với nền kinh tế mở là xuất khẩu và dòng vốn FDI.

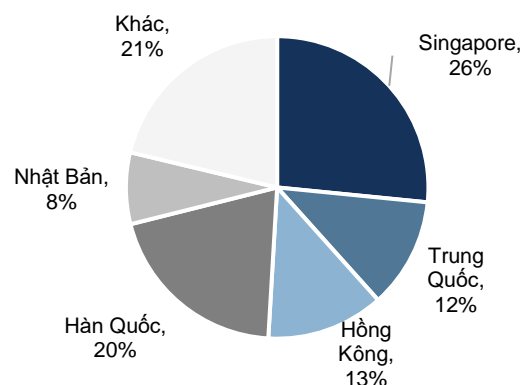
Hoa Kỳ, Trung Quốc và EU là đối tác XK chính

Cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam theo thị trường 11T2024



Các nước Đông Á chiếm tỷ trọng FDI lớn

Cơ cấu vốn FDI đăng ký theo đối tác 2024



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Bộ KH & ĐT

1. Hoa Kỳ – Chính sách thuế quan hỗ trợ triển vọng xuất khẩu của Việt Nam (trở về)

Chúng tôi cho rằng triển vọng thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ sẽ khả quan trong nửa đầu năm 2025, chủ yếu nhờ chính sách thuế quan của Tổng thống đắc cử Donald Trump (nhiệm kỳ 2025 – 2028):

- Hàng xuất khẩu Việt Nam cạnh tranh hơn khi hàng hóa Trung Quốc chịu thuế quan cao,
- Triển vọng tiêu dùng tại Mỹ tích cực nhờ cắt giảm thuế thu nhập,

Ngược lại, chúng tôi đánh giá mức độ bất định cao trong các chính sách cụ thể sẽ được thi hành cũng như ảnh hưởng kinh tế dài hạn. Một số rủi ro đáng kể trong nửa sau năm 2025 bao gồm (1) tiêu dùng Mỹ bị hạn chế bởi tỷ lệ lạm phát có khả năng tăng trở lại; và (2) Việt Nam chịu điều tra và đánh thuế bổ sung khi thặng dư thương mại với Mỹ tăng cao.

Bên cạnh đó, chính sách thuế quan có thể khiến lạm phát tại Mỹ trở nên khó kiểm soát hơn và cản trở lộ trình giảm lãi suất của FED. Điều này sẽ khiến đồng USD duy trì ở mức cao trong thời gian dài hơn, có thể cản trở dòng vốn đầu tư quốc tế đổ vào Việt Nam, do rủi ro tỷ giá và chính thị trường đầu tư Mỹ trở nên hấp dẫn hơn.

1.1. Chính sách thuế quan – Kỳ vọng mang lại lợi thế cạnh tranh cho Việt Nam

Áp thuế nhập khẩu để bảo hộ sản xuất nội địa là một trong các trọng tâm tranh cử của ông Donald Trump. Từ những phát biểu công chúng của ông và nhận định của các tổ chức phân tích, chúng tôi đưa ra dự phóng kịch bản thuế quan trong nhiệm kỳ 2025 – 2028 như bảng *Dự phóng các kịch bản thuế quan*.

Trong đó, Trung Quốc dự kiến chịu ảnh hưởng nặng nhất: các hàng hóa phục vụ sản xuất (nhóm 01 và 02) có thể chịu thuế suất lên tới 60% do đây là nhóm hàng hóa dễ tìm được các nguồn nhập khẩu thay thế, giảm thiểu tác động tới người tiêu dùng và triển vọng kinh tế. Ngoài ra, các mặt hàng tiêu dùng (trong nhóm 03 và 04) sẽ chịu thuế suất thấp hơn ở ~25% (Tham khảo: Các mức thuế quan trong giai đoạn 2018 – 2020 dưới nhiệm kỳ đầu tiên của ông Donald Trump). Ở chiều ngược lại, Trung Quốc có thể áp dụng các biện pháp trả đũa tương ứng và hạn chế hàng xuất khẩu của Mỹ.

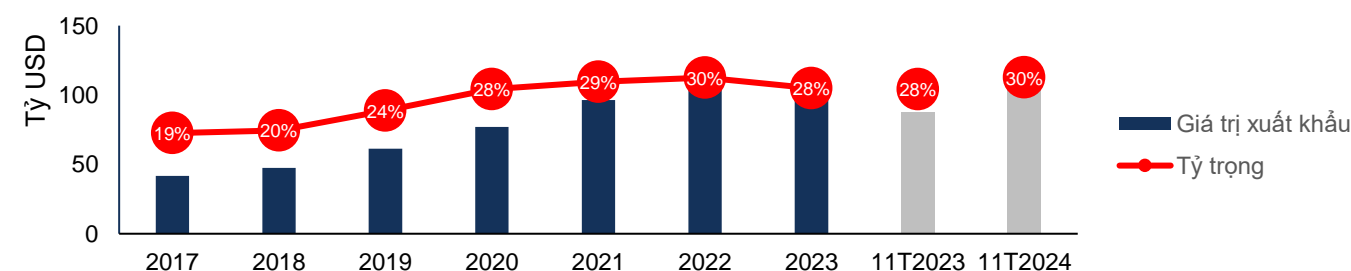
Dự phóng các kịch bản thuế quan

Kịch bản	Thuế quan thấp	Cơ sở	Thuế quan cao
Chính sách thuế quan đối với Trung Quốc	Áp thuế 10% với các mặt hàng nếu các cuộc điều tra về thương mại và chất cấm không phát hiện vi phạm.	Áp thuế khởi điểm 10%, sau đó tăng dần lên 25 – 60%.	Áp thuế khởi điểm 10%, sau đó tăng dần lên 60%.
Chính sách thuế quan với các nước khác	Không áp dụng	25% với Mexico và Canada. 10% với các nước khác (gồm Việt Nam).	25% với Mexico và Canada. 20% với các nước được hưởng lợi (gồm Việt Nam). 10% với các nước khác.
Tác động đối với Mỹ	Ít ảnh hưởng tiêu cực. Rủi ro bùng phát chiến tranh thương mại thấp.	Lạm phát có thể tăng nhẹ, khiến chi tiêu hạn chế. Tăng trưởng kinh tế giảm tốc, đối diện với biện pháp trả đũa.	Chuỗi cung ứng có thể bị gián đoạn, khiến kinh tế sụt giảm và lạm phát cao. Các biện pháp trả đũa tương ứng cao hơn và gây thiệt hại lớn hơn tới các doanh nghiệp.
Tác động đối với Việt Nam	Triển vọng xuất khẩu tích cực nhờ hàng hóa có sức cạnh tranh tốt hơn.	Triển vọng xuất khẩu khả quan nhờ sự chênh lệch về thuế quan.	Xuất khẩu ảnh hưởng tiêu cực do mức thuế quan tương đối cao và tiêu dùng Mỹ thấp.

Nguồn: Ước tính từ GS, MUFG, UOB, FPTSI

Theo đó, hàng xuất khẩu Việt Nam dự kiến được hưởng lợi gián tiếp ngay từ khi ông Donald Trump nhậm sở do chỉ chịu thuế quan thấp hơn Trung Quốc khoảng 15 – 50 đpt. Đặc biệt là nhóm Tư liệu sản xuất, nhóm mặt hàng ghi nhận giá trị xuất khẩu tăng ~40%/năm từ 2018 tới nay, chiếm ~37% cơ cấu xuất khẩu từ Việt Nam sang Mỹ năm 2024. Nhìn lại chiến tranh thương mại Mỹ – Trung, giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ đã tăng tới 23%/năm trong 2018 – 2023 (phần lớn thuế quan của ông Trump vẫn được giữ lại trong nhiệm kỳ sau đó của Tổng thống Joe Biden).

Giá trị và tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam tăng mạnh trong 2018 – 2020



Nguồn: Tổng cục Hải quan

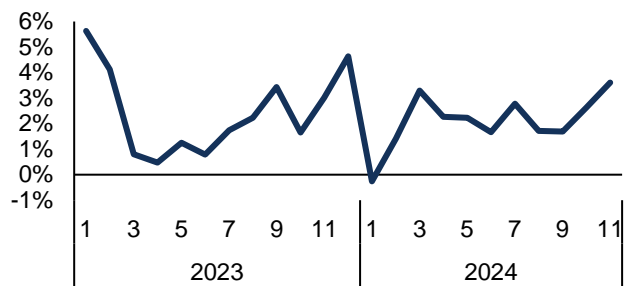
Dù vậy, vẫn còn rất nhiều bất định trong chính sách cụ thể sẽ được thi hành: Việt Nam có thể bị áp thuế quan bổ sung nếu như phía Mỹ cho rằng hàng xuất khẩu có nguồn gốc Trung Quốc (để né thuế quan trực tiếp) hoặc chịu điều tra thao túng tiền tệ để tăng xuất khẩu nếu thặng dư cán cân thâm hụt thương mại của Mỹ với Việt Nam tăng mạnh giống như năm 2020.

1.2. Tiêu dùng khả quan trong nửa đầu 2025

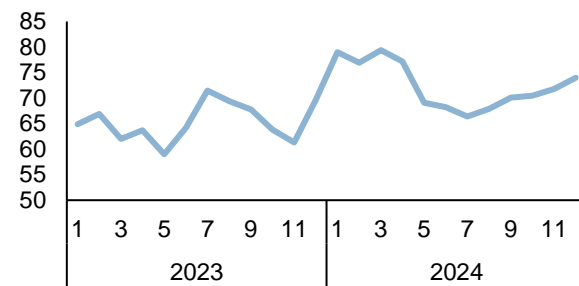
Ở phía nhu cầu, doanh số bán lẻ Mỹ vẫn tăng trưởng ổn định và là yếu tố đóng góp chính lên tăng trưởng GDP của nước Mỹ trong suốt năm 2024. Bên cạnh đó, chỉ số Niềm tin người tiêu dùng duy trì xu hướng tăng từ 2022 tới nay là tín hiệu phản ánh nhu cầu tiêu dùng Mỹ khả quan khi lạm phát đã dần được kiểm soát trong năm 2024 và dự kiến chưa chịu tác động quá lớn từ chính sách thuế quan trong nửa đầu năm 2025. Cùng với đó, thuế thu nhập dự kiến được cắt giảm nhằm giảm thiểu tác động của thuế quan và gia tăng thu nhập khả dụng cho người tiêu dùng Mỹ.

Đây là tín hiệu khả quan cho các mặt hàng tiêu dùng của Việt Nam, mặt hàng xuất khẩu chủ chốt tại thị trường Mỹ khi chiếm ~49% cơ cấu xuất khẩu sang Mỹ năm 2024.

Doanh số bán lẻ Mỹ tăng liên tiếp trong 02 năm qua



Niềm tin người tiêu dùng Hoa Kỳ hồi phục



Nguồn: Cục Thống kê Dân số Hoa Kỳ, Đại học Michigan

1.3. Chính sách tiền tệ – Đồng USD dự kiến tiếp tục mạnh do lộ trình hạ lãi suất chậm lại

Từ tháng 09/2024, FED đã khởi đầu chu kỳ hạ lãi suất khi lạm phát Mỹ dần giảm về mức mục tiêu 2,0% và thị trường việc làm hạ nhiệt. Tới nay, lãi suất điều hành đã giảm 100 bps xuống 4,25 – 4,50%. Các quan chức Fed đã bày tỏ lo ngại về lạm phát sau khi ông Donald Trump thắng cử, nguyên nhân từ các lệnh trừng phạt trong tương lai lên hàng hóa nhập khẩu. Do đó FED đã đưa ra lộ trình thận trọng hơn trong việc hạ lãi suất, với chỉ 50 bps trong năm 2025 thay vì 100 bps như kế hoạch tháng 9/2024.

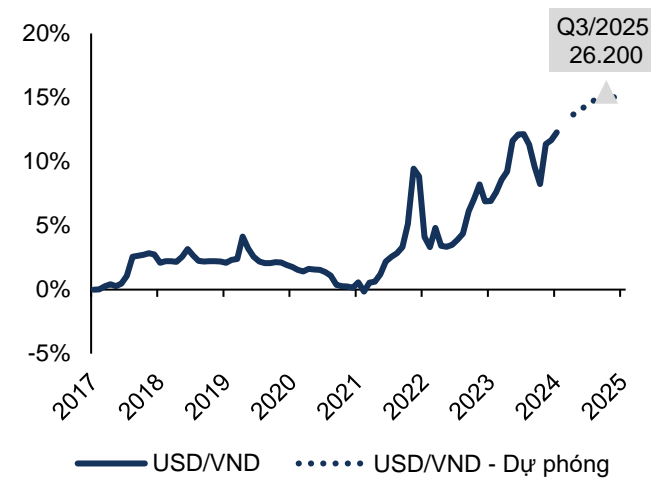
Dự báo của thị trường về lãi suất điều hành ngày 06/01/2025

Kỳ hạn	29/01/25	19/03/25	07/05/25	18/06/25	30/07/25	17/09/25	29/10/25	10/12/25
Lãi suất (bps)								
425-450	88,78%	49,78%	31,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
400-425	11,22%	50,22%	68,56%	97,28%	81,78%	65,40%	55,78%	45,44%
375-400	0,00%	0,00%	0,00%	2,72%	18,22%	34,60%	44,22%	54,56%

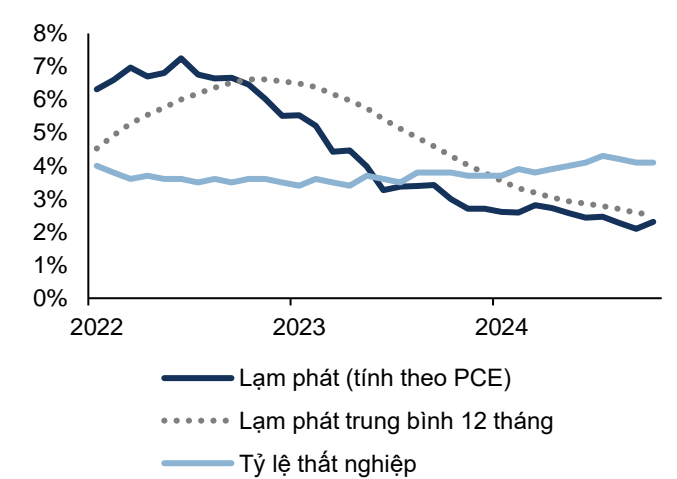
Nguồn: CME. *Xác suất dựa trên dữ liệu giao dịch trên thị trường hợp đồng tương lai ngày 06/01/2025.

Kỳ vọng về lãi suất giảm chậm hơn có thể được phản ánh vào sức mạnh của đồng USD trong năm 2025. Điều này gây áp lực lên tỷ giá USD/VND tới Q3/2025 khi thị trường dần hấp thụ hết các thông tin từ thuế quan. Theo UOB, tỷ giá USD/VND dự phóng đạt đỉnh vào Quý 3, tăng 2,7% so với cuối năm 2024. Sự việc tương tự cũng đã diễn ra trong chiến tranh thương mại Mỹ – Trung khi tỷ giá USD/VND đã tăng 2,4% chỉ trong 06 tháng từ khi Tổng thống Trump tuyên bố áp thuế lên 50 tỷ USD hàng Trung Quốc vào ngày 22/03/2018.

Tỷ giá USD/VND dự kiến +2,7% YTD trong 2025



Lạm phát Mỹ đã hạ nhiệt nhưng có thể tăng lại



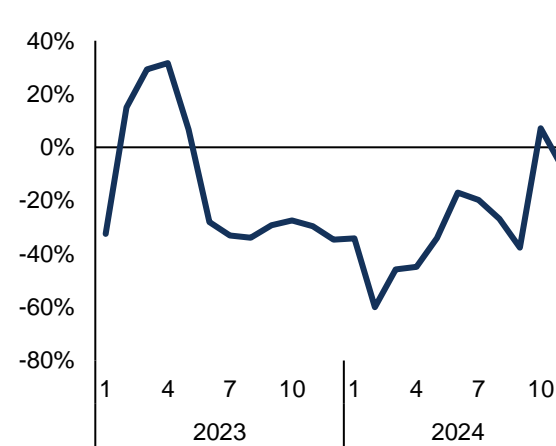
Nguồn: Bloomberg, UOB, US BEA, US BLS

2. Trung Quốc – Vực dậy tiêu dùng trong nước

Sau Mỹ, Trung Quốc là đối tác thương mại lớn thứ hai của Việt Nam và có ảnh hưởng lớn tới xuất khẩu các mặt hàng chủ chốt như nông sản, điện thoại, máy vi tính... Nhìn chung, kinh tế Trung Quốc vẫn tiêu cực trong năm 2024 chủ yếu do lĩnh vực sản xuất chỉ mới có dấu hiệu hồi phục (chỉ số PMI sản xuất mới tăng trên mức 50 từ tháng 10/2024), trong khi thị trường bất động sản vẫn trong đà suy thoái. Từ nửa cuối năm 2024, Trung Quốc đã có nhiều động thái kích thích nhằm hỗ trợ nền kinh tế vượt qua khó khăn như (a) gói kích thích tài khóa 10.000 tỷ Nhân dân tệ (tương đương ~8,0% GDP), (b) giảm tỷ lệ dự trữ bắt buộc, và (c) hạ lãi suất điều hành hai lần... nhưng chưa được hấp thụ đáng kể.

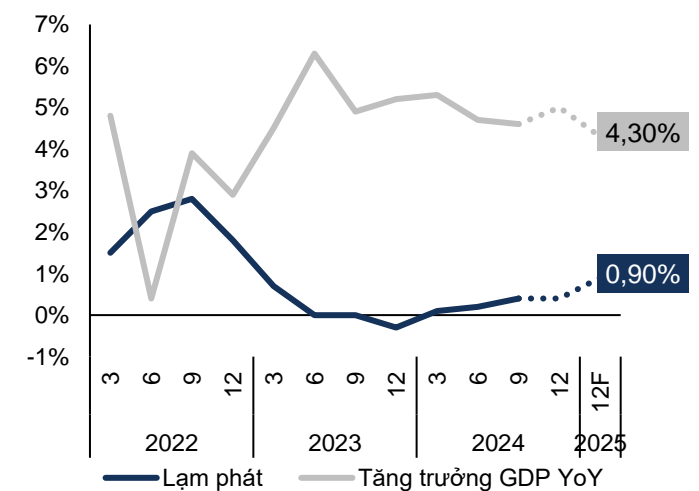
Mảng BĐS Trung Quốc chưa hồi phục

Tăng trưởng doanh số bán nhà Trung Quốc (YoY)



Kinh tế Trung Quốc dự kiến tiếp tục khó khăn

GDP và lạm phát tại Trung Quốc



Nguồn: CRIC, Tổng Cục Thống kê Trung Quốc, UOB dự phóng

Bước sang 2025, Trung Quốc đặt ra lập trường kích thích mạnh mẽ nhất từ năm 2010 tới nay: mục tiêu chính sách tiền tệ “nới lỏng vừa phải” (moderately loose) kết hợp với chính sách tài khóa tập trung vào tiêu dùng và chủ động hơn (more proactive). Điều này được kỳ vọng vực dậy tiêu dùng trong nước vốn đang âm ỉ và đưa nền kinh tế thoát khỏi rủi ro giảm phát.

Lập trường chính sách tiền tệ của Trung Quốc

Năm	Lập trường	Bối cảnh
1993-1997	Thắt chặt vừa phải	Lạm phát tăng cao
1998-2007	Thận trọng	Khủng hoảng tài chính châu Á
01/2008-11/2008	Thắt chặt	Lạm phát tăng cao
11/2008-2010	Nới lỏng vừa phải	Khủng hoảng tài chính toàn cầu
2011-2024	Thận trọng	Lạm phát tăng cao
2025	Nới lỏng vừa phải	Kinh tế trong nước suy yếu

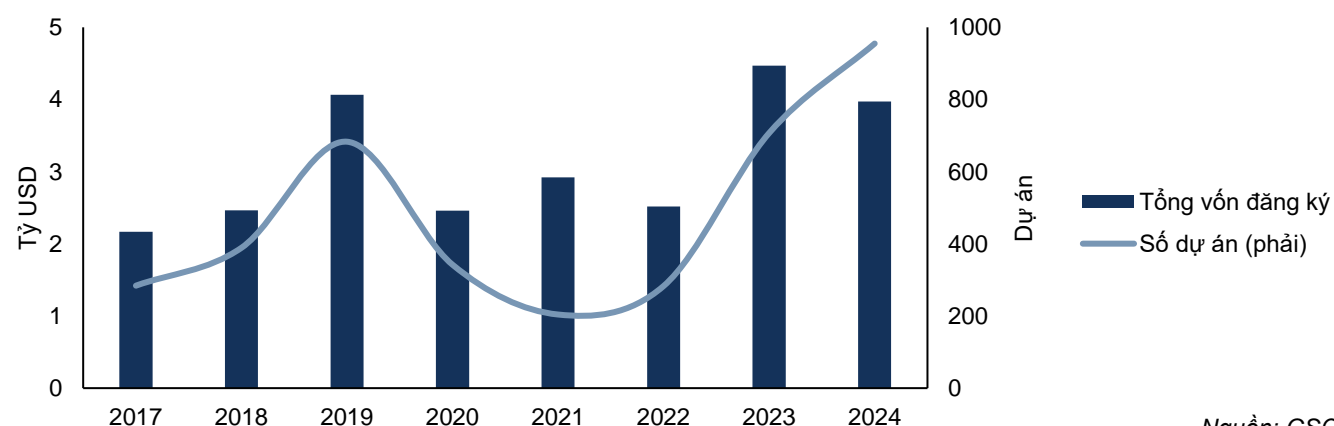
Nguồn: Bloomberg

Về tác động tới triển vọng xuất khẩu của Việt Nam: Chúng tôi cho rằng các mặt hàng tiêu dùng xuất khẩu chủ chốt của Việt Nam sẽ được hưởng lợi nhờ sự chuyển dịch trọng tâm chính sách của Trung Quốc sang kích thích nhu cầu nội địa. Ngược lại, xuất khẩu các mặt hàng phục vụ công nghiệp sẽ gặp khó khăn khi kinh tế Trung Quốc dự kiến chậm lại do ảnh hưởng của chính sách thuế quan (UOB dự báo GDP chỉ tăng 4,3% trong 2025) và dự địa giảm lãi suất hạn chế khi giá trị đồng Nhân dân tệ đang giảm mạnh.

Về tác động tới triển vọng vốn đầu tư FDI: Chúng tôi kỳ vọng vốn FDI từ Trung Quốc sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2025 dưới áp lực của các biện pháp trừng phạt thương mại. Xu hướng này đã diễn ra từ năm 2023 với nguồn vốn thu hút từ Trung Quốc đạt kỷ lục, tăng mạnh cả về số lượng lẫn chất lượng, cơ bản trở lại mức 2019 sau khi chiến tranh thương mại Mỹ – Trung xảy ra. Trong 09T2024, dòng vốn FDI từ Trung Quốc đạt 3,2 tỷ USD, tăng 10,3% YoY và chiếm 13% tổng số vốn đăng ký – đây là mức tăng trưởng khả quan khi mức nền năm 2023 đã rất cao (vốn đăng ký cả năm đạt kỷ lục 4,5 tỷ USD). Các dự án đáng kể trong năm 2024 gồm Trina Solar, Foxconn, Luxcase...

Như vậy, Việt Nam kỳ vọng được hưởng lợi lớn từ chính sách thuế quan của Tổng thống Đắc cử Donald Trump trong năm 2025, thúc đẩy hoạt động xuất khẩu hàng tiêu dùng sang cả hai đối tác lớn nhất và tăng cường thu hút dòng vốn đầu tư chuyển dịch từ Trung Quốc.

Vốn FDI từ Trung Quốc sang Việt Nam tăng mạnh từ 2023, tương tự năm 2019



Nguồn: GSO

3. Liên minh châu Âu – Tiếp tục đối mặt với rủi ro suy thoái

Trong năm 2024, nền kinh tế khối Liên minh châu Âu (EU) tương đối trì trệ với tăng trưởng GDP cả năm dự kiến chỉ đạt 0,8%, phần lớn liên quan tới xung đột Nga – Ukraine (nguồn cung khí đốt từ Nga bị gián đoạn và tốn nhiều chi phí viện trợ cho Ukraine) cũng như bất ổn chính trị tại Đức và Pháp¹ khiến các chính sách hỗ trợ kinh tế của các quốc gia này cũng như cả khối EU bị trì hoãn. Bước sang 2025, chúng tôi cho rằng nền kinh tế châu Âu sẽ tiếp tục đối mặt với rủi ro suy thoái khi các rủi ro chính trị và địa chính trị vẫn còn hiện hữu.

Trong bối cảnh này, thị trường xuất khẩu của Việt Nam sang các nước EU có thể là điểm sáng khi nhu cầu tiêu dùng đang dần hồi phục, thể hiện qua Chỉ số Niềm tin người tiêu dùng đã tăng ổn định từ cuối 2023 tới nay. Xu hướng này kỳ vọng tiếp tục trong 2025 khi Ngân hàng Trung ương Châu Âu (ECB) còn nhiều dư địa hạ lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế vượt qua giai đoạn khó khăn. Cụ thể, thị trường đang kỳ vọng lãi suất tiền gửi sẽ giảm 125 bps xuống mức 2,0% tới cuối năm 2025, một phần nhờ lạm phát tại khu vực EU đã ổn định ở xung quanh mức mục tiêu 2,0%.

Chỉ số niềm tin người tiêu dùng EU cải thiện



Nguồn: EC

4. Một số đối tác FDI lớn khác

Không chỉ ảnh hưởng trực tiếp tới Mỹ và Trung Quốc, chúng tôi cho rằng chính sách thuế quan của Mỹ cũng sẽ giúp Việt Nam thu hút dòng vốn FDI từ các đối tác lân cận nhằm chuyển dịch dây chuyền sản xuất khi chiến lược “Trung Quốc +1” dự kiến trở lại trong nhiệm kỳ thứ 02 của ông Donald Trump.

- Nhật Bản:** Dòng vốn FDI từ Nhật Bản đổ vào Việt Nam đã tăng gần gấp 3 lần trong 2020 – 2023, lên tới 6,9 tỷ USD. Về mặt nhu cầu tiêu thụ, chính phủ Nhật Bản đã thông qua gói kích thích kinh tế trị giá 39 nghìn tỷ Yên (~06% GDP) nhằm hỗ trợ tiêu dùng trong nước.
- Hàn Quốc:** Triển vọng nền kinh tế tại Hàn Quốc nhiều bất định sau lệnh thiết quân luật của Tổng thống Yoon Suk Yeol.
- Singapore:** Với việc xuất khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nền kinh tế, Singapore chịu nhiều rủi ro về tăng trưởng với các biện pháp thuế quan toàn cầu.

¹ Tại Đức, Chính phủ liên minh ba đảng của Thủ tướng Olaf Scholz vừa mới tan rã do phân đối đề xuất tăng cường viện trợ quân sự cho Ukraine; và tại Pháp, Chính phủ của Thủ tướng Michel Barnier cũng đã sụp đổ sau một cuộc bỏ phiếu bất tín nhiệm.

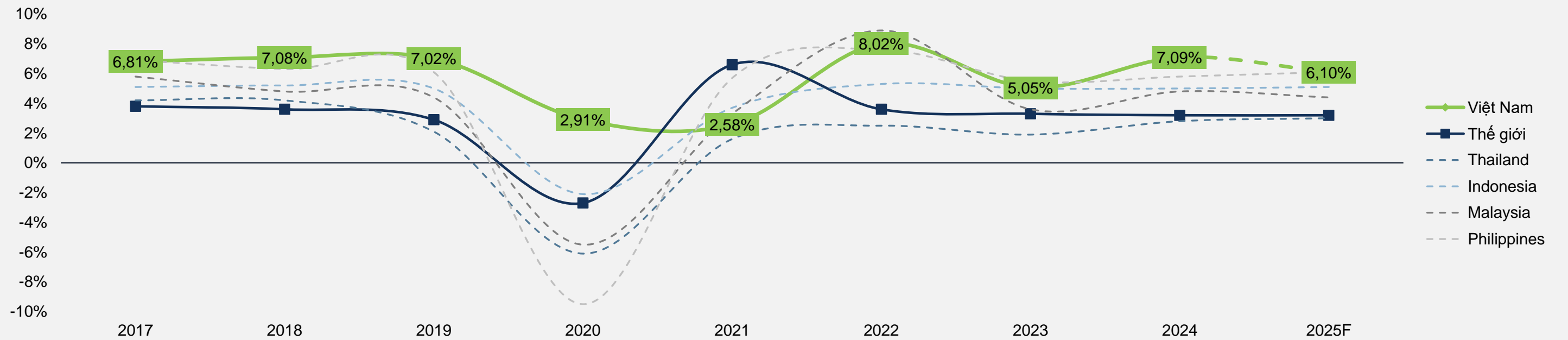
II. KINH TẾ VIỆT NAM 2024 – 2025: ĐIỂM SÁNG TỪ SẢN XUẤT VÀ XUẤT NHẬP KHẨU

1. Tăng trưởng kinh tế và Lạm phát – Đạt mục tiêu 2024 và kỳ vọng giữ tốc độ 2025

Trong năm 2024, kinh tế Việt Nam ghi nhận tăng trưởng 7,09% – vượt mục tiêu 6,5 – 7,0% cả năm của Chính phủ nhờ sự phục hồi của các hoạt động xuất khẩu mặt hàng chế biến, chế tạo cũng như thu hút vốn đầu tư. Dù vậy, cần lưu ý Chính phủ Việt Nam vẫn phải đối mặt với thách thức trong nhiều mặt như chính sách tài khóa (giải ngân khó khăn và áp lực từ thâm hụt ngân sách kéo dài), chính sách tiền tệ (đồng USD mạnh tạo nên áp lực tỷ giá và lãi suất), và rủi ro chịu áp thuế xuất khẩu (chủ yếu từ Mỹ – đối tác xuất khẩu lớn nhất của nước ta).

Bước sang 2025, kinh tế Việt Nam dự kiến duy trì đà tích cực. Trong Nghị quyết về phát triển kinh tế xã hội năm 2025, Quốc hội đã đặt mục tiêu kinh tế sẽ tăng tốc và bứt phá từ 6,5 – 7,0% và phần đầu tăng 7,0 – 7,5% trong năm 2025. Dù có phần thận trọng hơn mục tiêu trên, nhiều tổ chức quốc tế vẫn kỳ vọng kinh tế Việt Nam tiếp tục giữ mức tăng trưởng cao nhất khu vực Đông Nam Á ở mức khoảng 6,1 – 6,6% (cụ thể gồm IMF – 6,1%, UOB – 6,6%, WB – 6,5%, và ADB – 6,6%). Đây là bức tranh rất tích cực khi môi trường kinh tế thế giới còn nhiều thách thức, rủi ro tiềm ẩn. Trong *Báo cáo Triển vọng kinh tế Thế giới mới nhất ngày 22/10*, IMF giảm dự báo tăng trưởng thế giới xuống 0,1% so với tháng 07. Trong đó, các đối tác thương mại lớn của Việt Nam như Mỹ, Trung Quốc, Hàn Quốc đều được dự báo tăng trưởng chậm lại so với 2024, khu vực EU và Nhật Bản vẫn tăng trưởng ở mức thấp. Lạm phát toàn cầu được dự báo tiếp tục xu hướng giảm và hầu hết các nền kinh tế sẽ giảm về/gần về mức mục tiêu vào cuối năm 2025 nhưng với rủi ro đáng kể từ chính sách thương mại của Mỹ, xu hướng bảo hộ thương mại và sự bất ổn chính trị ở nhiều quốc gia.

Tăng trưởng Kinh tế Việt Nam khởi sắc sau năm 2023 nhiều khó khăn, tiếp tục dẫn đầu khu vực ASEAN-5



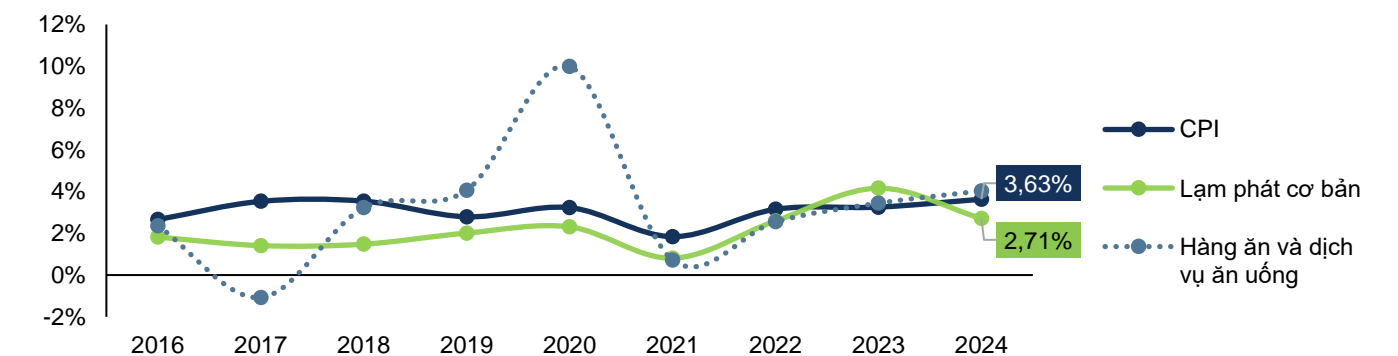
Nguồn: IMF, GSO, FPTTS tổng hợp

Về lạm phát, Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) của Việt Nam trong năm 2024 tăng 3,63% YoY, là mức cao nhất trong 10 năm trở lại đây nhưng vẫn nằm trong mức mục tiêu 4,0% của Chính phủ. Trong đó, nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng giá là nguyên nhân chính (+4,03% YoY và tác động làm CPI tăng 1,35 đpt) do giá gạo trong nước tăng theo giá xuất khẩu và ảnh hưởng của bão lũ. Loại trừ các nhóm lương thực, thực phẩm tươi sống, năng lượng và các mặt hàng do nhà nước quản lý, lạm phát cơ bản bình quân năm 2024 tăng 2,71% YoY thấp hơn nhiều mức tăng CPI bình quân chung.

Trong năm 2025, Việt Nam đặt mục tiêu kiểm soát lạm phát dưới 4,5%. Các tổ chức quốc tế cũng kỳ vọng Việt Nam có thể đạt được mục tiêu này với CPI 2025 được IMF và WB dự báo sẽ xuống mức 3,5% và 4,0%.

Lạm phát được kiểm soát dưới mục tiêu trong 2024 và dự kiến đi ngang trong 2025

Chỉ số CPI và Lạm phát cơ bản

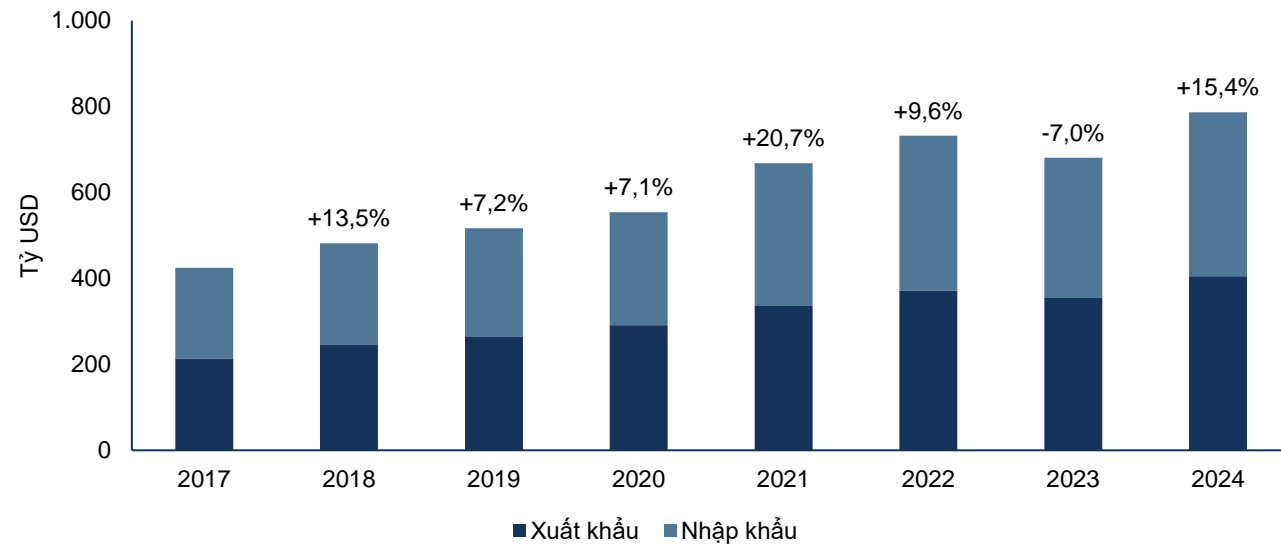


Nguồn: GSO, FPTTS tổng hợp

2. Xuất nhập khẩu và Sản xuất công nghiệp là điểm sáng

Trong 2024, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu tăng trưởng khả quan, đạt 786,3 tỷ USD (+15,4% YoY) nhờ các nhóm hàng xuất khẩu chủ lực hồi phục mạnh mẽ. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu đạt 405,5 tỷ USD (+14,3% YoY) và nhập khẩu đạt 380,8 tỷ USD (+16,7% YoY), tương ứng với xuất siêu khoảng 24,8 tỷ USD (giảm -13,2% YoY). Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi các hiệp định thương mại như RCEP và CPTPP, giúp tăng mạnh xuất khẩu các ngành chủ lực như dệt may vào Nhật Bản, chế biến chế tạo, máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện vào Singapore.

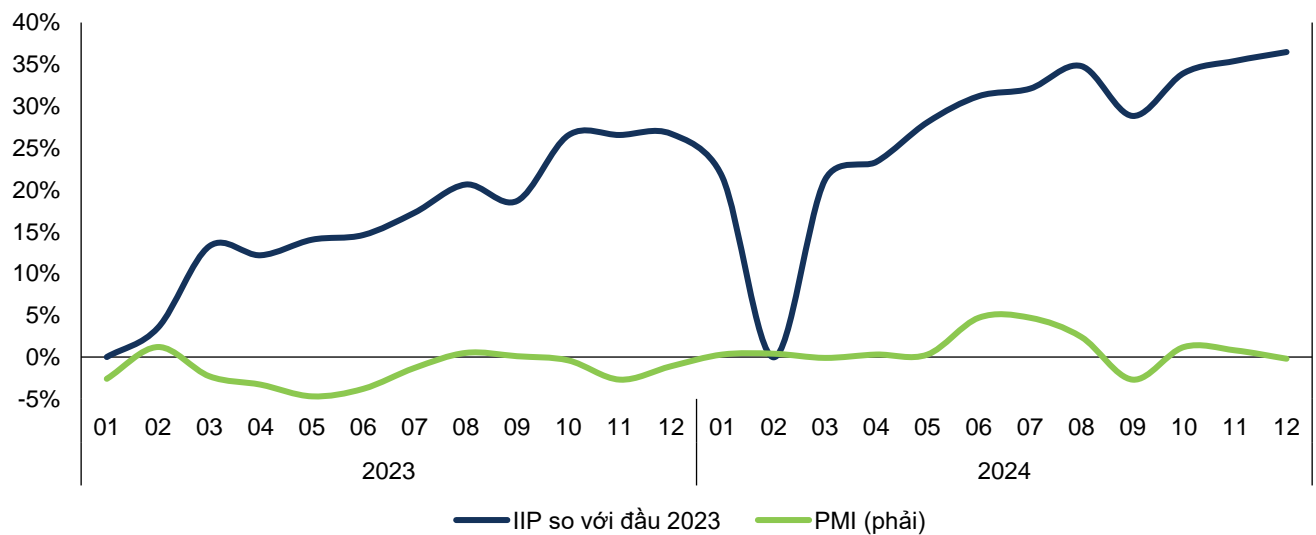
Xuất nhập khẩu trở lại tăng trưởng mạnh trong 2024



Nguồn: GSO

Sản xuất công nghiệp khởi sắc sau 03 năm khó khăn nhờ nhu cầu xuất khẩu và nội địa cải thiện, thể hiện qua chỉ số IIP tăng trưởng đều trong cả năm 2024 so với cùng kỳ và chỉ số PMI đạt trên 50 trong 09/12 tháng cả năm (thể hiện sản xuất mở rộng so với tháng trước).

Sản xuất công nghiệp tăng trưởng ổn định trong năm 2024



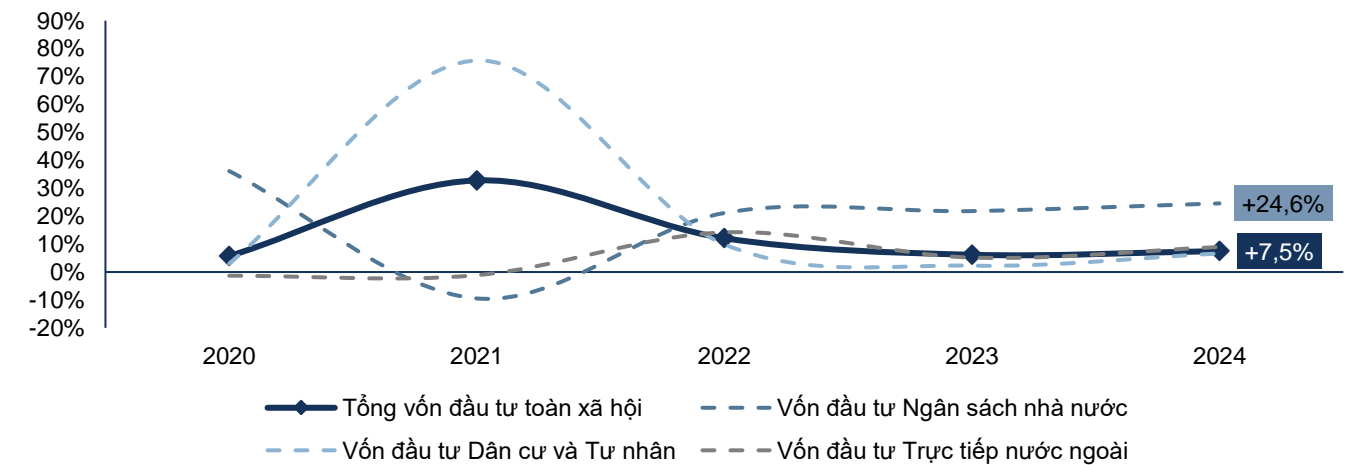
Nguồn: GSO

3. Hoạt động đầu tư – Vốn Ngân sách nhà nước tiếp tục là động lực

Tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội theo giá hiện hành đạt 3.692 nghìn tỷ VND, tăng 7,5% YoY với động lực tới từ Vốn đầu tư ngân sách nhà nước (+24,6% YoY) dưới chính sách tài khóa mở rộng 2020 – 2024. Bên cạnh đó, Vốn đầu tư tư nhân và Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài cũng tăng tốc so với năm 2024 ở mức +6,7% YoY và +9,0% YoY (lần lượt cao hơn 4,4 và 3,8 đpt so với cùng kỳ).

Vốn đầu tư thực hiện theo giá hiện hành thúc đẩy bởi vốn NSNN tăng mạnh trong Q4/2024

Tăng trưởng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội

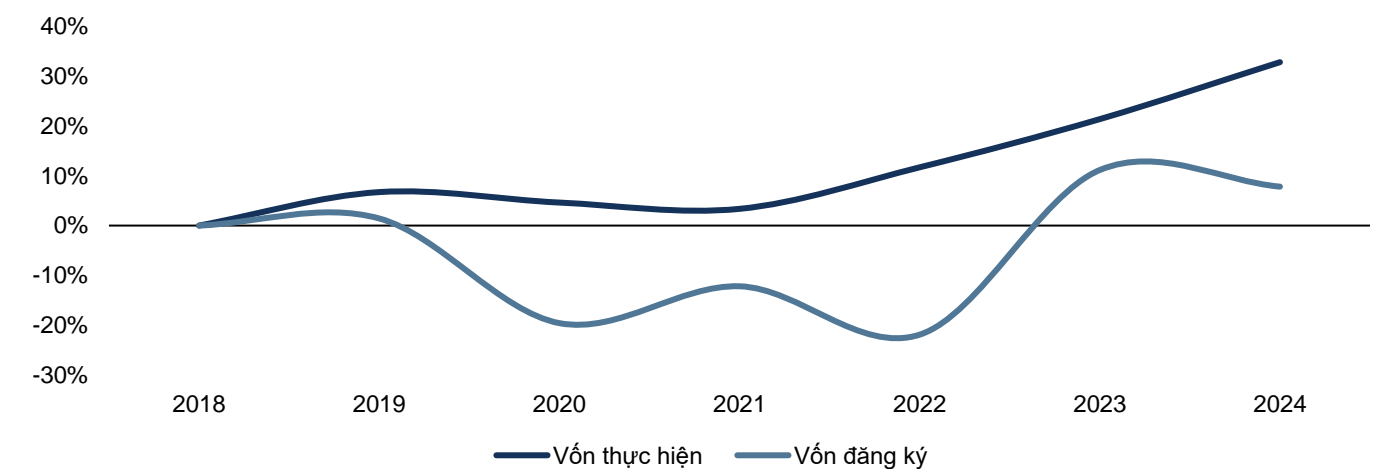


Nguồn: Cục đầu tư nước ngoài

Đầu tư trực tiếp nước ngoài: Việt Nam tiếp tục hấp dẫn dòng vốn FDI với tổng vốn FDI đăng ký và vốn FDI thực hiện trong cả năm 2024 lần lượt đạt 38,2 tỷ USD (-3,0% YoY) và 25,4 tỷ USD (+9,4% YoY). Đây là kết quả tích cực trong bối cảnh FDI toàn cầu giảm liên tiếp 2 năm dưới áp lực căng thẳng địa chính trị, biến động về lãi suất cũng như tỷ giá.

Vốn FDI thực hiện tăng trưởng mạnh 03 năm liên tiếp dù vốn đăng ký có phần chững lại

Vốn FDI thực hiện và đăng ký so với năm 2018

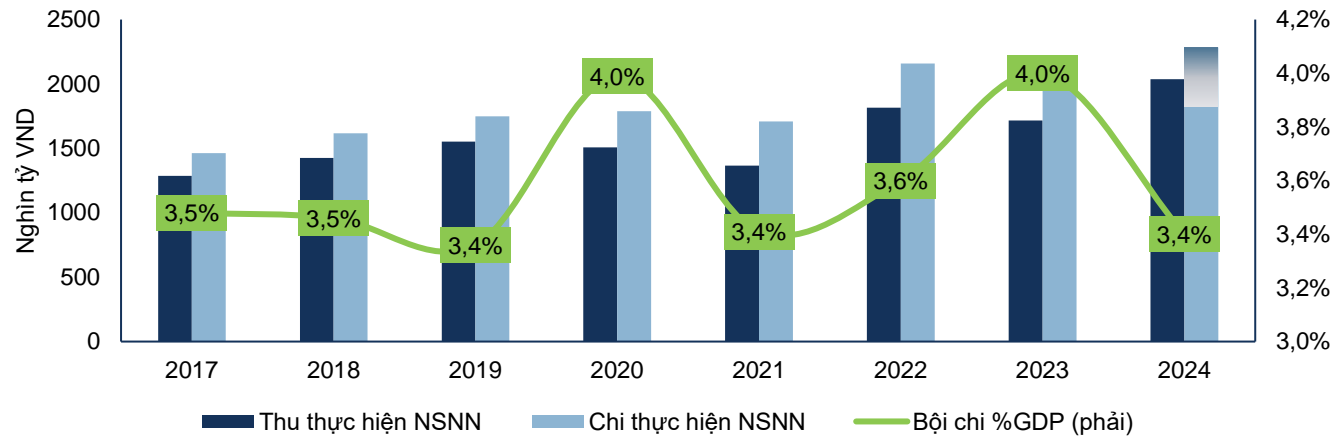


Nguồn: GSO

Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng **FDI tiếp tục tăng trưởng khả quan**, một phần đáng kể nhờ chiến lược “Trung Quốc +1” trong nhiệm kỳ sắp tới của ông Donald Trump khi các tập đoàn lớn của Trung Quốc cũng như quốc tế dần dần dịch chuyển dây chuyền cung ứng ra khỏi Trung Quốc nhằm tránh thuế quan.

4. Chính sách tài khóa – Đầu tư phát triển tiếp tục là trọng tâm

Tới hết tháng 12/2024, Tổng thu ngân sách Nhà nước lũy kế đạt 2.038 nghìn tỷ VND (+16,2% YoY và vượt dự toán 20%); và Tổng chi ngân sách đạt 1.831 nghìn tỷ VND (+5,7% YoY). Như vậy, Bộ Tài chính dự kiến bội chi ngân sách cả năm sẽ ở mức khoảng 3,4% GDP (tương ứng sẽ chi thêm ~450 nghìn tỷ trong ngân sách 2024).

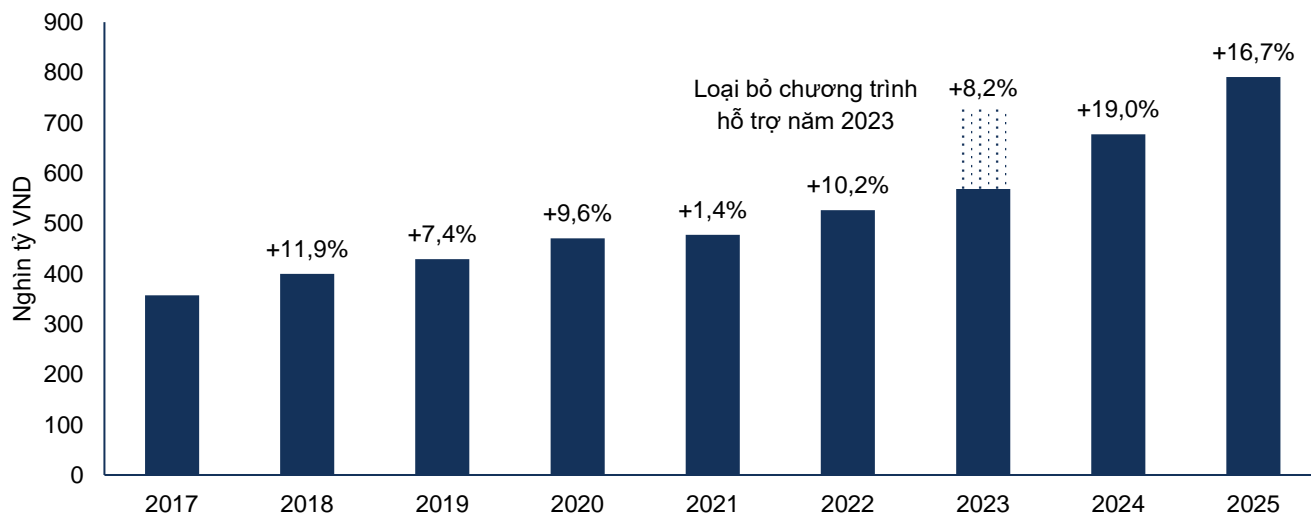


Nguồn: GSO

Mục tiêu giải ngân 95% vốn đầu tư phát triển trong năm 2024 nhiều thách thức: Tới 12T2024, tỷ lệ giải ngân cả nước chỉ đạt 77,6%, thấp hơn cùng kỳ tới -4,3 đpt (dù đã tăng tốc đáng kể trong những tháng cuối năm). Trong đó, có tới 30 bộ, ngành và 26 địa phương có tỷ lệ giải ngân thấp hơn bình quân cả nước, đáng chú ý như Thành phố Hồ Chí Minh mới chỉ đạt 51%. Việc giải ngân chậm đã kéo dài nhiều năm và dẫn tới nhiều hệ lụy tiêu cực – không chỉ ảnh hưởng tới tăng trưởng kinh tế nói chung mà còn dẫn tới lãng phí nguồn lực từ các dự án chưa thể đưa vào sử dụng cũng như chi phí lãi vay mà Chính phủ, nhà đầu tư và nhà thầu phải chịu.

Bước sang năm 2025, Bộ Tài chính đưa ra đề xuất và dự kiến chính sách tài khóa chuyển sang trạng thái bình thường, dừng chính sách miễn, giảm thuế phí nhằm tăng nguồn lực công đầu tư vào cơ sở hạ tầng, đánh dấu kết thúc giai đoạn mở rộng 2020 – 2024. Cùng với mục tiêu tăng tốc và bứt phá trong tăng trưởng kinh tế, năm 2025 sẽ đẩy mạnh đầu tư công hơn nữa để hỗ trợ tổng cầu, đồng thời thu hẹp những thiếu hụt hạ tầng đang phát sinh. Theo dự toán năm 2025, bội chi ngân sách là 471,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 3,8% tổng GDP và tăng 18,1% so năm 2024). Trong đó sẽ ưu tiên nguồn lực trong chi cho phát triển ở mức 31% tổng chi NSNN, cao hơn mục tiêu 5 năm là 28 – 29%.

Vốn đầu tư phát triển dự kiến tiếp tục tăng dù chính sách tài khóa kết thúc mở rộng



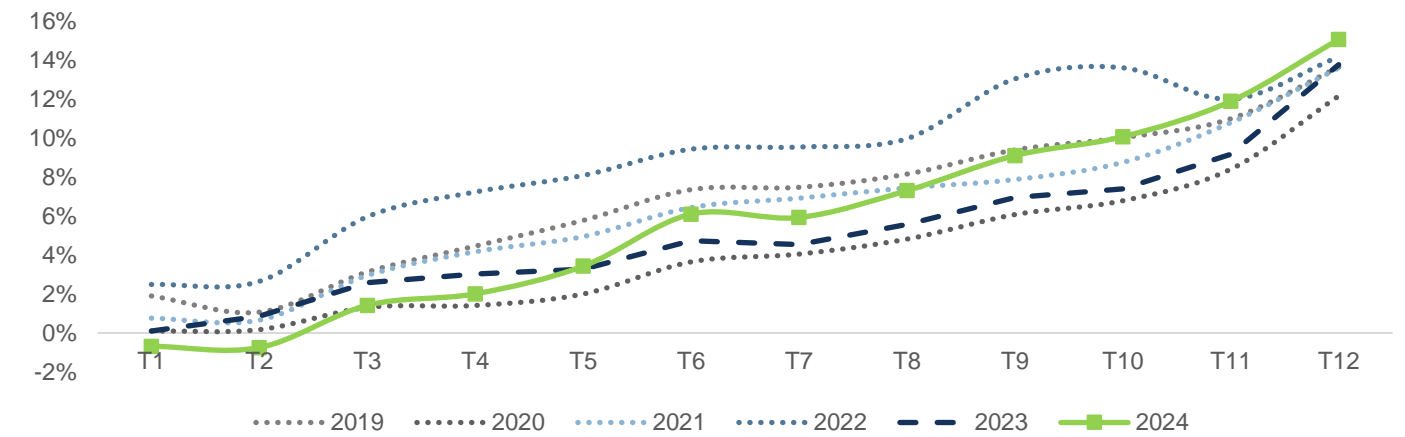
Nguồn: Bộ Tài chính

5. Chính sách tiền tệ – Chủ động và linh hoạt trong điều hành chính sách

Tăng trưởng tín dụng bức tốc trong những tháng cuối năm và hoàn thành mục tiêu năm 2024, tính đến hết ngày 31/12/2024 ước đạt 15,08%, cao hơn so mức tăng 13,78% năm 2023. Vào thời điểm cuối năm, NHNN tiếp tục chủ động điều chỉnh tăng thêm hạn mức tín dụng năm 2024 cho các tổ chức tín dụng. Với mặt bằng lãi suất thấp cùng với sự hồi phục nhanh của xuất khẩu, sản xuất, các doanh nghiệp tăng trưởng trở lại và tích cực vay vốn.

Tín dụng toàn hệ thống tăng mạnh vào những tháng cuối năm 2024

Tăng trưởng tín dụng của Việt Nam (ytd)

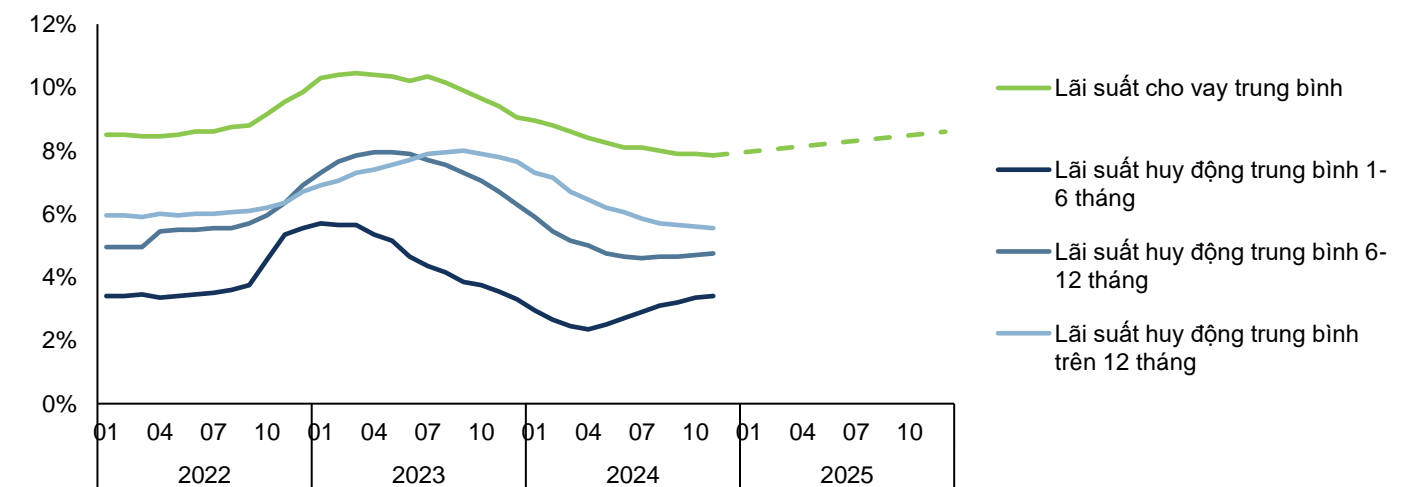


Nguồn: SBV, FPTs tổng hợp

Mục tiêu tăng trưởng tín dụng năm 2025 được đề ra ở mức 16% với cơ chế giao chỉ tiêu cho các NHTM ngay từ đầu năm như năm 2024.

Về diễn biến lãi suất, năm 2024 NHNN tiếp tục thúc đẩy giảm lãi suất cho vay, hỗ trợ nền kinh tế. Lãi suất cho vay duy trì xu hướng giảm (trung bình -0,44 đpt so với cuối năm 2023). NHNN tiếp tục duy trì ổn định mặt bằng lãi suất tiền gửi giúp tiết kiệm chi phí để giảm lãi suất cho vay khi lãi suất huy động các kỳ dài hạn của nhiều ngân hàng gần như đi ngang trong năm 2024. Trong bối cảnh chung của thế giới và cân đối trong mục tiêu điều hành, lãi suất cho vay dự kiến sẽ tăng 0,5 – 1,0 đpt trong năm 2025.

Lãi suất cho vay dự kiến tăng 0,5 – 1,0 đpt trong 2025 do sức ép từ lãi suất huy động

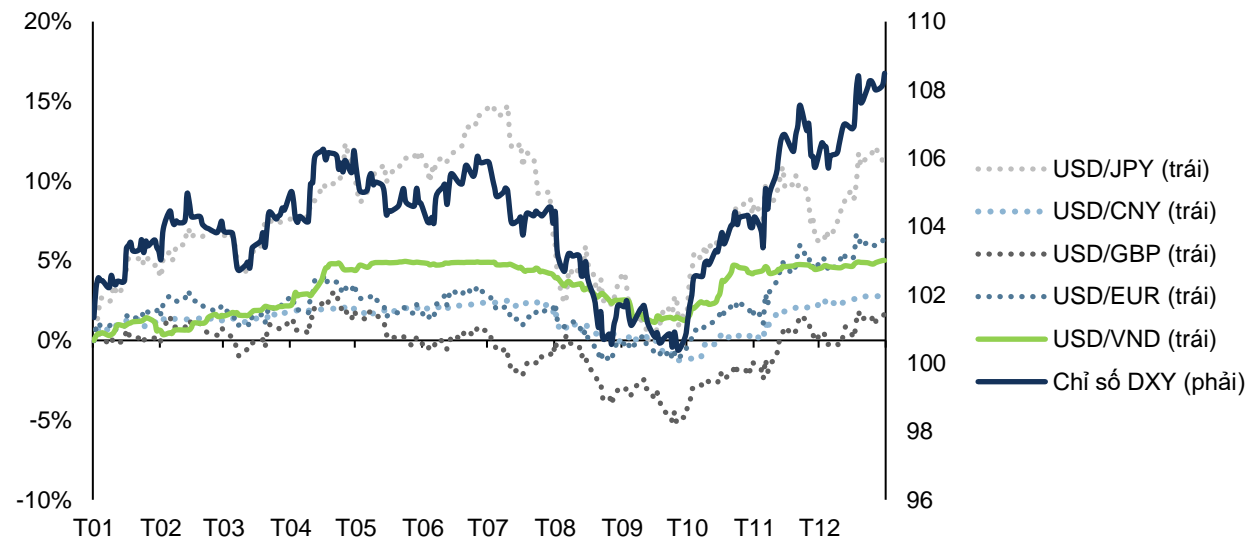


Nguồn: SBV, FPTs tổng hợp

Tỷ giá VND/USD năm 2024 biến động mạnh và chịu áp lực lớn từ diễn biến của chỉ số DXY.

- Trong 06 tháng đầu năm, tỷ giá liên tục tăng (+4,9% YTD) do: (1) Tâm lý đầu cơ từ việc chênh lệch lãi suất VND-USD duy trì ở mức âm do FED duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt lâu hơn dự kiến; và (2) Nhu cầu thanh toán ngoại tệ tăng cao khi nhập khẩu liên tục hồi phục qua các tháng và các doanh nghiệp FDI chuyển lợi nhuận về nước.
- Trong quý 03, tỷ giá hạ nhiệt sau những can thiệp của NHNN cùng với áp lực đồng USD trên thị trường quốc tế giảm sau khi FED bắt đầu cắt giảm 50 bps lãi suất vào tháng 09.
- Trong những tháng cuối năm, tỷ giá tăng mạnh trở lại do: (1) DXY tăng mạnh trở lại, phản ánh quan ngại tiến độ giảm lãi suất của FED chậm; (2) nhu cầu ngoại tệ tăng cao khi các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ cho sản xuất, xuất khẩu cuối năm; và (3) Kho bạc Nhà nước đẩy mạnh mua USD để trả nợ nước ngoài.

Đồng USD đã mạnh lên đáng kể trong năm 2024

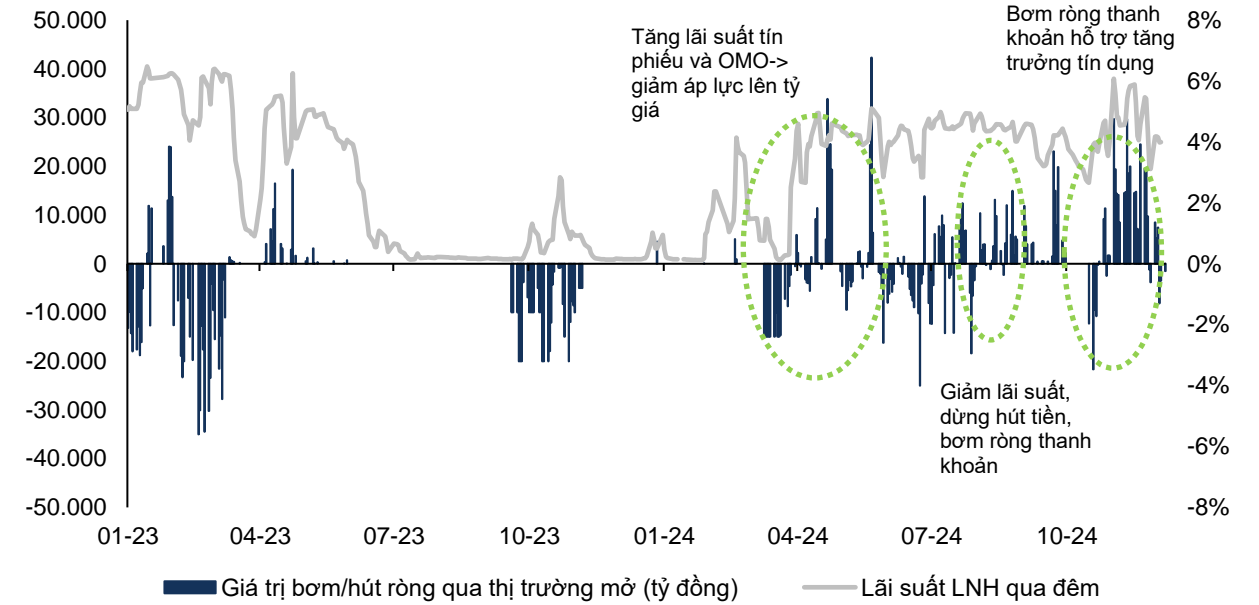


Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Động thái can thiệp của NHNN:

- Điều chỉnh lãi suất tín phiếu và OMO, bơm và hút tiền thông qua thị trường mở nhằm giảm áp lực tỷ giá và điều tiết thanh khoản trên hệ thống ngân hàng. Trong giai đoạn tỷ giá tăng mạnh NHNN liên tục bơm hút tiền, tăng lãi suất tín phiếu, OMO trên thị trường giúp giảm sức ép lên tỷ giá thông qua việc thu hẹp chênh lệch lãi suất USD – VND trên thị trường liên ngân hàng. Sau khi tỷ giá hạ nhiệt, NHNN ngược lại đã giảm lãi suất trên thị trường mở và bơm ròng tiền giúp tăng thanh khoản để ổn định mặt bằng lãi suất. Trong giai đoạn tỷ giá tăng cuối năm, NHNN phát hành trở lại tín phiếu và lãi suất liên ngân hàng đã tăng trở lại; bên cạnh đó cũng bơm ròng thanh khoản hỗ trợ tăng trưởng.

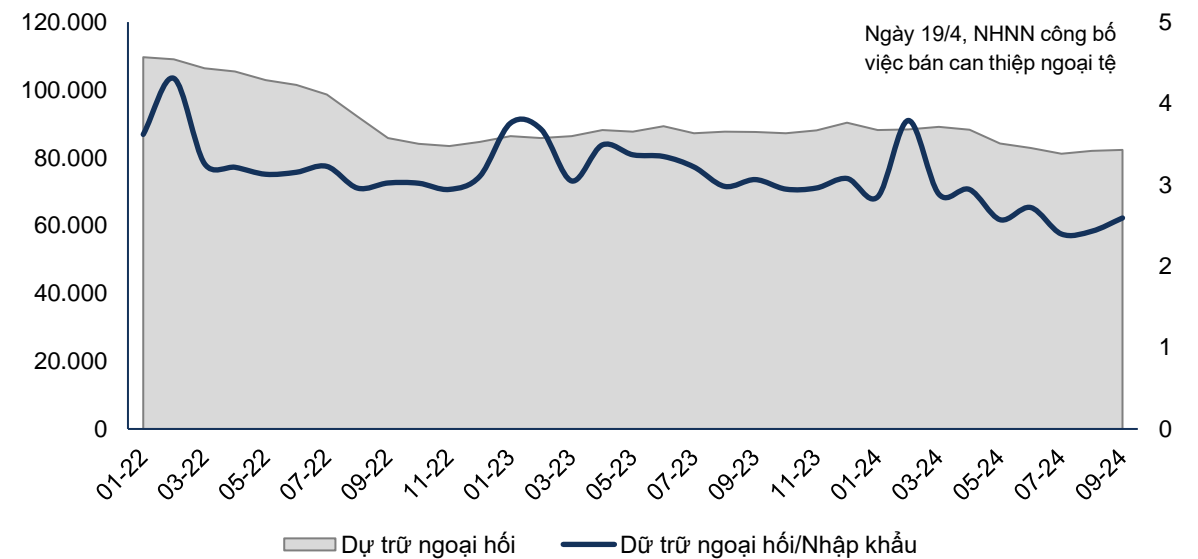
NHNN điều hành tỷ giá qua Thị trường mở và Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: SBV, FPTs tổng hợp

- **Bán can thiệp ngoại tệ nhằm giảm áp lực tỷ giá trong giai đoạn tỷ giá tăng hồi đầu năm.** Trong năm 2024, NHNN đã bán ròng 9,4 tỷ USD (xấp xỉ 10,4% quy mô dự trữ ngoại hối) và ước tính đến cuối năm 2024, tỷ lệ dự trữ ngoại hối là khoảng 80 tỷ (bằng khoảng 2,5 lần tháng nhập khẩu). Năm 2025, IMF dự báo dự trữ ngoại hối của Việt Nam sẽ tăng đáng kể so với 2024 lên mức 97,9 tỷ và tỷ lệ dự trữ ngoại hối/Nhập khẩu là khoảng 2,7 tháng.

Dự trữ ngoại hối giảm do NHNN bán can thiệp ngoại tệ



Nguồn: Bloomberg, Tổng cục Hải Quan, FPTs tổng hợp

Năm 2025, áp lực về tỷ giá, những biến động và bất định trong các chính sách của các quốc gia/khu vực tiếp tục là thách thức lớn đối với việc điều hành chính sách tiền tệ. Vì vậy, yếu tố tỷ giá, các chính sách tiền tệ quốc tế cùng với việc sử dụng các công cụ điều hành của NHNN sẽ là các yếu tố theo dõi và ảnh hưởng đến thị trường chứng khoán trong năm tới.

NHẬN ĐỊNH THỊ TRƯỜNG

Phòng thủ chặt, phản công nhanh

I. NHẬN ĐỊNH KỊCH BẢN THỊ TRƯỜNG

Dựa trên nghiên cứu chu kỳ biến động, chỉ báo độ rộng và xu hướng, chúng tôi dự kiến biến động chỉ số VN-Index trong năm 2025 sẽ diễn ra chủ yếu trong kênh xu hướng đi ngang. Tính đến quý 04/2024, thị trường đã bước vào giai đoạn Late Bull Market (giai đoạn cuối của pha tăng giá) để ngỏ diễn biến kế tiếp nằm trong kịch bản của thị trường Bear Market.

Trong lịch sử biến động của VN-Index, thị trường Bear Market xuất hiện dưới 02 dạng: xu hướng giảm (Downtrend) và xu hướng đi ngang trong khoảng rộng (Choppy Market). Chúng tôi đánh giá cao hơn khả năng của kịch bản thị trường dưới dạng Choppy Market cho chu kỳ biến động hiện tại. Trong kịch bản này, các cơ hội đầu tư vẫn sẽ tiềm ẩn nhưng với kỳ vọng nắm giữ ngắn hơn so với thị trường Bull Market. Chiến lược giao dịch trong năm 2025 được khuyến nghị ưu tiên các tiêu chuẩn bảo toàn lợi nhuận và rủi ro vị thế.

1. Dự địa thị trường Bull Market cần được lưu ý trong năm 2025

Biến động VN-Index năm 2024 diễn ra tương đối thuận lợi khi quy luật chu kỳ dẫn chiếu đến bối cảnh thị trường Middle Bull Market. Tính từ phiên giao dịch 02/01/2024 đến 31/12/2024, mức biến động tăng lớn nhất của chỉ số ghi nhận tương đương 14,9%, trong đó mức sụt giảm tối đa chỉ ghi nhận -8,9%.

Tuy nhiên, tính đến hết quý 04/2024, Market Cycle Index đang dẫn chiếu VN-Index đã tiến đến vùng Late Bull Market (giai đoạn biến động cuối pha tăng giá) trong kịch bản của **chu kỳ thứ 6**. Theo đó, **dự địa cho biến động tăng của chỉ số đang dần bị thu hẹp**.

Biến động VN-Index và Market Cycle Index



Nguồn: FPTIS tổng hợp. Đvt: Tuần

Choppy Market là trạng thái thị trường không có xu hướng rõ ràng, giá dao động trong một kênh ngang (horizontal channel) hoặc kênh giá rộng (so sánh với **Consolidation**). Các đỉnh và đáy liên tiếp *không tạo thành xu hướng tăng hay giảm bền vững*, thường đi kèm với *thanh khoản biến động thất thường*.

Ước tính dự địa thời gian các pha biến động

Chu kỳ	Pha biến động	Tính từ đáy	Kỳ vọng đỉnh
184	92	79	13

Nguồn: FPTIS tổng hợp. Đvt: Tuần

Dựa trên kết quả xác định chu kỳ thị trường bằng phương pháp SARIMA (mô hình dự báo chuỗi thời gian), chúng tôi xác định thời gian vận động của một chu kỳ hoàn chỉnh, bao gồm pha tăng (Bull Market) và pha giảm (Bear Market), hình thành trong khoảng 184 tuần. Trong đó, các pha tăng và giảm sẽ xuất hiện tuần tự với khoảng thời gian hình thành ước tính là 92 tuần.

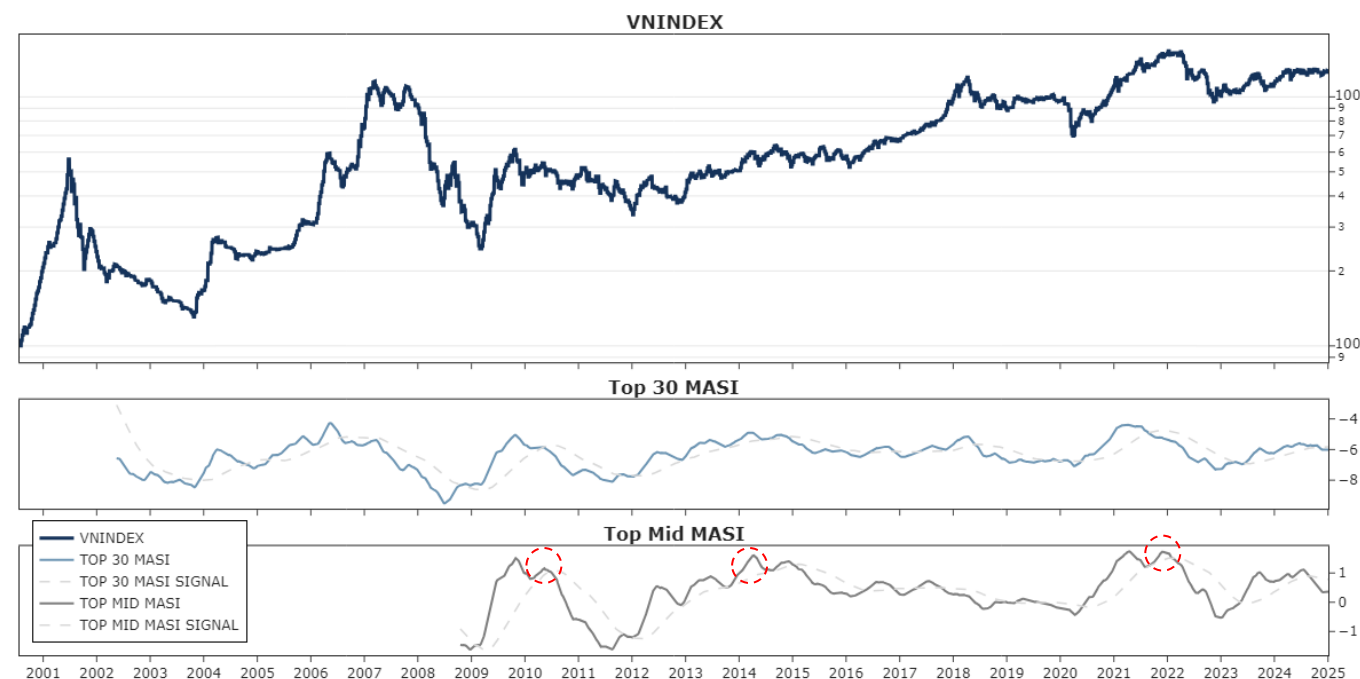
Tính đến quý 04/2024, đường giá trị đã tiếp cận gần tới vùng chuyển giao từ pha tăng sang pha giảm giá. Trong đó, ước lượng thời gian hiện tại tới vùng chuyển giao là 13 tuần, tương ứng với thời điểm quý 02/2025. Theo quan sát, cực trị tuyệt đối trong diễn biến đảo chiều của VN-Index từ Bull market sang Bear Market thường chênh lệch khoảng 4 – 5 tuần so với ước tính này.

2. Hệ thống chỉ báo phản ánh trạng thái tâm lý yếu trong bối cảnh Late Bull Market

2.1. Chỉ báo độ rộng thị trường

Chỉ báo MASI (McClellan Adjust Summation Index) là một trong những chỉ báo kỹ thuật thuộc nhóm chỉ báo thị trường, biến động của đường giá trị phản ánh tính chất tâm lý thị trường trên diện rộng. Đường giá trị biến động phía trên đường tín hiệu thể hiện rằng tâm lý tích cực bao trùm phần lớn cổ phiếu trên thị trường, và ngược lại.

Tương quan MASI và biến động VN-Index



Nguồn: FPTIS tổng hợp. Đvt: Tuần

Quan sát biến động tương quan của chỉ báo với các giai đoạn thị trường, xu hướng tăng và giảm của chỉ báo tương đối đồng thuận với biến động kịch bản thị trường Bull và Bear Market lần lượt tương ứng với trạng thái tăng và giảm của đường giá trị.

Dấu hiệu đáng chú ý xuất hiện khi đường giá trị đã xuất hiện giao cắt xuống với đường tín hiệu SMA 52 tuần. Trong bối cảnh VN-Index biến động trong kịch bản thị trường Late Bull Market thì tín hiệu giao cắt này mang ý nghĩa xác nhận và cảnh báo sự suy yếu của tâm lý dòng tiền trên diện rộng.

Một đặc trưng cần lưu ý trong diễn biến tâm lý thị trường Bull market là sự nổi lên của nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ trong giai đoạn thị trường Late Bull Market. Trong khi nhóm vốn hóa lớn phân hóa kỳ vọng thì nhóm cổ phiếu vốn hóa thấp hơn trong giai đoạn này lại thu hút dòng tiền giao dịch ngắn hạn. Tuy nhiên, giai đoạn này chưa xuất hiện trong giai đoạn Bull market hiện tại.

2.2. Quy luật biến động theo xu hướng

Trong các pha tăng giá (Bull Market), quy luật đỉnh và đáy tăng dần thường là tiêu chuẩn để đánh giá mức độ lành mạnh của xu hướng. Dấu hiệu của sự thay đổi quy luật này có thể là căn cứ đánh giá sức mạnh xu hướng và xác định kịch bản thị trường trong tương lai. Quan sát biến động pha tăng giá gần nhất chúng tôi nhận thấy VN-Index bắt đầu ghi nhận những dấu hiệu suy yếu đầu tiên.

Thông kê tương quan đỉnh đáy thị trường Bull Market của chu kỳ 6

Xu hướng đáy biến động

Chỉ số	Ngày	Giá	Tương quan
VNINDEX	15/11/2022	911,90	
VNINDEX	26/12/2022	985,21	8,04%
VNINDEX	27/02/2023	1.021,25	3,66%
VNINDEX	31/10/2023	1.028,19	0,68%
VNINDEX	19/04/2024	1.174,85	14,26%
VNINDEX	05/08/2024	1.188,07	1,13%

Xu hướng đỉnh đáy biến động

Chỉ số	Ngày	Giá	Tương quan
VNINDEX	05/12/2022	1.093,67	
VNINDEX	27/01/2023	1.117,10	2,14%
VNINDEX	06/09/2023	1.245,50	11,49%
VNINDEX	28/03/2024	1.290,18	3,59%
VNINDEX	13/06/2024	1.301,51	0,88%
VNINDEX	01/10/2024	1.292,20	-0,72%

Nguồn: FPTIS tổng hợp. *Tương quan: Biến động tương đối giữa đỉnh với đỉnh, đáy với đáy liền kề.

Từ đáy 15/11/2022 đến thời điểm hiện tại, dữ liệu cho thấy các đáy vẫn duy trì quy luật tăng. Đây là tín hiệu tích cực, phản ánh rằng xu hướng tăng giá dài hạn (Bull Market) vẫn đang được giữ vững.

Tuy nhiên, sự thay đổi tương quan ở đỉnh gần nhất (thấp hơn **-0,72%** so với đỉnh liền trước) cho thấy động lực tăng giá đang yếu đi. Đây có thể là dấu hiệu cảnh báo về sự suy giảm niềm tin của thị trường hoặc áp lực bán gia tăng ở vùng giá cao.

Trạng thái phân kỳ âm xuất hiện trên biến động chỉ số VN-Index

Quan sát biến động, diễn biến đỉnh gần nhất thấp hơn đỉnh liền trước có thể cho thấy thị trường đang hình thành **tín hiệu phân kỳ âm** (negative divergence), đặc biệt xuất hiện cùng khối lượng khớp lệnh giao dịch giảm. Tín hiệu này không khẳng định tín hiệu đảo chiều xu hướng tuy nhiên dựa trên dữ liệu quá khứ thì đây là dấu hiệu để ngỏ khả năng thị trường đang tiến gần tới **giai đoạn cuối pha tăng giá** (Bull market).

Diễn biến giá và thanh khoản VN-Index

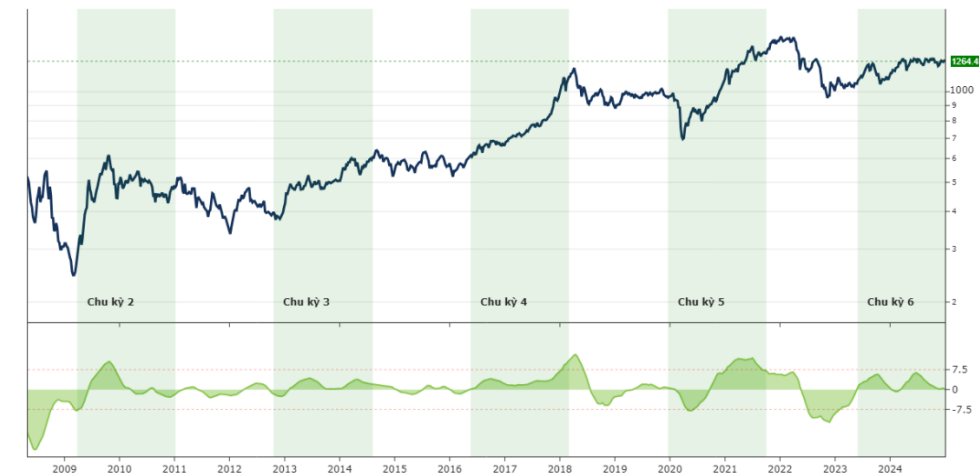


Nguồn: FPTIS tổng hợp. Đvt: ngày

2.3. Xung lực biến động

Độ dốc của chỉ số VN-Index cung cấp thông tin cơ bản về trạng thái thị trường. Dấu của độ dốc cho biết xu hướng hiện tại của chỉ số, với độ dốc dương thể hiện xu hướng tăng và độ dốc âm thể hiện xu hướng giảm. **Độ lớn của độ dốc phản ánh mức động lượng của thị trường: độ dốc cao cho thấy động lượng mạnh mẽ, trong khi độ dốc thấp cho thấy động lượng thấp.**

Tương quan độ dốc xu hướng và biến động VN-Index



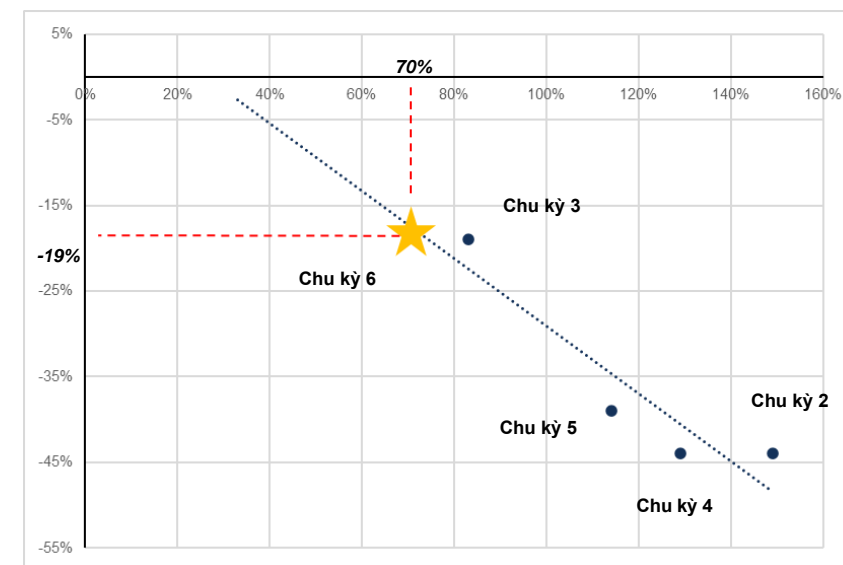
Nguồn: FPTIS tổng hợp. Đvt: Tuần

Quan sát biến động độ dốc của VN-Index qua các chu kỳ, trạng thái có thể được phân chia dựa trên hai ngưỡng phân tách thành: giai đoạn gia tốc khi giá trị nằm ngoài ngưỡng ± 7.5 và giai đoạn biến động hẹp khi giá trị nằm trong khoảng $-7,5$ đến $+7,5$.

VN-Index hiện đang trong giai đoạn Bull Market của chu kỳ 6, với giá trị độ dốc ở mức trung bình và chưa vượt qua ngưỡng phân tách $+7,5$. Điều này cho thấy giai đoạn tăng trưởng hiện tại mang tính thận trọng với động lượng thấp và thiếu sự xuất hiện của giai đoạn bứt phá. So sánh với các chu kỳ trước, giai đoạn này có nhiều điểm tương đồng với chu kỳ thứ 03, khi pha tăng trưởng của thị trường Bull không thể hiện sự tăng tốc đáng kể.

Những giai đoạn Bull Market với động lượng thấp như vậy thường đi kèm với các giai đoạn Bear Market sau đó có mức độ điều chỉnh không quá tiêu cực.

Tương quan biến động Bull và Bear market giữa các chu kỳ



Nguồn: FPTIS tổng hợp. Đvt: %

Dựa trên dữ liệu tương quan hiệu suất biến động các chu kỳ trước, mức sụt giảm bình quân cho các pha biến động giảm (Downswing) trong thị trường Choppy Market năm 2025 được dự báo thấp hơn **-19%**, phù hợp với đặc điểm giảm dần mức độ biến động giữa các chu kỳ.

3. Xác định ngưỡng hỗ trợ và kháng cự dài hạn

Trong kịch bản tích cực khi thị trường ghi nhận Late Bull Market, VN-Index ghi nhận biến động tăng trong nửa đầu năm 2025:

- **Ngưỡng Hỗ trợ:** 1250 – 1300 điểm.
- **Ngưỡng Kháng cự:** 1450 – 1500 điểm.

Điều kiện kịch bản thị trường này diễn ra được xác nhận bởi 02 tín hiệu: (1) chỉ số VN-Index ghi nhận Breakout ngưỡng 1300 điểm và (2) chỉ báo MASI giao cắt lên đường tín hiệu trong quý 01/2025.

Biến động chỉ số VN-Index



Nguồn: FPT S tổng hợp. Đvt: Tuần

Trong kịch bản tiêu cực, VN-Index sớm bước vào thị trường Bear Market: **Ngưỡng Hỗ trợ:** 1050 – 1010 điểm và **Ngưỡng Kháng cự:** 1250 – 1300 điểm. Đây là kịch bản thị trường xảy ra khi giai đoạn Late Bull Market không được hoàn thiện. Theo thống kê, chu kỳ biến động 04 là chu kỳ biến động duy nhất mà kịch bản Late Bull Market không xuất hiện. Theo đó, nếu VN-Index không sớm Breakout ngưỡng 1.300 trong quý 01/2025 và dòng tiền không trở lại trên diện rộng thì kịch bản Choppy Market có thể sẽ hình thành phía dưới ngưỡng tâm lý 1.250 điểm.

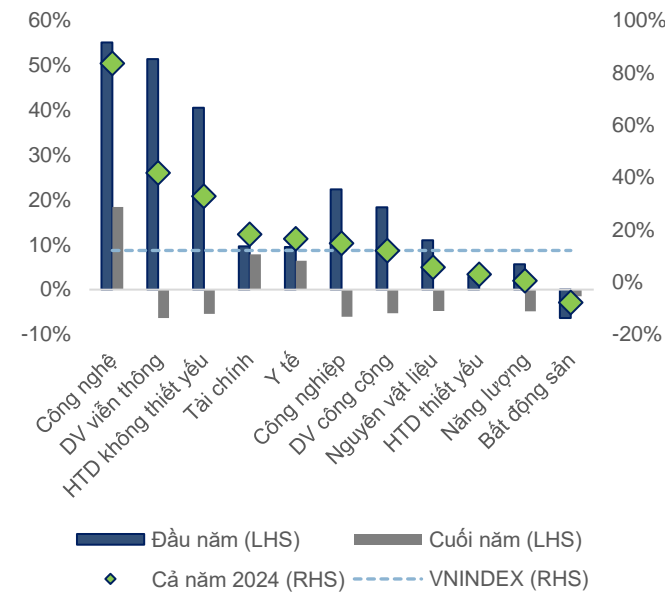
II. CÁC YẾU TỐ THỊ TRƯỜNG ẢNH HƯỞNG ĐẾN XU HƯỚNG

1. Luân chuyển ngành: khả năng đảo chiều & phân hóa

Với bối cảnh thị trường Middle bull Market, luân chuyển sức mạnh giá giữa các ngành trong năm 2024 diễn ra khá tích cực với 10/11 nhóm ngành ghi nhận mức hiệu suất dương so với mức đóng cửa năm 2023. Trong đó, chỉ duy nhất nhóm Bất động sản ghi nhận hiệu suất tiêu cực (-7,71%) và đóng vai trò kìm hãm biến động chỉ số.

Tuy nhiên, bên cạnh con số hiệu suất tích cực cho cả năm 2024 thì dấu hiệu đáng chú ý về sự suy yếu sức mạnh giá cũng đã xuất hiện ở hầu hết các ngành cấp 1 trong nửa sau của năm 2024, đặc biệt là tại các nhóm ngành có tính chu kỳ như: *Hàng tiêu dùng không thiết yếu, Công nghiệp và Nguyên vật liệu*... Mặc dù nhóm ngành *Công nghệ, Tài chính* vẫn đang duy trì hiệu suất dương nhưng với 7/11 nhóm ngành ghi nhận hiệu suất âm so với nửa đầu năm thì dấu hiệu suy yếu về động lượng cũng đang phần nào được phản ánh vào trong biến động giảm cơ của chỉ số VN-Index.

% biến động bán niên và cả năm 2024



Bản đồ nhiệt tỷ trọng thanh khoản HSX theo quý

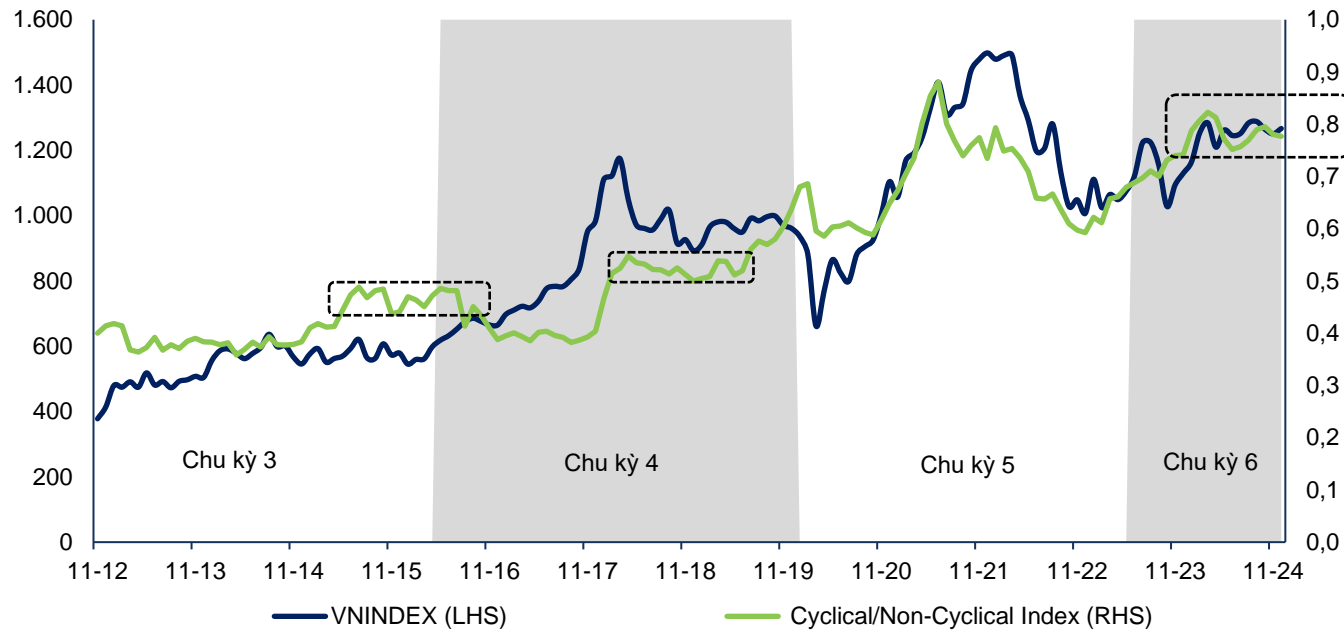
Phân loại	Nhóm ngành	Q1-2024	Q2-2024	Q3-2024	Q4-2024
Ngành có tính chu kỳ	Bất động sản	21.49%	20.65%	19.90%	19.28%
	Công nghiệp	8.90%	9.61%	7.81%	6.96%
	Nguyên vật liệu	9.23%	9.39%	10.31%	8.78%
	HTD không thiết yếu	4.41%	5.10%	4.58%	4.75%
	Tài chính	36.68%	33.79%	35.71%	39.9%
	Công nghệ	0.67%	1.34%	1.24%	1.35%
	Năng lượng	1.69%	2.16%	1.69%	1.43%
Ngành không mang tính chu kỳ	DV viễn thông	0.05%	0.10%	0.08%	0.17%
	Y tế	0.14%	0.23%	0.34%	0.32%
	HTD thiết yếu	7.25%	7.52%	6.61%	6.18%
	DV công cộng	1.46%	2.91%	3.05%	2.27%

Nguồn: FPT S tổng hợp

Bản đồ nhiệt về tỷ trọng thanh khoản theo ngành cũng cho thấy khẩu vị giao dịch trên thị trường đang có sự chuyển dịch trong giai đoạn nửa sau của năm 2024. Các nhóm ngành có tính dẫn dắt đang trở nên kém hấp dẫn hơn đối với các nhà đầu tư trên thị trường. Dòng tiền giao dịch có khuynh hướng tập trung hơn vào các nhóm ngành không mang tính chu kỳ và nhóm ngành có câu chuyện hỗ trợ riêng như: *Công nghệ, Tài chính* hoặc một số ít nhóm ngành cấp 3 như: *Dệt may, Dịch vụ cảng biển, Dịch vụ sân bay và Hỗ trợ vận tải*. Thông thường, những tín hiệu luân chuyển này sẽ chỉ duy trì trong thời gian ngắn, tại các nhịp điều chỉnh của VN-Index. Tuy nhiên, nếu xu hướng suy yếu về động lượng và dòng tiền tại các ngành có tính chu kỳ kéo dài thì **kịch bản cho các pha biến động trong chu kỳ của VN-Index có thể sẽ cần phải được thay đổi.**

Trên phương diện chỉ báo, Cyclical/Non-Cyclical Index đã cho tín hiệu suy yếu và hình thành trạng thái đi ngang quanh ngưỡng giá trị 0,8 – báo hiệu về sự phân hóa đang mạnh dần lên giữa các nhóm cổ phiếu trên thị trường. Đặc điểm này cũng có sự tương đồng với giai đoạn 2015 và 2018, khi VN-Index có sự chuyển tiếp từ giai đoạn Late Bull sang thị trường Bear Market.

Cyclical/ Non-Cyclical Index và VN-Index



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Cyclical/Non-Cyclical Index: là chỉ báo kỹ thuật sử dụng để khai thác tín hiệu từ sự luân chuyển ngành trong các chu kỳ thị trường. Công cụ này được tính bằng cách sử dụng phương pháp chỉ số hóa để tạo ra các chỉ số mô phỏng cho 02 rô cổ phiếu: có tính chu kỳ và không có tính chu kỳ. Tỷ lệ giữa 02 chỉ số mô phỏng này được dùng để quan sát sự luân chuyển:

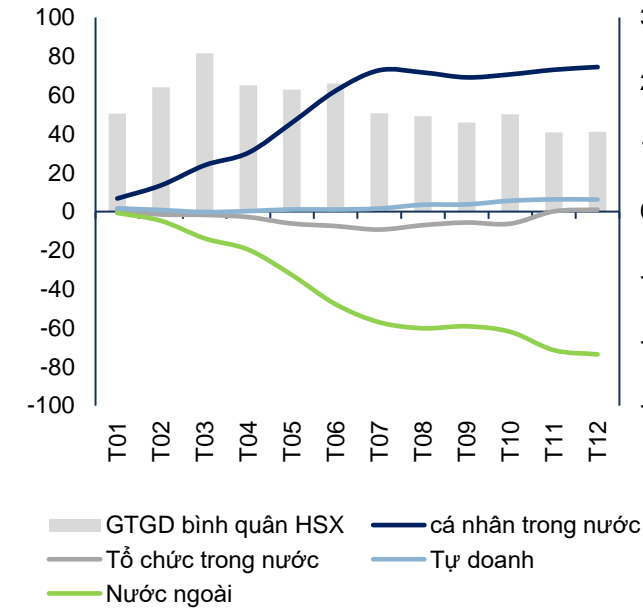
- Xu hướng tăng: phản ánh nhóm cổ phiếu có tính chu kỳ đang dẫn dắt thị trường trong Bull market.
- Xu hướng giảm: cho thấy nhóm cổ phiếu không mang tính chu kỳ thường hoạt động tốt hơn trong các giai đoạn Bear market.
- Tín hiệu đảo chiều: có thể cảnh báo sớm sự thay đổi xu hướng của thị trường chung giữa Bull và Bear Market.

2. NĐT nội nâng đỡ thị trường, rủi ro tiềm ẩn từ dư nợ cho vay ký quỹ

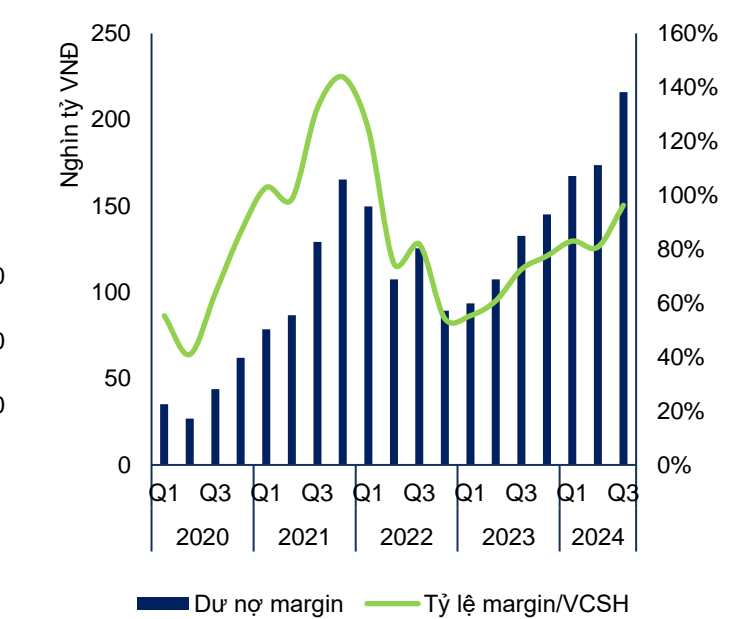
Sự phân kỳ tiếp tục là đặc điểm chủ đạo của dòng tiền vào thị trường theo phân lớp nhà đầu tư trong năm 2024. Trong đó, điểm sáng là việc dòng tiền từ nhà đầu tư cá nhân trong nước và khối tự doanh vẫn đang là động lực nâng đỡ đối với chỉ số VN-Index khi đối ứng tốt với áp lực bán rông từ phía nhà đầu tư nước ngoài. Tính đến thời điểm 31/12/2024, giá trị mua ròng lũy kế của nhà đầu tư cá nhân trong nước đạt trên 74.000 tỷ đồng và tự doanh là trên 6.200 tỷ đồng. Sự tích cực từ phía dòng tiền của nhà đầu tư nội vẫn đang là yếu tố hỗ trợ cho xu hướng thị trường trong trung và dài hạn.

Điểm đáng chú ý là mức dư nợ cho vay ký quỹ tại các công ty chứng khoán cũng liên tục tăng qua các quý và đã vượt qua mốc đỉnh của năm 2021. Trong bối cảnh giá trị giao dịch khớp lệnh trên HSX liên tục suy giảm kể từ quý 2/2024 đến nay thì tỷ lệ dư nợ ký quỹ tăng lên hàm ý rằng dòng tiền mới gia nhập thị trường là thấp, các giao dịch đang phụ thuộc nhiều hơn vào việc sử dụng nguồn vốn đi vay.

Dòng tiền theo phân lớp NĐT trong 2024



Tình hình dư nợ cho vay ký quỹ của các CTCK



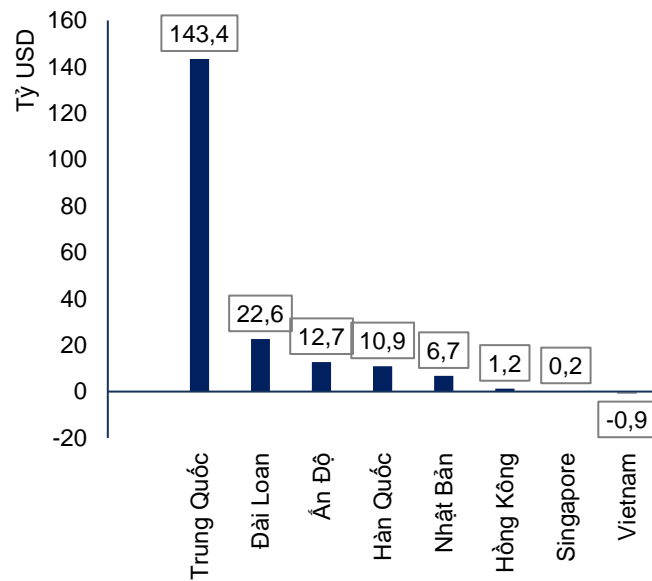
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Xét về tỷ lệ dư nợ cho vay ký quỹ/Vốn chủ sở hữu thì tỷ lệ này vẫn thấp hơn đáng kể so với mức 1,4x của năm 2022 và thị trường vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng dòng vốn này nhờ quy mô vốn chủ của các công ty chứng khoán vẫn đang giữ chiều hướng gia tăng. Tuy nhiên, việc nguồn vốn ký quỹ tăng mạnh trong 02 quý cuối năm có khả năng tạo ra tác động trái chiều tới xu hướng VN-Index bởi động lực cho các giao dịch ngắn hạn và khả năng lan tỏa xu hướng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào dòng tiền mới gia nhập thị trường trong khi khả năng mở rộng tức thời từ nguồn vốn vay bị thu hẹp. Mặt khác, rủi ro “call margin” chéo cũng sẽ cần được lưu ý trong trường hợp thị trường biến động mạnh, đặc biệt là khi giao dịch bán rông của khối ngoại thường tập trung ở các cổ phiếu vốn hóa lớn.

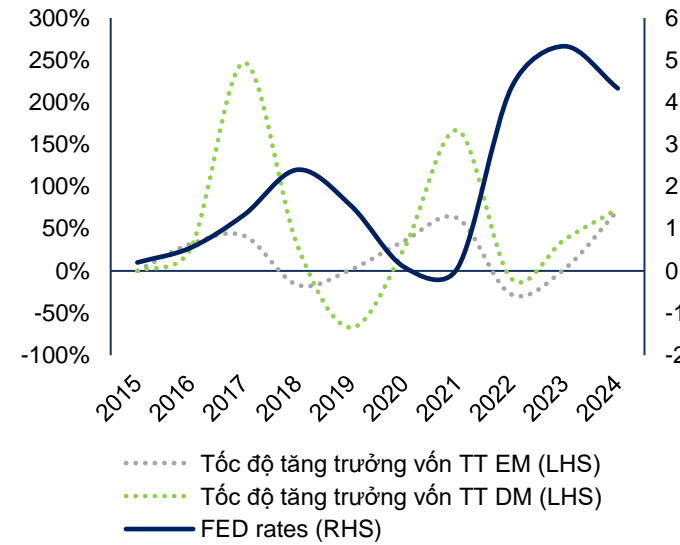
3. Dòng vốn ngoại được kỳ vọng cải thiện nhưng khó có sự đột phá

Về dài hạn, tốc độ tăng trưởng dòng vốn đầu tư của các nền kinh tế mới nổi (EM – Emerging Markets) có tương quan ngược chiều nhạy hơn với lãi suất của FED. Chính sách tiền tệ thắt chặt với mục đích kiểm soát lạm phát khiến dòng tiền có xu hướng chuyển dịch về Mỹ và một số thị trường phát triển (DM – Developed Markets) khác nhằm phòng tránh rủi ro và hưởng lãi suất cao. Tuy nhiên, giai đoạn 2023 – 2024 đã ghi nhận sự cải thiện trở lại của dòng vốn đầu tư đồng thời trên cả 02 thị trường EM và DM với tổng mức tăng trưởng lần lượt 17.62% và 25.79%. Trong đó, dòng vốn vào các quỹ cổ phiếu (ETF) tập trung chủ yếu tại thị trường Mỹ với giá trị 1.017 tỷ USD và tỷ lệ phân bổ ước đạt 95%. Đối với nhóm thị trường mới nổi, Trung Quốc đang là tâm điểm của dòng tiền đầu tư vào các quỹ ETF với tổng giá trị đạt mức 143 tỷ USD trong năm 2024 sau khi lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt và chỉ số PMI cải thiện. Đài Loan và Ấn Độ cũng thuộc nhóm dẫn đầu về thu hút vốn đầu tư với giá trị hút ròng lần lượt là 22,58 và 12,7 tỷ USD. Sự phát triển mạnh mẽ của AI và ngành công nghiệp bán dẫn hay như làn sóng IPO đều là những câu chuyện hấp dẫn đang thu hút được sự chú ý của dòng vốn đầu tư nước ngoài.

Giá trị ròng ETF vào một số quốc gia năm 2024



Tương quan Fed rates và dòng vốn quốc tế

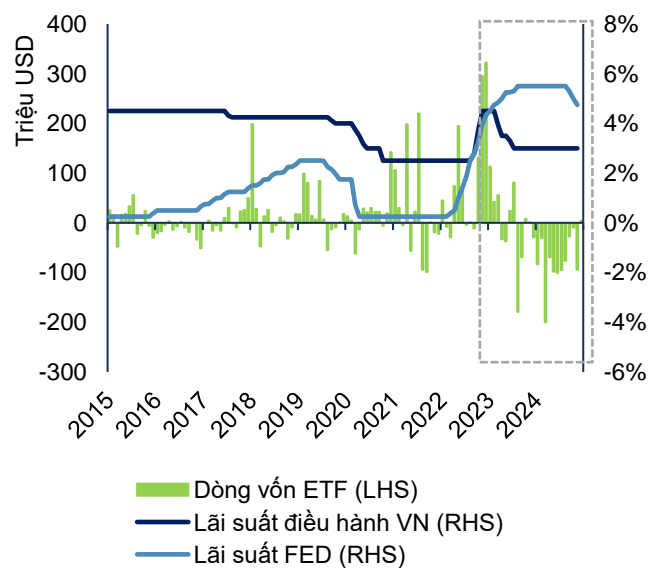


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Tại thị trường Việt Nam, xu hướng rút vốn của khối ngoại vẫn duy trì trạng thái mở rộng từ quý 2/2023 đến nay. Việc thiếu vắng các doanh nghiệp mới chất lượng khiến thị trường Việt Nam khó thu hút được dòng vốn ngoại. Năm 2024 đã chứng kiến 122 thương vụ IPO diễn ra trong khu vực ASEAN với giá trị huy động được khoảng 3 tỷ USD. Trong đó, Việt Nam chỉ có 1 thương vụ thành công với giá trị huy động được vào khoảng 37 triệu USD.

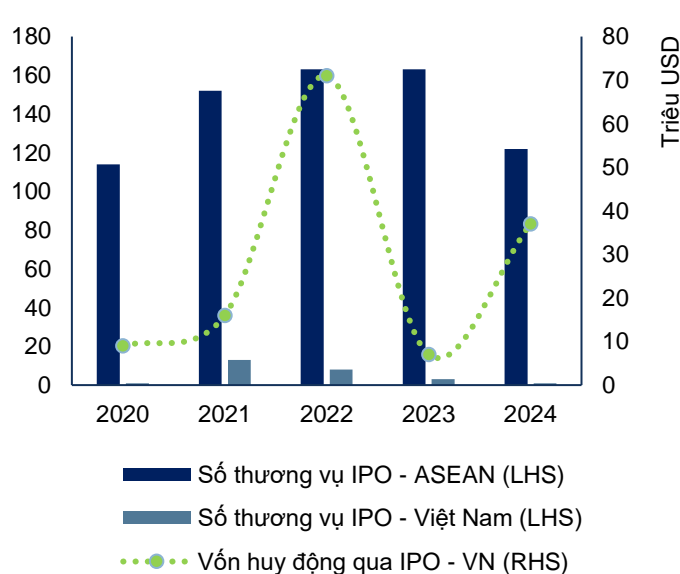
Đối với dòng vốn từ các quỹ ETF, chênh lệch lãi suất âm giữa VND và USD cùng với áp lực tỷ giá đang là những yếu tố gây cản trở đối với kỳ vọng đảo chiều của dòng vốn vào thị trường Việt Nam. Năm 2024 là năm ghi nhận trạng thái rút ròng mạnh nhất của dòng vốn này khi tổng mức rút ròng của các quỹ lên tới 879 triệu USD. Trong đó, VFM VNDiamond và Fubon FTSE Vietnam đang là 02 quỹ bị rút ròng mạnh nhất với giá trị lần lượt là 347 và 217 triệu USD.

Dòng vốn ETFs và chênh lệch lãi suất VN – Mỹ



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Diễn biến thị trường IPO tại ASEAN qua các năm



Nguồn: Deloitte, FPTS tổng hợp

Xu hướng bán ròng của khối ngoại tại thị trường Việt Nam đã có dấu hiệu chậm lại trong quý 4/2024, sau khi FED chính thức bước vào giai đoạn giảm lãi suất. Tuy nhiên, với kịch bản lộ trình hạ lãi suất được dự báo sẽ chậm hơn sau cuộc họp FOMC tháng 12 vừa qua thì khả năng chênh lệch lãi suất âm giữa VND và USD sẽ chưa thể sớm đảo ngược. Câu chuyện tỷ giá vẫn sẽ là rủi ro cần theo dõi khi được dự báo duy trì ở mức cao trong 2025 do ảnh hưởng của đồng USD mạnh hơn dưới thời Tổng thống Trump. Theo đó, **một sự cân bằng hơn trong xu hướng giao dịch của khối ngoại sẽ là kịch bản được kỳ vọng thay vì sự thay đổi mang tính đột phá.**

III. KẾT LUẬN

Trong bối cảnh các dấu hiệu rủi ro tiềm ẩn, phương án quản trị rủi ro cần được quan tâm trong năm 2025

Dựa trên quy luật chu kỳ và hệ thống tín hiệu, chúng tôi nhận thấy kịch bản thị trường Bear Market có thể sẽ xuất hiện và chi phối biến động chủ đạo của thị trường trong năm 2025. Trong đó, trạng thái biến động chính của VN-Index được dự kiến hình thành dưới dạng Choppy Market với những đặc điểm sau:

- Chỉ số dao động trong một **kênh giá rộng**, hình thành kênh xu hướng đi ngang.
- Biên độ dao động lớn, từ **15% – 19%**, tùy vào giai đoạn.
- Tâm lý thị trường **thận trọng**, dòng tiền luân chuyển nhanh giữa các nhóm ngành.
- Thanh khoản biến động không ổn định, các nhịp tăng mạnh xuất hiện trong ngắn hạn.

Khuyến nghị

Các chiến lược thực hiện trong kịch bản thị trường Choppy Market cần chú ý tới những nguyên tắc sau:

- **Giao dịch theo kênh giá:** Tận dụng biên độ dao động để mua ở vùng hỗ trợ và bán ở vùng kháng cự, tránh giao dịch Breakout tại vùng kháng cự quan trọng của thị trường.
- **Chọn nhóm ngành dẫn dắt luân phiên:** Sự luân chuyển dòng tiền giữa các ngành và cổ phiếu sẽ là đặc điểm chính trong giai đoạn này. Nhà đầu tư có thể tận dụng cơ hội đi theo dòng tiền để tối ưu lợi nhuận trong các giai đoạn Upswing của thị trường.
- **Quản trị rủi ro vị thế:** Do đặc tính các nhịp Downswing và Upswing hình thành tuần tự và xuất hiện trong thời gian ngắn, thiếu ổn định, nhà đầu tư chỉ nên giữ tỷ trọng cổ phiếu vừa phải và tránh tập trung quá nhiều trong một nhóm ngành. Các ngưỡng Stoploss vị thế nên đảm bảo trong khoảng 5 – 7% trước khi vị thế được kích hoạt giải ngân theo chiều mua.

Chiến lược mẫu hình giá

Kết quả thống kê đánh giá hiệu quả tín hiệu cho thấy mẫu hình “Triangle” và “Cup with Handle” có thể được sử dụng để làm cơ sở tín hiệu xác định vị thế trong kịch bản thị trường Bear Choppy Market. Với kỳ vọng kịch bản này sẽ xuất hiện trong năm 2025, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cân nhắc nhóm chỉ báo mẫu hình giá để xác định vị thế đầu tư theo chiều mua. Thông tin chi tiết về mẫu hình nhà đầu tư có thể xem trong phần [phụ lục](#).

Trong đó, một số điểm cần lưu ý khi thực hiện xác định vị thế theo mẫu hình:

- Xác định vị thế theo mẫu hình giá cần tuân thủ chiến lược giao dịch theo kênh giá biến động của VN-Index. Hiệu suất dự báo biến động của mẫu hình giá không cao trong những giai đoạn chỉ số thị trường tiếp cận các ngưỡng kháng cự mạnh.
- Trước khi ra quyết định hành động theo tín hiệu, nhà đầu tư cần chú ý tới chất lượng tín hiệu. Việc lựa chọn tín hiệu chất lượng sẽ giúp danh mục đầu tư nâng cao hiệu quả (tỷ lệ dự báo đúng) và hiệu suất (biến động sau tín hiệu) vị thế.
- Rủi ro sụt giảm bình quân 02 tín hiệu “Triangle” và “Cup with Handle” ghi nhận quanh mức 7,0 – 7,7%. Chúng tôi đánh giá đây là mức rủi ro phù hợp cho bối cảnh thị trường Choppy Market. Để tối ưu được rủi ro vị thế, nhà đầu tư nên ưu tiên giải ngân vị thế chờ (LO) thay vì khớp lệnh thị trường (MP) nhằm tận dụng trạng thái hiệu chỉnh sau tín hiệu (throwback). Hành động này không chỉ giúp vị thế giảm rủi ro chốt lỗ mà còn giúp vị thế được tối ưu lợi nhuận.

Trong trường hợp nhà đầu tư không theo dõi liên tục được các vị thế giao dịch theo chiến lược này trên toàn thị trường, nhà đầu tư có thể theo dõi tín hiệu chiến lược theo đường dẫn sau: <https://research.fpts.com.vn>

➤ DANH MỤC ĐẦU TƯ THEO PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH LƯỢNG

Xây dựng danh mục phù hợp với thị trường Late Bull và Choppy Market

I. TỔNG QUAN

Trong phần này, chúng tôi hướng tới hỗ trợ Quý nhà đầu tư định hướng chiến lược cho năm 2025 với hai danh mục ngành cấp 04² được phát triển từ các nhận định về chu kỳ thị trường trên:

- (1) **Danh mục Late Bull:** Tận dụng cơ hội đầu tư trong các ngành hiện có triển vọng cơ bản tốt khi thị trường dự kiến tiếp tục thuận lợi.
- (2) **Danh mục Choppy Market:** Để hạn chế thiệt hại khi thị trường đảo chiều, Quý nhà đầu tư có thể theo dõi các chỉ báo kỹ thuật đã trình bày ở trên để xác định thời điểm thay đổi trọng tâm sang danh mục Choppy Market với mục tiêu bảo toàn giá trị thông qua đầu tư vào các ngành có tương quan với thị trường hoặc tính chu kỳ thấp.

Kết quả phân bổ của hai danh mục này như sau:

Danh mục	Ngành	Tỷ trọng
Late Bull	Bán lẻ	19,8%
	Chế biến gỗ	7,3%
	Dịch vụ thăm dò khai thác dầu khí	15,4%
	Dịch vụ phụ trợ hàng không	19,8%
	May mặc	7,7%
	Mía đường	10,2%
	Thép	19,8%
Choppy Market	Chế biến gỗ	6,7%
	Dịch vụ phụ trợ hàng không	19,8%
	Dược phẩm	19,9%
	Mía đường	15,3%
	Nhựa bao bì	5,7%
	Sợi	19,9%
	Thủy điện	12,7%

Cần lưu ý rằng hai danh mục này có phương pháp luận khác biệt để đảm bảo phù hợp với mục tiêu đầu tư của từng danh mục và sẽ được chúng tôi trình bày chi tiết trong phần tiếp theo, gồm Lựa chọn cổ phiếu và Tối ưu hóa trong từng danh mục.

² Chúng tôi không khuyến nghị giao dịch cổ phiếu cụ thể trong Báo cáo Outlook. Thay vào đó, chúng tôi sử dụng chỉ số index ngành (trọng số vốn hóa) để đại diện cho phần ngành cấp 04 của FPTIS để đại diện tổng quát cho chiến lược giao dịch. Quý nhà đầu tư quan tâm tới khuyến nghị cổ phiếu cụ thể có thể theo dõi báo cáo của chúng tôi tại [EzAdvisorSelect](https://ezadvisorselect.fpts.com.vn) hoặc liên hệ trực tiếp với bộ phận Phân tích Đầu tư.

II. DANH MỤC LATE BULL

Với danh mục Late Bull, chúng tôi hướng tới tận dụng cơ hội đầu tư khi thị trường dự kiến vẫn thuận lợi. Trong đó, chúng tôi (1) lựa chọn các ngành cấp 04 đang có triển vọng kỹ thuật hoặc cơ bản tốt và (2) phân bổ danh mục để đạt tỷ lệ lợi nhuận trên rủi ro tối ưu (thông qua hệ số Sharpe).

1. Lựa chọn ngành đầu tư

Các ngành ngành cấp 04 đang có triển vọng khả quan (dựa trên nhận định cập nhật từ phân tích kỹ thuật và cơ bản) gồm: Bán lẻ, Chăn nuôi, Chế biến gỗ, Cảng biển, Dịch vụ thăm dò dầu khí, Dịch vụ phụ trợ hàng không, May mặc, Mía đường, Thép, và Ông nhựa xây dựng.

2. Tối ưu hóa danh mục

Nhìn chung, việc tối ưu hóa danh mục hướng tới tìm tỷ trọng phân bổ để danh mục có thể thực hiện mục tiêu đạt ra một cách tối nhất. Với mục tiêu tận dụng cơ hội đầu tư của danh mục Late Bull, chúng tôi hướng tới đạt tỷ lệ lợi nhuận trên tổng rủi ro cao nhất, đại diện bởi hệ số Sharpe³. Để tối ưu hệ số này, chúng tôi ước tính các tham số đầu vào như sau:

- (1) Lợi nhuận kỳ vọng của các ngành cấp 04 được ước tính bằng mô hình CAPM dựa trên dữ liệu trong 05 năm trở lại đây.
- (2) Rủi ro kỳ vọng được ước tính bằng ma trận hiệp phương sai và điều chỉnh Ledoit Wolf để cải thiện chất lượng ước tính, hạn chế ảnh hưởng từ các giá trị ngoại lai.

Thêm vào đó, chúng tôi cũng tránh danh mục quá tập trung bằng cách giới hạn tỷ trọng của mỗi ngành ở 20%.

Kết quả danh mục Late Bull đã tối ưu như sau:

Ngành	Trọng số	Lợi nhuận kỳ vọng trung bình năm	Độ lệch chuẩn lợi nhuận kỳ vọng trung bình năm
Bán lẻ	19,8%	13,8%	31,2%
Chế biến gỗ	7,4%	9,9%	27,8%
Dịch vụ thăm dò khai thác dầu khí	15,3%	17,0%	45,6%
Dịch vụ phụ trợ hàng không	19,8%	8,0%	29,0%
May mặc	7,6%	12,9%	30,6%
Mía đường	10,2%	10,2%	26,3%
Thép	19,8%	15,2%	35,6%
Tổng Danh mục	100,0%	12,7%	19,6%

Nhìn chung, các ngành được lựa chọn có tương quan với nhau thấp và mang lại lợi ích đa dạng hóa đáng kể, thể hiện qua danh mục có mức độ rủi ro kỳ vọng ở 19,6%, thấp hơn hẳn so với từng ngành riêng lẻ (trung bình ~32,3%).

³ Hệ số Sharpe là tỷ lệ lợi nhuận vượt lãi suất phi rủi ro trên tổng rủi ro, tính bằng: $Hệ\ số\ Sharpe = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$

III. DANH MỤC CHOPPY MARKET

Theo đánh giá quá khứ, thời gian tới vùng chuyển giao sang Bear Market còn 13 (± 5) tuần, tương ứng với Q2/2025. Trọng tâm của danh mục Choppy Market là hạn chế thiệt hại trong các giai đoạn thị trường điều chỉnh. Cần lưu ý rằng, xây dựng danh mục Choppy Market thách thức hơn nhiều so với danh mục Late Bull do độ bất định cao – trong cả thời điểm chuyển pha, cách lựa chọn ngành và phương pháp phân bổ:

- (1) Xác định thời điểm chuyển pha: Quý nhà đầu tư có thể theo dõi các chỉ báo kỹ thuật (như Độ rộng thị trường, Quy luật biến động theo xu hướng và Xung lực biến động) để xác định thời gian chuyển trọng tâm sang bảo toàn danh mục.
- (2) Lựa chọn ngành cấp 04: Với mốc thời gian chưa xác định, chúng tôi lựa chọn ngành dựa trên các đặc tính tương đối ổn định như tính chu kỳ của hoạt động kinh doanh và mức độ rủi ro hệ thống của cổ phiếu thay vì các nhận định mang tính thời điểm cao (như trong danh mục Late Bull).
- (3) Tối ưu hóa danh mục: Chúng tôi sử dụng CVaR để đo lường mức độ sụt giảm mà danh mục có thể phải chịu trong những trường hợp xấu nhất. Như vậy, việc tối thiểu CVaR kỳ vọng của danh mục chính là đáp ứng trọng tâm hạn chế thiệt hại của danh mục.

1. Lựa chọn ngành đầu tư

Với danh mục Choppy Market, chúng tôi hướng tới hạn chế ảnh hưởng khi thị trường điều chỉnh bằng cách lựa chọn các ngành cấp 04 có hoạt động kinh doanh ít mang tính chu kỳ hoặc giá cổ phiếu có tương quan thấp với thị trường. Các ngành được lựa chọn gồm:

- (1) Tính chu kỳ thấp: Thủy điện, Dược phẩm, Mía đường, Cảng biển.
- (2) Tương quan với thị trường thấp (rủi ro hệ thống – beta – thấp hơn 0,8): Dịch vụ phụ trợ hàng không, Giấy bao bì, Ống nhựa xây dựng, Sợi, Chế biến gỗ.

2. Tối ưu hóa danh mục

Chúng tôi hướng tới hạn chế sự sụt giảm của danh mục thông qua tối thiểu Giá trị chịu rủi ro có điều kiện kỳ vọng (Conditional Value at Risk – CVaR). Một cách giản lược, CVaR đo lường tổn thất mà danh mục dự kiến phải chịu nếu trường hợp xấu nhất xảy ra (khi tổn thất vượt quá ngưỡng Giá trị chịu rủi ro, hay Value at Risk – VaR). Quý nhà đầu tư có thể tham khảo giải thích chi tiết hơn [tại đây](#). Tương tự danh mục Late Bull, chúng tôi cũng giới hạn tỷ trọng mỗi ngành ở 20%.

Kết quả tối ưu danh mục Choppy Market như sau:

Ngành	Trọng số	Lợi nhuận kỳ vọng trung bình năm	5% CVaR năm
Chế biến gỗ	6,7%	9,9%	-52,6%
Dịch vụ phụ trợ hàng không	19,8%	8,0%	-32,8%
Dược phẩm	19,9%	5,4%	-32,7%
Mía đường	15,3%	10,2%	-41,1%
Nhựa bao bì	5,7%	9,8%	-48,2%
Sợi	19,9%	9,8%	-35,6%
Thủy điện	12,7%	3,8%	-45,7%
Tổng Danh mục	100,0%	7,2%	-17,2%

Như vậy, danh mục Choppy Market cũng thể hiện tính đa dạng hóa cao khi CVaR chỉ ở mức -17,2%, thấp hơn tất cả các ngành riêng lẻ (trung bình -41,2%). Mức 5% CVaR năm ở -17,2% có thể hiểu là “danh mục dự kiến sẽ lỗ trung bình 17,2% trong 5% số năm tiêu cực nhất”.

Cần lưu ý rằng, lợi nhuận kỳ vọng của danh mục Choppy Market (theo mô hình CAPM) chỉ ở 7,2%/năm – thấp hơn đáng kể so với danh mục Late Bull ở 12,7% – phản ánh trọng tâm khác biệt của hai danh mục này.

ĐI TRƯỚC KỶ VỌNG PHỤC HỒI CỦA NGÀNH BĐS

Ngành Bất động sản & Vật liệu xây dựng Việt Nam đã trải qua điểm đảo chiều quan trọng trong năm 2024 sau giai đoạn suy thoái 2022 – 2023 có nhiều thách thức đối với hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành. Năm qua đã ghi nhận sự hồi phục tích cực của thị trường bất động sản Việt Nam xét trên phương diện số lượng giao dịch, nguồn cung và giá các sản phẩm bất động sản.

Bước sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng thị trường Bất động sản trong nước sẽ có những bước phục hồi và tăng trưởng trên diện rộng cả nước khi thuận làn gió Đông từ dự báo sự thâm thấu sâu hơn vào nền kinh tế của bộ ba chính sách khơi thông pháp lý là luật Nhà ở, luật Kinh doanh Bất động sản và luật Đất đai. Các doanh nghiệp bất động sản với dòng vốn được khai thông được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh hoàn thiện các dự án để nhanh đưa ra thị trường trong giai đoạn 6 tháng cuối năm 2025. Nhu cầu xây dựng trong nước nói chung & nhu cầu vật liệu xây dựng nội địa nói riêng theo đó dự báo tăng trưởng khả quan trong năm 2025, đặc biệt là 6 tháng đầu năm.

Chúng tôi kỳ vọng các ngành có mối quan hệ hưởng lợi trực tiếp đi liền với nhu cầu xây dựng là Thép và Nhựa xây dựng sẽ có kết quả kinh doanh tăng trưởng và đưa ra khuyến nghị **MUA** trong năm 2025 như dưới đây:

- **Thép:** Sản lượng sản xuất và bán hàng toàn ngành dự báo tăng trưởng lần lượt 12,0% và 10,6% YoY từ hoạt động xây dựng dần phục hồi. Giá bán các sản phẩm thép kỳ vọng phục hồi với mức tăng dao động từ 5,5% – 8,5% tùy mặt hàng nhờ chính sách bảo hộ của Bộ Công thương với một số sản phẩm thép.
- **Nhựa xây dựng:** Sản lượng tiêu thụ ống nhựa toàn ngành dự báo tăng trưởng trên 7,0% cùng với giá hạt nhựa đầu vào được dự báo duy trì thấp là các yếu tố thuận lợi cho kết quả kinh doanh ngành tăng trưởng trong năm 2025.

Điểm rơi tăng trưởng kết quả kinh doanh của cả hai ngành trên kỳ vọng là trong 1H2025 và cũng là khoảng thời gian kỳ vọng mang lại hiệu quả đầu tư tốt nhất cho các nhà đầu tư quan tâm đầu tư vào ngành dựa vào việc kiểm định mối tương quan giữa các yếu tố tác động vào ngành và diễn biến giá cổ phiếu trên thị trường.

▶ NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN DÂN DỤNG

Chờ đợi tháo gỡ pháp lý

Ngành Bất động sản dân dụng được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì đà phục hồi trong năm 2025. Tiến độ tháo gỡ pháp lý đang bắt đầu được đẩy mạnh và được kỳ vọng sẽ đem lại nhiều kết quả tích cực trong năm 2025. Việc tháo gỡ pháp lý sẽ giúp cải thiện nguồn cung, từ đó thúc đẩy quá trình phục hồi tại các thị trường bất động sản phía Nam vốn đang phục hồi khá chậm chạp trong năm 2024.

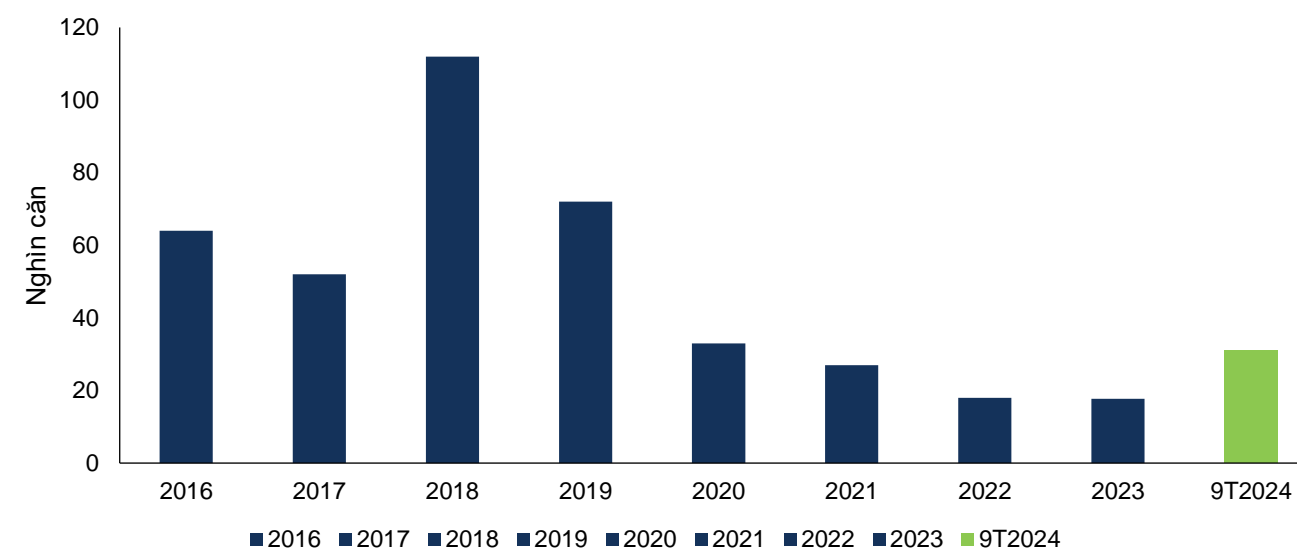
Các doanh nghiệp BĐS đã trải qua giai đoạn 2022 – 2023 khó khăn và rất ít doanh nghiệp có sự cải thiện đáng kể về KQKD trong 9 tháng đầu năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng việc tháo gỡ pháp lý cho các dự án và sự khởi sắc từ phía thị trường sẽ giúp cải thiện công tác bán hàng và khơi thông dòng vốn cho các doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2025, tạo cơ sở cho để phục hồi KQKD trong giai đoạn 2025 – 2026.

KHUYẾN NGHỊ: Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ngành Bất động sản dân dụng trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng quá trình phục hồi của các doanh nghiệp BĐS sẽ diễn ra chậm và công tác tháo gỡ pháp lý sẽ cần thời gian để đem lại những tác động tích cực tới doanh nghiệp. Đồng thời, chúng tôi cho rằng định giá P/B ngành BĐS sau khi loại bỏ một số doanh nghiệp đặc thù đang không quá hấp dẫn.

I. NHÌN LẠI 2024 – PHỤC HỒI TỪ ĐÁY CHU KỲ

Năm 2024 đánh dấu điểm đảo chiều quan trọng của ngành Bất động sản. Sau giai đoạn suy thoái 2022 – 2023 với rất nhiều khó khăn, thị trường BĐS dân dụng đã có sự hồi phục tích cực trong năm 2024 khi mà lượng giao dịch đã trở nên sôi động hơn, nguồn cung được cải thiện và giá BĐS có xu hướng tăng lên.

Lượng giao dịch BĐS nhà ở sơ cấp



Nguồn: VARS

Chu kỳ ngành BĐS chịu tác động từ hai yếu tố quan trọng nhất là pháp lý và tín dụng. Hai yếu tố này đều có tác động xuyên suốt từ cả phía cung và cầu của thị trường BĐS và cả hai yếu tố đều đã có sự chuyển biến tích cực để đưa thị trường BĐS bước sang một chu kỳ tăng trưởng mới kể từ năm 2024:

- **Pháp lý bắt đầu được khơi thông** nhờ hệ thống Luật mới với tâm điểm là việc 3 Luật Đất đai, Luật Nhà ở và Luật kinh doanh BĐS chính thức có hiệu lực từ 1/8/2024. Hệ thống Luật mới hỗ trợ thị trường BĐS thông qua: (1) tạo hành lang pháp lý thông suốt và tạo cơ sở để tháo gỡ các điểm nghẽn pháp lý cho các dự án BĐS; (2) tạo tâm lý tích cực cho người mua nhà nhờ định hướng phát triển thị trường BĐS theo hướng minh bạch hơn.

- **Mặt bằng lãi suất cho vay năm 2024 đã giảm mạnh** ~3% so với mức đỉnh vào đầu năm 2023. Lãi suất giảm mạnh đã góp phần thúc đẩy nhu cầu mua nhà và giảm tải áp lực tài chính cho các chủ đầu tư bất động sản.

Tuy nhiên, giai đoạn đầu phục hồi của thị trường BĐS vẫn đang tồn tại nhiều bất cập như: (1) thị trường mới chỉ phục hồi cục bộ tại một số địa phương; (2) tình trạng mất cân đối cung – cầu và (3) giá BĐS tăng nóng và có nhiều dấu hiệu bất thường.

Trong giai đoạn đầu phục hồi, đa phần các doanh nghiệp BĐS niêm yết vẫn chưa được hưởng lợi do nguồn cung BĐS mới vẫn chưa có sự cải thiện quá đáng kể và thị phần đang không dành cho số đông các doanh nghiệp.

II. TRIỂN VỌNG 2025 – HỒI PHỤC TRÊN DIỆN RỘNG NHỜ THÁO GỖ PHÁP LÝ

1. Nỗ lực từ Chính Phủ sẽ giúp đẩy mạnh tháo gỡ pháp lý từ giữa 2025

Hành lang pháp lý rõ ràng nhờ hệ thống Luật mới. Sau khi bộ 3 Luật chính thức có hiệu lực, Chính Phủ cũng đã hoàn thiện việc ban hành hệ thống các văn bản hướng dẫn Luật ở cấp Trung Ương và đang đốc thúc việc hoàn thiện ở cấp địa phương. Hệ thống Luật mới đã tháo gỡ các điểm chòng chéo giữa các Luật và tạo ra hành lang pháp lý thông thoáng và rõ ràng cho các dự án.

Công tác tháo gỡ pháp lý sẽ có kết quả rõ ràng hơn từ giữa năm 2025.

Công việc khó khăn hiện tại vẫn là việc xử lý các dự án tồn đọng đã gặp vướng mắc và bị đình trệ trong giai đoạn trước. Vào tháng 11/2022, Tổ Công tác của Thủ tướng Chính phủ đã được thành lập để tháo gỡ cho các dự án này. Những động thái tháo gỡ pháp lý đang là rất tích cực, tuy nhiên chúng tôi đánh giá thời gian để xử lý các dự án vẫn sẽ còn phải kéo dài.

Tiến độ tháo gỡ pháp lý của Tổ Công tác Chính phủ

Địa phương	Số dự án đã xử lý/ Tổng số dự án
Hà Nội	158 / 39% / 404
Tp.HCM	77 / 35% / 220
Bình Định	26 / 62% / 42
Cần Thơ	17 / 33% / 51
Hải Phòng	11 / 73% / 15

Nguồn: Bộ Xây dựng, báo cáo T3/2024

Tp.HCM là địa phương chịu ảnh hưởng nhiều nhất bởi tình hình vướng mắc pháp lý khiến cho nguồn cung BĐS những năm gần đây sụt giảm mạnh. Tp.HCM đã thành lập Tổ Công tác riêng để tháo gỡ khó khăn cho các dự án trên địa bàn. Theo báo cáo Q3/2024 của UBND Tp.HCM, thành phố mới chỉ xử lý được hoàn toàn 8 dự án BĐS, còn lại các dự án khác vẫn đang trong quá trình xử lý. Trong số 117 dự án Tp.HCM đang xử lý có 62 dự án không được chấp thuận chủ trương đầu tư do không có đất ở. Vấn đề này sẽ được giải quyết khi cơ chế Thí điểm thực hiện NOTM trên đất khác bắt đầu có hiệu lực từ 1/4/2025.

Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn nửa cuối năm 2025 sẽ là giai đoạn mà các biện pháp tháo gỡ pháp lý sẽ bắt đầu có tác dụng và thâm thấu vào thị trường BĐS, qua đó giúp cho nguồn cung BĐS được cải thiện rõ ràng hơn, đặc biệt là nguồn cung tại các tỉnh thành phía Nam. Việc cải thiện nguồn cung có ý nghĩa quan trọng và kỳ vọng sẽ đem lại nhiều tác động tích cực tới thị trường BĐS nói chung và tới các doanh nghiệp BĐS niêm yết.

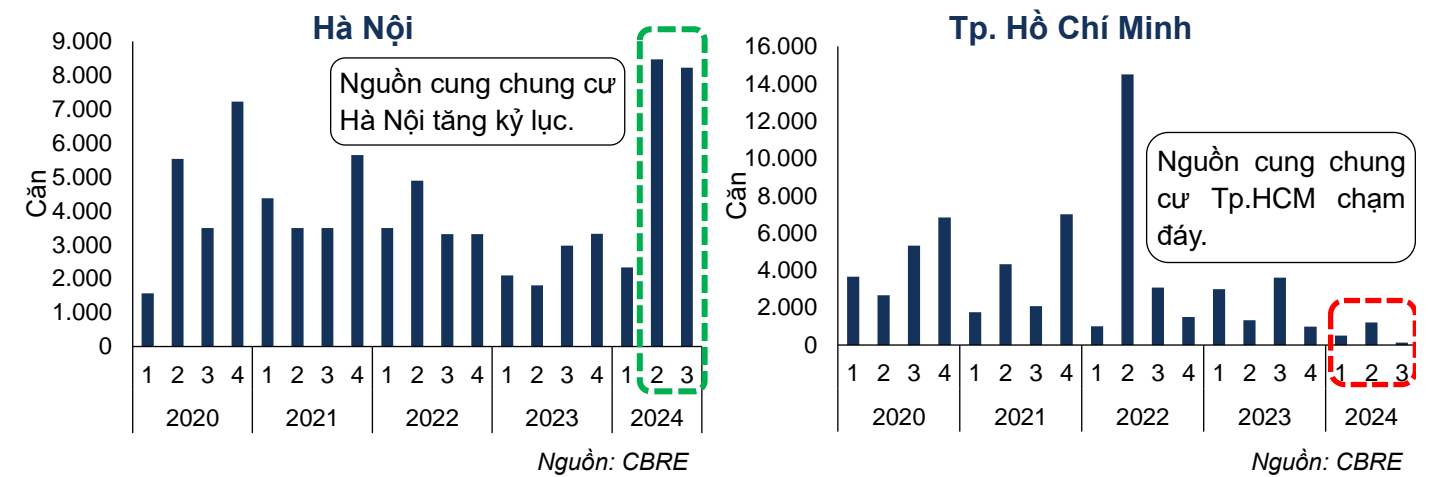
- Về phía thị trường, chúng tôi kỳ vọng việc giải tỏa nguồn cung sẽ giúp thúc đẩy thị trường BĐS tại khu vực phía Nam, nơi vẫn đang hồi phục tương đối chậm trong năm 2024. Nguồn cung tăng lên cũng sẽ giúp hạn chế tình trạng tăng giá bất thường tại các thị trường trong năm 2025.
- Về phía các doanh nghiệp, tháo gỡ pháp lý giúp các doanh nghiệp sớm đưa các dự án ra thị trường, cải thiện dòng tiền và tạo tiền đề để khôi phục KQKD giai đoạn 2025 – 2026.

2. Kỳ vọng thị trường BĐS tiếp tục đà phục hồi trong năm 2025

2.1. Thị trường phục hồi trên diện rộng với sự khởi sắc ở thị trường phía Nam

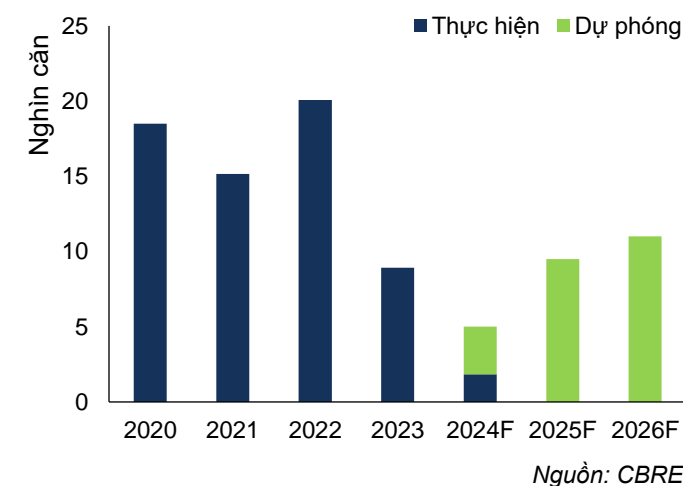
Nguồn cung BĐS mới chỉ phục hồi cục bộ trong năm 2024. Nguồn cung BĐS sơ cấp đang có xu hướng trái ngược tại hai thị trường bất động sản lớn nhất cả nước là Hà Nội và Tp.HCM. Trong khi nguồn cung BĐS sơ cấp tại Hà Nội trong Q2-Q3/2024 đã tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2020, thì nguồn cung chung cư tại Tp. Hồ Chí Minh lại giảm xuống mức thấp nhất trong cùng giai đoạn này. Trên thực tế, Hà Nội và một vài tỉnh thành khác tại miền Bắc là những điểm sáng hiếm hoi trên thị trường BĐS, còn lại những địa phương khác thị trường BĐS vẫn đang rất âm ỉ.

Nguồn cung căn hộ chung cư tại Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh

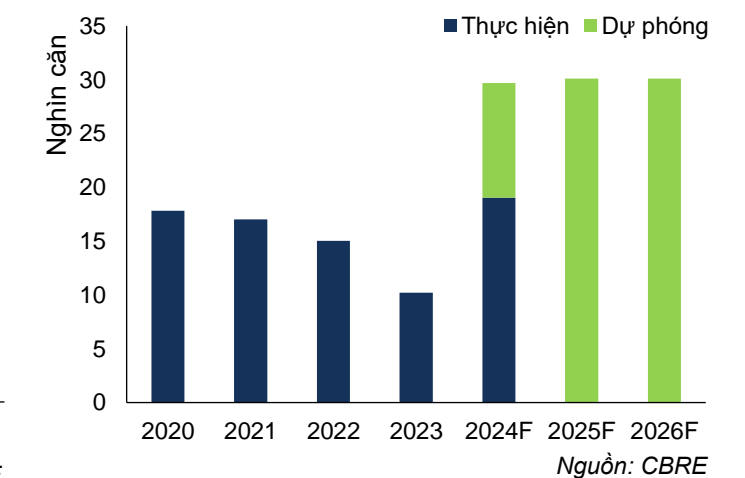


Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung BĐS sẽ bắt đầu hồi phục trên diện rộng nhờ sự khởi sắc của thị trường phía Nam. Theo dự phóng của CBRE, thị trường Tp.HCM sẽ bắt đầu có sự cải thiện rõ rệt từ Q4/2024. CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ mới tại Tp.HCM trong quý 4 sẽ đạt hơn 3 nghìn căn, cao hơn 70% so với nguồn cung cả 3 quý đầu năm. Trong khi đó, nguồn cung BĐS mới tại Hà Nội ước tính cả năm 2024 sẽ đạt hơn 30 nghìn căn, tăng gấp 3 lần so với năm 2023. Thị trường Hà Nội dự kiến vẫn sẽ tiếp tục duy trì lượng nguồn cung mới dồi dào cho đến năm 2026.

Dự phóng nguồn cung căn hộ tại Tp.HCM



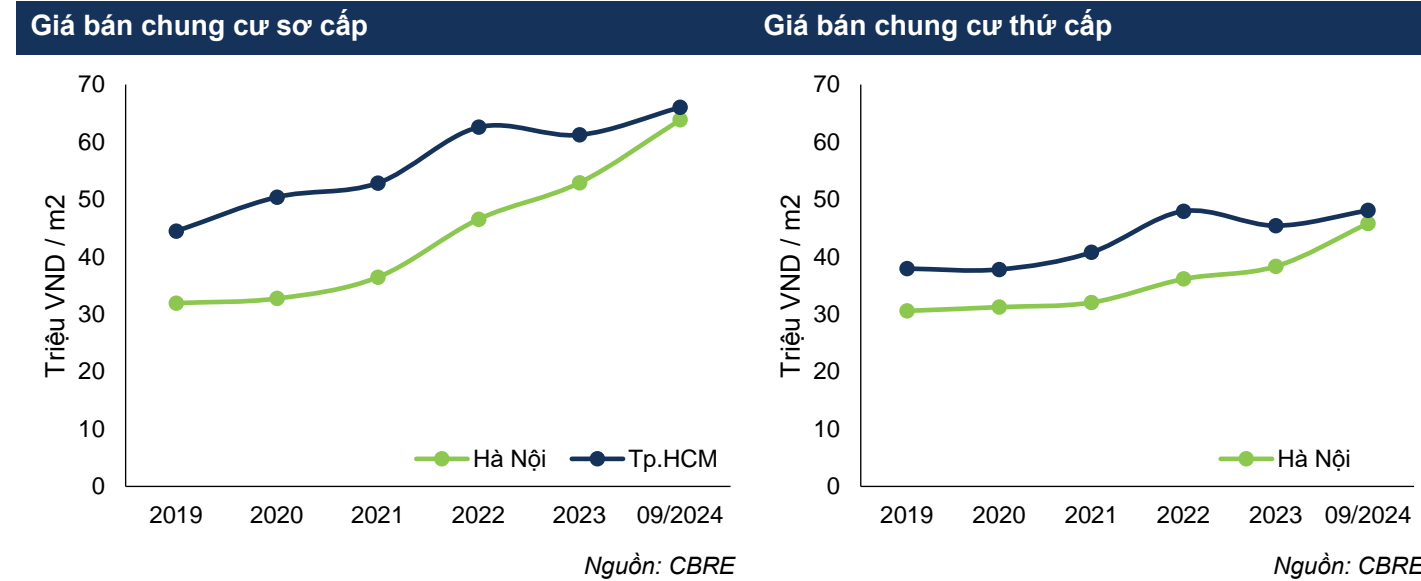
Dự phóng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội



2.2. Nguồn cung cải thiện giúp ổn định giá BĐS và duy trì thanh khoản thị trường

Giá BĐS tăng mạnh trong năm 2024 cho thấy sự phục hồi tích cực của nhu cầu, tuy nhiên diễn biến giá tại một số địa phương đang cho thấy nhiều dấu hiệu bất thường, đặc biệt là tại thị trường Hà Nội. Giá BĐS Hà Nội ở hầu hết các phân khúc tại cuối quý 3/2024 đều có mức tăng bất thường, trung bình tăng 25 – 30% so với cùng kỳ, một số khu vực tăng tới 35 – 40%. Giá căn hộ chung cư tại Hà Nội hiện đã tiệm cận với giá bán tại Tp. HCM, xóa bỏ đi khoảng chênh lệch lớn về giá bán giữa 2 thị trường đã tồn tại trong một thời gian dài.

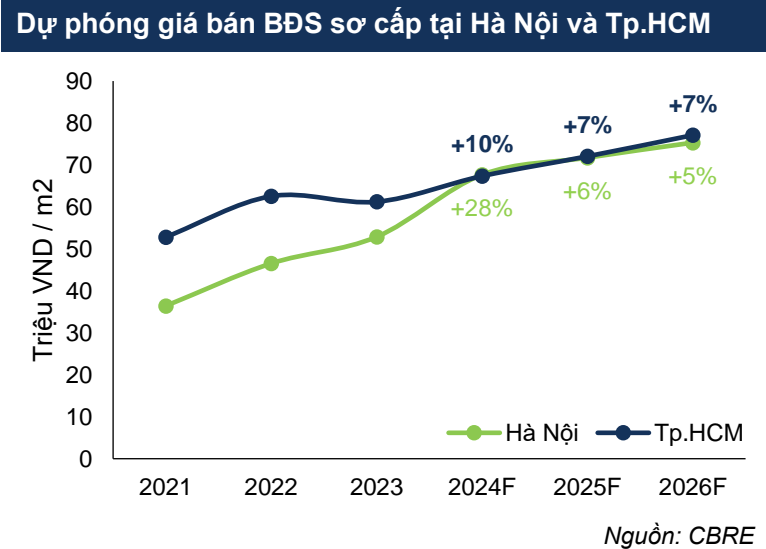
Thị trường Hà Nội trong năm 2024 xuất hiện nhiều hành vi tiêu cực nhằm thổi giá BĐS hay việc đầu giá cao và bỏ cọc tại các cuộc giá đất tại các huyện ngoại thành.



Giá BĐS vẫn còn áp lực tăng nhưng đà tăng giá sẽ được kiểm soát trong năm 2025. Chúng tôi cho rằng giá BĐS vẫn sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025, tuy nhiên mức tăng sẽ thấp hơn nhiều so với năm 2024. Theo CBRE, giá bán BĐS sơ cấp năm 2025 dự kiến sẽ tăng lần lượt 6% và 7% tại Hà Nội và Tp.HCM.

Áp lực về chi phí là nguyên nhân chính khiến cho giá BĐS khó có thể giảm xuống trong năm 2025, kể cả khi nguồn cung đã cải thiện. Cách thức tính tiền sử dụng đất đối với các dự án BĐS theo Luật mới đang khiến cho chi phí tiền đất của các doanh nghiệp tăng cao. Do đó, các doanh nghiệp buộc phải gia tăng giá bán đầu ra để bù đắp cho sự tăng lên về chi phí.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng giá BĐS sẽ không tăng quá mạnh như tại thị trường Hà Nội năm 2024 nhờ những biện pháp kiểm soát tình trạng đầu cơ thổi giá BĐS của Chính phủ. Về dài hạn, các đề xuất đánh thuế đối với BĐS thứ 2 và các chính sách đẩy mạnh các chính sách phát triển nhà ở xã hội được kỳ vọng sẽ tiếp tục kìm hãm đà tăng của giá BĐS.

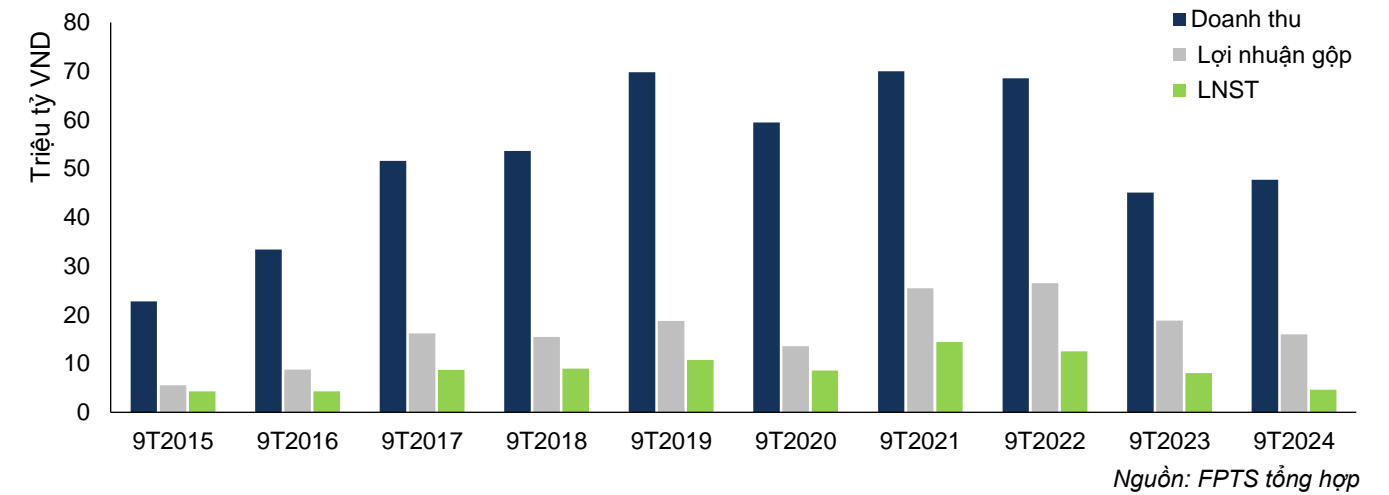


Việc giữ cho giá BĐS ổn định là điều cần thiết để giúp cho thị trường BĐS phục hồi một cách bền vững. Giá BĐS neo ở mức cao đang khiến cho thanh khoản thị trường bắt đầu suy giảm và nếu giá BĐS tiếp tục tăng trưởng nóng có thể dẫn tới việc thị trường lại tiếp tục rơi vào trạng thái đóng băng. Chúng tôi cho rằng các chủ đầu tư BĐS trong thời gian tới sẽ phải hi sinh một phần biên lợi nhuận để đảm bảo tỷ lệ hấp thụ cho các dự án mới.

3. Tháo gỡ pháp lý sẽ giúp các doanh nghiệp dần tháo gỡ khó khăn trong năm 2025

3.1. Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết vẫn chưa hồi phục trong 9T2024

Doanh thu và LNST các doanh nghiệp BĐS niêm yết (không bao gồm VHM)

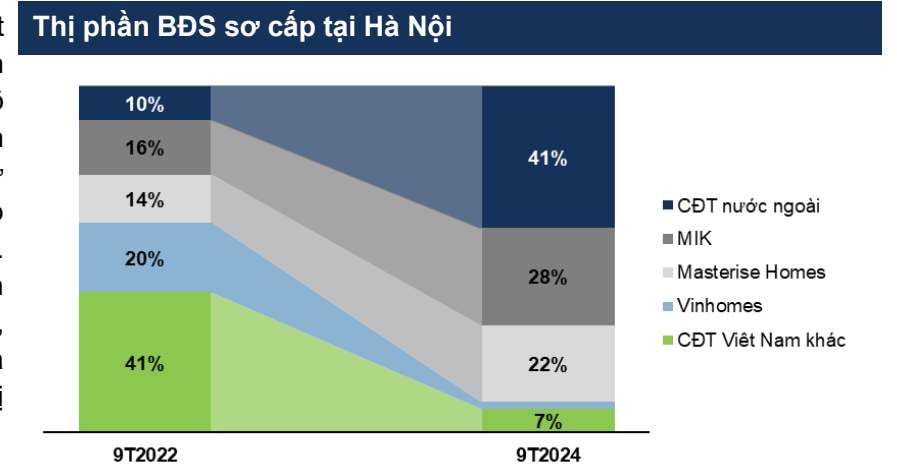


KQKD các doanh nghiệp BĐS niêm yết vẫn đang tiếp tục xu hướng giảm. Trong khi các số liệu toàn cảnh ngành BĐS đang cho thấy nhiều sự tích cực thì diễn biến KQKD của đa số các doanh nghiệp BĐS niêm yết vẫn đang kém khả quan. Doanh thu 9T2024 tăng 6% so với mức nền thấp 2023, tuy nhiên lợi nhuận gộp và LNST tiếp tục giảm lần lượt 15% và 43%. KQKD kém tích cực của các doanh nghiệp BĐS trong 9 tháng đầu năm 2024 đến từ 2 lý do chính:

(1) **KQKD các doanh nghiệp BĐS thường phản ánh muộn diễn biến thị trường BĐS.** KQKD 9T2024 phản ánh kết quả bàn giao các sản phẩm đã được mở bán từ 1 – 2 năm trước, giai đoạn mà thị trường BĐS tạo đáy.

(2) **Tình hình mở bán dự án của các doanh nghiệp chưa cải thiện do thị trường chỉ phục hồi cục bộ.** Trong số các doanh nghiệp BĐS đang niêm yết có rất ít doanh nghiệp có dự án mới chào bán trên thị trường trong 9 tháng đầu năm 2024. Đa số các doanh nghiệp niêm yết vẫn chủ yếu hoạt động tại thị trường phía Nam, nơi thị trường vẫn đang hồi phục rất chậm. Do đó, các doanh nghiệp này vẫn chưa có sự cải thiện về công tác bán hàng trong 9 tháng đầu năm 2024.

Tại Hà Nội, thị trường BĐS sôi động nhất trong năm 2024, thị phần của các doanh nghiệp BĐS trong nước lại suy giảm rõ rệt. Hơn 90% các dự án được chào bán ra thị trường này đến từ các chủ đầu tư nước ngoài cùng với 2 doanh nghiệp trong nước là MIK và Masterise Homes. Các chủ đầu tư Việt Nam khác chỉ còn chiếm 7% thị phần BĐS sơ cấp tại Hà Nội, giảm đáng kể so với năm 2022, khi mà nhóm doanh nghiệp này chiếm lĩnh thị trường với 41% thị phần.

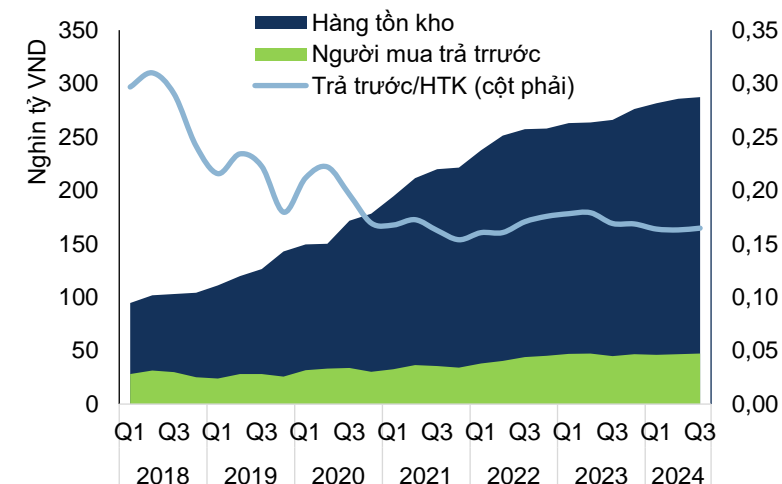


Nguồn: OneHousing

3.2. Kỳ vọng tình hình bán hàng cải thiện và dòng vốn dần được khơi thông trong năm 2025

Tình hình mở bán dự án của các doanh nghiệp đang kém khả quan do vướng mắc pháp lý. Đa số các doanh nghiệp BĐS niềm yết hiện tại vẫn đang chủ yếu hoạt động tại thị trường phía Nam, nơi thị trường vẫn còn đang khá ảm đạm và nguồn cung mới cạn kiệt do vướng mắc pháp lý. Hàng tồn kho tại các doanh nghiệp vẫn đang liên tục tích lũy, trong khi đó khoản người mua trả trước vẫn chưa được cải thiện do tình hình mở bán các dự án kém khả quan.

Hàng tồn kho và người mua trả trước các doanh nghiệp



*Không bao gồm VHM

Nguồn: FPTs tổng hợp

Chúng tôi kỳ vọng công tác tháo gỡ vướng mắc pháp lý sẽ giúp các doanh nghiệp sớm mở bán các dự án. Chúng tôi nhận thấy đã có nhiều tín hiệu tích cực từ một số chủ đầu tư tại thị trường phía Nam. Một số doanh nghiệp đã bắt đầu đẩy ra một số thông tin và dự kiến sẽ đưa một số dự án ra thị trường trong Q4/2024 và năm 2025.

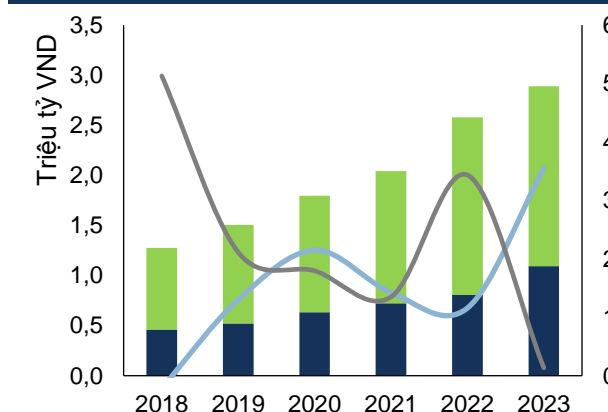
Một số dự án dự kiến mở bán trong Q4/2024 và năm 2025

Doanh nghiệp	Dự án	Vị trí	Sản phẩm	Thời gian mở bán dự kiến
AGG	The Gió Riverside	Bình Dương	3.000 căn chung cư	Dự kiến mở bán Q1/2025
DXG	Gem Riverside	Tp.HCM	3.175 căn chung cư	Dự kiến mở bán lại Q1/2025
KDH	Foresta – Emeria	Tp.HCM	67 căn thấp tầng	Dự kiến mở bán Q4/2024 – Q1/2025
	Foresta – Clarita	Tp.HCM	160 căn thấp tầng	Dự kiến mở bán Q4/2024 – Q1/2025
NLG	Nam Long II Central Lake	Cần Thơ	880 căn thấp tầng & 1.590 căn NOXH Ehomes	Mở bán sản phẩm từ Q4/2024
	Paragon Đại Phước	Đồng Nai	677 căn thấp tầng	Dự kiến mở bán 2025
PDR	Quy Nhơn Iconic	Bình Định	1.442 căn thấp tầng	Mở bán 181 sản phẩm từ Q4/2024
	Cadia Quy Nhơn	Bình Định	865 căn chung cư	Dự kiến mở bán Q1/2025
	Astral City	Bình Dương	4.966 căn chung cư	Dự kiến mở bán lại Q1/2025

Nguồn: FPTs tổng hợp

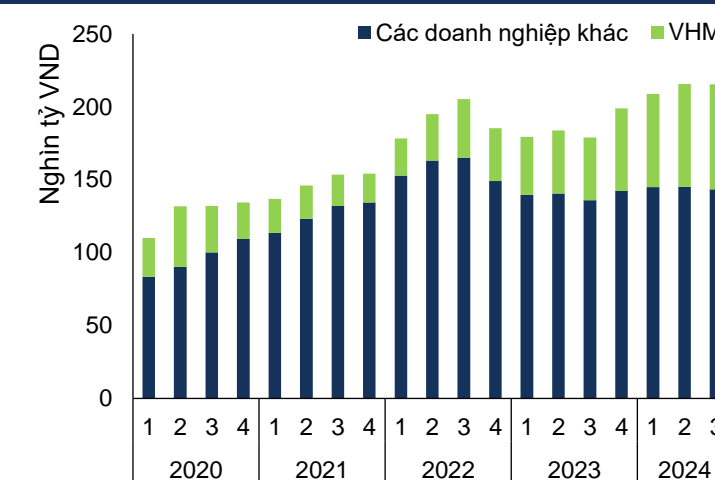
Áp lực tài chính lớn và nhiều doanh nghiệp vẫn đang thiếu vốn dù tăng trưởng tín dụng lĩnh vực BĐS vẫn đạt mức cao. Tính đến T9/2024, tín dụng BĐS tăng 9,15% YTD, cao hơn tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (9% YTD). Trong đó, tín dụng kinh doanh BĐS tăng trưởng tới 16% YTD, còn tín dụng tiêu dùng BĐS có mức tăng trưởng khiêm tốn hơn là 4,6%.

Tín dụng lĩnh vực Bất động sản



Nguồn: Bộ Xây dựng, SBV, FPTs tổng hợp

Dư nợ vay của các doanh nghiệp BĐS niêm yết



Nguồn: FPTs tổng hợp

Mặc dù tăng trưởng tín dụng ngành BĐS vẫn đạt mức cao, tín dụng đang chảy vào số ít các doanh nghiệp quy mô lớn, có dự án pháp lý sạch. Trong khi đó các doanh nghiệp vừa và nhỏ lại đang thiếu vốn nghiêm trọng do việc tiếp cận vốn vay ngân hàng khó khăn, thị trường trái phiếu ảm đạm, huy động vốn từ khách hàng hạn chế do tình hình mở bán dự án kém khả quan. Nhiều doanh nghiệp cũng đang phải nỗ lực trong việc tái cấu trúc danh mục dự án, chuyển nhượng dự án nhằm có thêm dòng tiền để thanh toán các khoản nợ đến hạn.

Pháp lý vẫn là yếu tố mấu chốt để khơi thông dòng vốn cho các doanh nghiệp. Chúng tôi kỳ vọng việc giải tỏa pháp lý sẽ giúp các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận nguồn vốn tín dụng hơn và có thêm dòng tiền từ khách hàng khi mở bán các dự án.

III. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ngành Bất động sản dân dụng trong năm 2025. Trong đó, yếu tố quan trọng nhất cần theo dõi là tiến độ tháo gỡ pháp lý và tình hình mở bán các dự án của các doanh nghiệp.

Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên cơ sở:

- **Pháp lý vẫn còn bất định và cần thêm thời gian để tác động tới KQKD của doanh nghiệp.** Tình hình tháo gỡ pháp lý mặc dù đã bắt đầu tích cực nhưng vẫn còn nhiều yếu tố bất định và cần nhiều thời gian để tác động tới KQKD của các doanh nghiệp.
- **Kỳ vọng thị trường phía Nam phục hồi.** Chúng tôi kỳ vọng thị trường phục hồi và pháp lý hoàn tất sẽ dự án tình hình mở bán dự án cải thiện rõ ràng hơn từ giữa năm 2025 và KQKD bắt đầu hồi phục nhẹ năm 2025 và tăng trưởng từ 2026.
- **Định giá P/B thấp nhưng chưa đủ hấp dẫn.** Định giá P/B toàn ngành hiện tại là 0,97x, thấp hơn 33% so với mức trung bình giai đoạn 2010 – 2024. Tuy nhiên, khi loại bỏ 2 doanh nghiệp là VHM (0,87x) và NVL (0,54x) thì P/B của các doanh nghiệp còn lại đang ở mức 1,11x, chỉ thấp hơn 8% mức P/B trung bình trong cùng giai đoạn. Chúng tôi cho rằng mức định giá trên chưa đủ hấp dẫn để bù đắp cho những yếu tố bất định về pháp lý và thị trường trong năm 2025.

Định giá P/B ngành BĐS



Nguồn: FPTs tổng hợp

▶ NGÀNH THÉP

Tăng trưởng từ nội lực

Sản lượng sản xuất & tiêu thụ thép năm 2025 dự báo đạt 32,9 triệu tấn (+12% YoY) & 32,5 triệu tấn (+11% YoY) nhờ tăng trưởng giá trị xây dựng dân dụng & tồn kho ngành thấp. Tăng trưởng năm 2025 bán hàng nội địa & xuất khẩu là 14% và 3% YoY. Giá bán sản phẩm thép nội địa dự báo tăng từ 5% – 8% trong năm 2025 nhờ chính sách bảo hộ ngành. Từ đặc điểm dự án xây dựng dân dụng khởi công đầu năm cùng với kỳ vọng công bố kết quả điều tra chống bán phá giá; chúng tôi dự báo điểm rơi tăng trưởng giá bán và sản lượng của ngành là trong 1H2025.

Với P/E forward ngành năm 2025 là 9,7 lần; thấp hơn trung bình GD2022-2024, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với ngành. Thời gian đầu tư cổ phiếu ngành thép kỳ vọng mang lại hiệu quả đầu tư tốt nhất là 1H2025 dựa trên điểm rơi tăng trưởng giá bán & sản lượng cùng kết quả kiểm định có ý nghĩa thống kê khi chúng tôi xem xét tương quan giữa tăng trưởng giá bán thép & tăng trưởng lợi nhuận đầu tư vào ngành (*cụ thể với mỗi đpt tăng trưởng giá thép xây dựng trung bình trong quý thì lợi nhuận đầu tư ngành cùng kỳ đó tăng trưởng 1,18 đpt*).

I. TRIỂN VỌNG 2025

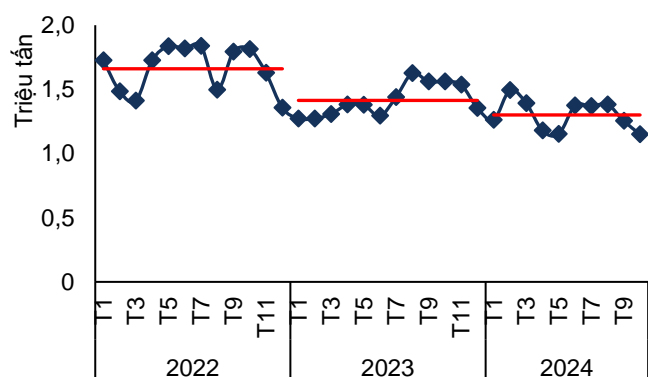
1. Tồn kho ngành thấp cùng chính sách bảo hộ của Chính phủ kích thích các doanh nghiệp đẩy mạnh sản xuất & bán hàng tập trung cho thị trường nội địa

1.1. Tồn kho ngành thấp nhất 3 năm thúc đẩy sản xuất toàn ngành tăng 12% YoY trong năm 2025

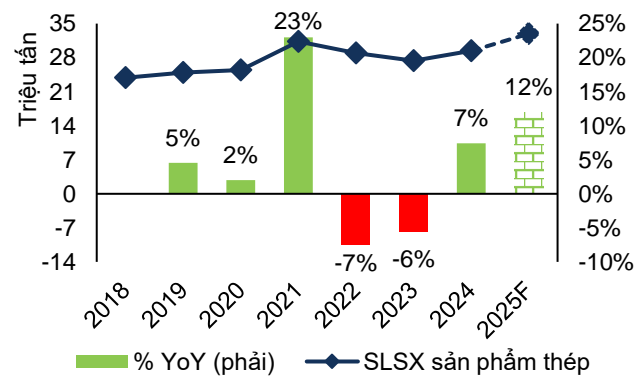
Nhờ sự hồi phục của xây dựng nội địa, nhu cầu thép đã tăng dù tốc độ hồi phục chậm. Từ đó, các doanh nghiệp thoát áp lực từ lượng thép tồn kho cao và gia tăng sản xuất, đặc biệt là thép xây dựng, tôn mạ và ống thép.

Sản lượng sản xuất sản phẩm thép năm 2024 theo đó hồi phục và đạt 29,4 triệu tấn (+7,4% YoY). Xét theo sản phẩm, thép xây dựng chiếm tỷ trọng cao nhất 39,8% và đạt 11,7 triệu tấn (+13,4% YoY). Tiếp đến là tôn mạ 5,8 triệu tấn (+22,5% YoY) và ống thép 2,4 triệu tấn (+6,3% YoY). Riêng với HRC, sản lượng sản xuất năm 2024 tăng trưởng chậm lại với chỉ 1,0% YoY và đạt 6,8 triệu tấn.

Tồn kho ngành trung bình năm 2024 là 1,3 triệu tấn (-8,1% YoY), thấp nhất ba năm



Sản lượng sản xuất toàn ngành dự báo tăng tốc tăng trưởng năm thứ hai liên tiếp



Nguồn: VSA, FPTIS Research.

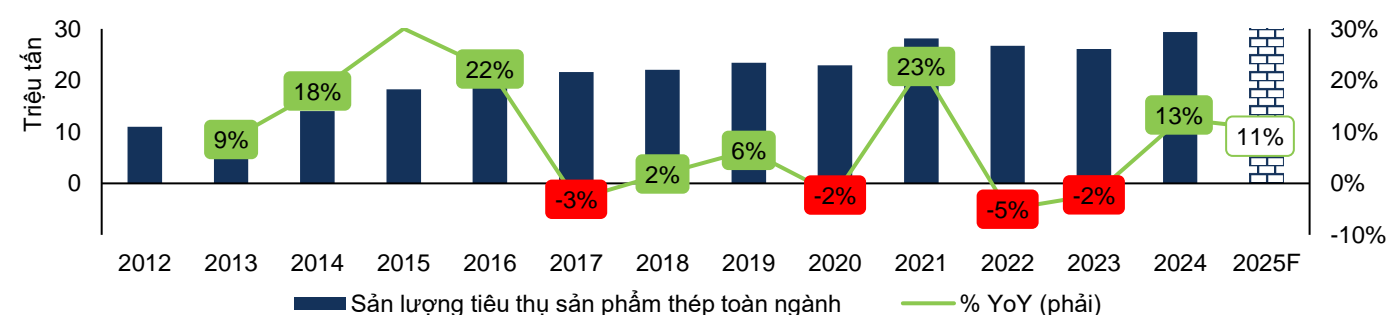
Trong năm 2025, sản lượng sản xuất sản phẩm thép dự báo đạt 32,9 triệu tấn (+12,0% YoY). Tốc độ tăng trưởng tăng tốc so với mức ước thực hiện năm 2024 là 7,4% đến từ (1) tồn kho ngành hiện xuống mức thấp nhất 3 năm trong khi nhu cầu thép dự báo tiếp tục tăng và (2) siêu dự án thép Dung Quất 2 của doanh nghiệp Hòa Phát với tổng công suất 5,6 triệu tấn HRC bắt đầu đi vào sản xuất giai đoạn 1 ngay trong Q1/2025.

1.2. Thị trường nội địa với sự bảo hộ của chính phủ & tăng trưởng của ngành xây dựng dân dụng là động lực chính tạo ra tăng trưởng kỳ vọng 10,6% về sản lượng tiêu thụ toàn ngành năm 2025

Chúng tôi cho rằng chu kỳ ngành thép thường kéo dài 5 năm và ngành hiện tiếp tục trong pha tăng trưởng của chu kỳ 2022 – 2027F dựa trên tăng trưởng sản lượng sản phẩm tiêu thụ sản phẩm thép toàn ngành. Sau hai năm tăng trưởng âm về sản lượng tiêu thụ svck; ngành thép Việt Nam có một năm 2024 hồi phục 12,5% svck.

Động lực cho sự hồi phục của ngành tới từ thị trường nội địa với sản lượng xấp xỉ 21 triệu tấn, chiếm tỷ trọng 71% và tăng trưởng mạnh 16,1% YoY. Trong khi đó, kênh xuất khẩu của ngành có sự giảm tốc khi chỉ đạt 8,1 triệu tấn; tăng trưởng 4,4% YoY và thấp hơn đáng kể so với mức thực hiện cùng kỳ năm 2023 là 28,9%.

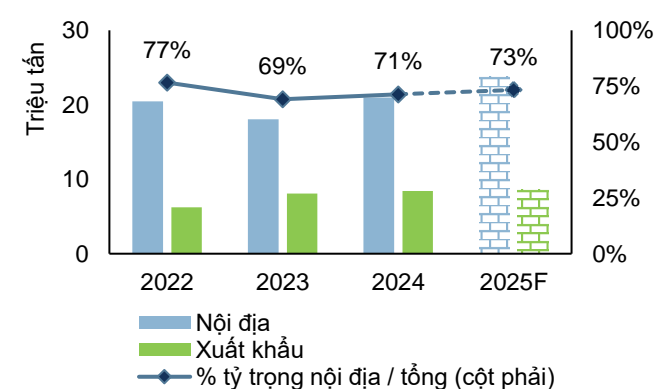
Ngành thép hiện trong chu kỳ giai đoạn 2022 – 2027F



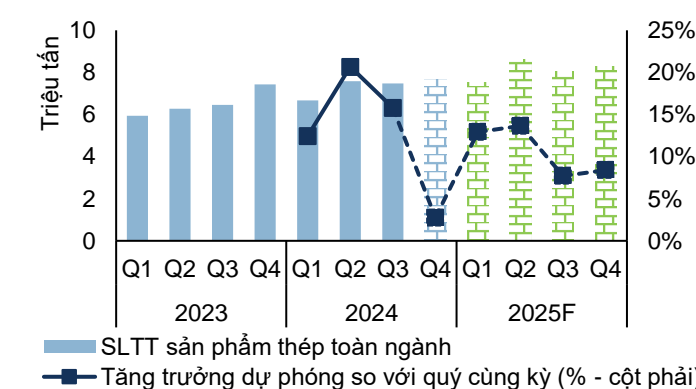
Nguồn: VSA, FPTIS Research.

Chúng tôi dự báo sản lượng bán hàng sản phẩm thép toàn ngành năm 2025 là 32,5 triệu tấn (+10,6% YoY). Điểm rơi tăng trưởng tiêu thụ thép dự báo trong hai quý đầu năm khi các dự án xây dựng dân dụng khởi công đầu năm cùng tồn kho ngành thấp khiến các đại lý đẩy mạnh gom hàng. Sản lượng nội địa dự báo đạt 23,8 triệu tấn (+13,6% YoY) & chiếm 73,3%. Đối với kênh xuất khẩu, tốc độ tăng trưởng năm 2025 dự báo ở mức 3,1% YoY; giảm tốc so với thực hiện cùng kỳ và tương đương 8,7 triệu tấn.

Tỷ trọng tiêu thụ qua kênh nội địa dự báo gia tăng trong năm 2025 và đạt 73%



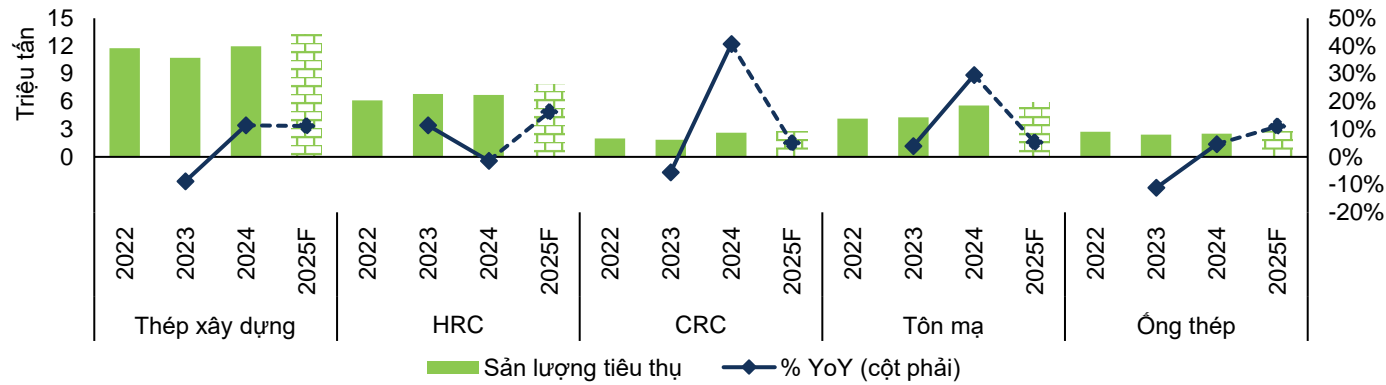
Điểm rơi tăng trưởng tiêu thụ thép toàn ngành dự kiến rơi vào 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: VSA, FPTIS Research.

Thép xây dựng và HRC chiếm tỷ trọng chính năm 2025 với lần lượt 40,9% và 24,0%. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ các sản phẩm thép đều tăng trưởng tích cực. Mức tăng trưởng tích cực nhất là thép xây dựng (11,1% YoY), HRC (16,2% YoY) và ống thép (11,0% YoY) nhờ thị trường nội địa tích cực khi xây dựng trong nước tăng trưởng cùng ngành được bảo hộ. Xét toàn cục, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dự báo chậm lại, chỉ đạt 5,2% YoY từ dự báo tăng trưởng hoạt động xuất khẩu giảm tốc do lợi thế giá bán tôn mạ thấp của các doanh nghiệp xuất khẩu suy giảm khi giá HRC đầu vào tăng từ tác động của điều tra áp thuế thương mại của Bộ Công thương Việt Nam.

Biểu đồ 1: Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, HRC và ống thép dự báo tăng tích cực trong năm 2025



Nguồn: VSA, FPTs Research.

a) Thị trường nội địa

Chúng tôi dự báo hoạt động bán hàng nội địa năm 2025 của ngành tăng trưởng từ hai yếu tố tích cực dưới đây.

Thứ nhất, tăng trưởng thực giá trị xây dựng dân dụng (mảng tiêu thụ thép lớn nhất) được BMI dự báo tăng tốc trong năm 2025 với mức tăng 8,2% (tăng so với mức dự kiến thực hiện 7,2% năm 2024). Trong đó, mảng xây dựng dân dụng nhà để ở và không để ở dự báo tăng trưởng lần lượt là 4,0% và 13,8% YoY.

Ngành xây dựng dân dụng dự báo tăng tốc trong năm 2025

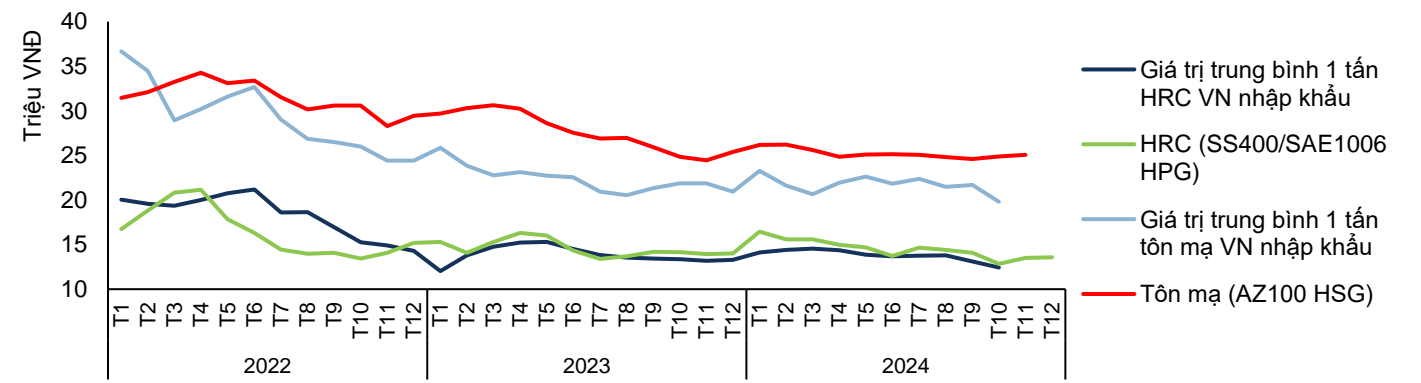
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng giá trị thực xây dựng dân dụng	7,1%	7,2%	8,2%	8,0%	7,2%
Tăng trưởng giá trị thực mảng nhà để ở	2,6%	3,4%	4,0%	7,5%	7,2%
Tăng trưởng giá trị thực mảng nhà không để ở	14,5%	12,9%	13,8%	8,6%	7,2%

Nguồn: BMI, FPTs Research.

Thứ hai, sản lượng tiêu thụ nội địa của các doanh nghiệp thép, đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất HRC và tôn mạ dự báo tăng trưởng từ kịch bản Bộ Công thương có kết quả điều tra và áp thuế sơ bộ đối với các sản phẩm thép HRC và thép mạ nhập khẩu từ các quốc gia Trung Quốc, Ấn Độ và Hàn Quốc.

Kể từ 2H2023 đến Q4/2024, trong bối cảnh nhu cầu thép nội địa suy yếu, ngành thép Trung Quốc đã đẩy mạnh xuất khẩu thép ra nước ngoài. Trong đó, top 5 các quốc gia Trung Quốc xuất khẩu nhiều nhất là Hàn Quốc, Việt Nam, Thái Lan, Indonesia và Thổ Nhĩ Kỳ. Sản lượng lớn cùng giá bán rẻ đã kích thích làn sóng bảo hộ tại các quốc gia nhập khẩu thép Trung Quốc. Theo đó, để bảo vệ ngành thép trong nước và giảm cạnh tranh về giá; các quốc gia nhập khẩu thép hiện đang tiến hành điều tra áp thuế chống bán phá giá với nhiều loại sản phẩm thép.

Cạnh tranh về giá diễn ra gay gắt giữa các sản phẩm thép sản xuất nội địa & nhập khẩu



Nguồn: Giá thép tôn, Tổng cục hải quan & FPTs Research

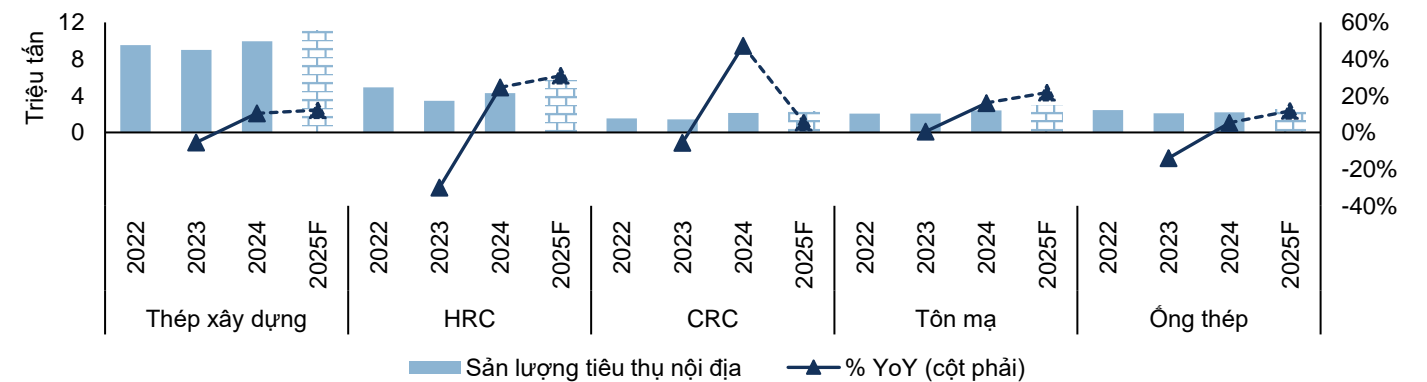
Trong năm 2024, Bộ Công thương đã mở điều tra chống bán phá giá mới cũng như rà soát cuối kỳ về áp thuế phòng vệ đối với một số sản phẩm thép nhập khẩu. Các cuộc điều tra dự kiến có kết quả sơ bộ trong 1H2025. Việc áp thuế nếu có sẽ giảm sản lượng nhập khẩu thép từ các quốc gia này đồng thời hạ nhiệt cạnh tranh nóng về giá bán hiện tại. Từ đó, sản lượng bán hàng của các doanh nghiệp thép nội địa kỳ vọng bù đắp phần hụt từ nhập khẩu này và ghi nhận tăng trưởng tích cực trong năm 2025.

Bộ Công thương đang thực hiện các cuộc điều tra áp thuế chống bán phá giá

Quốc gia khởi xướng	Sản phẩm thuộc diện điều tra	Thời gian khởi xướng điều tra	Tiến độ điều tra	Mức thuế áp dụng	Quốc gia xuất xứ
Việt Nam	Thép mạ (AD19)	14/06/2024 Số 1535/QĐ-BCT	Đang thực hiện		Trung Quốc Hàn Quốc
	Thép cuộn cán nóng (AD20)	26/07/2024 Số 1985/QĐ-BCT	Đang thực hiện		Trung Quốc Ấn Độ
	Thép phủ màu, tôn màu (ER01.AD04)	24/10/2024 Số 2822/QĐ-BCT	Đã gia hạn áp thuế thêm 5 năm	0% – 34,27%	Trung Quốc Hàn Quốc

Theo đó, nhu cầu thép tăng từ xây dựng dân dụng kỳ vọng giúp sản lượng bán hàng nội địa các sản phẩm thép xây dựng và ống thép lần lượt là 11,2 triệu tấn (+12,2% YoY) và 2,5 triệu tấn (+11,8% YoY). Đối với các sản phẩm HRC và tôn mạ, sản lượng tiêu thụ dự báo đạt lần lượt 5,6 triệu tấn (+30,9% YoY) và 2,9 triệu tấn (+21,8% YoY) trong kịch bản Bộ Công thương áp thuế chống bán phá giá với các sản phẩm HRC và thép mạ nhập khẩu.

Sản lượng bán hàng tại thị trường nội địa của các sản phẩm thép dự phóng tăng trưởng mạnh



Nguồn: VSA, FPTs Research

b) Thị trường xuất khẩu

Năm 2025 dự báo là một năm thách thức đối với hoạt động xuất khẩu của ngành trong bối cảnh nhiều sản phẩm xuất khẩu như HRC, CRC, thép mạ và thép dây đang bị điều tra về hành vi bán phá giá. Đáng chú ý là các quốc gia khởi xướng đều là các thị trường xuất khẩu thép lớn của ngành như khu vực EU, Ấn Độ, Malaysia hay Mỹ.

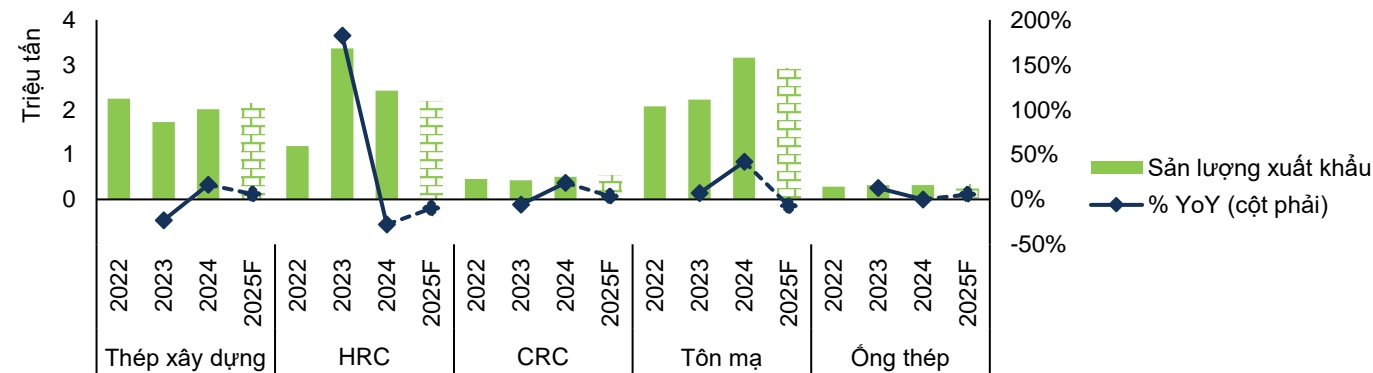
Nhiều sản phẩm thép xuất khẩu chủ lực của Việt Nam hiện đang bị điều tra về hành vi bán phá giá và được trợ cấp tại các thị trường xuất khẩu lớn của ngành

Quốc gia khởi xướng	Sản phẩm điều tra chống bán phá giá & chống trợ cấp	Thời gian khởi xướng điều tra	Tiến độ điều tra	Quốc gia xuất xứ
EU	Thép cuộn cán nóng	08/08/2024	Đang thực hiện	Việt Nam
Ấn Độ	Thép cuộn cán nóng	14/08/2024	Đang thực hiện	
Úc	Thanh cốt thép cán nóng	24/09/2024	Đang thực hiện	
Mỹ	Thép mạ không hợp kim, thép mạ & thép hợp kim mạ kẽm	25/09/2024	Đang thực hiện	
Thái Lan	Thép không gỉ cán nguội	03/10/2024	Đang thực hiện	
Malaysia	Thép dây	14/10/2024	Đang thực hiện	

Nguồn: Cục phòng vệ thương mại – Bộ Công thương & FPTs Research.

Trong năm 2025, tốc độ tăng trưởng sản lượng xuất khẩu sản phẩm thép các loại dự báo giảm tốc từ tác động tiêu cực của làn sóng bảo hộ ngành thép toàn cầu. Cụ thể, chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu tôn mạ và HRC lần lượt là 2,9 triệu tấn (-7,3% YoY) và 2,2 triệu tấn (-9,9% YoY). Các sản phẩm còn lại ghi nhận tăng trưởng dương nhưng dự kiến giảm tốc so với mức thực hiện trong năm 2024 bao gồm thép xây dựng, ống thép và CRC.

Làn sóng bảo hộ thép dự báo kìm hãm sự tăng trưởng hoạt động xuất khẩu thép của Việt Nam



Nguồn: VSA, FPTs Research.

2. Giá bán sản phẩm thép các loại năm 2025 dự báo tạo đáy đi lên trong khi chi phí nguyên liệu đầu vào tiếp tục xu hướng giảm

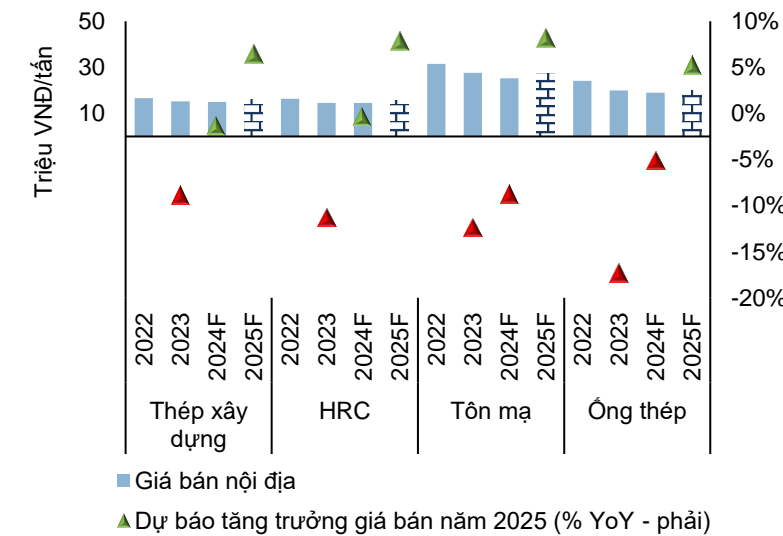
2.1. Giá bán thép đầu ra của các doanh nghiệp kỳ vọng hồi phục khi Bộ Công thương có kết quả điều tra & áp thuế sơ bộ đối với một số sản phẩm thép nhập khẩu quan trọng

Do giá các sản phẩm thép nhập khẩu từ các quốc gia trong năm 2024, đặc biệt là Trung Quốc vào Việt Nam trung bình thấp hơn từ 6,1% đến 13,9% so với mức giá bán của các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước; chúng tôi đánh giá việc Bộ Công thương áp thuế chống bán phá giá đối với thép mạ và thép cuộn cán nóng HRC trong năm 2025 là có tính khả thi cao. Theo kịch bản Bộ Công thương áp thuế phòng vệ cùng nhu cầu thép dự báo hồi phục năm thứ hai liên tiếp, áp lực cạnh tranh về giá sẽ giảm đáng kể; tạo điều kiện cho các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước điều chỉnh tăng giá bán.

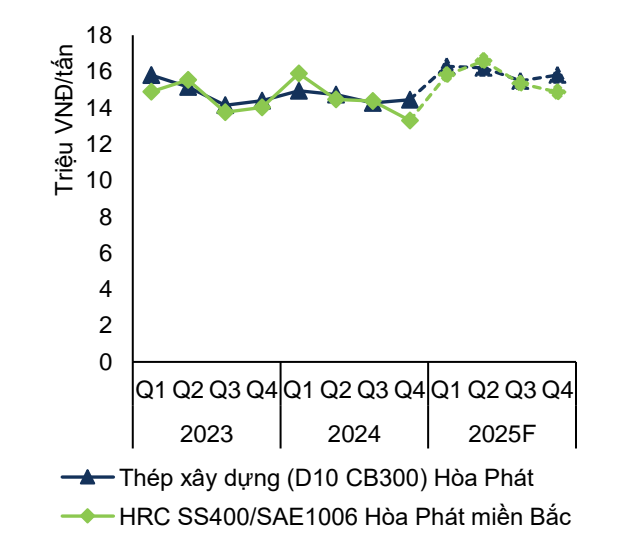
Theo đó, giá bán các sản phẩm thép trung bình trong năm 2025 tại thị trường nội địa lần lượt là thép xây dựng (+6,5% YoY), HRC (+7,9% YoY), tôn mạ (+8,2% YoY) và ống thép (+5,3%).

Đối với hai chủng loại sản phẩm thép chính là thép xây dựng và HRC, chúng tôi dự kiến các sản phẩm này sẽ có mức tăng trưởng mạnh về giá bán trong Q1 và Q2/2025 so với cùng kỳ do nhu cầu thép kỳ vọng biến động tăng tích cực trong 6 tháng đầu năm. Đối với Q3 và Q4/2025, giá bán trung bình theo quý dự báo sẽ giảm so với quý liền trước nhưng vẫn cao hơn so với mức cùng kỳ năm 2024.

Giá bán sản phẩm thép nội địa dự phóng tạo đáy trong Q4/2024 và hồi phục trong năm 2025



Dự phóng giá bán theo quý của sản phẩm thép xây dựng & HRC



Nguồn: FPTs Research

2.2. Chi phí nguyên liệu chính đầu vào là quặng sắt & than cốc được dự báo tiếp tục xu hướng giảm trong năm 2025 từ kỳ vọng nhu cầu của Trung Quốc kém khả quan

Giá bán quặng sắt và than cốc thế giới trong năm 2025 được Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc dự báo giảm lần lượt 12,7% và 12,1% svck. Cụ thể dự phóng như sau:

- Giá quặng sắt 62%Fe Úc xuất khẩu (FOB) năm 2025 dự báo ở mức 80 USD/tấn (-12,7% YoY). Nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc dự báo chỉ đạt 1,07 tỷ tấn (-2,3% YoY) do ngành thép kém khả quan tại quốc gia này. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ thép thô của Trung Quốc năm 2025 dự báo giảm lần lượt 0,4% và 1,0% YoY. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu quặng sắt dự báo tăng tại Úc (+1,9% YoY) và Brazil (+5,9% YoY).

Giá than cốc Úc xuất khẩu (FOB) năm 2025 dự phóng đạt 213 USD/tấn (-12,1% YoY). Nhu cầu nhập khẩu của Trung Quốc dự kiến chỉ 53 triệu tấn (-8,6% YoY) trong khi nguồn cung xuất khẩu của các quốc gia khai thác lớn như Úc, Mỹ và Canada kỳ vọng tăng mạnh từ 1,6% – 6,8% trong năm 2025.

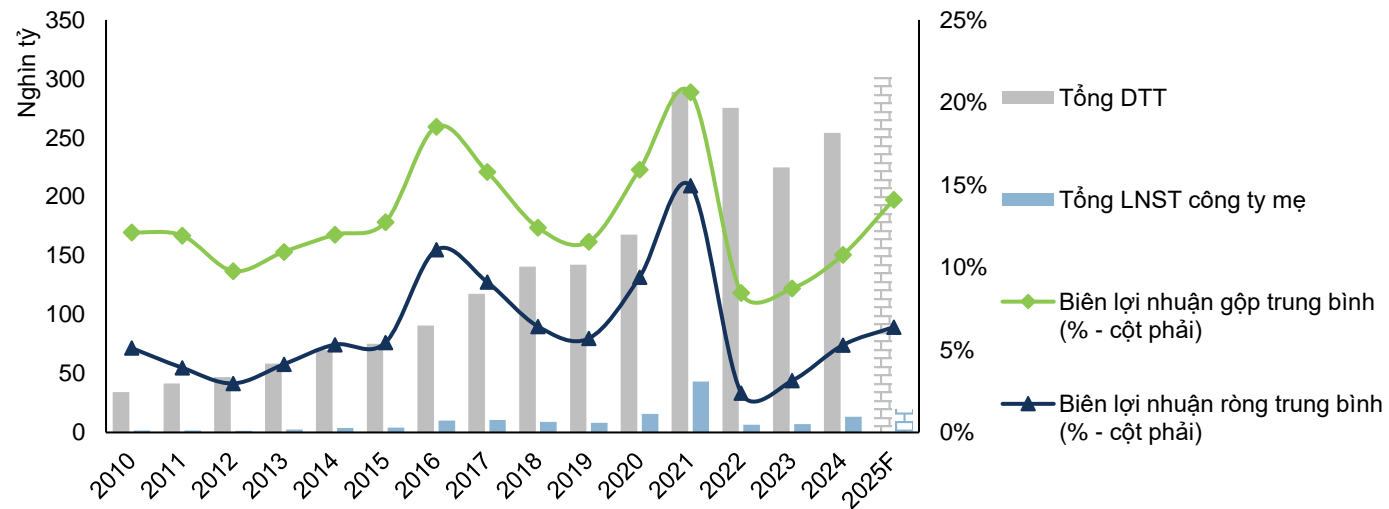
II. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với ngành thép dựa trên các luận điểm dưới đây:

Kết quả kinh doanh nhóm 8 doanh nghiệp niêm yết đại diện cho ngành (bao gồm HPG, HSG, NKG, GDA, SMC, TIS, TLH và VGS) dự phóng tăng trưởng tích cực. Tổng doanh thu thuần của nhóm doanh nghiệp năm 2025 dự phóng ở mức 301,4 nghìn tỷ đồng (+18,6% YoY). Sản lượng bán hàng toàn ngành dự báo hồi phục 8,1% YoY và giá bán nội địa trung bình cả năm tăng dao động từ 5,5% đến 8,5% tùy mặt hàng.

Tổng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của nhóm doanh nghiệp năm 2025 dự phóng ở mức 19,2 nghìn tỷ đồng (+43,1% YoY). Mức dự phóng dựa trên luận điểm biên lợi nhuận gộp trung bình của nhóm doanh nghiệp năm 2025 đạt 14,1%; tăng 3,3 đpt so với cùng kỳ nhờ giá bán sản phẩm thép dự báo tăng trong khi giá hai nguyên liệu đầu vào chính được Bộ Công nghiệp, Khoa học và Tài nguyên Úc dự báo giảm khoảng 12% YoY.

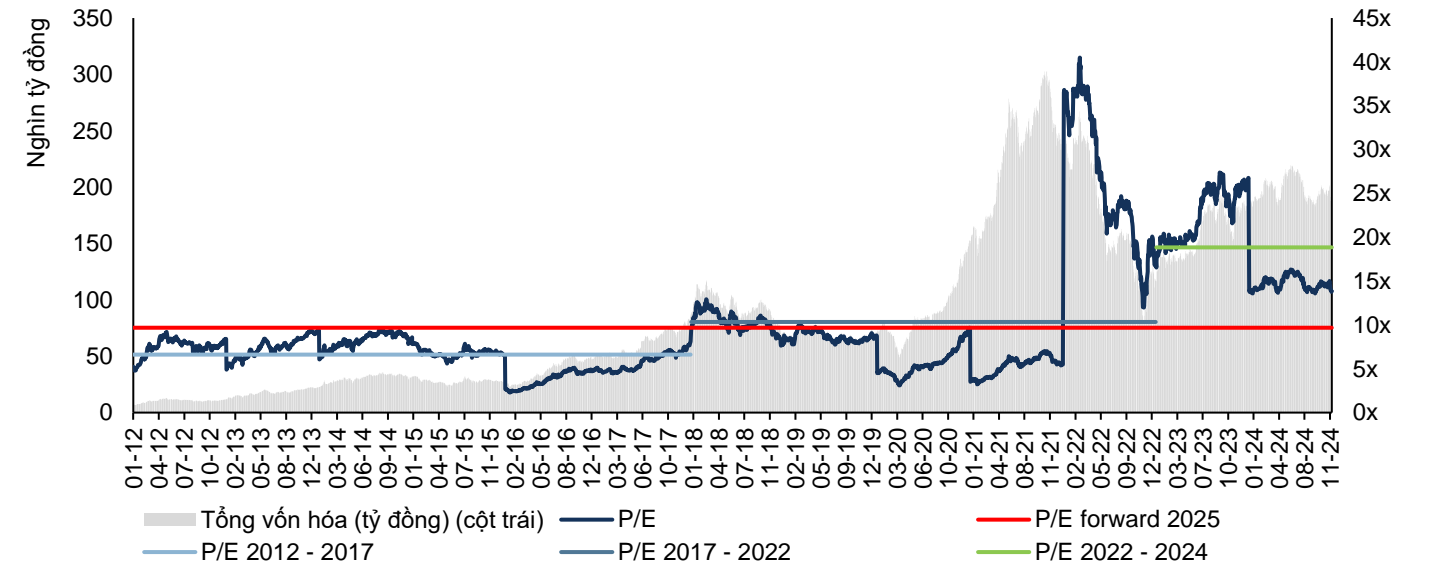
Kết quả kinh doanh nhóm doanh nghiệp niêm yết đại diện ngành dự báo tích cực



Nguồn: FPT S Research.

Mức định giá P/E forward năm 2025 của nhóm doanh nghiệp niêm yết ở mức 9,67x; hấp dẫn khi thấp hơn mức trung bình giai đoạn 2022 – 2024

P/E nhóm 8 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2012 – 2024



Nguồn: Bloomberg & FPT S Research.

▶ NGÀNH NHỰA XÂY DỰNG

Duy trì vị thế

Tăng trưởng ngành nhựa xây dựng được dẫn dắt bởi 2 yếu tố chính bao gồm (1) sản lượng tiêu thụ và (2) giá hạt nhựa PVC đầu vào. Trong giai đoạn từ 2022 – nay, giá hạt nhựa PVC hạ thấp vẫn luôn là điểm sáng cho các doanh nghiệp nhựa xây dựng trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ âm ảm, hỗ trợ lợi nhuận liên tục lập kỷ lục mới.

Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp nhựa xây dựng sẽ có thuận lợi kép từ cả đầu vào và đầu ra với (1) giá hạt nhựa PVC tiếp tục duy trì vùng thấp sẽ hỗ trợ BLNG đạt ~35,9%, tương đương với mức cao của 2024; (2) dự phóng sản lượng tiêu thụ 2025 tăng 6,5% YoY với kỳ vọng nhu cầu sẽ tăng trưởng rõ ràng hơn từ Q2/2025.

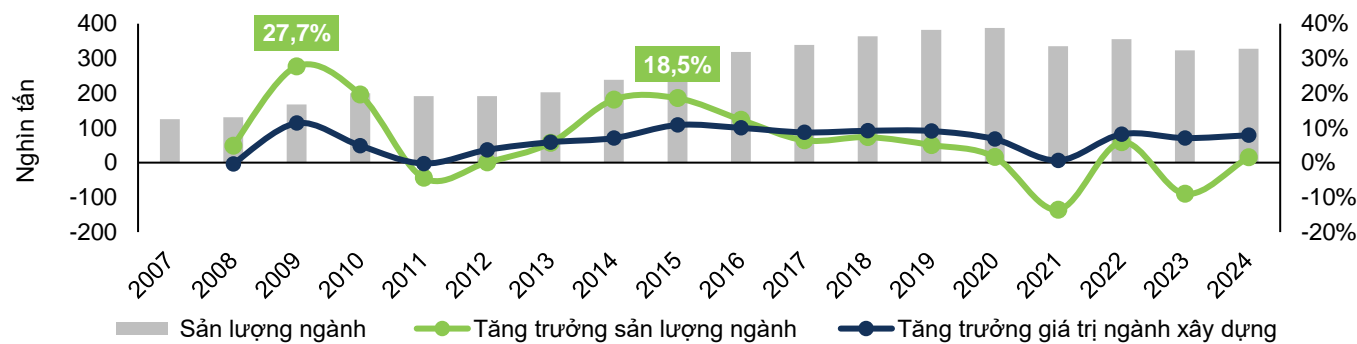
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho nhóm doanh nghiệp nhựa xây dựng dựa trên triển vọng kinh doanh khả quan cùng P/E forward 2025 đạt 10,8x, bằng mức P/E trung bình giai đoạn 2015 – 2024. Điểm rơi LNST kỳ vọng vào Q2/2025 khi giá hạt nhựa PVC còn ở vùng thấp, kết hợp cùng nhu cầu tiêu thụ ống nhựa bắt đầu phục hồi rõ nét.

I. TRIỂN VỌNG 2025 – GIÁ PVC DỰ KIẾN THẤP, KỶ VỌNG MỚI TỪ NHU CẦU PHỤC HỒI

1. Kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ phục hồi khả quan từ Q2/2025

Nhu cầu tiêu thụ ống nhựa chịu tác động từ ngành xây dựng trong nước, đặc biệt là mảng xây dựng nhà ở (mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất), còn lại là các mảng xây dựng hạ tầng, tưới tiêu, thủy sản,... Sau giai đoạn liên tục suy yếu của 2022 – 2023 do tác động tiêu cực từ mảng xây dựng nhà ở tại Việt Nam, chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ ống nhựa đang bước vào giai đoạn phục hồi của một chu kỳ mới.

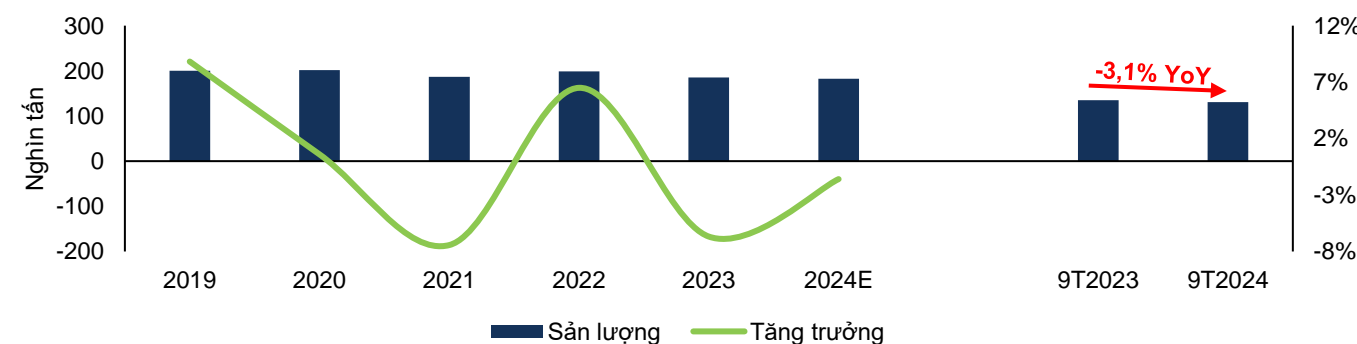
Sản lượng tiêu thụ ống nhựa xây dựng



Nguồn: GSO, FPTs ước tính

Tổng sản lượng tiêu thụ 9T2024 của BMP và NTP (chiếm ~54% thị phần toàn ngành) đạt 130,6 nghìn tấn, giảm 3,1% YoY do nhu cầu từ xây dựng nhà ở còn kém khả quan, sự phục hồi của thị trường bất động sản còn chậm và mang tính cục bộ, tập trung chủ yếu ở khu vực miền Bắc.

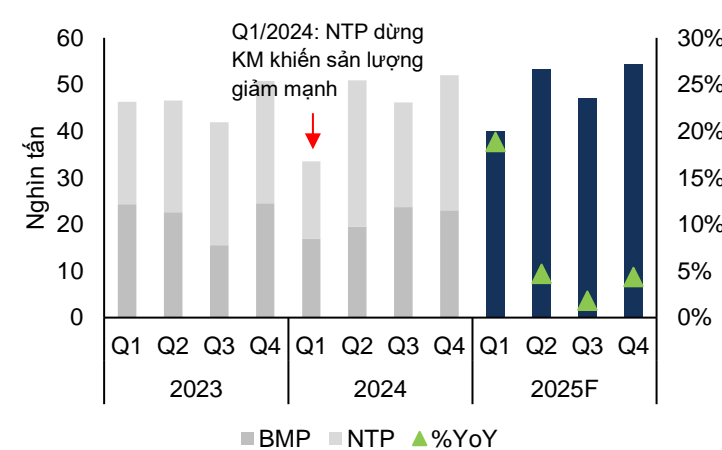
Sản lượng tiêu thụ ống nhựa BMP và NTP



Nguồn: BMP, NTP, FPTs ước tính

Cả năm 2024, sản lượng tiêu thụ của BMP và NTP ước tính giảm 1,6% YoY. Chúng tôi cho rằng nhu cầu trong Q4/2024 đã dần có dấu hiệu cải thiện sau khi 3 luật Đất đai, Nhà ở và Kinh doanh bất động sản có hiệu lực từ ngày 1/8/2024, tuy nhiên cần thời gian để triển khai đồng bộ, đồng thời nhu cầu ống nhựa thường có độ trễ 2-3 tháng so với các loại vật liệu xây dựng khác như xi măng, thép,... Khác với mức sụt giảm của 2 doanh nghiệp lớn nhất, chúng tôi ước tính sản lượng toàn ngành năm 2024 tăng nhẹ ~2% YoY nhờ nhu cầu khả quan hơn ở phân khúc ống HDPE dùng cho xây dựng hạ tầng công nghiệp, cấp thoát nước,... (chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu doanh thu của BMP và NTP, chiếm lần lượt ~4% và ~18%). BMI ước tính cho cả năm 2024, tăng trưởng giá trị thực mảng xây dựng nhà ở đạt mức thấp là 3,4% YoY, mảng xây dựng nhà không để ở và hạ tầng nước tăng trưởng khả quan hơn khi đạt lần lượt 12,9% YoY và 6,8% YoY.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ BMP và NTP

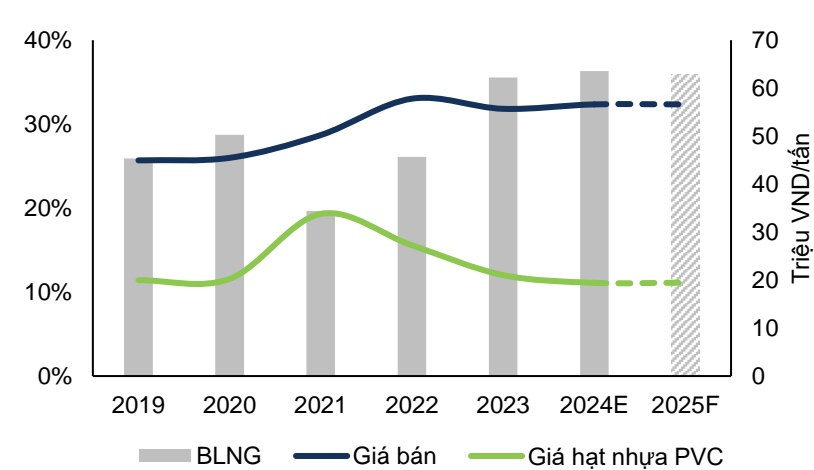


Nguồn: BMP, NTP, FPTs dự phóng

Sản lượng tiêu thụ ống nhựa năm 2025F dự phóng tăng ~6,5% YoY, kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi rõ nét hơn kể từ Q2/2025 khi các biện pháp tháo gỡ pháp lý được đồng bộ và đem lại hiệu quả cho thị trường bất động sản. Lưu ý, với giả định chính sách bán hàng của các doanh nghiệp không có sự biến động đáng kể giữa các quý trong năm 2025, mức tăng trưởng sản lượng %YoY kỳ vọng sẽ đạt cao nhất trong Q1/2025, chủ yếu do mức nền thấp đột biến của Q1/2024 đến từ việc NTP tạm dừng khuyến mãi trong kỳ.

2. Dự báo giá hạt nhựa tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong năm 2025

Dự phóng biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp nhựa xây dựng

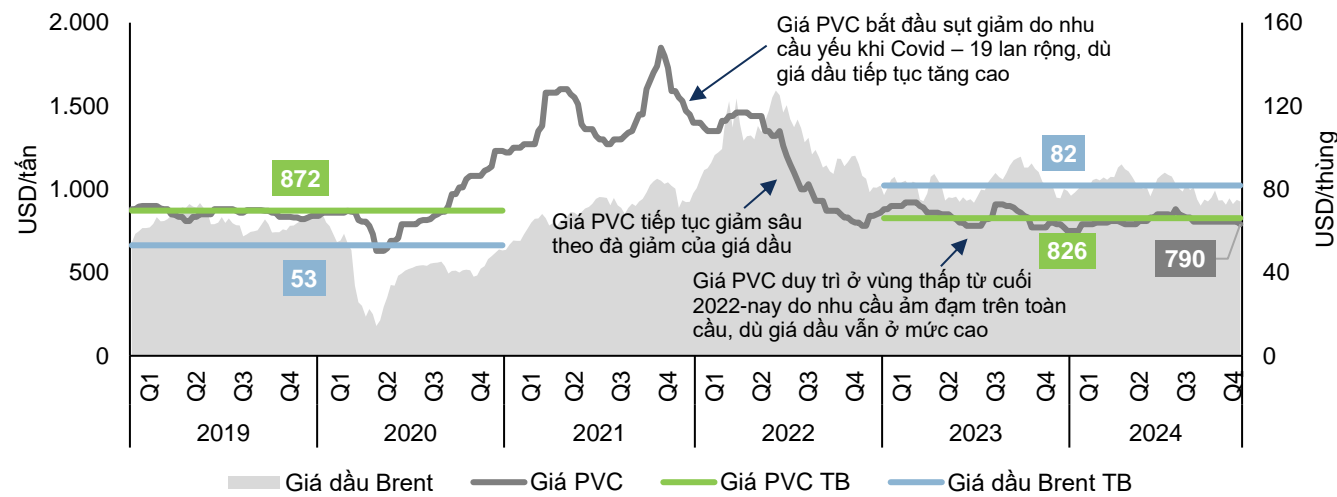


Nguồn: BMP, NTP, FPTs dự phóng

BLNG năm 2025F của các doanh nghiệp nhựa xây dựng dự phóng đạt trung bình ~35,9%, tương đương mức cao của 2024 nhờ (1) dự báo giá hạt nhựa PVC tiếp tục duy trì ở vùng thấp, đạt trung bình ~810 USD/tấn và (2) được hỗ trợ bởi nhu cầu ống nhựa phục hồi, kỳ vọng các doanh nghiệp sẽ giữ ổn định mức giá bán sản phẩm cao như hiện nay.

Giá hạt nhựa PVC duy trì mức thấp từ cuối năm 2022 – nay do nhu cầu ảm đạm trên toàn thế giới, đặc biệt tác động từ khủng hoảng bất động sản tại Trung Quốc (70% nhu cầu PVC của Trung Quốc đến từ thị trường bất động sản) đã tạo ra nguồn cung xuất khẩu PVC dồi dào, gây sức ép lên giá PVC trong khu vực. Đối với nguyên liệu dầu thô, giá dầu Brent cũng đã đi ngang từ cuối 2022 – nay, tuy nhiên lại đang ở mức cao, cụ thể cao hơn 39,7% so với trung bình giai đoạn 2019 – 2020, trong khi giá hạt nhựa PVC đang thấp hơn hơn 9,4% so với cùng giai đoạn trên. Chúng tôi cho rằng trong giai đoạn này, nhu cầu vẫn là yếu tố gây sức ép lớn hơn lên giá hạt nhựa, và những triển vọng trong nhu cầu cũng là yếu tố chính quyết định biến động giá PVC trong năm 2025.

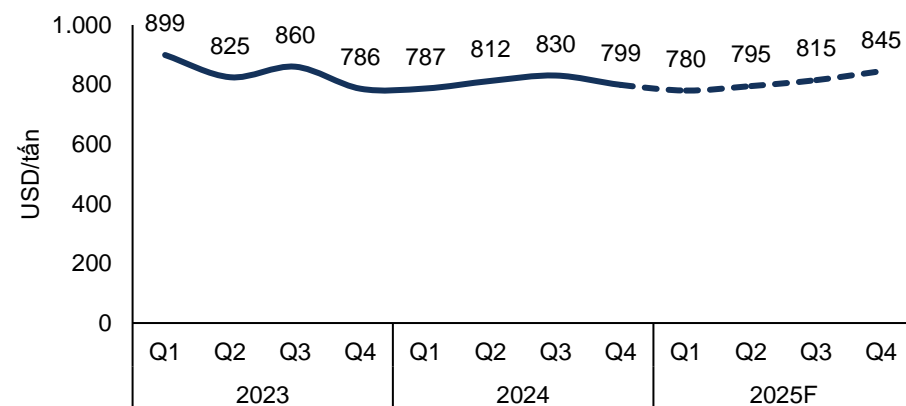
Diễn biến giá hạt nhựa PVC và giá dầu Brent



Nguồn: Bloomberg, EIA, FPTS tổng hợp

Giá hạt nhựa PVC năm 2025 dự phóng đạt ~810 USD/tấn, tương đương mức thấp của 2024 do nhu cầu chưa có dấu hiệu phục hồi. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng giá PVC trong 1H2025 sẽ duy trì ở mức thấp như hiện nay ~790 USD/tấn (giảm ~3,3% so với 2H2024) khi ngành bất động sản Trung Quốc được dự báo tiếp tục suy yếu (S&P Global), triển vọng giá dầu Brent tăng nhẹ trong 1H2025 (Xem thêm Ngành dầu khí) có thể hỗ trợ giá hạt nhựa PVC không giảm quá sâu. Trong 2H2025, giá hạt nhựa PVC dự phóng tăng nhẹ lên ~830 USD/tấn (+5,4% so với 1H2025), dựa trên dự báo ngành bất động sản Trung Quốc sẽ dần tạo đáy, doanh số bán hàng và giá bất động sản ổn định hơn trong nửa cuối năm 2025 có thể giúp tâm lý thị trường PVC cải thiện.

Dự phóng giá PVC



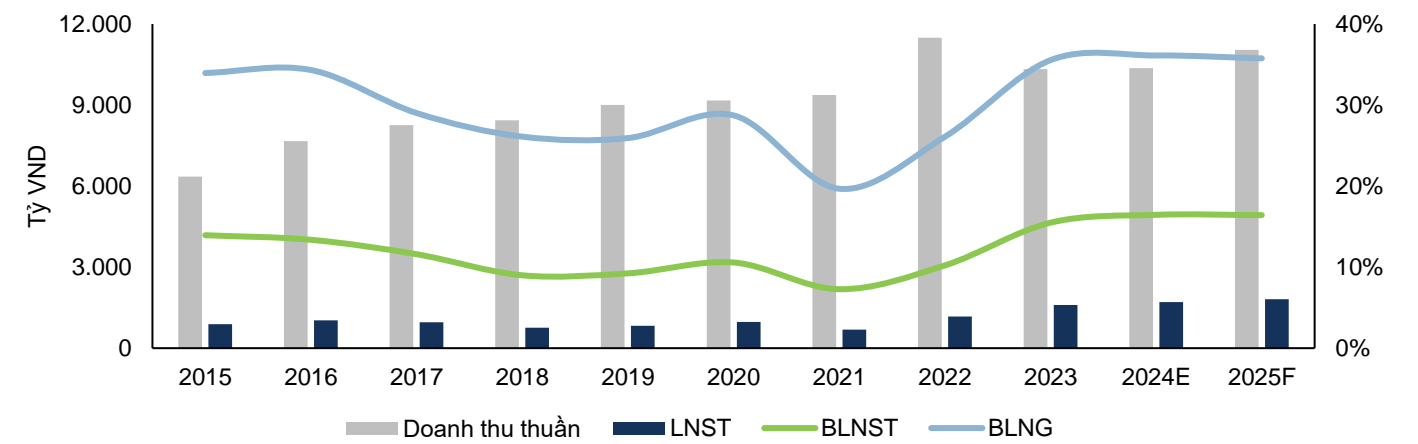
Nguồn: Bloomberg, FPTS dự phóng

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho nhóm doanh nghiệp nhựa xây dựng dựa trên (1) triển vọng kết quả kinh doanh khả quan nhờ những thuận lợi ở cả nhu cầu đầu ra và giá nguyên liệu đầu vào; (2) mức định giá P/E forward 2025 tiệm cận đường P/E trung bình giai đoạn 2015 – 2024.

- (1) Kết quả kiểm định cho thấy tồn tại tương quan giữa hiệu quả đầu tư và tăng trưởng lợi nhuận sau thuế đối với ngành nhựa xây dựng. LNST dự phóng của các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết năm 2025F đạt 1.819 tỷ VND (+6,7% YoY), tiếp tục tạo mức kỷ lục mới nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng ~6,5% YoY, và giá nguyên liệu PVC đi ngang ở vùng thấp. Điểm rơi LNST kỳ vọng vào Q2/2025 nhờ giá PVC tiếp tục hạ thấp trong khi nhu cầu tiêu thụ ống nhựa bắt đầu phục hồi rõ nét.

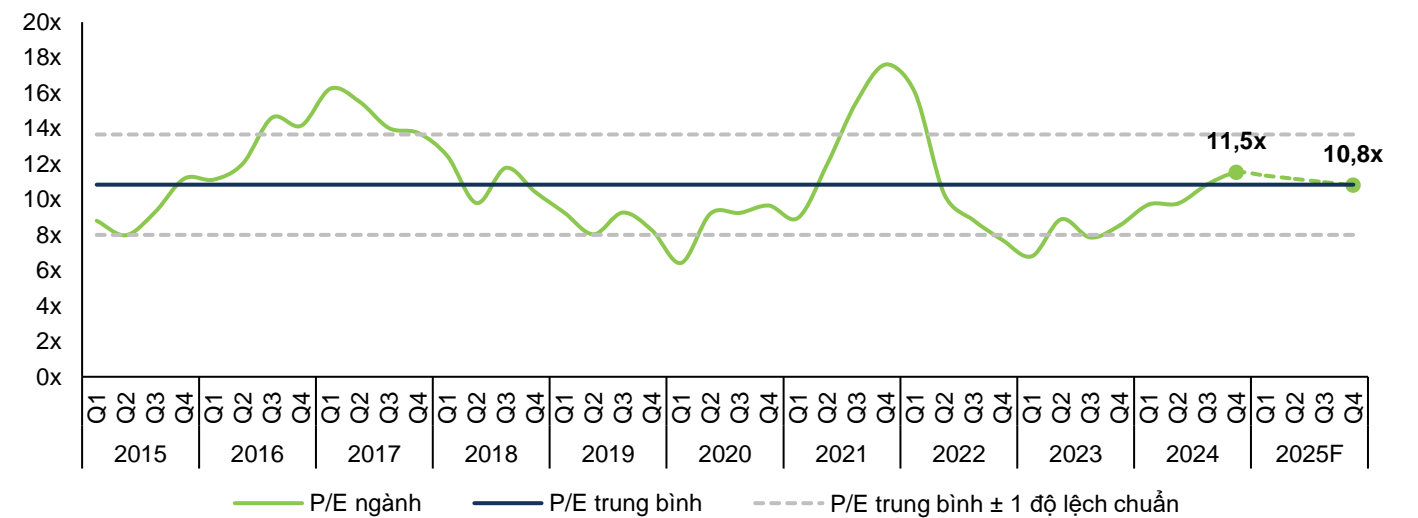
Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp nhựa xây dựng



Nguồn: BMP, NTP, FPTS dự phóng

- (2) Tại giá đóng cửa ngày 31/12/2024, P/E trailing ngành nhựa xây dựng đạt 11,5x. Với dự phóng LNST năm 2025F tăng 6,7% YoY, P/E forward 2025 giảm nhẹ về mức 10,8x, bằng với mức P/E trung bình giai đoạn 2015 – 2024.

P/E ngành nhựa xây dựng



Nguồn: Bloomberg, FPTS dự phóng

ĐÓN ĐẦU TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG XUẤT NHẬP KHẨU

Năm 2024 đánh dấu sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam, với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 11T2024 đạt 716 tỷ USD (+15,4% YoY). Động lực tăng trưởng chính đến từ sự cải thiện nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường đối tác lớn như Mỹ, EU và Đông Á (chiếm gần 70% kim ngạch).

Hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2025 dự báo tăng trưởng +16% YoY nhờ các nước đối tác thương mại nới lỏng chính sách điều hành và kỳ vọng hưởng lợi từ thời kỳ Trump Trade. Chúng tôi kỳ vọng áp lực lạm phát tại nhiều quốc gia hạ nhiệt sẽ tạo dư địa giúp nới lỏng chính sách tiền tệ và tài khóa, từ đó thúc đẩy nhu cầu chi tiêu cho hàng hóa xuất nhập khẩu. Thêm nữa, trong nhiệm kỳ thứ 2 của tổng thống Donald Trump, Mỹ (là nền kinh tế và đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam) sẽ thực hiện những chính sách áp thuế nhập khẩu để bảo hộ sản xuất nội địa và cắt giảm thuế thu nhập để thúc đẩy tiêu dùng trong nước. Chúng tôi kỳ vọng với kịch bản cơ sở, hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ được hưởng lợi nhờ chịu mức thuế quan thấp hơn so với các nước đối tác khác, cùng các lợi thế về mặt thương mại thúc đẩy các nhà sản xuất dịch chuyển chuỗi cung ứng về Việt Nam dưới tác động của thời kỳ Trump Trade 2.0.

Đồng thời, kim ngạch xuất nhập khẩu với thị trường Trung Quốc dự kiến sẽ cải thiện nhờ được đẩy mạnh bởi nhiều chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khóa, tập trung vào việc giải quyết áp lực suy giảm của thị trường bất động sản và tiêu dùng ([chi tiết](#)).

Chúng tôi kỳ vọng các ngành liên quan trực tiếp tới thương mại quốc tế sẽ có kết quả kinh doanh tích cực với những yếu tố trên và đưa ra khuyến nghị **MUA** trong năm 2025 cho các mảng gồm:

- **Cảng biển:** Kỳ vọng sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam năm 2025 tăng +10,4% YoY hưởng lợi từ nhu cầu tiêu dùng tại các nước đối tác lớn của Việt Nam hồi phục nhờ việc nới lỏng chính sách điều hành.
- **Hàng không – Dịch vụ hàng hóa:** Kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng hàng không năm 2025 tăng +12,0% YoY nhờ triển vọng từ nhu cầu tiêu dùng đối với các thiết bị, linh kiện điện tử cho lĩnh vực công nghệ mới tại các thị trường thương mại lớn của Việt Nam cải thiện và xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng bán dẫn khỏi Trung Quốc do áp lực thuế quan của Mỹ.
- **Dệt may:** Kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc năm 2025 ước tính tăng +8,0% YoY khi đón các đơn hàng dịch chuyển khỏi Trung Quốc và nhu cầu tiêu dùng đối với hàng may mặc tại các nước đối tác thương mại lớn (như Mỹ, EU và Nhật Bản) phục hồi.
- **Chế biến gỗ:** Dự phóng kim ngạch xuất khẩu gỗ & sản phẩm gỗ toàn ngành năm 2025 tăng trưởng +13,5% YoY và giá gỗ nguyên liệu tăng +4,1% YoY khi nhu cầu tiêu dùng đối với sản phẩm gỗ hồi phục và nhận dịch chuyển các đơn hàng từ Trung Quốc.



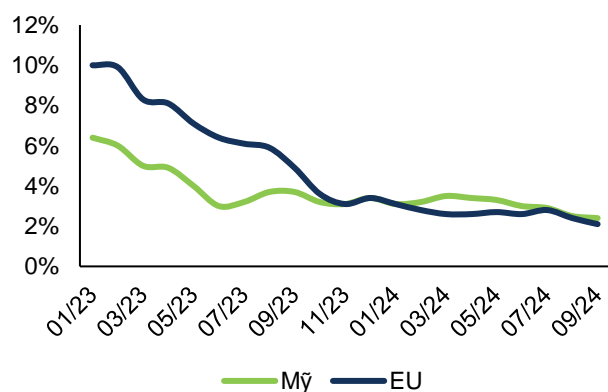
▶ NGÀNH CẢNG BIỂN – DỊCH VỤ HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG

Chinh phục đỉnh cao

I. XUẤT NHẬP KHẨU KỲ VỌNG TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TRONG NĂM 2025

Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh trong năm 2025. Fitch Solutions dự báo kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2025 sẽ có mức tăng trưởng +16% YoY nhờ nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường thương mại với Việt Nam tiếp tục cải thiện, thúc đẩy bởi việc các quốc gia nới lỏng các chính sách tiền tệ và tài khóa.

Lạm phát toàn phần tại Mỹ và EU



Nguồn: Eurostat, Cục Thống kê lao động Hoa Kỳ (US BLS – Bureau of Labor Statistics)

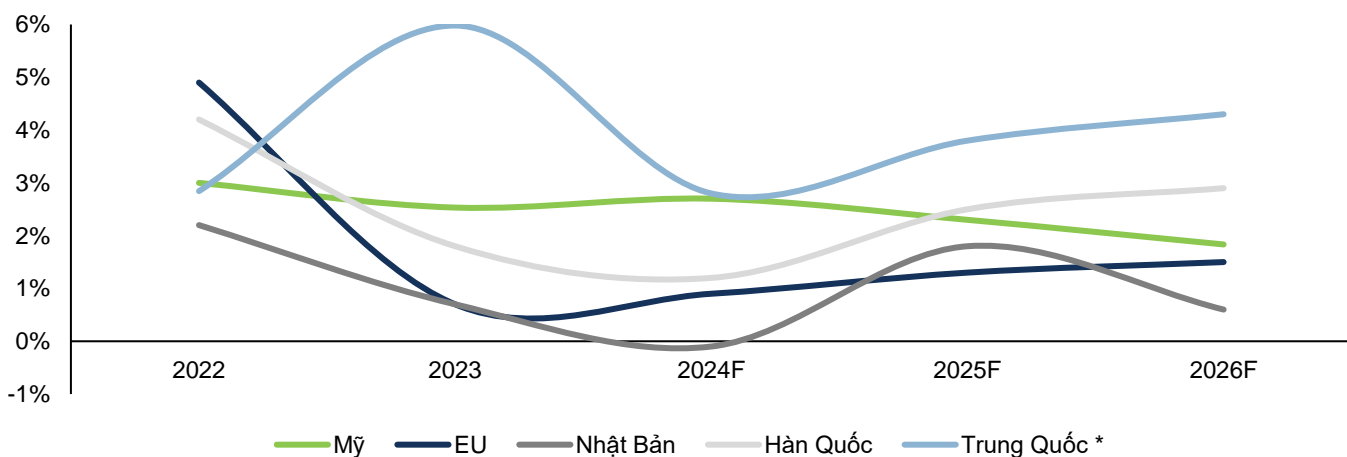
Thị trường Mỹ và EU:

Trong 11T2024, kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam tới Mỹ và EU đều tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt +22,0% và +16,7% YoY.

OECD dự báo nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường này năm 2025 sẽ có duy trì mức tăng trưởng cao nhờ (1) thu nhập của người tiêu dùng tiếp tục gia tăng và (2) nới lỏng chính sách tiền tệ khi áp lực lạm phát đã hạ nhiệt.

Chúng tôi kỳ vọng các chính sách thuế quan mới tại Mỹ sẽ không có tác động lớn tới lạm phát và tiêu dùng, tạo dư địa cho chính sách tiền tệ được nới lỏng hơn.

Dự phóng tăng trưởng chi tiêu cá nhân

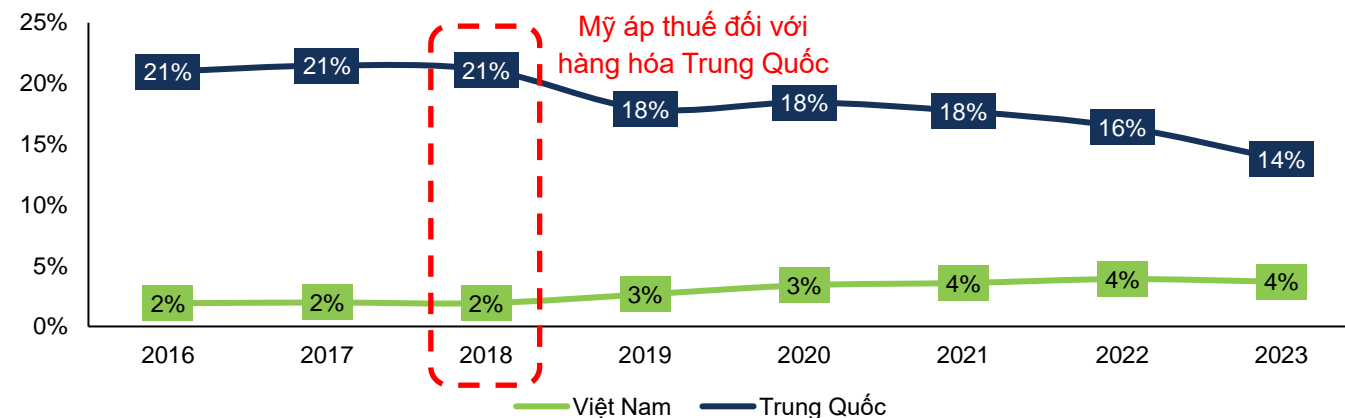


Nguồn: Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development)
 (*) Lưu ý: Dự phóng của Trung Quốc là chi tiêu nội địa, bao gồm chi tiêu cá nhân, chính phủ và đầu tư.

Hoạt động thương mại quốc tế của Việt Nam kỳ vọng được hưởng lợi từ các chính sách trong nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới. Trong nhiệm kỳ đầu tiên của tổng thống Mỹ Donald Trump, hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc vào Mỹ phải chịu mức thuế 25% từ năm 2018 nhằm giảm thâm hụt thương mại cho Mỹ và ngăn chặn hành vi thương mại không công bằng. Điều này đã dẫn đến làn sóng dịch chuyển nhà máy sang Việt Nam để tránh tác động từ việc áp thuế do (1) có vị trí gần Trung Quốc giúp dễ dàng tiếp cận được nguồn nguyên vật liệu từ đây, tránh đứt gãy chuỗi cung ứng và (2) chi phí nhân công rẻ. Tổng giá trị lũy kế vốn FDI đăng ký vào Việt Nam do vậy đã có mức tăng trưởng tích cực (CAGR = +6,6%/năm giai đoạn 2018 – 2023), đạt 469 tỷ USD.

Nhờ đó, hoạt động thương mại quốc tế của Việt Nam được thúc đẩy, thông qua việc nhập khẩu nguyên vật liệu từ thị trường nội Á và xuất khẩu thành phẩm tới các thị trường tiêu thụ lớn như Mỹ và EU. Kim ngạch xuất khẩu sang thị trường Mỹ (đối tác xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm 27,4%) năm 2023 đạt 97 tỷ USD, tương đương mức tăng CAGR = +15,3%/năm trong giai đoạn 2018 – 2023. Thị phần nhập khẩu của Mỹ từ Trung Quốc trong giai đoạn này đã giảm từ 21,0% xuống còn 13,8%, trong khi thị phần từ Việt Nam tăng từ 1,9% lên 3,7%.

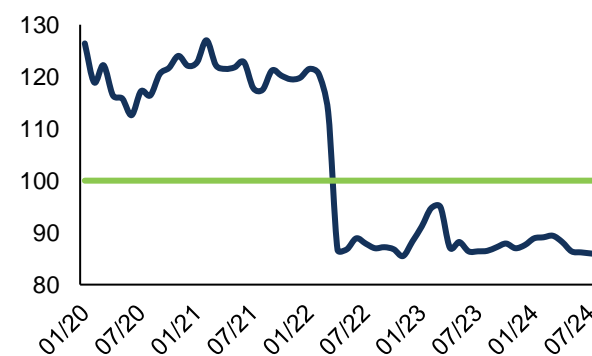
Thị phần nhập khẩu của Mỹ từ Việt Nam và Trung Quốc



Nguồn: Cục Phân tích Kinh tế Hoa Kỳ (US BEA – Bureau of Economic Analysis)

Trong nhiệm kỳ thứ hai từ năm 2025, ông Trump dự kiến sẽ áp thuế 10% lên hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ, riêng hàng hóa từ Trung Quốc sẽ phải chịu mức thuế 60%. Đồng thời, các chính sách tài khóa sẽ được nới lỏng bằng việc cắt giảm nhiều loại thuế (như thuế thu nhập cá nhân và doanh nghiệp) nhằm kích thích nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ. Chúng tôi cho rằng các chính sách này sẽ có tác động tích cực tới hoạt động xuất nhập khẩu của Việt Nam trong thời gian tới, khi áp lực thuế quan sẽ khiến dòng vốn đầu tư tiếp tục dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam. 9 tháng đầu năm 2024, vốn đầu tư FDI vào Việt Nam đạt gần 25 tỷ USD (+11,6% YoY), cho thấy xu hướng mở rộng hoạt động sản xuất tiếp diễn và kỳ vọng gia tăng vào năm 2025.

Chỉ số người tiêu dùng Trung Quốc



Nguồn: Cục thống kê quốc gia Trung Quốc
 (*) Lưu ý: Đơn vị biểu đồ bắt đầu từ 80

Thị trường Trung Quốc:

Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Trung Quốc (thị trường xuất khẩu lớn thứ hai) trong 11T2024 sụt giảm nhẹ, đạt -1,1% YoY do nhu cầu chi tiêu tại Trung Quốc âm ảm khi chịu áp lực từ tỷ lệ thất nghiệp ở mức cao cùng khủng hoảng bất động sản. Chỉ số niềm tin người tiêu dùng Trung Quốc tiếp tục duy trì ở mức dưới 100 (thể hiện nhu cầu kém lạc quan) kể từ tháng 4/2022. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng nhu cầu chi tiêu tại thị trường này năm 2025 sẽ có sự cải thiện nhờ việc đẩy mạnh nhiều chính sách nới lỏng tiền tệ và tài khóa, tập trung vào việc giải quyết áp lực suy giảm của thị trường bất động sản và tiêu dùng.

Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc năm 2025 tiếp tục tăng cao (giá trị nhập khẩu đã tăng +30,0% YoY trong 11T2024) nhờ nhu cầu cho việc xuất khẩu hàng hóa thành phẩm tới thị trường Mỹ và EU. Đồng thời, hoạt động nhập khẩu của Việt Nam cũng được hưởng lợi khi các đối tác thương mại dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang nhằm tránh các biện pháp trừng phạt bằng thuế quan của Mỹ.

Thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản:

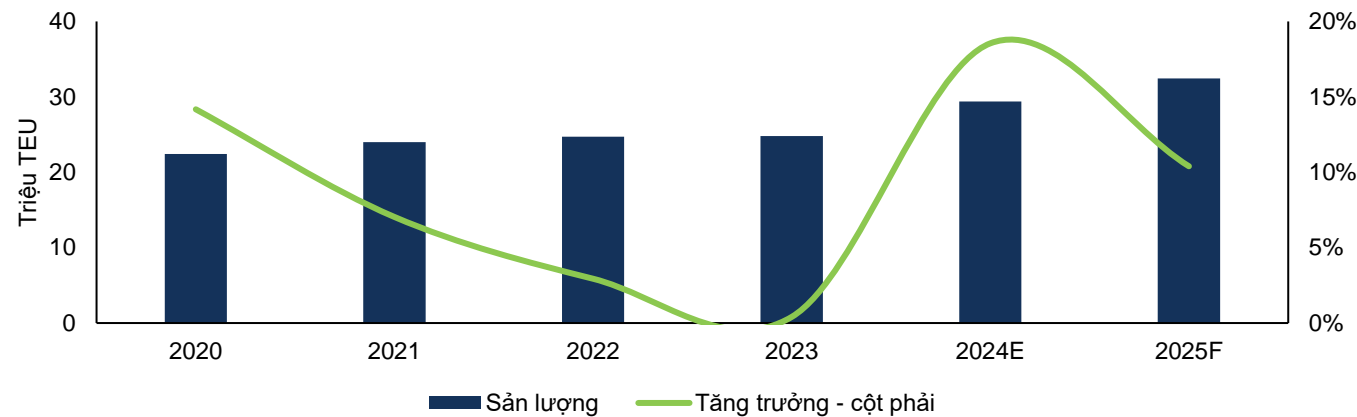
Chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất nhập khẩu của Việt Nam năm 2025 với hai thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản cũng sẽ có sự cải thiện, tăng trưởng tốt hơn so với cùng kỳ năm trước (lần lượt +7,4% YoY và +2,3% YoY) khi nhu cầu tiêu dùng hồi phục nhờ việc nới lỏng các chính sách tiền tệ, cùng với nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu máy tính và linh kiện điện tử.

II. NGÀNH CẢNG BIỂN

1. Triển vọng 2025: Kỳ vọng sản lượng tăng +10,4% YoY

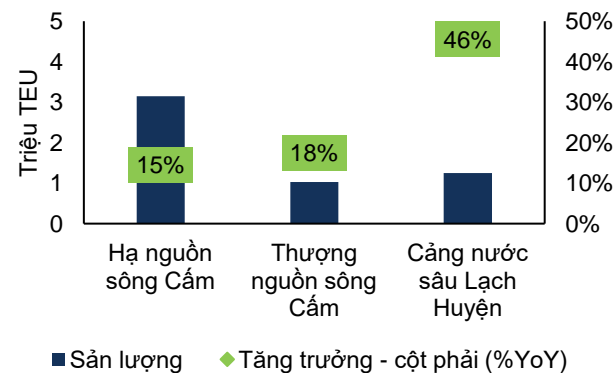
Sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam năm 2024 ước đạt hơn 29,9 triệu TEU (+20,6% YoY) khi hoạt động xuất nhập khẩu hồi phục. Trong năm 2025, chúng tôi dự phóng sản lượng tiếp tục tăng trưởng tích cực, đạt 32,5 triệu TEU (+10,4% YoY), hưởng lợi từ kỳ vọng nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường thương mại lớn của Việt Nam được thúc đẩy bởi việc nới lỏng chính sách tiền tệ (như EU, Nhật Bản) hay nới lỏng cả chính sách tiền tệ và tài khóa (như Mỹ, Trung Quốc). Trong đó:

Dự phóng sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam



Nguồn: Cục Hàng hải Việt Nam, FPTs Research

Sản lượng hàng container thông qua khu vực Hải Phòng 9T2024

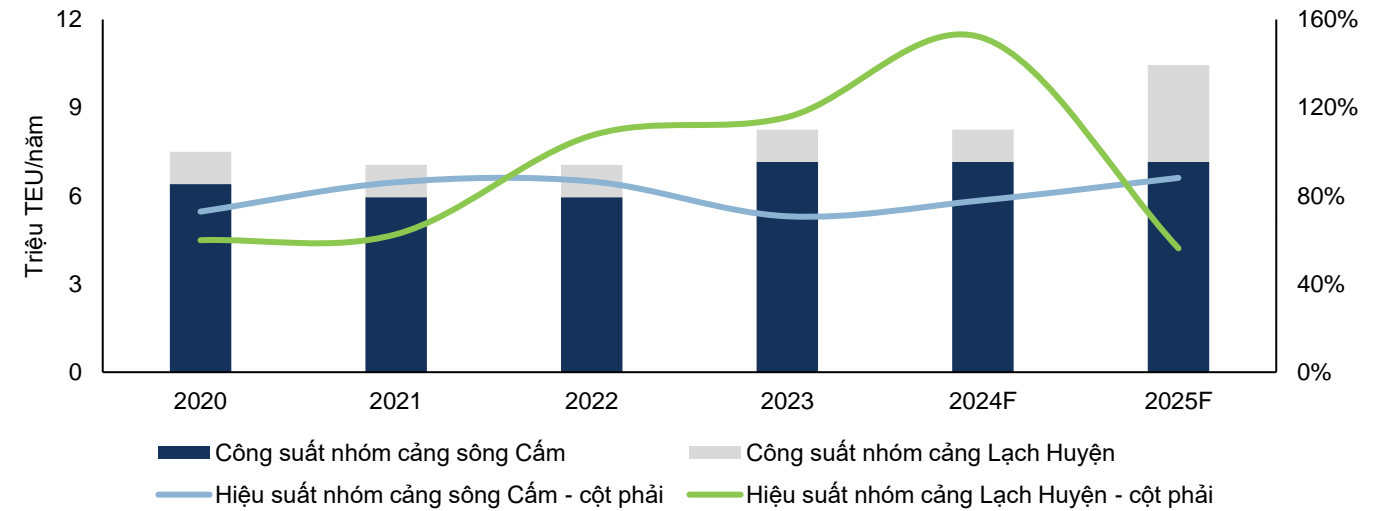


Nguồn: Hiệp hội cảng biển Việt Nam, FPTs Research

Sản lượng qua nhóm cảng Lạch Huyện dự kiến tăng trưởng chậm khi đã hoạt động vượt công suất đáng kể. Nhóm cảng nước sâu Lạch Huyện hiện đã hoạt động với hiệu suất 152%. Nhóm cảng này dự kiến được nâng +200% công suất vào Q1/2025 với 4 bến cảng mới của CTCP Cảng Hải Phòng (UPCom: PHP) và CTCP Tập đoàn Hateco. Tuy nhiên, tính đến tháng 11/2024, các bến cảng mới vẫn đang trong giai đoạn xây dựng nhiều hạng mục như cầu bến, bãi cảng, kho, ... Thêm nữa, tuyến đường bộ sau cảng, do UBND thành phố Hải Phòng làm chủ đầu tư, đến nay vẫn chưa được khởi công. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc đưa 4 bến mới tại cảng nước

sâu Lạch Huyện đi vào hoạt động sẽ có sự chậm trễ so với kế hoạch, hạn chế dư địa tăng trưởng năm 2025 trong bối cảnh nhóm cảng này hiện đã khai thác vượt công suất thiết kế.

Công suất và hiệu suất cảng biển khu vực Hải Phòng



Nguồn: FPTs Research

Khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu: sản lượng hàng container thông qua bằng tàu biển 9T2024 ước đạt 4,7 triệu TEU (+35,1% YoY), tăng mạnh nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường thương mại kết nối trực tiếp (Mỹ và châu Âu) tăng cao khi lạm phát đã hạ nhiệt và (2) nhận thêm các tuyến tàu ngoài lịch trình cố định từ Singapore chuyển sang khi cảng này gặp phải tình trạng quá tải vào cuối Q2/2024.

Năm 2025, sản lượng hàng container qua nhóm cảng này dự kiến tăng +12,2% YoY nhờ nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ và châu Âu tiếp tục cải thiện. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng của nhóm cảng này trong 2025 sẽ thấp hơn so với cùng kỳ năm trước do (1) mức nền sản lượng năm 2024 cao hơn đáng kể khi kim ngạch xuất nhập khẩu đã hồi phục từ đầu năm và (2) áp lực tắc nghẽn cảng tại Singapore dần được giải quyết khi các bến mới tại Tuas đi vào hoạt động, khiến cho nhóm cảng Cái Mép – Thị Vải mất đi nguồn hàng từ các chuyến tàu ngoài lịch trình cố định về cập cảng.

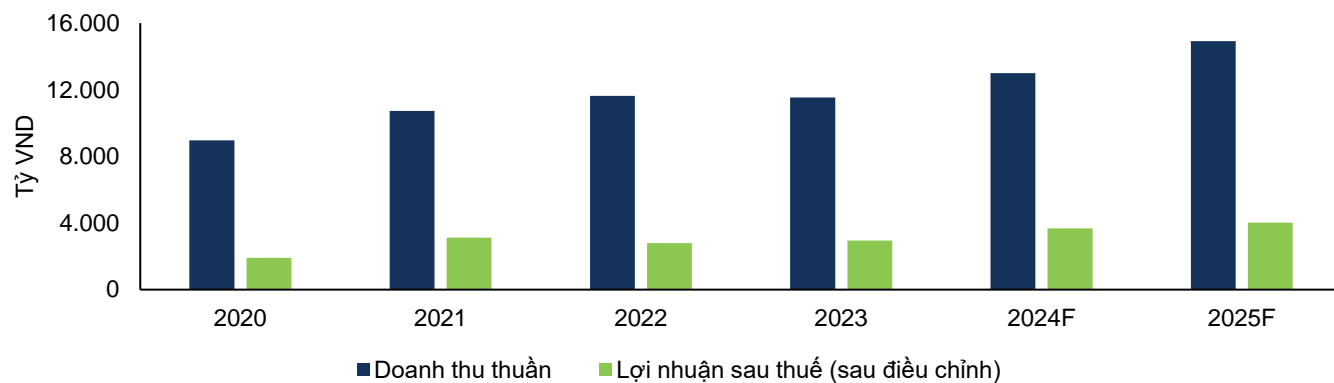
2. Định giá & khuyến nghị

Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh nhóm doanh nghiệp cảng biển niêm yết (bao gồm GMD, PHP, VSC, SGP, PDN và CDN) năm 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ sản lượng hàng container thông qua cảng biển dự kiến tăng cao. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng container qua cảng biển Việt Nam sẽ có sự tăng trưởng mạnh vào Q1/2025, khi các chính sách về thuế quan trong nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới có hiệu lực, thúc đẩy cho xu hướng dịch chuyển các đơn hàng từ Trung Quốc về Việt Nam.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho ngành cảng biển với các luận điểm:

Kết quả kinh doanh năm 2025 tăng trưởng tích cực: Tổng doanh thu thuần dự phóng đạt 14.912 tỷ VND (+14,7% YoY) nhờ sản lượng hàng container thông qua cảng biển Việt Nam năm 2025 kỳ vọng tăng +10,4% YoY khi hoạt động xuất nhập khẩu tiếp tục tăng trưởng. Tổng lợi nhuận sau thuế (đã điều chỉnh lợi nhuận bất thường) dự phóng đạt 4.032 tỷ VND (+9,8% YoY).

Dự phóng kết quả kinh doanh nhóm doanh nghiệp cảng biển



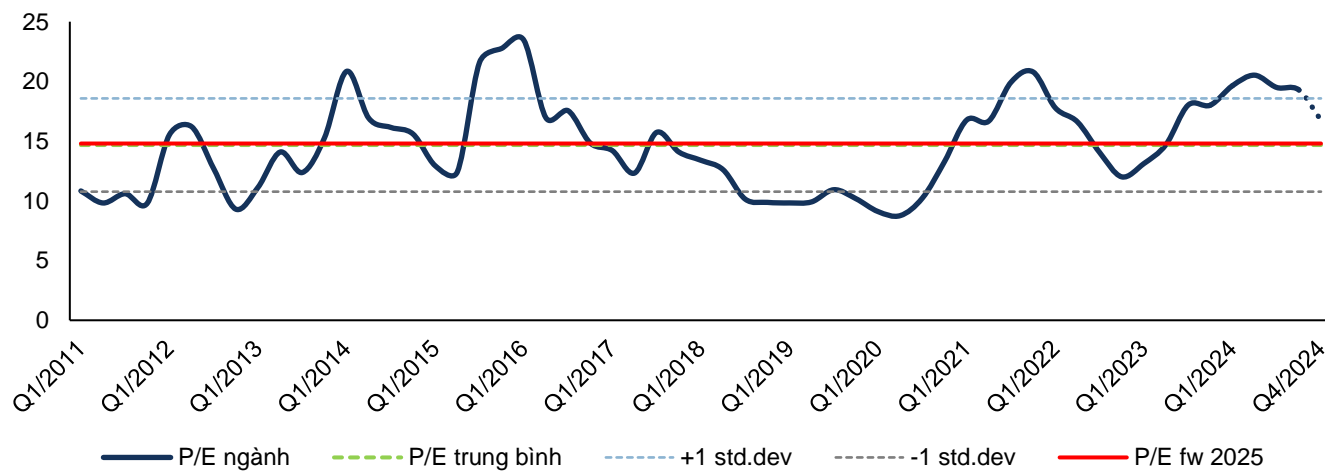
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp niêm yết, FPTs Research

KQKD nhóm doanh nghiệp cảng biển được tổng hợp từ các doanh nghiệp GMD, PHP, VSC, SGP, PDN và CDN.

Lưu ý (*): Lợi nhuận sau thuế 2023 và 2024 đã loại trừ lợi nhuận bất thường.

- Mức P/E forward năm 2025 đạt 14,8x, ngang mức P/E trung bình giai đoạn 2011 – 2024.** Chúng tôi áp dụng hệ số P/E điều chỉnh với nhóm doanh nghiệp cảng biển do các khoản lợi nhuận bất thường gây sai lệch kết quả kinh doanh trong dài hạn. P/E điều chỉnh ngành cảng biển đã được loại trừ lợi nhuận từ việc thoái vốn, bán tài sản và tái cơ cấu nợ vay của các doanh nghiệp trong ngành. P/E trailing 4 quý điều chỉnh của ngành cảng biển đang ở mức 19,3x, cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với mức trung bình giai đoạn 2011 – 2024.

P/E sau điều chỉnh ngành cảng biển

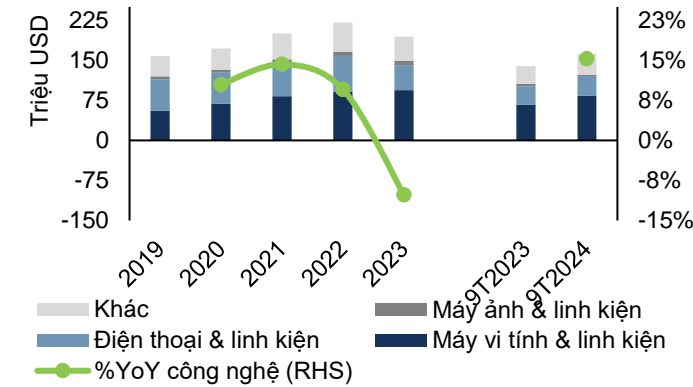


Nguồn: Bloomberg, FPTs Research

III. MẢNG DỊCH VỤ HÀNG HÓA HÀNG KHÔNG

1. Kỳ vọng kim ngạch xuất nhập khẩu bằng đường hàng không năm 2025 tăng cao nhờ gia tăng xuất nhập khẩu thiết bị công nghệ từ nhu cầu gia tăng tại Mỹ và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng

Kim ngạch xuất nhập khẩu bằng đường hàng không

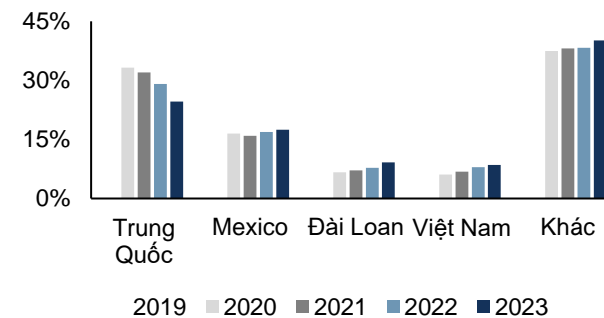


Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, FPTs Research

Tổng giá trị xuất nhập khẩu bằng đường hàng không của Việt Nam trong 9T2024 đã tăng +16,7% YoY. Trong đó, đóng góp lớn nhất đến từ sự phục hồi xuất nhập khẩu của nhóm thiết bị công nghệ (chiếm khoảng 76,8% giá trị) sau giai đoạn sụt giảm vào năm 2023.

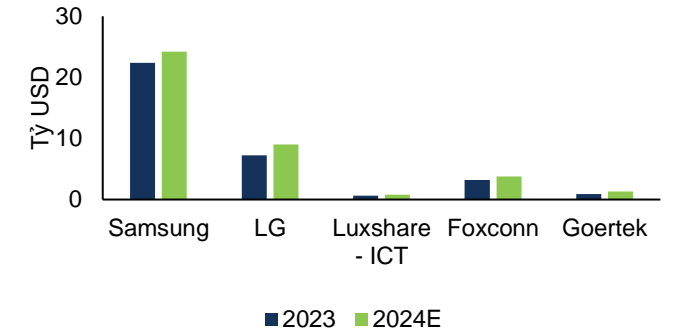
Xét xuất khẩu, kim ngạch xuất khẩu máy tính, điện thoại và linh kiện điện tử của Việt Nam trong 9T2024 đạt 92,4 tỷ USD, tăng trưởng +17,4% YoY. Trong đó, Mỹ là quốc gia đóng góp lớn nhất, đạt 25,3 tỷ USD (chiếm khoảng 53,3% thị phần xuất khẩu), tương đương mức tăng trưởng +40,5% YoY nhờ: (1) Sự phục hồi nhu cầu người tiêu dùng tại Mỹ; (2) Xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng bán dẫn ngoài Trung Quốc, đặc biệt trong bối cảnh căng thẳng Mỹ – Trung chưa có dấu hiệu hạ nhiệt và Trung Quốc hiện vẫn đang là quốc gia xuất khẩu thiết bị điện tử hàng đầu sang Mỹ.

Tỷ trọng nhập khẩu thiết bị điện tử theo quốc gia của Mỹ



Nguồn: U.S International Trade Commission, FPTs Research

Vốn đầu tư của các tập đoàn sản xuất công nghệ nước ngoài tại Việt Nam



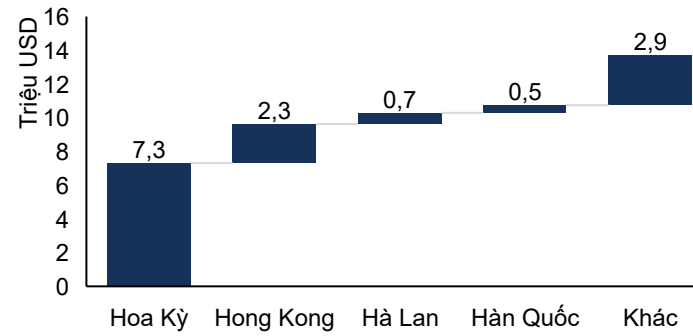
Nguồn: FPTs Research

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này tiếp tục thúc đẩy gia tăng kim ngạch xuất khẩu máy vi tính, điện thoại và linh kiện của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025. Theo World Semiconductor Trade Statistic và Semiconductor Industry Association, thị trường bán dẫn tại Mỹ và APAC được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng +15,4% YoY và +10,4% YoY trong năm 2025, với động lực tăng trưởng chính đến từ sự phát triển của các lĩnh vực công nghệ mới như trí tuệ nhân tạo (AI), xe điện tự hành (A-VE) và Internet vạn vật (IoT).

Mỹ dự kiến sẽ tiếp tục giảm tỷ trọng nhập khẩu linh kiện, chất bán dẫn từ Trung Quốc sau khi tổng thống Joe Biden gia tăng mức thuế nhập khẩu với mặt hàng bán dẫn từ quốc gia này từ 25% lên 50% trong năm 2025. Việt Nam được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ yếu tố này khi là quốc gia đứng thứ 4 trong xuất khẩu thiết bị điện tử sang Mỹ, với thị phần liên tục gia tăng từ 5% – 9%, trong khi thị phần Trung Quốc suy giảm trong giai đoạn 2018 – 2023.

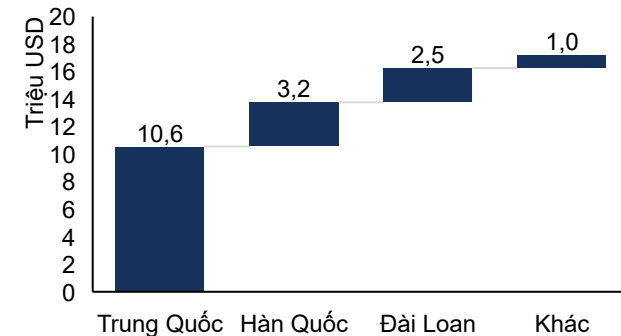
Xét nhập khẩu, nhu cầu nhập khẩu sản phẩm điện tử và linh kiện cũng chủ yếu nhằm phục vụ ngành công nghiệp sản xuất hướng đến xuất khẩu. Các tập đoàn đa quốc gia lớn về công nghệ cũng mở rộng quy mô sản xuất tại Việt Nam trong xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Kim ngạch nhập khẩu máy vi tính, điện thoại và linh kiện 9T2024 đạt 83,8 tỷ USD, tăng trưởng +25,8% YoY.

Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu máy vi tính, điện thoại, linh kiện 9T2024



Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, FPTs Research

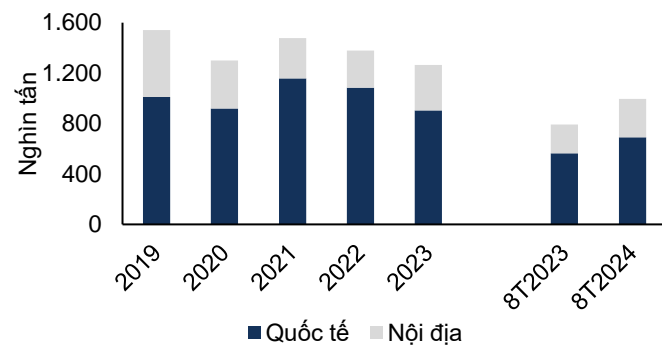
Tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu máy vi tính, điện thoại, linh kiện 9T2024



Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, FPTs Research

2. Sản lượng hàng hóa qua cảng hàng không Việt Nam năm 2025 kỳ vọng tăng +12% YoY nhờ nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường đối tác thương mại hồi phục và sự phát triển của lĩnh vực công nghệ

Sản lượng hàng hóa thông qua 22 cảng hàng không thuộc ACV

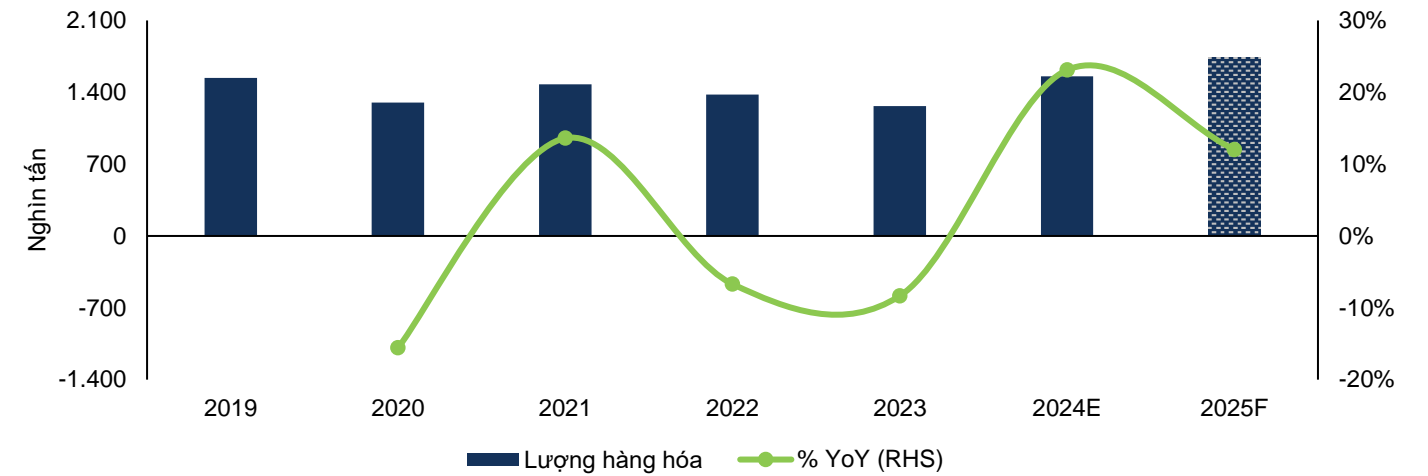


Nguồn: ACV, FPTs Research

ACV hiện đang quản lý 22/23 cảng hàng không nội địa và quốc tế tại Việt Nam, chiếm khoảng 99% thị phần. Sản lượng hàng hóa thông qua các cảng hàng không của ACV trong 8T2024 đã tăng trưởng +25,6% YoY. Trong đó, sản lượng hàng hóa nội địa và quốc tế đạt mức tăng trưởng lần lượt là +32,8% YoY +22,7% YoY nhờ động lực đến từ tăng trưởng kim ngạch xuất nhập khẩu khi nhu cầu chi tiêu phục hồi, đặc biệt là hoạt động thương mại thiết bị công nghệ đến thị trường Mỹ.

Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng hàng không thuộc ACV tiếp tục tăng trưởng, đạt 1,74 triệu tấn (+12% YoY) nhờ triển vọng tích cực từ nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường thương mại lớn của Việt Nam cải thiện. Với mặt hàng vận tải bằng đường hàng không chủ yếu là các sản phẩm công nghệ, nhu cầu xuất nhập khẩu các thiết bị, linh kiện điện tử còn được thúc đẩy bởi: (1) Nhu cầu gia tăng từ sự phát triển các lĩnh vực công nghệ mới (AI, A-VE, IoT) và (2) Các nhà sản xuất tìm kiếm nguồn cung cấp linh kiện khác ngoài Trung Quốc khi Mỹ gia tăng thuế nhập khẩu mặt hàng bán dẫn của Trung Quốc trong năm 2025. Việt Nam dự kiến hưởng lợi khi các tập đoàn sản xuất công nghệ gia tăng nguồn vốn đầu tư, mở rộng quy mô sản xuất tại Việt Nam.

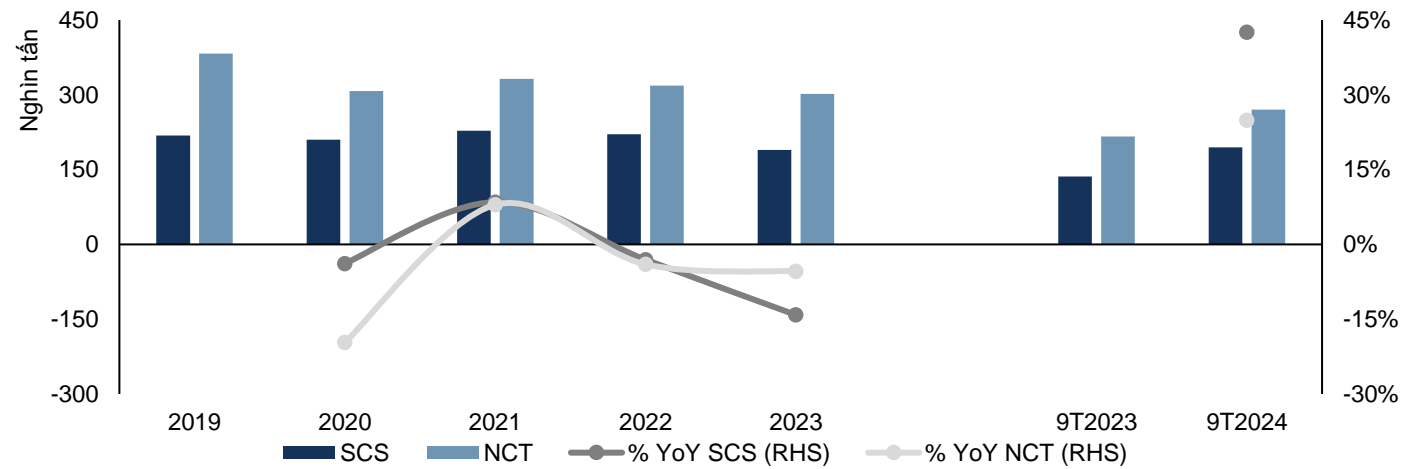
Dự phóng sản lượng hàng hóa thông qua các cảng hàng không thuộc ACV



Nguồn: ACV, FPTs Research

Trong đó, CHKQT Nội Bài (HAN) và CHKQT Tân Sơn Nhất (SGN) được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi lớn nhất. Cụ thể, HAN kỳ vọng sẽ hưởng lợi trực tiếp từ triển vọng xuất nhập khẩu thiết bị công nghệ khi các nhà máy sản xuất của các tập đoàn sản xuất công nghệ lớn (Samsung, LG, Foxconn, Luxshare – ICT, Goertek,...) đều tập trung tại các tỉnh phía Bắc. Với SGN, lượng hàng hóa qua cảng kỳ vọng tăng cao, thúc đẩy bởi việc gia tăng số chuyến bay tại SGN khi dự án nhà ga T3 dự kiến được hoàn thành vào 2025Q2.

Sản lượng hàng hóa phục vụ bởi SCS và NCT *

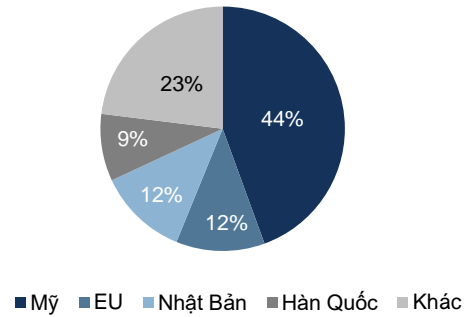


* Tại CHKQT Tân Sơn Nhất: Các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hàng hóa bao gồm SCS và TCS
 Tại CHKQT Nội Bài: Các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hàng hóa bao gồm NCT, ALS và ACSV
 Nguồn: SCS, NCT, FPTs Research

NGÀNH DỆT MAY

Mở rộng thị phần

Thị trường xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam 2024E



Nguồn: GSO

Đến năm 2025, chúng tôi kỳ vọng kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam sẽ ghi nhận sự “bứt phá” nhờ vào tác động kép từ: (1) triển vọng tích cực về nhu cầu tiêu dùng tại các thị trường chính và (2) gia tăng thị phần trong bối cảnh đơn hàng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc. Trong đó, yếu tố chính dẫn dắt sự tăng trưởng của mảng may mặc trong năm 2025 là thị phần tại các thị trường xuất khẩu chính. Cụ thể, khả năng Mỹ, thị trường xuất khẩu may mặc lớn nhất của Việt Nam (44%), áp thuế mới lên hàng may mặc Trung Quốc, thúc đẩy các nhãn hàng tìm kiếm nguồn cung thay thế. Đặc biệt, Q2 và Q3 năm 2025 sẽ là giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ của kim ngạch xuất khẩu may mặc Việt Nam. Nguyên nhân là bởi đây là mùa cao điểm các nhãn hàng nhập khẩu hàng may mặc để chuẩn bị cho mùa mua sắm cuối năm.

Đối với nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết*, biến động về kết quả kinh doanh sẽ cùng pha với tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam. Điểm rơi về doanh thu và lợi nhuận sau thuế của nhóm doanh nghiệp này sẽ là vào Q2 và Q3 năm 2025.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với nhóm doanh nghiệp may mặc nhờ vào triển vọng về kết quả kinh doanh khả quan. Thời điểm đầu tư thích hợp để đầu tư vào nhóm ngành may mặc là trong Q1/2025, khi các doanh nghiệp đã nhận đủ đơn hàng cho Q2 và Q3, dần phản ánh tiềm năng tăng trưởng của nhóm ngành này.

*Nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết gồm có 19 doanh nghiệp: BDG, EVE, GIL, GMC, HSM, HTG, HUG, KMR, M10, MNB, MPT, MSH, NDT, TCM, TDT, TET, TNG, VGG, X20

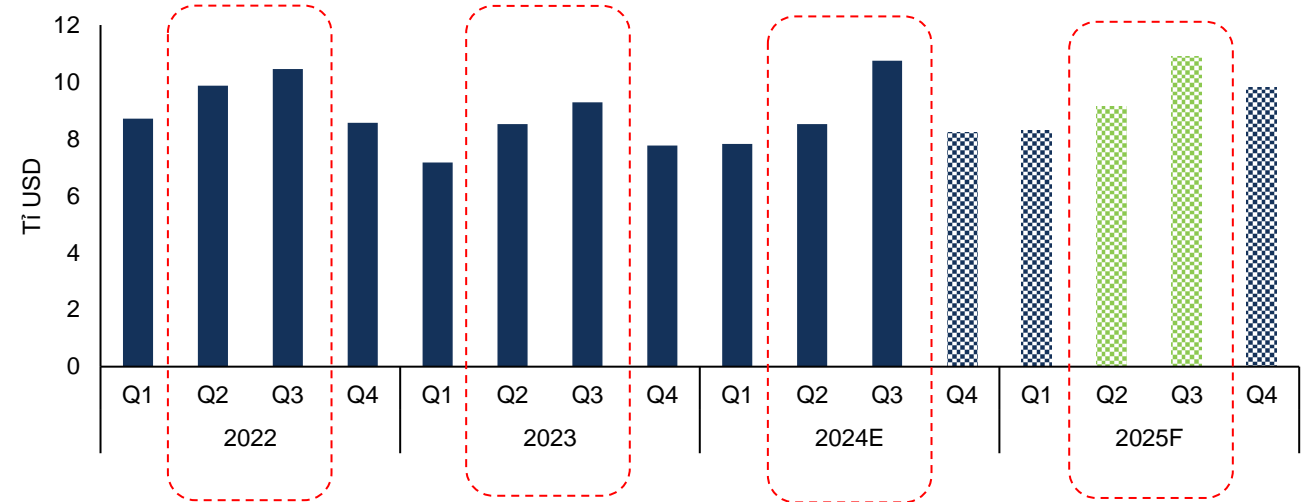
I. TRIỂN VỌNG 2025 TÍCH CỰC NHỜ ĐÓN ĐƠN HÀNG DỊCH CHUYỂN KHỎI TRUNG QUỐC

Chúng tôi kỳ vọng mảng may mặc tại Việt Nam năm 2025 sẽ phục hồi vượt mức đỉnh xuất khẩu may mặc năm 2022 (37,6 tỉ USD), thể hiện ở xuất khẩu may mặc tăng trưởng 8% YoY, đạt ~38,2 tỉ USD, nhờ cầu nhập khẩu may mặc tại các thị trường chính sôi động hơn.

Cụ thể, ở năm 2022, xuất khẩu may mặc của Việt Nam chỉ thực sự tăng trưởng mạnh mẽ ở Q2 và Q3 nhờ cầu tiêu dùng phục hồi mạnh mẽ sau giai đoạn sụt giảm do Covid 19. Trong khi đó, ở Q1/2022, mảng may mặc vẫn đối mặt với khó khăn trong sản xuất do thiếu hụt nguồn lao động (hệ quả của việc cắt giảm công nhân trong thời điểm dịch bệnh). Tại Q4/2022, những lo ngại lạm phát và tồn kho tăng cao tại thị trường lớn đã kìm hãm đà phục hồi ở năm 2022. Những vấn đề nêu trên tại Q4/2022 khiến cho các nhãn hàng hạn chế xuống đơn hàng mới trong năm 2023 để giảm lượng hàng tồn kho dài hạn. Bởi vậy, kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam trong năm 2023 giảm mạnh 13,3%, đạt 33 tỉ USD.

Trong báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích vào mảng may mặc (chiếm khoảng 80% doanh thu toàn ngành dệt may và xơ sợi). Quy mô sản xuất của mảng may mặc Việt Nam đã vượt xa nhu cầu nội địa, thể hiện ở quy mô thị trường nội địa chỉ đạt ~ 10 tỷ USD, tương đương 28% giá trị xuất khẩu may mặc của Việt Nam trong năm 2024. Bởi vậy, chỉ tiêu đại diện cho mảng may mặc sẽ là kim ngạch xuất khẩu. Trong đó, yếu tố dẫn dắt tăng trưởng của kim ngạch xuất khẩu may mặc sẽ là biến động thị phần và nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc tại các thị trường chính, gồm có: Mỹ, EU và Nhật Bản (68% thị phần năm 2024).

Dự phóng KNXK may mặc của Việt Nam



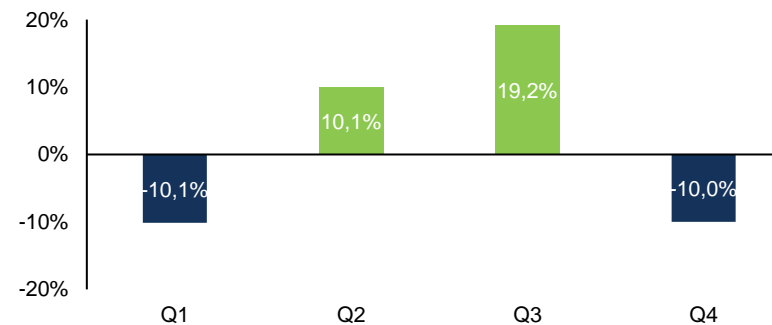
Nguồn: Uncomtrade, FPTs ước tính

Năm 2024, trong bối cảnh yếu tố tiêu dùng phục hồi với tốc độ chậm, mức tăng trưởng của xuất khẩu dệt may Việt Nam đến từ việc giành thêm thị phần tại thị trường Mỹ và mở rộng quy mô xuất khẩu tại các thị trường khác.

Đến năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sự “bứt phá” của xuất khẩu mảng may mặc Việt Nam chủ yếu đến từ việc Việt Nam trở thành nhà cung cấp may mặc thay thế cho Trung Quốc tại 02 thị trường lớn là Mỹ và Nhật Bản (56% thị phần). Ngoài ra, những yếu tố tiêu cực như lo ngại về lạm phát và hàng tồn kho cao đã được kiểm chế. Tại các thị trường chính gồm có: Mỹ, EU và Nhật Bản (68% thị phần), nhu cầu tiêu dùng đều được dự báo cải thiện.

Chi tiết hơn, Mỹ vẫn là thị trường đóng góp lớn nhất vào tăng trưởng của ngành may mặc. Chúng tôi dự phóng xuất khẩu may mặc sang Mỹ sẽ tăng trưởng 12,6% YoY nhờ việc giành thêm thị phần từ Trung Quốc và kỳ vọng sự phục hồi tiêu dùng tại đây. 02 thị trường còn lại, gồm có EU và Nhật Bản giữ đà tăng trưởng, lần lượt 3,5% YoY và 5,8% YoY.

Tăng trưởng KNXK may mặc của Việt Nam (QoQ) giai đoạn 2014 – 2023

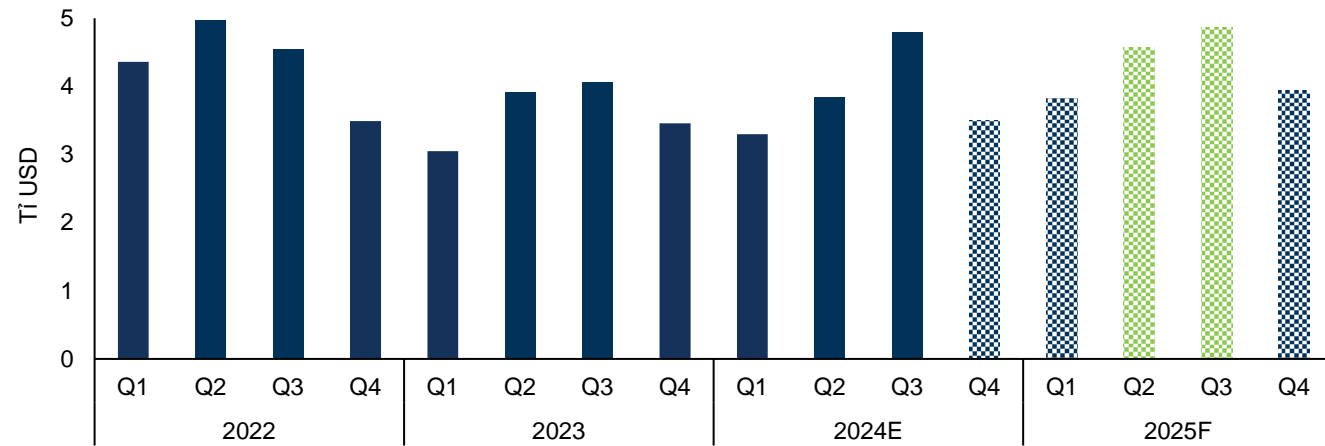


Nguồn: GSO, FPTs ước tính

Ngoài ra, Q2 và Q3 năm 2025 sẽ là mùa cao điểm, các nhãn hàng tích cực nhập khẩu hàng may mặc để chuẩn bị cho mùa mua sắm ở cuối năm. Tính mùa vụ thể hiện rõ ở tăng trưởng QoQ xuất khẩu may mặc của Việt Nam, cụ thể, tăng trưởng của Q2 và Q3 trong giai đoạn 2014 – 2023 trung bình là 10% và 19% QoQ.

1. Làn sóng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc tạo “cú hích” cho xuất khẩu may mặc Việt Nam tại Mỹ

Dự phóng KNXK may mặc của Việt Nam sang Mỹ



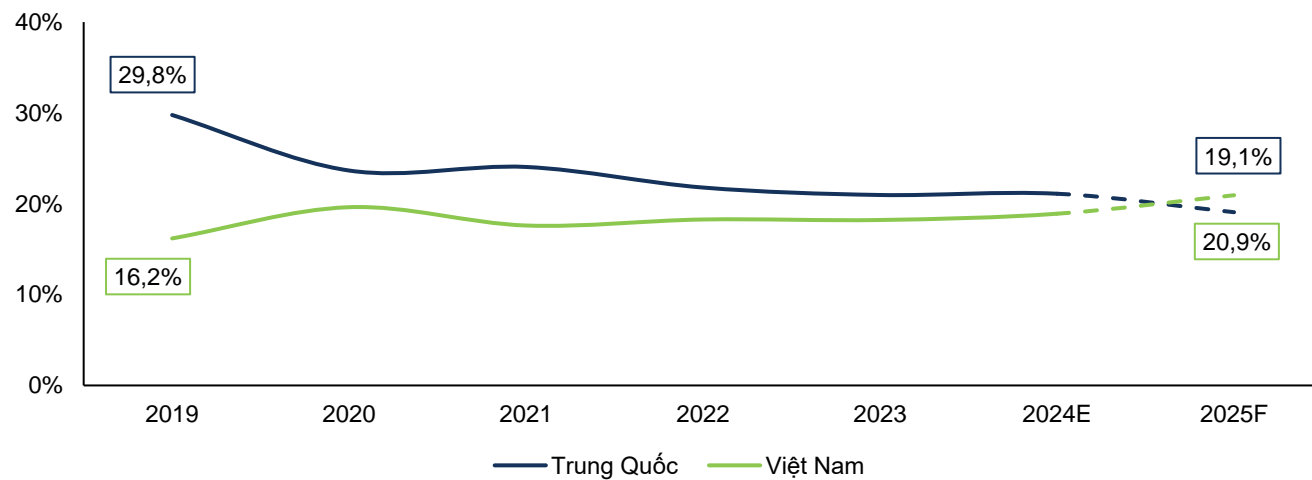
Nguồn: GSO, FPTS ước tính

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang Mỹ trong năm 2025 sẽ tăng trưởng 12,6% YoY, đạt 17,8 tỉ USD, nhờ (1) gia tăng thị phần khi các nhãn hàng tìm kiếm nguồn cung thay thế Trung Quốc; (2) nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc phục hồi đến từ hàng tồn kho các nhãn hàng tại Mỹ giảm đáng kể trong năm 2024 và tiêu dùng cải thiện.

1.1. Thị phần gia tăng nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng ra khỏi Trung Quốc

Yếu tố về thị phần là động lực chính giúp kim ngạch xuất khẩu may mặc sang Mỹ của Việt Nam phục hồi mạnh mẽ trong 9T2024 trong bối cảnh cầu nhập khẩu may mặc giảm nhẹ 2% so với 2023. Cụ thể, Việt Nam được hưởng lợi từ gián đoạn sản xuất do xung đột chính trị tại Bangladesh (9% thị phần xuất khẩu may mặc vào Mỹ).

Dự phóng thị phần xuất khẩu may mặc vào Mỹ



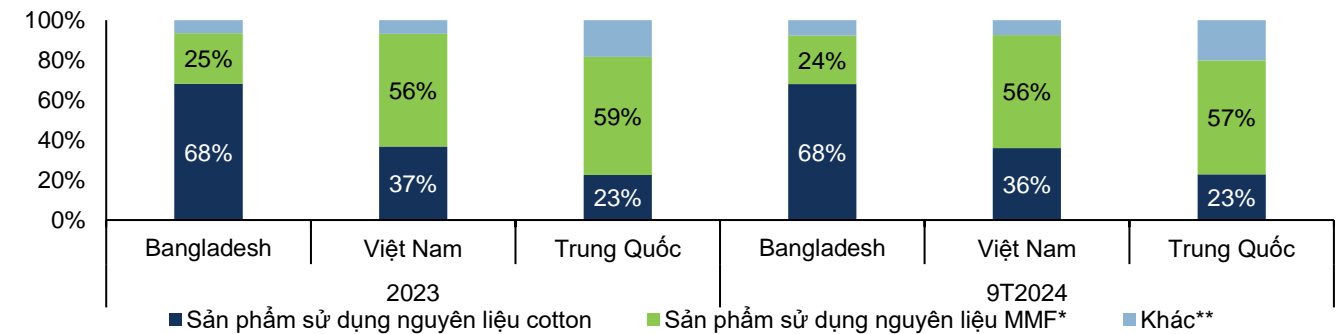
Nguồn: OTEXA, FPTS ước tính

Đến năm 2025, thị phần xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang Mỹ dự phóng tăng 1,9đpt so với năm 2024, đạt 20,9%. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng dịch chuyển đơn hàng may mặc ra khỏi Trung Quốc tại thị trường Mỹ sẽ diễn ra mạnh hơn trong năm 2025. Nguyên nhân đến từ lo ngại về đợt áp thuế mới với sản phẩm may mặc nhập khẩu vào Mỹ từ Trung Quốc dưới thời Tổng thống Mỹ (Donald Trump). Trong tháng 11/2024, ông Trump cho biết sẽ áp dụng thêm 10% thuế cho tất cả hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ từ Trung Quốc. Chúng tôi lưu ý rằng mức thuế nhập khẩu từ năm 2019 đến nay cho các mặt hàng may mặc (HS code: 61 và 62) của Trung Quốc là 7,5%. Bởi vậy, các nhãn hàng may mặc tại Mỹ cần tìm nhà cung cấp thay thế cho Trung Quốc, nổi bật là Bangladesh và Việt Nam. Ngoài ra, các đơn hàng do Trung Quốc sản xuất thường phức tạp hơn, giúp cho các doanh nghiệp may mặc có thể cải thiện được biên lợi nhuận.

Mặc dù, Bangladesh có lợi thế về chi phí sản xuất đến từ nhân công giá rẻ và phần nào tự chủ được nguồn cung vải đầu vào cho sản xuất may mặc, chúng tôi đánh giá Việt Nam sẽ hưởng lợi nhiều hơn từ xu hướng này bởi:

(1) Cơ cấu hàng dệt may xuất khẩu vào Mỹ của Việt Nam tương đồng với Trung Quốc

Cơ cấu hàng may mặc xuất khẩu vào Mỹ



*Sản phẩm sử dụng nguyên liệu MMF: là hàng may mặc sử dụng nguyên liệu sợi nhân tạo

**Khác: Chủ yếu là hàng may mặc làm với nguyên liệu là len hoặc lụa

Nguồn: OTEXA

Việt Nam có lợi thế hơn Bangladesh trong việc bù đắp nguồn cung may mặc từ Trung Quốc do cơ cấu sản phẩm tương đồng. Cụ thể, Việt Nam và Trung Quốc đều tập trung vào xuất khẩu sang Mỹ các sản phẩm may mặc từ sợi MMF (sợi nhân tạo), với tỉ trọng lần lượt là 56% và 57% trong 9T2024. Trong khi Bangladesh chủ yếu xuất khẩu may mặc từ sợi cotton, với tỉ trọng là 68%.

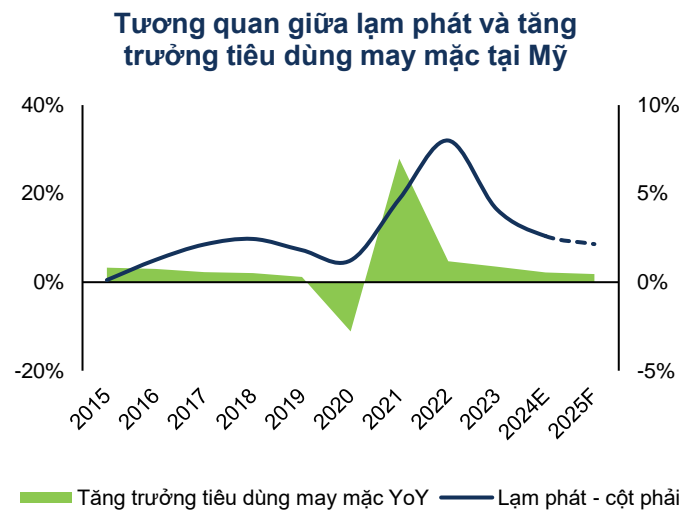
(2) Hoạt động dệt may ổn định nhờ vào:

(i) Tình hình chính trị ổn định hơn tại Việt Nam, ví dụ, trong năm 2024, Bangladesh đã xảy ra xung đột chính trị gây gián đoạn việc sản xuất. Điều này khiến cho thị phần của Bangladesh tại Mỹ trong 9T2024 giảm 0,4đpt còn Việt Nam tăng 0,7đpt.

(ii) Cơ sở hạ tầng và cảng biển của Việt Nam phát triển hơn giúp đảm bảo thời gian giao hàng. Điều này thể hiện ở điểm số Logistics Performance Index (LPI) của World Bank, LPI của Việt Nam và Trung Quốc lần lượt là 3,3 và 3,7, cao hơn nhiều mức 2,6 của Bangladesh.

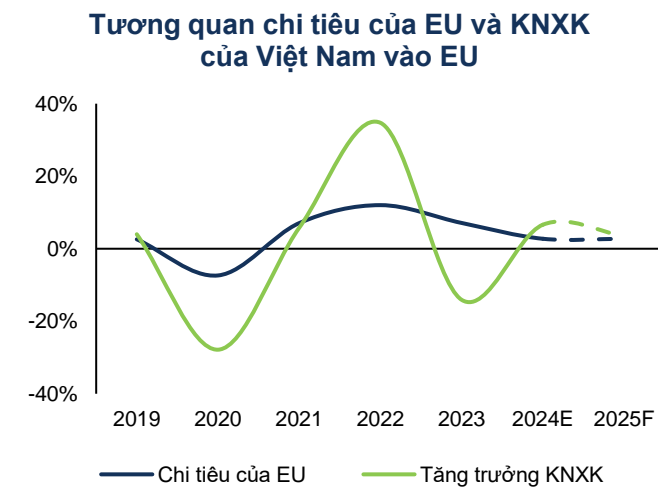
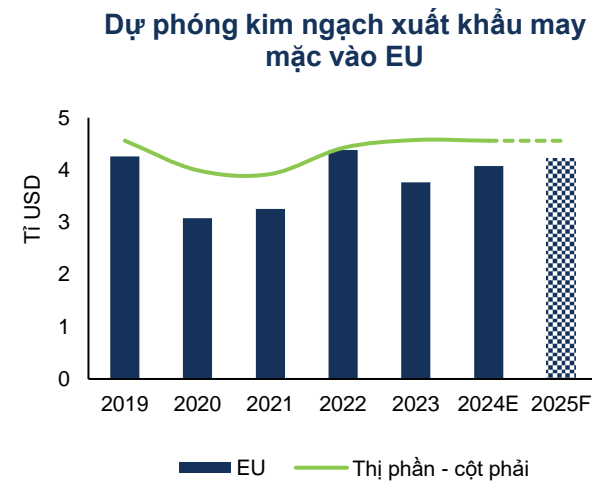
1.2. Nhu cầu nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ phục hồi

Tiêu dùng hàng may mặc của Mỹ năm 2025 kỳ vọng sẽ phục hồi ở mức +1,8% YoY. Nguyên nhân là bởi (i) tỷ lệ lạm phát giảm (dự báo lạm phát tính theo PCE đạt 2,15% trong năm 2025, giảm 0,45đpt YoY – theo Fred); (ii) theo khảo sát của *The Conference Board*, các doanh nghiệp tại Mỹ có kế hoạch tăng lương trung bình 3,9% YoY và (iii) kỳ vọng hàng tồn kho Mỹ giảm 2% sau mùa mua sắm cuối năm 2024 (cao hơn 7% so với giai đoạn 2017 – 2019).



Nguồn: BEA, FPTS ước tính

2. Động lực tăng trưởng xuất khẩu vào EU đến từ đà phục hồi tiêu dùng



Nguồn: Eurostat, FPTS ước tính

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang EU trong năm 2025 sẽ tăng trưởng chậm lại 3,5% YoY, đạt 4,2 tỉ USD, bởi:

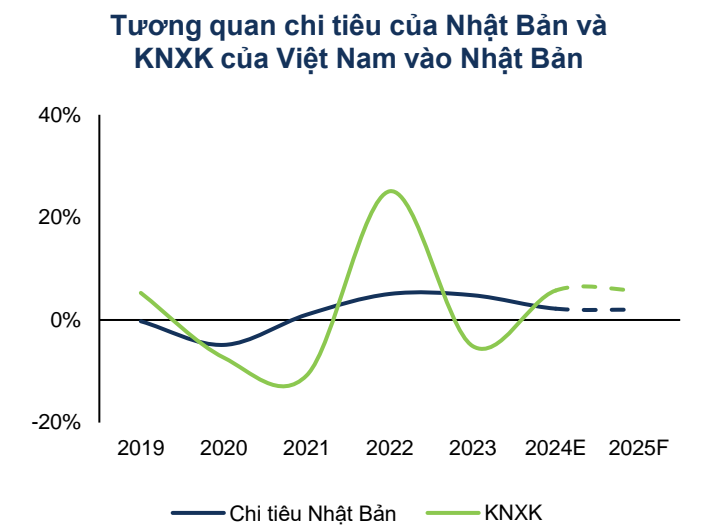
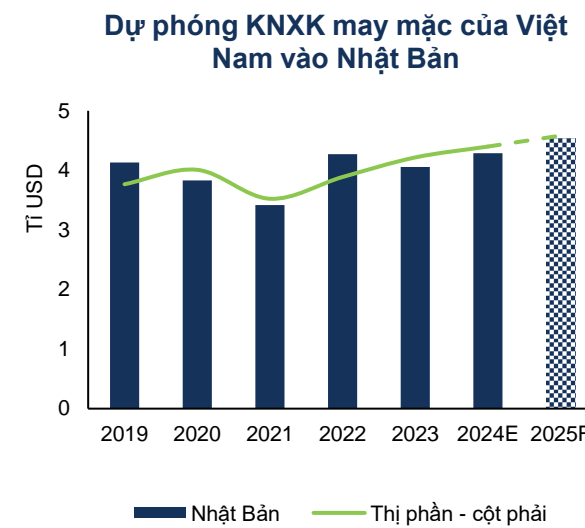
(1) Tiêu dùng tại đây tiếp đà phục hồi của năm 2024, tăng 2,7% YoY, trong bối cảnh thu nhập thực của người dân và lạm phát tại đây được cải thiện – theo *Goldman Sachs*.

(2) Thị phần tại EU giữ nguyên mức 4,6% do chưa tận dụng được hiệp định thương mại EVFTA, để cạnh tranh về giá với Bangladesh (20% thị phần tại EU 9T2024). Cụ thể, hiện nay, Việt Nam phải nhập khẩu ~60% nhu cầu vải nội địa, trong khi đó EVFTA có quy tắc xuất xứ “vải trở đi”. Điều này cản trở các doanh nghiệp Việt Nam hưởng ưu đãi thuế khi xuất khẩu sang thị trường này.

3. Việt Nam tiếp tục gia tăng thị phần xuất khẩu tại Nhật Bản nhờ duy trì lợi thế từ hiệp định RCEP trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng tích cực

Chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam sang Nhật Bản trong năm 2025 sẽ đạt 4,54 tỷ USD, tăng 5,8% so với cùng kỳ năm trước. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ việc gia tăng thị phần lên 18,3% (+0,7 điểm phần trăm), tương đương với mức tăng của năm 2024. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng này giảm dần so với các năm trước, khi thị phần tăng 1,5 đpt vào năm 2023 và 1,3 đpt vào năm 2022 (thời điểm hiệp định RCEP có hiệu lực). Nguyên nhân là bởi (1) Việt Nam duy trì lợi thế từ hiệp định RCEP giúp Việt Nam giảm giá xuất khẩu may mặc vào Nhật Bản và (2) chi phí nhân công của Trung Quốc đã tăng cao làm hàng may mặc xuất khẩu kém cạnh tranh.

Bên cạnh đó, nhu cầu nhập khẩu may mặc được thúc đẩy bởi tiêu dùng trong nước được dự báo tích cực hơn, đến từ (1) chính phủ Nhật Bản đã thông qua gói hỗ trợ tiêu dùng trong nước trị giá 39 nghìn tỉ Yên và (2) các công ty Nhật Bản có kế hoạch tăng lương trong năm 2025. Cụ thể, theo khảo sát của Reuters, hơn 50% công ty tham gia khảo sát có dự định tăng lương từ mức 3% trở lên.



Nguồn: Japan Customs Fred, FPTS ước tính

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

1. Dự phóng kết quả kinh doanh mảng may mặc 2025F

Năm 2025, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết dựa trên giả định: (1) nhu cầu nhập khẩu may mặc tại các thị trường chính sôi động hơn; (2) Việt Nam cải thiện về thị phần xuất khẩu may mặc vào thị trường Mỹ và Nhật Bản. Cụ thể,

Doanh thu thuần của nhóm doanh nghiệp may mặc dự phóng đạt ~53 nghìn tỉ đồng (+ 6,6% YoY). Động lực đến tăng trưởng nhu cầu hàng may mặc tại các thị trường xuất khẩu chính.

Lợi nhuận gộp ghi nhận đạt ~7,8 nghìn tỉ đồng, tương ứng mức biên lợi nhuận gộp là 14,7%, cải thiện 0,9đpt so với năm 2024; đến từ: (1) nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc phục hồi giúp cải thiện đơn giá của đơn hàng xuất khẩu; (2) xu hướng sản xuất sản phẩm giá trị gia tăng cao hơn giúp tăng khả năng sinh lời và khả năng cạnh tranh.

Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh 13,5% YoY, đạt ~2,1 nghìn tỉ đồng, tuy nhiên vẫn thấp hơn 16% mức lợi nhuận sau thuế tại đỉnh năm 2022 (2,4 nghìn tỉ đồng). Biên lợi nhuận dần hồi phục từ mức đáy của năm 2023 dựa vào giả định: (1) hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực hơn; (2) tỉ trọng chi phí lãi vay giảm nhờ mức lãi cho vay của USD và VND giảm nhẹ so với năm 2023.

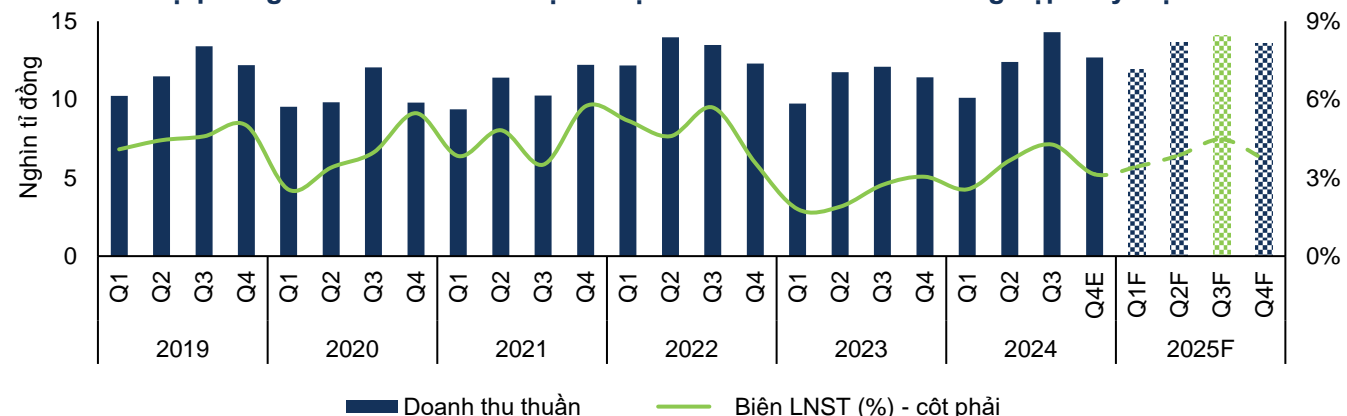
Dự phóng kết quả kinh doanh nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết

Đơn vị: Tỉ đồng	2024E	2025F	%YoY	Giả định
Doanh thu	49.931	53.784	7,7%	KNXK may mặc Việt Nam tăng trưởng 6,1% YoY.
Lợi nhuận gộp	6.858	7.895	15,1%	
% Doanh thu	13,8%	14,7%	+1,1đpt	Đơn giá xuất khẩu cải thiện
Chi phí lãi vay	585	599	+2,4%	Nợ vay và lãi suất cho vay đi ngang so với năm 2024
Chi phí bán hàng và quản lý DN	4.603	5.203	11,4%	
% Doanh thu	9,3%	9,7%	+0,4đpt	Trung bình 5 năm quá khứ
Lợi nhuận sau thuế	1.724	2.093	21,4%	

Nguồn: FPT S ước tính

Điểm rơi lợi nhuận sau thuế của ngành sẽ ở Q2 và Q3/2025, cùng pha với kim ngạch xuất khẩu may mặc của Việt Nam. Đây là thời điểm chúng tôi kỳ vọng cầu nhập khẩu của các thị trường sẽ tăng trưởng tốt nhất trong năm, nổi bật là thị trường Mỹ, do đây là khoảng thời gian cao điểm của nhập khẩu may mặc tại đây để chuẩn bị cho mùa mua sắm cuối năm 2025.

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận sau thuế nhóm doanh nghiệp may mặc



Nguồn: FPT S ước tính

2. Định giá PE của nhóm doanh nghiệp may mặc niêm yết

Định giá theo P/E của nhóm doanh nghiệp may mặc đang cao hơn trung bình quá khứ. Tại mức giá đóng cửa ngày 19/11/2024, P/E trailing của nhóm doanh nghiệp may mặc là 12,8, cao hơn 21% so với mức P/E trung bình từ năm 2020 tới nay, là 10,7. Tuy vậy, mức P/E này đã giảm đáng kể từ nửa cuối năm 2024 nhờ vào kết quả kinh doanh tích cực của nhóm ngành may mặc.

Định giá P/E của nhóm doanh nghiệp này sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2025 bởi triển vọng kinh doanh khả quan nhờ xuất khẩu may mặc vào các nhóm thị trường chính sôi động hơn. Cụ thể, với kỳ vọng doanh thu đạt ~53 nghìn tỉ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt ~ 2,1 nghìn tỉ đồng, chúng tôi dự phóng P/E forward của nhóm ngành may mặc sẽ đạt 10,4; giảm xuống dưới mức trung bình 5 năm gần đây (thấp hơn 3%).

Định giá PE nhóm ngành may mặc niêm yết



Nguồn: Bloomberg, FPT S ước tính

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với nhóm doanh nghiệp may mặc nhờ vào triển vọng về kết quả kinh doanh khả quan và mức định giá PE hấp dẫn dưới trung bình 5 năm gần nhất. Trong đó, 02 yếu tố thúc đẩy sự tăng trưởng quan trọng nhất là (1) xu hướng dịch chuyển đơn hàng may mặc từ Trung Quốc về Việt Nam; và (2) nhu cầu tiêu dùng hàng may mặc tại nhóm thị trường chính, gồm có: Mỹ, EU và Nhật Bản tiếp đà phục hồi. Thời điểm đầu tư thích hợp để đầu tư vào nhóm ngành may mặc là trong Q1/2025, khi các doanh nghiệp đã nhận đủ đơn hàng cho Q2 và Q3, dần phản ánh tiềm năng tăng trưởng của nhóm ngành này.

▶ NGÀNH CHẾ BIẾN GỖ

Thuận buồm xuôi gió

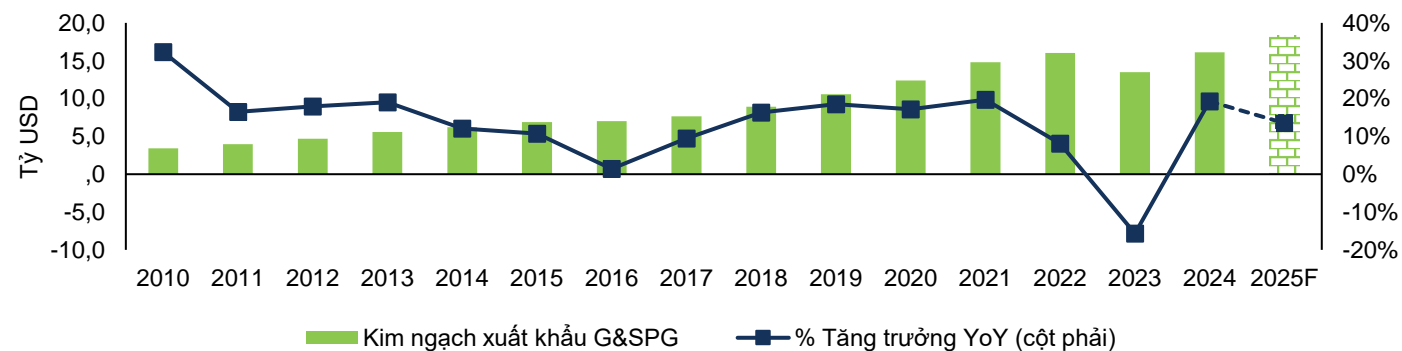
Kim ngạch xuất khẩu gỗ & sản phẩm gỗ (từ đây viết tắt là G&SPG) của ngành trong năm 2025 dự báo đạt 18,3 tỷ USD (+14% YoY). Động lực tăng trưởng đến từ hai yếu tố, bao gồm (1) xu hướng nới lỏng chính sách tiền tệ trên thế giới khi lạm phát đang được kiểm soát tốt & (2) xu hướng dịch chuyển đơn hàng gia công gỗ từ Trung Quốc sang Việt Nam dự báo diễn ra mạnh mẽ dưới tác động của chính sách Trump Trade 2.0. Điểm rơi tăng trưởng kim ngạch của ngành dự báo là Q2 và Q3/2025 từ kỳ vọng chính phủ Mỹ sẽ bắt đầu áp thuế cao với Trung Quốc từ cuối Q1/2025 cùng xu hướng tăng đơn đặt hàng trong Q3/2025 để phục vụ mùa mua sắm Q4/2025. Với mức P/E forward năm 2025 là 10,1 lần; thấp hơn trung bình GĐ 2018-2024, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ngành chế biến gỗ xuất khẩu. Trong đó, thời gian nắm giữ kỳ vọng cho hiệu quả đầu tư tốt nhất là Q2 & Q3/2025 trùng với điểm rơi tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của ngành.

I. TRIỂN VỌNG 2025 – THUẬN BUỒM XUÔI GIÓ

1. Số lượng đơn đặt hàng gia công dự báo tăng trưởng trong năm 2025 từ xu hướng lạm phát giảm cùng xu hướng chính sách tiền tệ nới lỏng tại các thị trường xuất khẩu

Kim ngạch ngành xuất khẩu G&SPG của Việt Nam năm 2024 ước đạt 16,1 tỷ USD; đạt 92,5% KH2024 tăng trưởng 19,3% YoY so với mức giảm 15,7% TH2023 từ sức mua hồi phục và lượng hàng đồ gỗ tồn kho giảm nhanh tại các thị trường xuất khẩu. Nhóm 5 thị trường lớn nhất của ngành tiếp tục là Mỹ, Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc và EU; chiếm tổng tỷ trọng 87,5% tổng kim ngạch xuất khẩu G&SPG năm 2024. Sản phẩm đồ gỗ nội thất (HS Code 94) là chủ lực với tỷ trọng 68,4% tổng kim ngạch xuất khẩu và giá trị 11,0 tỷ USD (+19,6% YoY).

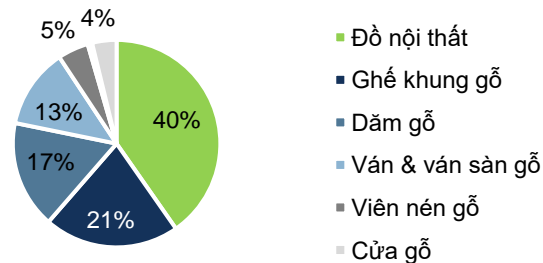
Kim ngạch xuất khẩu G&SPG năm 2025 dự báo cao nhất kể từ năm 2010 đến nay



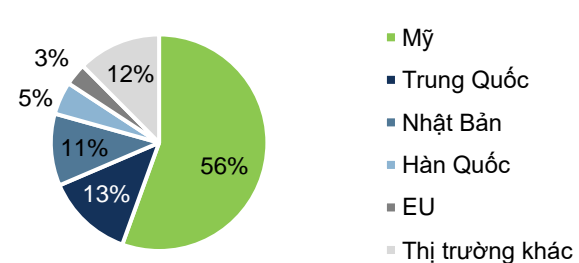
Nguồn: Tổng cục hải quan & FPTs Research

Chúng tôi dự phóng kim ngạch xuất khẩu G&SPG toàn ngành năm 2025 ở mức 18,3 tỷ USD; tăng trưởng 13,5% so với mức ước tính thực hiện của năm 2024. Với tỷ trọng 68,4% trong tổng kim ngạch xuất khẩu của ngành, nhóm hàng sản phẩm đồ gỗ nội ngoại thất là động lực tăng trưởng của ngành trong năm 2025.

Sản phẩm gỗ chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu kim ngạch xuất khẩu toàn ngành



Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất với tỷ trọng 55,5%; tăng thêm 1,8 đpt so với TH2023

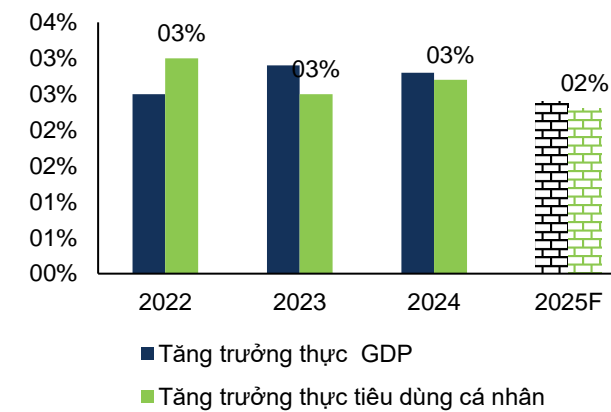


Nguồn: Tổng cục hải quan & FPTs Research

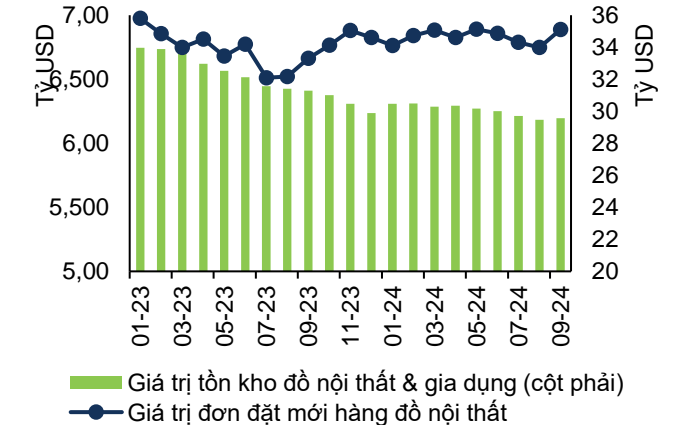
1.1. Triển vọng thị trường Mỹ (90% kim ngạch xuất khẩu đi Mỹ của ngành là đồ gỗ HS9401 & 9403)

Với tỷ trọng chiếm gần 60% tổng kim ngạch xuất khẩu toàn ngành, thị trường Mỹ đóng vai trò trọng yếu. Trong năm 2025, theo OECD, kinh tế Mỹ dự báo tăng trưởng 2,4%. Trong đó, tăng trưởng chi tiêu cá nhân & hộ gia đình kỳ vọng đạt 2,3%. Các mức tăng trưởng này giảm tốc khi thấp hơn 0,4 đpt so với TH2024. Động lực tăng trưởng tới từ chính sách tiền tệ nới lỏng khi tỷ lệ lạm phát đang tiếp tục giảm về mức mục tiêu của FED là 2,0%.

Dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ năm 2025 theo OECD



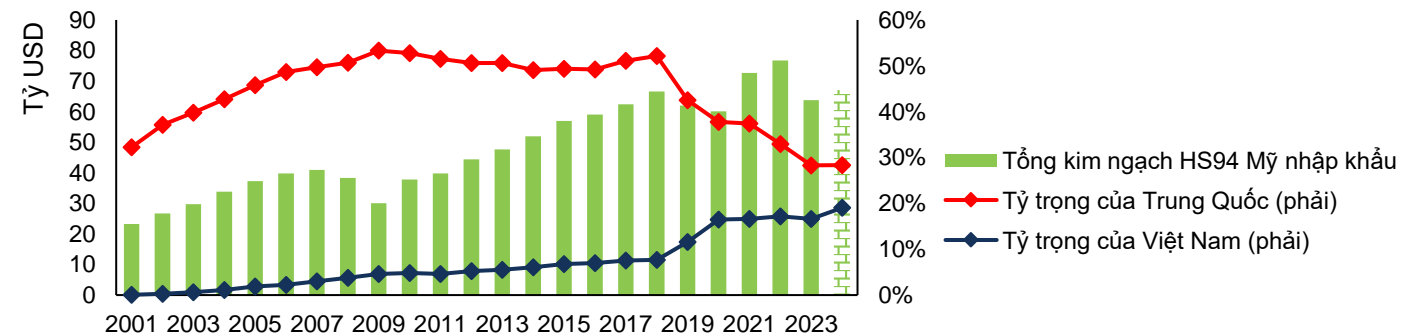
Tồn kho đồ nội thất giảm kích thích các nhà bán lẻ tại Mỹ đặt thêm đơn hàng mới



Nguồn: OECD, US Census & FPTs Research

Cùng với nhu cầu chi tiêu dự báo tăng cùng với thu nhập khả dụng, nguồn cung sản phẩm gỗ sẵn có tại thị trường Mỹ đang liên tục giảm qua các tháng. Điều này kích thích các nhà bán lẻ tại thị trường này đẩy mạnh đặt hàng gia công đồ gỗ với các doanh nghiệp chế biến Việt Nam. Yếu tố thứ hai giúp ngành gỗ Việt Nam dự báo có tăng trưởng mạnh về kim ngạch xuất khẩu G&SPG đi Mỹ đến từ xu hướng chuyển dịch mạnh mẽ các đơn đặt hàng sản phẩm gỗ từ trung Quốc sang Việt Nam nhờ tác động từ chủ trương áp thuế nhập khẩu cao đối với Trung Quốc và Mexico của chính phủ Mỹ thời Trump 2.0. Việt nam và Trung Quốc là hai quốc gia xuất khẩu đồ gỗ nội thất lớn nhất vào Mỹ với tỷ trọng lần lượt là 41% và 16% trong tổng kim ngạch 20,8 tỷ USD (+7,0% YoY) Mỹ nhập khẩu (số liệu năm 2024). Xét trong quá khứ, chiến tranh Mỹ – trung bắt đầu từ năm 2018 đã mở ra làn sóng chuyển dịch và ngành chế biến gỗ xuất khẩu của Việt Nam hưởng lợi khi số lượng đơn hàng từ Mỹ tăng mạnh.

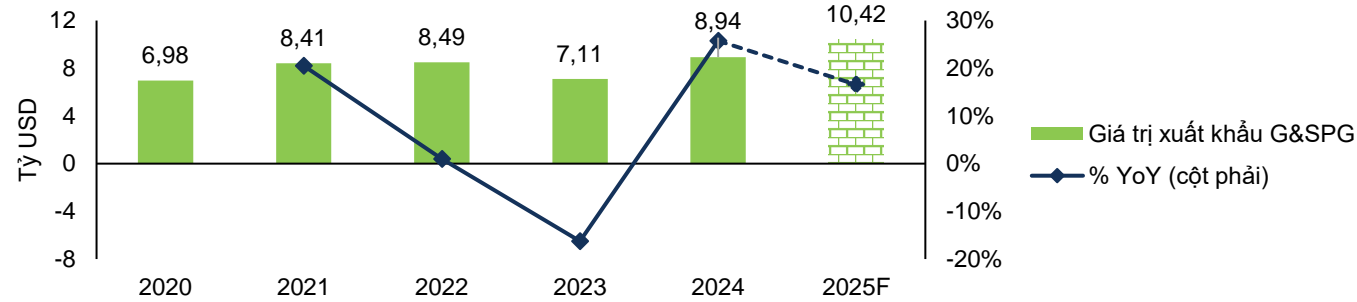
Thay đổi về tỷ trọng của Việt Nam và Trung Quốc trong tổng kim ngạch nhập khẩu nhóm mặt hàng HS94 của Mỹ trong giai đoạn 2001 – 2024



Nguồn: USITC & FPTs Research

Chúng tôi dự phóng kim ngạch xuất khẩu G&SPG đi thị trường Mỹ năm 2025 sẽ đạt 10,4 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ ở mức 16,6% so với tăng trưởng thực hiện năm 2024 là 25,2%. Tỷ trọng trong tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam dự báo ở mức 57%; tăng thêm 1,5 đpt so với TH2024.

Kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam đi thị trường Mỹ



Nguồn: Tổng cục Hải quan & FPT Research

1.2. Triển vọng thị trường EU (gần 80% kim ngạch xuất khẩu của ngành đi EU là hàng đồ gỗ HS94)

Mặc dù chỉ là thị trường lớn thứ 5 nếu xét kim ngạch xuất khẩu G&SPG hàng năm của Việt Nam, EU là thị trường lớn thứ 2 chỉ sau Mỹ nếu xét riêng giá trị xuất khẩu mặt hàng đồ gỗ HS94.

Theo báo cáo triển vọng kinh tế năm 2025 của OECD, kinh tế EU kỳ vọng tăng tốc với tốc độ tăng trưởng thực GDP và tăng trưởng chi tiêu cá nhân hộ gia đình dự báo ở mức 1,3%. Tương tự như Mỹ, lạm phát được kiểm soát và trong xu hướng giảm cùng với chính sách tiền tệ nới lỏng hơn giúp gia tăng thu nhập khả dụng, từ đó kích thích nhu cầu tiêu dùng mạnh mẽ hơn trong năm 2025 nếu so với năm 2024. **Chúng tôi dự phóng kim ngạch xuất khẩu đi thị trường EU trong năm 2025 là 640 nghìn USD (+20,1% YoY).**

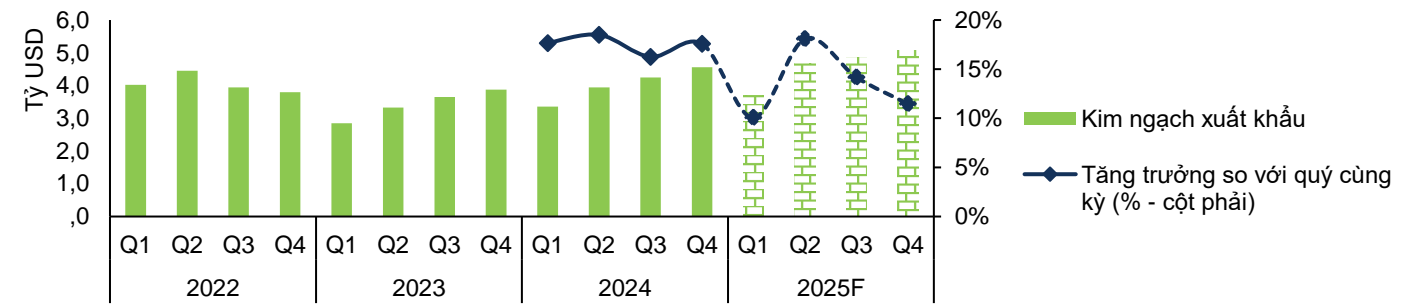
1.3. Triển vọng các thị trường Trung Quốc, Nhật Bản & Hàn Quốc (trên 70% hoặc thậm chí 98% (với Trung Quốc) kim ngạch xuất khẩu của ngành đi các thị trường này là mặt hàng gỗ & nguyên liệu gỗ)

OECD dự báo tốc độ tăng trưởng thực GDP năm 2025 sẽ giảm tốc đối với Trung Quốc trong khi tăng tốc đối với Nhật Bản và Hàn Quốc. Đối với thị trường Trung Quốc, nhu cầu đối với gỗ nguyên liệu Việt Nam dự báo tăng trưởng chậm lại trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế dự báo ở mức 4,7% so với 4,9% thực hiện năm 2024 và kịch bản Mỹ áp thuế nhập khẩu cao. Chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu sẽ ở mức 2,3 tỷ USD; tăng trưởng 7,1%; thấp hơn đáng kể so với tốc độ tăng 12,9% cùng kỳ trước đó.

Đối với thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc, kim ngạch xuất khẩu dự phóng đạt lần lượt là 2,0 tỷ USD (+16,0% YoY) và 0,9 tỷ USD (+15,7% YoY). OECD dự báo chi tiêu cá nhân hộ gia đình tăng mạnh lần lượt 1,8% và 2,5% so với mức tăng trưởng cùng kỳ là -0,1% và 1,2%.

Tổng hợp lại, chúng tôi nhận định năm 2025 là một năm tích cực của ngành chế biến gỗ xuất khẩu với kim ngạch cả năm dự phóng đạt 18,3 tỷ USD (+13,5% YoY) và tương đương mức 91,5% kế hoạch kim ngạch 20 tỷ theo Đề án phát triển ngành tại QĐ số 327/QĐ-TTg. Điểm rơi tăng trưởng về kim ngạch xuất khẩu dự kiến trong Q2 và Q3/2025 dưới kịch bản các chính sách áp thuế của Mỹ với Trung Quốc được triển khai trong thời gian này cùng với xu hướng gia tăng đơn đặt hàng để chuẩn bị cho mùa mua sắm cuối năm.

Dự phóng kim ngạch xuất khẩu G&SPG theo quý trong năm 2025



Nguồn: Tổng cục Hải quan & FPT Research

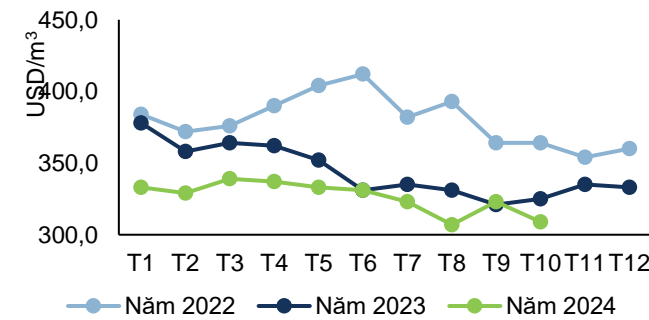
2. Giá gỗ nguyên liệu dự báo tăng 4,1% YoY năm 2025 từ nhu cầu gỗ toàn cầu hồi phục

Do ngành chủ yếu xuất FOB với các đơn đặt hàng chế biến gỗ, biến động từ giá cước vận tải có tác động không lớn tới lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Yếu tố chính có tác động tới chi phí sản xuất chế biến sản phẩm gỗ của các doanh nghiệp là chi phí gỗ nguyên liệu đầu vào bao gồm cả thu mua nội địa và từ nhập khẩu.

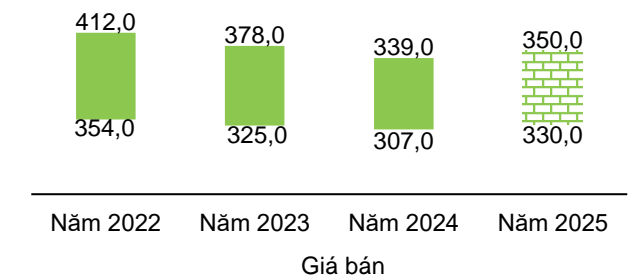
Đối với nguồn gỗ nội địa, chúng tôi kỳ vọng giá bán sẽ ít có biến động trong năm 2025 khi nguồn cung gỗ từ rừng trồng tương đối ổn định qua các năm với các chủng loại được sử dụng chính là keo, trầm, xoan và cao su. So với quá khứ, hiện nay diện tích rừng trồng đạt chuẩn FSC tại Việt Nam để đáp ứng yêu cầu của châu Âu và Mỹ đã đạt khoảng 300 nghìn ha; tương đương khoảng 65% tổng diện tích rừng trồng trong nước.

Đối với nguồn gỗ nhập khẩu, các doanh nghiệp trong nước có nhu cầu nhập khẩu gỗ nguyên liệu chủ yếu do tính đa dạng của nguồn gỗ nội địa chưa cao, đặc biệt là các loại gỗ ưa thích sử dụng chỉ định tại các đơn đặt hàng từ châu Âu và Mỹ như gỗ thông, tần bì, dương và gỗ sồi. Cho năm 2025, chúng tôi dự báo giá gỗ nguyên liệu dao động từ 330 – 350 USD/m³; tăng trưởng trung bình khoảng 4,1% so với năm 2024 nhưng vẫn thấp hơn đơn giá trung bình gỗ nguyên liệu nhập khẩu trong năm 2023.

Đơn giá trung bình 1 m³ gỗ nhập khẩu trong năm 2024 thấp hơn so với cùng kỳ



Giá trị trung bình 1 tấn gỗ nguyên liệu nhập khẩu trong năm 2025 dự báo tăng 4,1% YoY



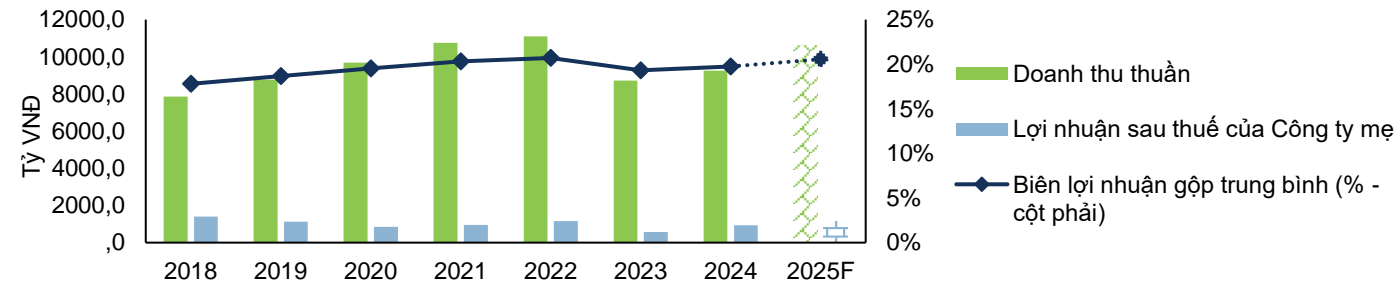
Nguồn: Tổng cục Hải quan & FPT Research

II. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với ngành chế biến gỗ Việt Nam, đặc biệt là nhóm doanh nghiệp chế biến đồ gỗ nội ngoại thất xuất khẩu đi các thị trường Mỹ và EU.

Tổng lợi nhuận sau thuế (LNST) công ty mẹ năm 2025 của nhóm doanh nghiệp niêm yết đại diện cho ngành (bao gồm PTB, SAV, NHT, GDT và VIF) dự báo đạt 1.149 tỷ đồng (+22,3% YoY). Tổng doanh thu thuần nhóm doanh nghiệp năm 2025 dự báo đạt 10.584 tỷ đồng (+14,4% YoY). Số lượng đơn đặt hàng chế biến gỗ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025 và đơn giá trung bình cải thiện từ tỷ trọng mặt hàng HS94 trong tổng kim ngạch xuất khẩu tăng. Biên lợi nhuận gộp trung bình nhóm doanh nghiệp dự báo đạt 20,6%; tăng 0,9 đpt so với TH2024.

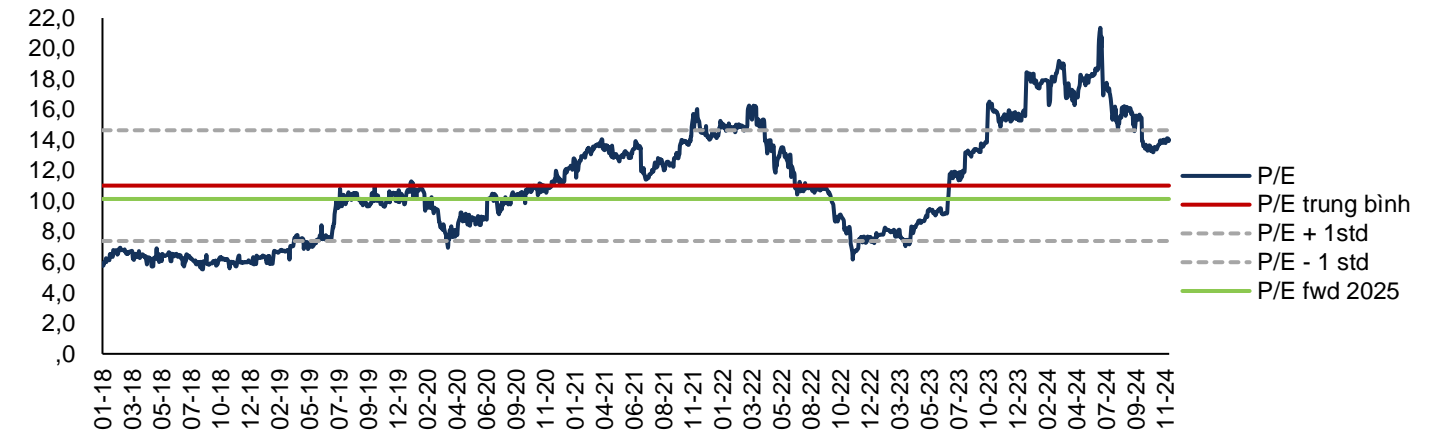
Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 nhóm doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: FPT S Research

Mức định giá P/E forward năm 2025 của nhóm doanh nghiệp niêm yết ở mức 10,1 lần; thấp hơn mức định giá P/E trung bình giai đoạn 2018 – 2024.

P/E nhóm 5 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2018 – 2024



Nguồn: Bloomberg & FPT S Research

HỒI PHỤC NIỀM TIN TIÊU DÙNG

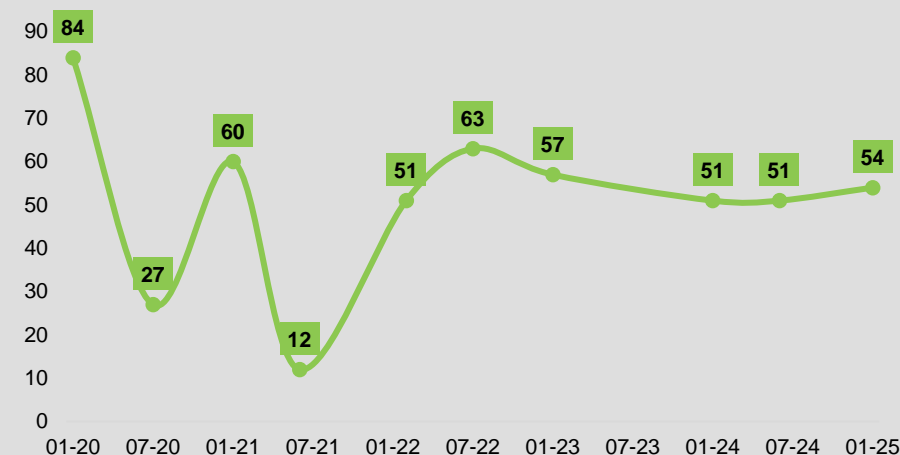
Ngành Bán lẻ
Ngành Mía đường
Ngành Dược phẩm

Năm 2024, chúng tôi nhận thấy mức độ tăng trưởng của ngành tiêu dùng đã giảm tốc, với tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng năm 2024 đạt 6.390,1 nghìn tỷ đồng (+9,0% YoY), thấp hơn so với mức tăng trưởng trong năm 2023 (+9,4% YoY) cũng như giai đoạn trước Covid-19 (CAGR = +11,0%/năm giai đoạn 2013-2019). Nếu loại trừ yếu tố về giá, sản lượng bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng chỉ tăng +5,9% YoY, thấp hơn so với mức tăng trưởng trong năm 2023 ~ +6,8% YoY. Điều này bị ảnh hưởng bởi tâm lý chi tiêu của người tiêu dùng đã trở nên thận trọng hơn trong năm 2024.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ của Việt Nam (2010-2024)



Chỉ số niềm tin người tiêu dùng (2020-2025)



Nguồn: Tổng cục Thống kê, Infocus Mekong Research, FPTIS tổng hợp

Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng doanh thu bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng của Việt Nam sẽ tăng trưởng trở lại trên mức 10% như giai đoạn trước Covid-19 khi tâm lý người tiêu dùng được củng cố hơn. Trong đó, chúng tôi nhận định ngành bán lẻ sẽ hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu tiêu dùng quay về quỹ đạo tăng trưởng, với doanh thu các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết ước tính tăng trưởng +12,2% YoY. Bên cạnh đó, xu hướng tiêu dùng cũng sẽ ảnh hưởng tích cực đến ngành mía đường và dược phẩm. Cụ thể, già hóa dân số và thu nhập người lao động gia tăng giúp thúc đẩy chi tiêu cho ngành dược phẩm, với doanh thu các doanh nghiệp niêm yết dự báo tăng trưởng +7,0% YoY. Trong khi đó, tăng trưởng nhu cầu sử dụng đường bình quân đầu người giúp thúc đẩy tiêu thụ cho ngành mía đường, với sản lượng tiêu thụ dự báo tăng trưởng +3,7% YoY. Do đó, chúng tôi lựa chọn 3 nhóm ngành **BÁN LẺ**, **MÍA ĐƯỜNG** và **DƯỢC PHẨM** sẽ là cơ hội đầu tư tiềm năng dựa trên niềm tin và xu hướng tiêu dùng trong năm 2025.



▶ NGÀNH BÁN LẺ

Bứt tốc

Chúng tôi cho rằng ngành bán lẻ sẽ có triển vọng khả quan hơn trong năm 2025, với doanh thu các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết dự kiến sẽ tăng trưởng +12,2% YoY, trong đó từng mảng kinh doanh và phân khúc trong ngành được dự phóng chi tiết như sau:

Mảng kinh doanh	Dự phóng 2025	Phân khúc	Dự phóng 2025	Yếu tố dẫn dắt
Tiêu dùng không thiết yếu	+9,4%	Thiết bị điện tử & gia dụng	+8,4%	Tình hình vĩ mô cải thiện & áp lực đóng cửa hàng giảm
Tiêu dùng thiết yếu	+17,8%	Trang sức	+14,0%	
		Bách hóa	+16,2%	
		Dược phẩm	+22,7%	Dư địa mở rộng cửa hàng lớn

Nguồn: FPTIS tổng hợp và dự phóng

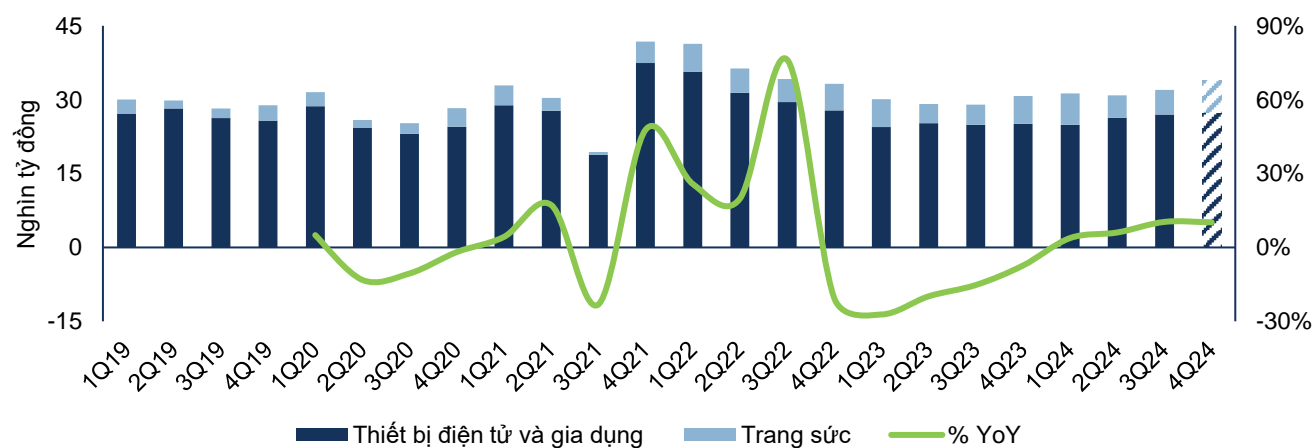
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với ngành bán lẻ nhờ có (1) triển vọng kinh doanh khả quan và (2) mức định giá hấp dẫn. Cụ thể, chúng tôi đưa ra mức P/E forward 2025 của ngành bán lẻ dự kiến đạt 16,35x, thấp hơn mức P/E trung bình ~18,81x.

I. TRIỂN VỌNG 2025 – BỨT TỐC

Đối với hoạt động bán lẻ, chúng tôi sẽ tập trung phân tích kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết trên sàn. Trong đó, chúng tôi phân ra làm 2 mảng kinh doanh chính gồm (1) tiêu dùng thiết yếu và (2) tiêu dùng không thiết yếu. Trong tiêu dùng không thiết yếu, chúng tôi chia làm 2 phân khúc nhỏ hơn: (i) thiết bị điện tử và gia dụng (chuỗi TGDD & ĐMX của MWG và chuỗi FPT Shop của FRT) và (ii) trang sức (mảng trang sức bán lẻ của PNJ). Tương tự, chúng tôi cũng chia ra 2 phân khúc nhỏ hơn trong mảng tiêu dùng thiết yếu: (i) bách hóa (chuỗi Bách Hóa Xanh của MWG và WinCommerce của MSN) và (ii) dược phẩm (chuỗi Long Châu của FRT).

1. Tiêu dùng không thiết yếu – Tăng trưởng khả quan nhờ tình hình vĩ mô cải thiện và áp lực đóng cửa hàng giảm bớt

Doanh thu tiêu dùng không thiết yếu (2019-2024)

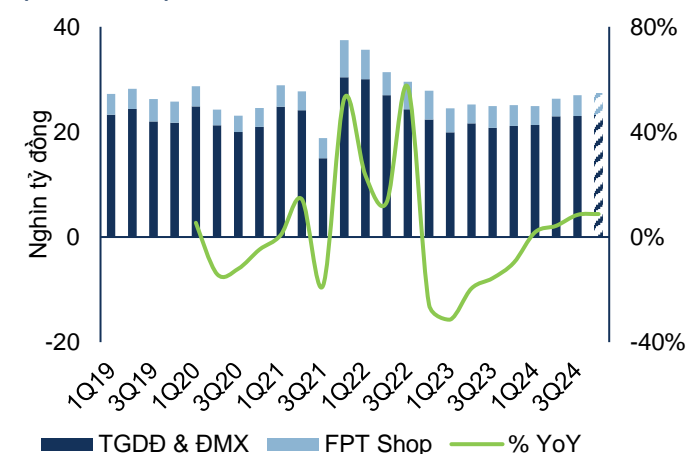


Nguồn: MWG, FRT, PNJ, FPTIS tổng hợp

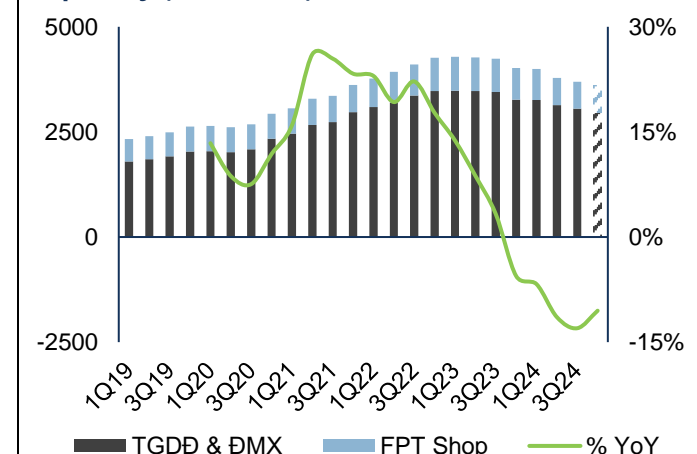
Trong 9T2024, doanh thu tiêu dùng không thiết yếu đạt 94,1 nghìn tỷ đồng (+6,7% YoY), trong đó doanh thu mảng bán lẻ trang sức tăng trưởng +16,9% YoY và mảng thiết bị điện tử và gia dụng tăng +4,9% YoY. **Đối với mảng thiết bị điện tử và gia dụng**, doanh thu chuỗi TGDD & ĐMX và chuỗi FPT Shop trong 9T2024 chỉ phục hồi nhẹ +4,9% YoY so với mức nền thấp của 9T2023, do chuỗi TGDD & ĐMX và chuỗi FPT Shop liên tục đóng

bớt các cửa hàng vật lý kém hiệu quả về chi phí trong bối cảnh xu hướng mua sắm trực tuyến các sản phẩm điện tử của nhóm khách hàng trẻ càng gia tăng với lợi thế về sự tiện lợi và giá cả cạnh tranh. Cụ thể, tổng số lượng cửa hàng TGDD & ĐMX và FPT Shop tính đến cuối Q3/2024 giảm lần lượt -11,5% YoY và -19,5% YoY, đạt 3.053 và 637 cửa hàng.

Doanh thu chuỗi thiết bị điện tử và điện máy (2019-2024)



Số lượng cửa hàng của chuỗi thiết bị điện tử và điện máy (2019-2024)



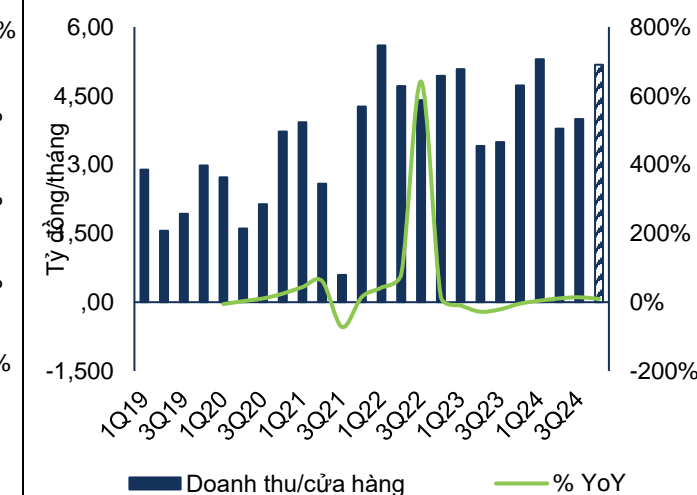
Nguồn: MWG, FRT, FPTIS tổng hợp

Đối với mảng bán lẻ trang sức, doanh thu bán lẻ trang sức đạt 15,9 nghìn tỷ đồng trong 9T2024, tăng +16,9% YoY, trái ngược với mức tăng trưởng chung về nhu cầu vàng trang sức (chiếm phần lớn trong bán lẻ trang sức) của Việt Nam ~-13,3% YoY theo Hội đồng Vàng Thế giới. Điều này đến từ việc PNJ (1) liên tục ra mắt nhiều sản phẩm/bộ sưu tập mới đáp ứng được thị hiếu của khách hàng, giúp gia tăng doanh thu trên mỗi cửa hàng và (2) mở rộng mạng lưới cửa hàng. Cụ thể, doanh thu/cửa hàng trung bình trong 9T2024 đạt 4,4 tỷ đồng/tháng, tăng trưởng +9,2% YoY và số lượng cửa hàng tại cuối Q3/2024 đạt 417 cửa hàng, tăng trưởng +6,9% YoY.

Số lượng cửa hàng của mảng bán lẻ trang sức (2019-2024)



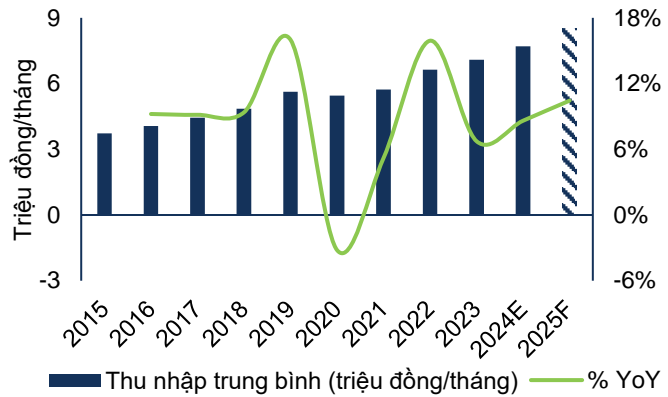
Doanh thu/cửa hàng của mảng bán lẻ trang sức (2019-2024)



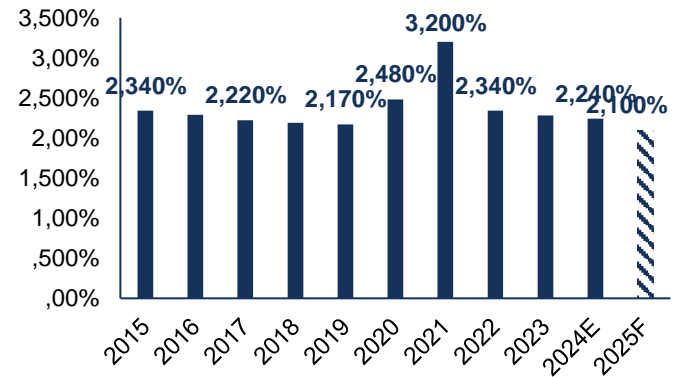
Nguồn: MWG, FRT, FPTIS tổng hợp

Năm 2025, chúng tôi cho rằng doanh thu tiêu dùng không thiết yếu sẽ tăng trưởng khả quan hơn so với năm 2024 nhờ các yếu tố vĩ mô thuận lợi hơn. Theo đó, ngành thiết bị điện tử và gia dụng dự kiến sẽ tăng trưởng +7,6% YoY và bán lẻ trang sức sẽ tăng trưởng +9,5% YoY, cao hơn lần lượt 3,4 đpt và 22,1 đpt so với mức tăng trưởng trong năm 2024. Điều này đến từ tình hình vĩ mô năm 2025 dự kiến sẽ cải thiện hơn so với năm 2024, cụ thể (1) thu nhập của người lao động dự báo tăng trưởng +10,4% YoY (cao hơn 1,8 đpt so với mức tăng trưởng năm 2024), (2) tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động được FitchSolutions dự báo giữ ở mức thấp ~2,10% (-0,14 đpt YoY) nhờ triển vọng tích cực của nền kinh tế sẽ giúp kích thích nhu cầu thị trường việc làm, và (3) tỷ lệ lạm phát năm 2025 được kỳ vọng sẽ được kiểm soát ở mức dưới 4%.

Thu nhập của người lao động theo tháng (2015-2025F)



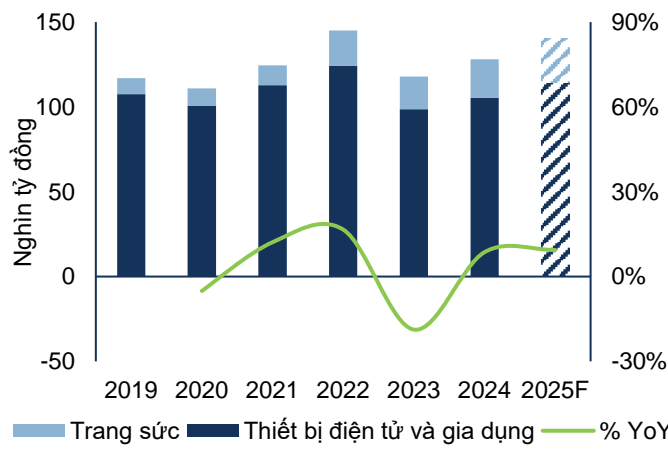
Tỷ lệ thất nghiệp trong độ tuổi lao động (2015-2025F)



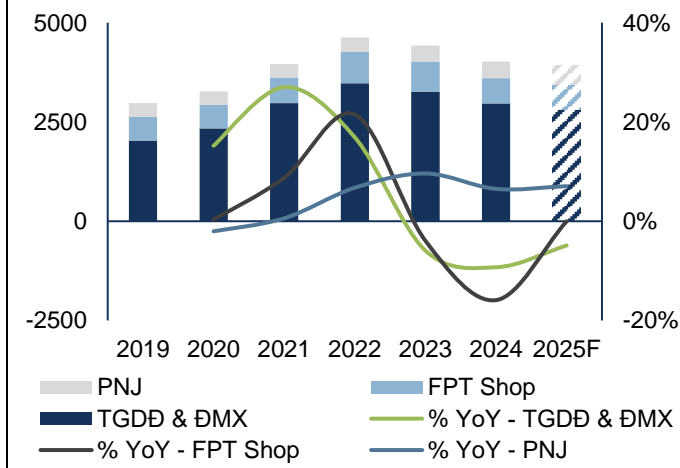
Nguồn: FitchSolutions, GSO, FPTs tổng hợp và dự phóng

Năm 2025, chúng tôi ước tính doanh thu tiêu dùng không thiết yếu sẽ đạt 140,1 nghìn tỷ đồng (+9,4% YoY), trong đó doanh thu mảng thiết bị điện tử và gia dụng sẽ tăng trưởng +8,4% YoY và mảng bán lẻ trang sức tăng trưởng +14,0% YoY, cao hơn mức tăng trưởng chung của các ngành hàng. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc số lượng cửa hàng sẽ được cải thiện hơn ở các chuỗi, bao gồm (1) xu hướng cắt giảm số lượng cửa hàng tại chuỗi thiết bị điện tử và gia dụng sẽ không còn đáng kể (trong đó số lượng cửa hàng của chuỗi FPT Shop dự kiến đi ngang, chỉ chuyển đổi một số cửa hàng từ mô hình tiêu chuẩn sang mô hình FPT Shop Điện Máy) và (2) dự địa mở rộng cửa hàng của PNJ vẫn khả quan tại các tỉnh, thành cấp 2 và cấp 3 ở khu vực miền Bắc – nơi có độ phủ thấp trong khi sức mua tăng trưởng tốt. Theo đó, chúng tôi dự báo tổng số lượng cửa hàng của chuỗi TGDD & ĐMX, FPT Shop và PNJ năm 2025 đạt lần lượt 2.820/635/455 cửa hàng, tăng trưởng lần lượt -4,9% YoY/ +0,0% YoY/ +7,1% YoY, cao hơn mức tăng trưởng trong năm 2024 ~ -9,3% YoY/-15,9% YoY/+6,5% YoY.

Dự phóng doanh thu tiêu dùng không thiết yếu (2019-2025F)



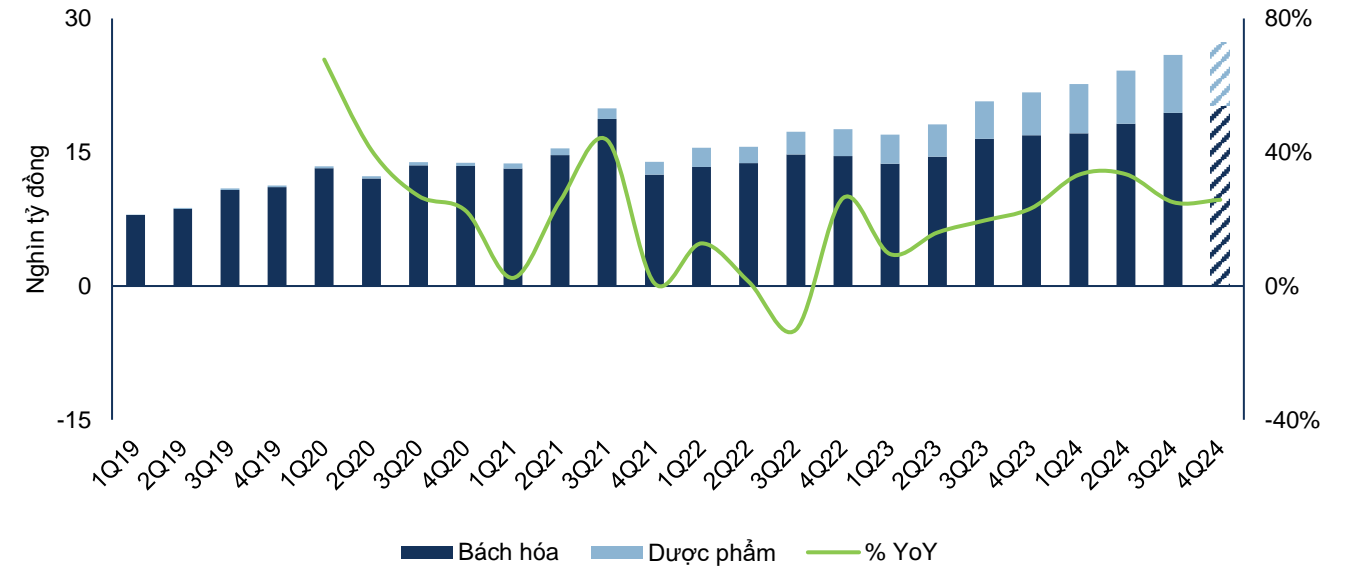
Dự phóng số lượng cửa hàng tiêu dùng không thiết yếu (2019-2025F)



Nguồn: FPTs ước tính và dự phóng

2. Tiêu dùng thiết yếu – Tiếp tục tăng trưởng khi dự địa mở rộng chuỗi cửa hàng lớn

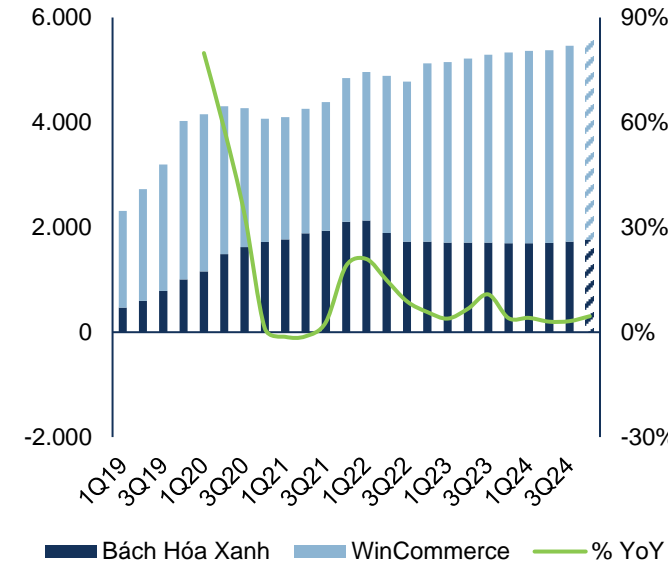
Doanh thu tiêu dùng thiết yếu (2019-2024)



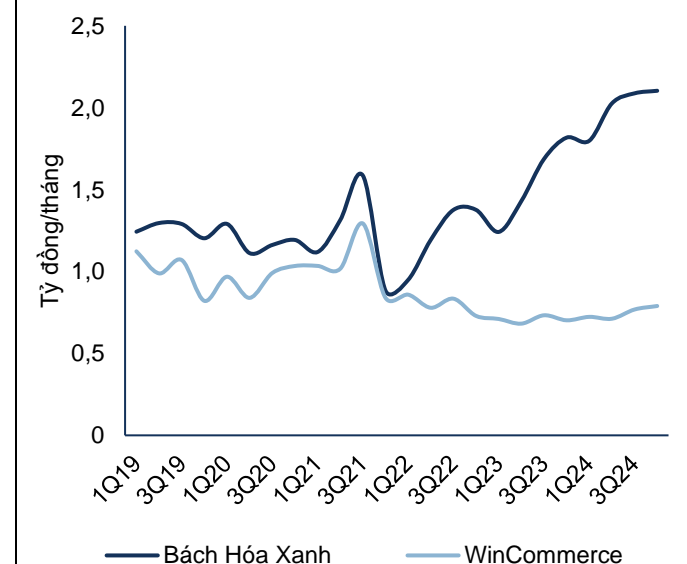
Nguồn: MWG, FRT, PNJ, GSO, FPTs tổng hợp

Trong 9T2024, doanh thu tiêu dùng thiết yếu đạt 72,7 nghìn tỷ đồng (+30,3% YoY), trong đó doanh thu mảng bách hóa tăng trưởng +22,3% YoY và mảng dược phẩm và tiêm chủng tăng +62,4% YoY. **Đối với mảng bách hóa**, doanh thu mảng bách hóa 9T2024 đạt 54,7 nghìn tỷ đồng (+22,3% YoY), trong đó doanh thu Bách Hóa Xanh tăng trưởng +35,7% YoY và doanh thu WinCommerce tăng trưởng +8,9% YoY. Đối với Bách Hóa Xanh, doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ doanh thu/cửa hàng của chuỗi BHX gia tăng liên tục với mức tăng trưởng kép ~+6,4%/quý trong giai đoạn Q2/2022-Q3/2023 lên mức 2,1 tỷ đồng/tháng trong Q3/2023 bởi nỗ lực tái cấu trúc lại cửa hàng (thay đổi cách bố trí cửa hàng, danh mục sản phẩm, nâng cao chất lượng sản phẩm tươi sống) kể từ T04/2022. Trong khi đó, doanh thu chuỗi WinCommerce (MSN) tăng trưởng đến từ (1) mở rộng mạng lưới cửa hàng, với số cửa hàng tại cuối Q3/2024 tăng trưởng +4,1% YoY và (2) doanh thu/cửa hàng tăng trưởng +3,7% YoY trong 9T2024.

Số lượng cửa hàng của các chuỗi bách hóa (2019 – 2024)



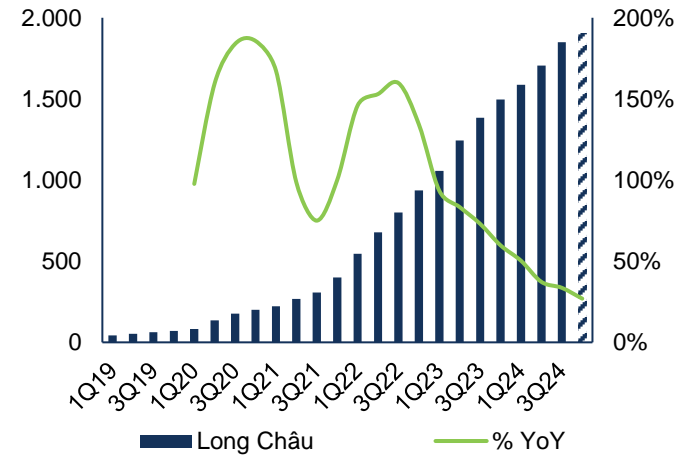
Doanh thu/cửa hàng của các chuỗi bách hóa (2019 – 2024)



Nguồn: MWG, MSN, FPTs tổng hợp

Đối với mảng dược phẩm, doanh thu chuỗi Long Châu trong 9T2024 đạt 18 nghìn tỷ đồng (+62,4% YoY) nhờ (1) việc mở rộng nhà thuốc tại các tỉnh, thành cấp 2 và cấp 3 và (2) sự gia tăng về doanh thu/cửa hàng. Cụ thể, số lượng nhà thuốc tại cuối Q3/2024 đạt 1.849 cửa hàng, tăng trưởng +33,6% YoY và (1) doanh thu/cửa hàng của chuỗi Long Châu đạt 1,2 tỷ đồng/tháng, tăng trưởng +16,1% YoY, nhờ (1) doanh thu ngành dược ước tính tăng trưởng +8,4% YoY trong năm 2024 (theo FitchSolutions) và (2) đóng góp của trung tâm tiêm chủng (chủ yếu theo mô hình cửa hàng trong cửa hàng – trung tâm tiêm chủng nằm trong nhà thuốc).

Số lượng nhà thuốc của chuỗi dược phẩm (2019 – 2024)



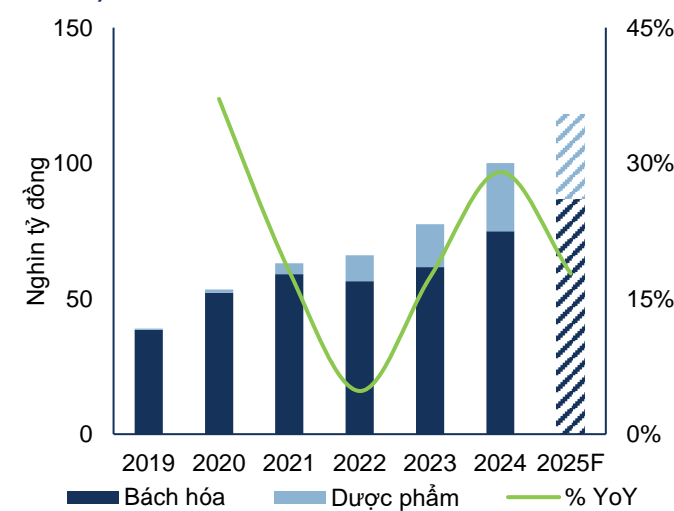
Doanh thu/nhà thuốc của chuỗi dược phẩm (2019 – 2024)



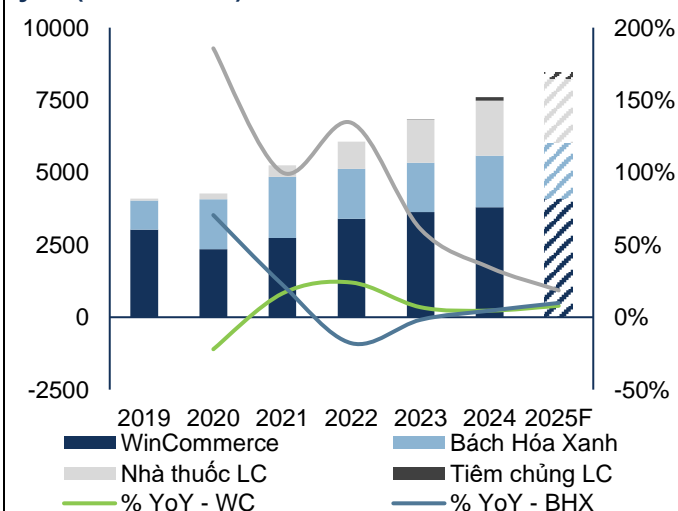
Nguồn: MWG, MSN, FPTS tổng hợp

Năm 2025, chúng tôi dự báo doanh thu tiêu dùng thiết yếu dự kiến sẽ đạt 117,8 nghìn tỷ đồng (+17,8% YoY), trong đó mảng bách hóa tăng trưởng +16,2% YoY và dược phẩm tăng trưởng +22,7% YoY. Mức tăng trưởng của mảng bách hóa đến từ (1) mảng siêu thị năm 2025 được Euromonitor dự báo tăng trưởng +13,3% YoY và (2) dự địa mở rộng cửa hàng còn lớn ở (i) khu vực miền Trung và miền Bắc của Bách Hóa Xanh và (ii) khu vực nông thôn với mô hình WinMart+ Rural của WinCommerce. Trong khi đó, mức tăng trưởng của mảng dược phẩm và tiêm chủng xuất phát từ (1) triển vọng tích cực trong năm 2025 của ngành dược phẩm (+8,3% YoY) và tiêm chủng tư nhân (+20% YoY) và (2) dự địa mở rộng chuỗi nhà thuốc và tiêm chủng Long Châu vẫn còn rất lớn. Theo đó, chúng tôi dự báo tổng số lượng cửa hàng của chuỗi WinCommerce/Bách Hóa Xanh/Nhà thuốc và tiêm chủng Long Châu trong năm 2025 đạt lần lượt đạt 4.100/1.950/2.400 cửa hàng, tăng trưởng lần lượt +7,9% YoY/ +9,9% YoY/ +18,5% YoY.

Dự phóng doanh thu tiêu dùng thiết yếu (2019-2025F)



Dự báo số lượng cửa hàng bán lẻ tiêu dùng thiết yếu (2019-2025F)

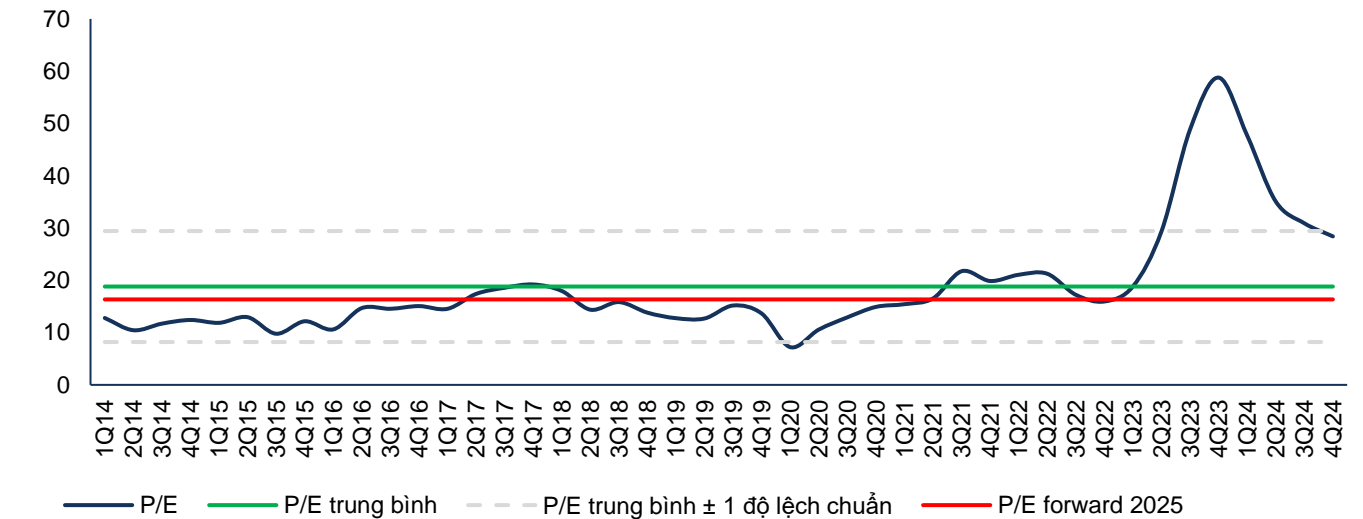


Nguồn: FPTS ước tính và dự phóng

II. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với nhóm doanh nghiệp bán lẻ niêm yết nhờ có (1) triển vọng khả quan và (2) mức định giá hấp dẫn. Chúng tôi sử dụng chỉ số P/E ngành để phản ánh mức định giá của thị trường đối với nhóm doanh nghiệp bán lẻ. Với mức dự phóng tăng trưởng LNST năm 2025 +24,9% YoY, P/E forward 2025 của ngành bán lẻ dự kiến đạt 16,35x, thấp hơn mức P/E trung bình ~18,81x.

P/E của ngành bán lẻ

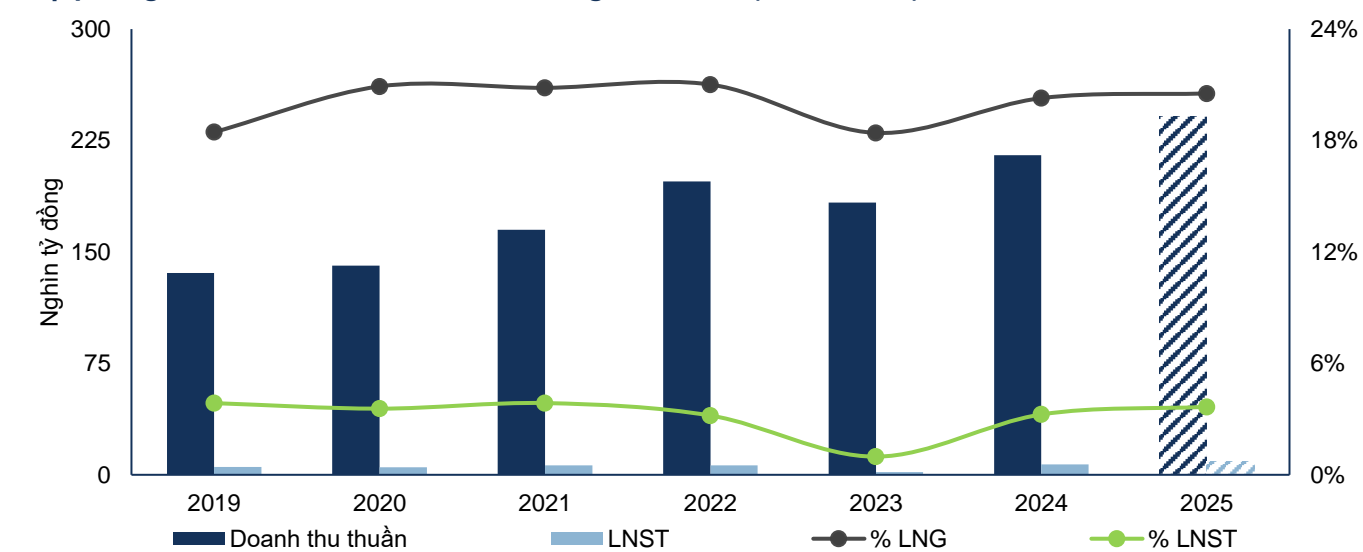


Nguồn: FPTS dự phóng

Chúng tôi đưa ra mức dự phóng P/E forward 2025 dựa trên giả định sau:

- Doanh thu thuần của nhóm doanh nghiệp bán lẻ niêm yết năm 2025 đạt 241,4 nghìn tỷ đồng (+12,2% YoY), nhờ doanh thu tiêu dùng không thiết yếu tăng trưởng +9,4% YoY và doanh thu tiêu dùng thiết yếu dự kiến tăng trưởng +17,8% YoY.
- LNST năm 2025 dự kiến đạt 8.834 tỷ đồng (+26,4% YoY), tương ứng với biên LNST đạt 3,7% (+0,5 đpt YoY).

Dự phóng doanh thu thuần và LNST của ngành bán lẻ (2019-2025F)



Nguồn: FPTS dự phóng

▶ NGÀNH MÍA ĐƯỜNG

Giữ vững phong độ

Chúng tôi dự báo năm 2025 ngành mía đường tiếp tục duy trì trạng thái tích cực. Giá đường nội địa dự phóng tăng 0,2% so với mức nền cao của năm 2024 trong bối cảnh sản xuất trong nước duy trì tăng trưởng nhưng vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ nội địa và giá đường thế giới dự phóng tăng nhẹ so với năm 2024. Lợi nhuận sau thuế của ngành năm 2025F dự phóng đạt 3.875 tỷ đồng, tương đương với mức nền cao của năm trước. Biên lợi nhuận sau thuế ở mức 8,8% (+0,1đpt YoY) chủ yếu nhờ áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào giảm bớt.

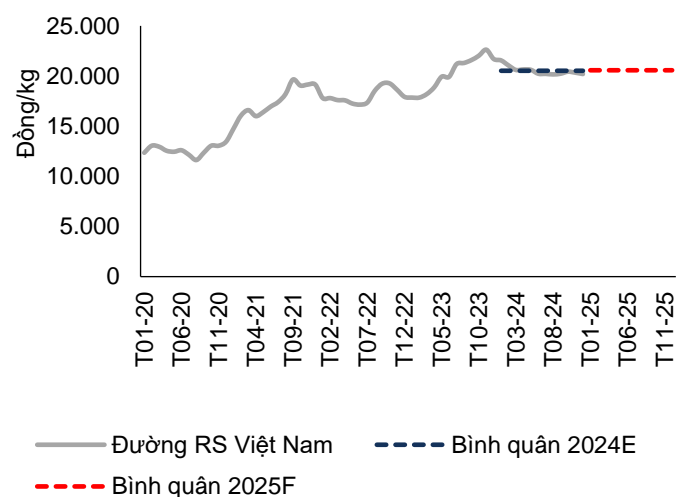
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của ngành mía đường với P/E forward niên vụ 2024/25F ở mức 8,0x; thấp hơn P/E bình quân -1 độ lệch chuẩn trong quá khứ (9,8x).

I. TRIỂN VỌNG 2025 – GIỮ VỮNG PHONG ĐỘ

1. Giá đường Việt Nam 2025F kỳ vọng tăng 0,2% so với mức nền cao năm 2024

Năm 2024, giá đường RS Việt Nam hạ nhiệt theo xu hướng điều chỉnh của giá đường thế giới do nguồn cung toàn cầu dồi dào nhờ thời tiết thuận lợi. Tuy nhiên đà giảm giá đường Việt Nam chậm pha hơn so với giá đường thế giới khi bình quân 11T2024 giá đường RS vẫn cao hơn 1,6% YoY trong khi giá đường thô thế giới đã giảm 14,2% YoY. Chúng tôi cho rằng diễn biến trên của giá đường Việt Nam là do (1) sản lượng đường sản xuất nội địa niên vụ 2023/24 mặc dù duy trì đà tăng tích cực (+18,5% YoY) nhưng vẫn chỉ đáp ứng khoảng 45% nhu cầu tiêu thụ trong nước và (2) các biện pháp Phòng vệ thương mại (PVTM) của Nhà nước giúp kiểm soát đường giá rẻ có nguồn gốc từ Thái Lan nhập khẩu vào Việt Nam từ đó hỗ trợ đường nội địa dần dần lại thị phần.

Dự phóng giá đường RS Việt Nam 2025F

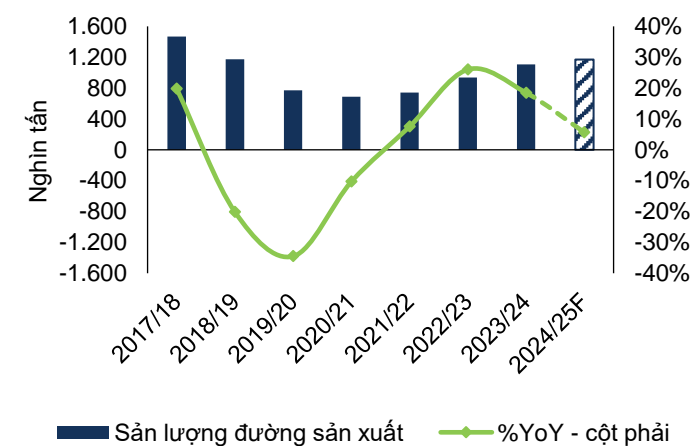


Nguồn: FPTs Research

Năm 2025, trong bối cảnh các biện pháp PVTM đối với ngành đường tiếp tục được áp dụng cùng với việc siết chặt kiểm soát đường nhập lậu, giá đường RS của Việt Nam bình quân dự phóng tăng 0,2% so với mức nền cao của năm 2024. Kết quả trên nhờ (1) sản xuất trong nước dự kiến duy trì đà tăng nhưng ước tính chỉ đáp ứng được khoảng 47 – 48% nhu cầu nội địa, nguồn cung đường vẫn phụ thuộc chủ yếu vào nhập khẩu và (2) giá đường thế giới năm 2025 dự phóng tăng nhẹ.

1.1. Sản lượng đường niên vụ 2024/25F dự phóng duy trì đà tăng tích cực nhưng vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu nội địa

Sản lượng mía đường Việt Nam 2024/25F



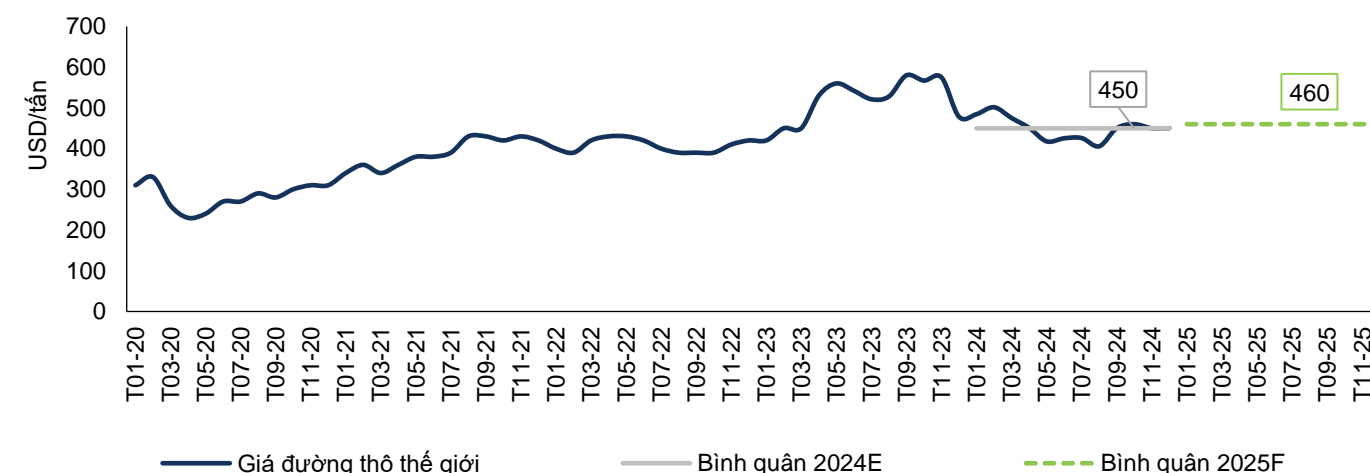
Nguồn: VSSA, FPTs Research

Kết quả sản xuất vụ 2024/25F kỳ vọng vẫn duy trì trạng thái tích cực với diện tích mía nguyên liệu được mở rộng trong bối cảnh giá đường nội địa neo cao. Theo dự báo của VSSA, diện tích mía thu hoạch niên vụ 2024/25 dự kiến tăng trưởng 7,5% YoY. Trong đó, sản lượng mía đưa vào chế biến ước đạt 11,84 triệu tấn (+5,7% YoY) và sản xuất được ~1,17 triệu tấn đường thành phẩm (+5,4% YoY). Chúng tôi ước tính, sản lượng đường sản xuất nội địa 2024/25F chỉ đáp ứng khoảng 47 – 48% nhu cầu tiêu thụ trong nước hiện nay.

1.2. Giá đường thế giới 2025F dự phóng tăng 2,2% YoY do triển vọng nguồn cung kém khả quan tại một số khu vực trồng chính

Giá đường thô thế giới bật tăng từ tháng 9 và duy trì ở mức cao trong thời gian gần đây do tình trạng khô hạn quá mức ảnh hưởng tiêu cực đến mùa vụ trồng mía của Brazil. Theo dự phóng của World Bank, giá đường thô thế giới bình quân cả năm 2025 đạt ~460 USD/tấn (+2,2% YoY).

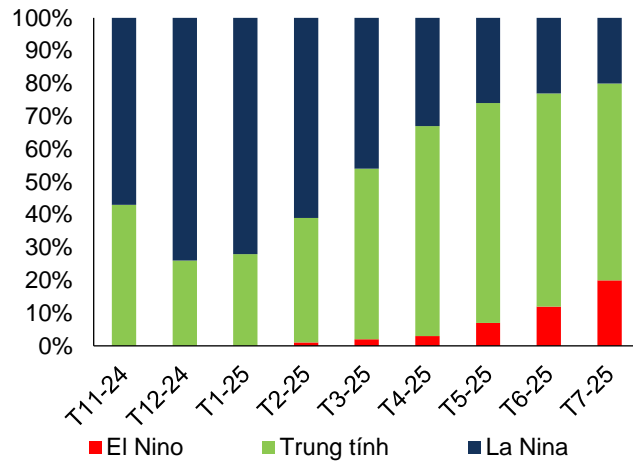
Dự phóng giá đường thô thế giới năm 2025F



Nguồn: World Bank

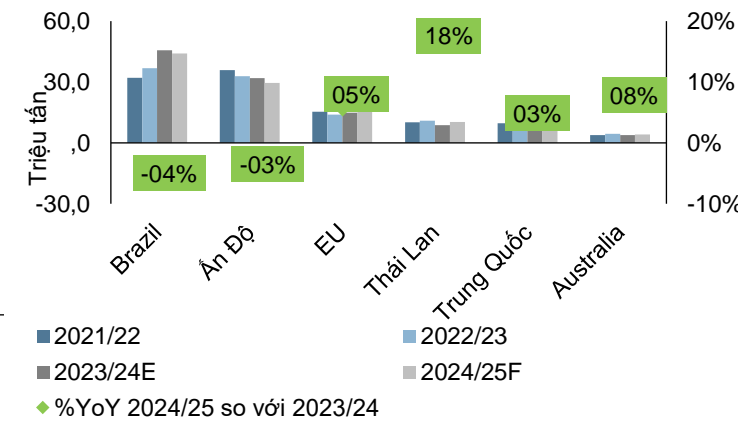
Chúng tôi cho rằng sản lượng đường sản xuất tại Brazil và Ấn Độ niên vụ 2024/25 (chiếm 42% sản lượng sản xuất và 56% sản lượng xuất khẩu đường toàn cầu) dự báo giảm lần lượt 3,7% YoY và 2,5% YoY sẽ là yếu tố hỗ trợ cho đà tăng của giá đường thế giới. Với Brazil, mùa vụ sản xuất đường 2024/25 (bắt đầu từ tháng 4/2024 đến tháng 3/2025) dự báo suy giảm do ảnh hưởng tiêu cực bởi hạn hán. Còn với Ấn Độ, sản lượng đường sản xuất vụ 2024/25 (bắt đầu từ tháng 10/2024) dự báo giảm đến từ (1) lượng mưa lớn trong giai đoạn tháng 6 – tháng 9/2024 tác động tiêu cực đến năng suất mía và (2) việc dỡ bỏ mức trần chuyển đổi sản xuất đường sang ethanol cùng với mục tiêu đạt được tỷ lệ ethanol 20% trong hỗn hợp xăng vào năm 2025 kỳ vọng sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất ethanol của Ấn Độ.

Xác suất xảy ra hiện tượng ENSO



Nguồn: CPC

Dự phóng sản lượng đường sản xuất của một số quốc gia sản xuất và xuất khẩu chính thế giới



Nguồn: ISO, USDA, FPTs Research

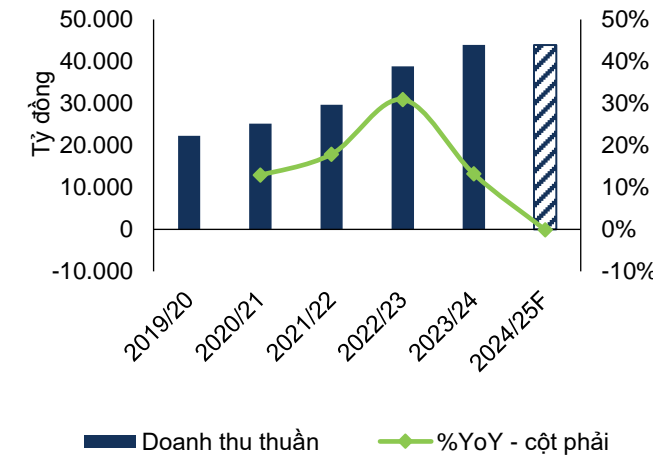
Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rằng, đà tăng giá đường thế giới sẽ phần nào bị hạn chế bởi triển vọng mùa vụ khả quan của Thái Lan (quốc gia xuất khẩu đường lớn thứ 2 thế giới) niên vụ 2024/25. Mặt khác, sau giai đoạn khô hạn nghiêm trọng, mưa lớn đã bắt đầu xuất hiện trở lại kể từ tháng 11/2024 mang lại điều kiện tốt cho cây trồng và đất đai tại Brazil. CPC dự báo hiện tượng La Nina với cường độ yếu nhiều khả năng sẽ xuất hiện trong Q1/2025 sau đó sẽ chuyển sang trạng thái trung tính kể từ Q2/2025 kỳ vọng hỗ trợ tích cực cho mùa vụ ép mía 2025/26 của Brazil.

2. Lợi nhuận ngành mía đường niên vụ 2024/25F kỳ vọng duy trì tương đương với mức nền cao của niên vụ trước

Kết quả kinh doanh niên vụ 2023/24⁴: Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế ngành mía đường ước đạt lần lượt 43.954 tỷ đồng (+13,2% YoY) và 3.856 tỷ đồng (+14,1% YoY) chủ yếu nhờ tình hình khả quan của ngành đường. Sản lượng đường tiêu thụ ước tăng 3,9% YoY và giá đường ước tăng 9,3% YoY theo đà tăng của giá đường thế giới do ảnh hưởng tiêu cực của El Nino đến nguồn cung toàn cầu.

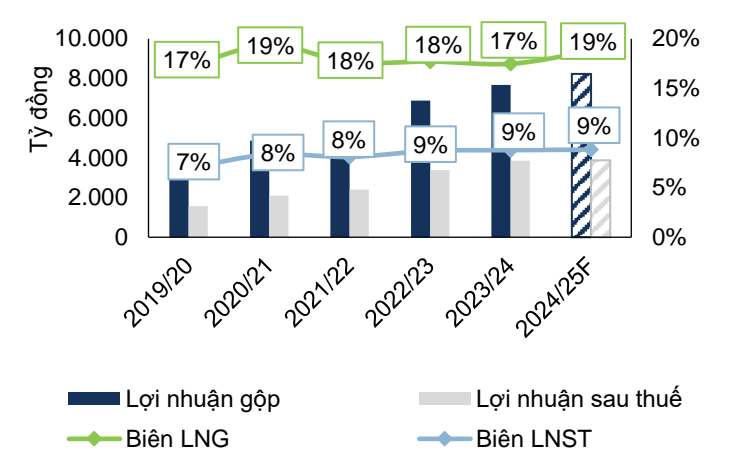
⁴ Chúng tôi thống kê KQKD của 5 doanh nghiệp niêm yết gồm QNS, SBT, SLS, LSS và KTS (có mảng đường là một trong những mảng kinh doanh chính và chiếm >70% thị phần phân phối đường trong nước). Năm tài chính của ngành mía đường bắt đầu từ 01/07 năm trước đến 30/06 năm sau. Riêng QNS có năm tài chính từ 01/01 đến 31/12 cùng năm. Do đó, trong khuôn khổ báo cáo, chúng tôi cộng gộp KQKD niên vụ 2023/24 của SBT, LSS, SLS, KTS và KQKD ước tính năm 2024 của QNS. Chúng tôi thực hiện

Doanh thu ngành đường niên vụ 2024/25F



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTs Research

Lợi nhuận sau thuế ngành đường niên vụ 2024/25F



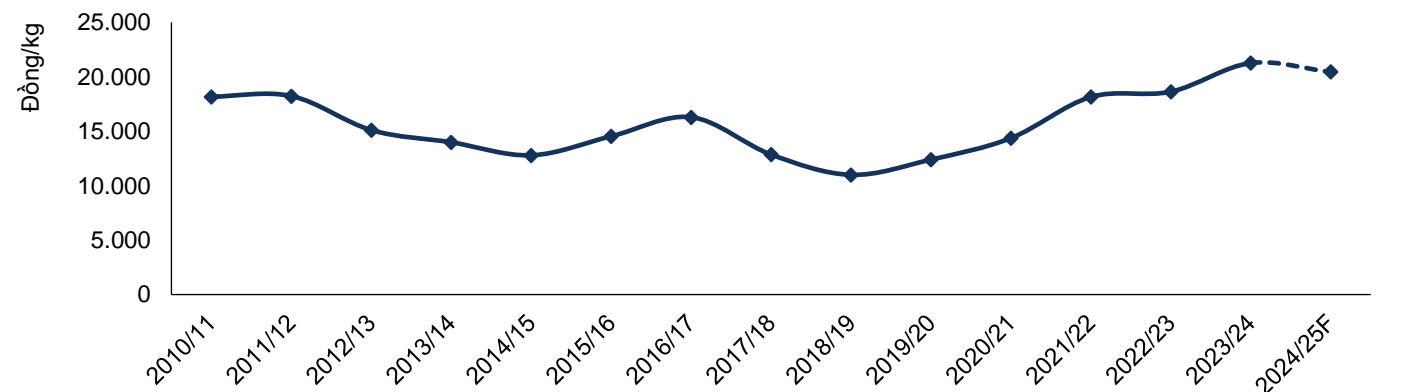
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTs Research

Niên vụ 2024/25⁵, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần ngành mía đường sẽ đạt 43.913 tỷ đồng (-0,1% YoY). Lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 3.875 tỷ đồng (+0,5% YoY). Biên lợi nhuận sau thuế ở mức 8,8% (+0,1điểm YoY) chủ yếu nhờ áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào giảm ở cả mảng đường và sữa đậu nành giúp BLNG cải thiện tích cực.

Doanh thu thuần dự phóng giảm 0,1% YoY. Cụ thể:

Mảng đường: doanh thu mảng sản xuất và kinh doanh đường của các doanh nghiệp niêm yết kỳ vọng giảm nhẹ 0,3% YoY chủ yếu do giá đường bình quân dự phóng giảm 3,8% YoY. Giá bán đường nội địa đã hạ nhiệt so với mức đỉnh của nửa đầu niên vụ 2023/24 và kỳ vọng duy trì đi ngang trong niên vụ 2024/25. Giá đường bình quân dự phóng giảm 3,8% YoY tuy nhiên vẫn cao hơn so với giá đường 15 năm trở lại đây. Sản lượng đường tiêu thụ ước tính tăng 3,7% YoY nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ đường kỳ vọng tăng trưởng ổn định do là mặt hàng tiêu dùng thiết yếu và tiêu thụ đường bình quân đầu người dự báo tiếp tục gia tăng (theo OECD), (2) sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25 của các doanh nghiệp dự kiến tăng trưởng tích cực và (3) đầu ra đường thành phẩm tiếp tục được hỗ trợ bởi các biện pháp PVTM ngành đường giúp tiêu thụ thuận lợi.

Dự phóng giá đường Việt Nam theo niên vụ



Nguồn: FPTs Research

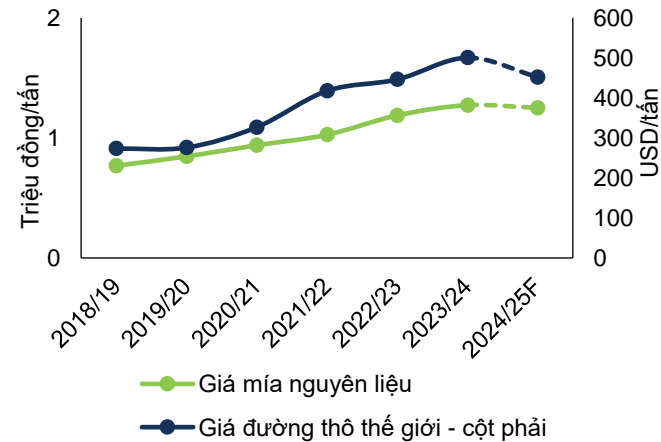
tương tự với dự phóng KQKD niên vụ 2024/25 và năm 2025. Chúng tôi lưu ý với QNS, mảng sữa đậu nành chiếm >50% doanh thu thuần và LNG của doanh nghiệp, do đó chúng tôi cộng gộp KQKD mảng này bên cạnh mảng đường.

⁵ KQKD dự phóng của ngành sẽ bao gồm cả KQKD dự phóng mảng sữa đậu nành của QNS. Với SBT, LNST dự phóng niên vụ 2024/25 sẽ không bao gồm dự phóng hoạt động thanh toán danh mục đầu tư của doanh nghiệp.

Mảng sữa đậu nành: doanh thu mảng sữa đậu nành của QNS dự phóng tăng 1,5% YoY. Trong đó, sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng 1,5% YoY theo đà tăng của mảng sữa đậu nành Việt Nam. Chúng tôi nhận định, việc mở rộng thị phần sữa đậu nành của QNS sẽ khó khăn hơn khi áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm sữa thay thế ngày càng gia tăng. Chúng tôi giả định giá bán sữa bình quân của QNS sẽ đi ngang trong năm 2025.

Biên lợi nhuận gộp: Chúng tôi dự phóng BLNG niên vụ 2024/25F của ngành mía đường đạt 18,7% (+1,3đpt YoY) chủ yếu nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào giảm. Cụ thể:

Dự phóng giá thu mua mía nguyên liệu và giá đường thô thế giới niên vụ 2024/25F



Nguồn: Agromonitor, World Bank, FPTs Research

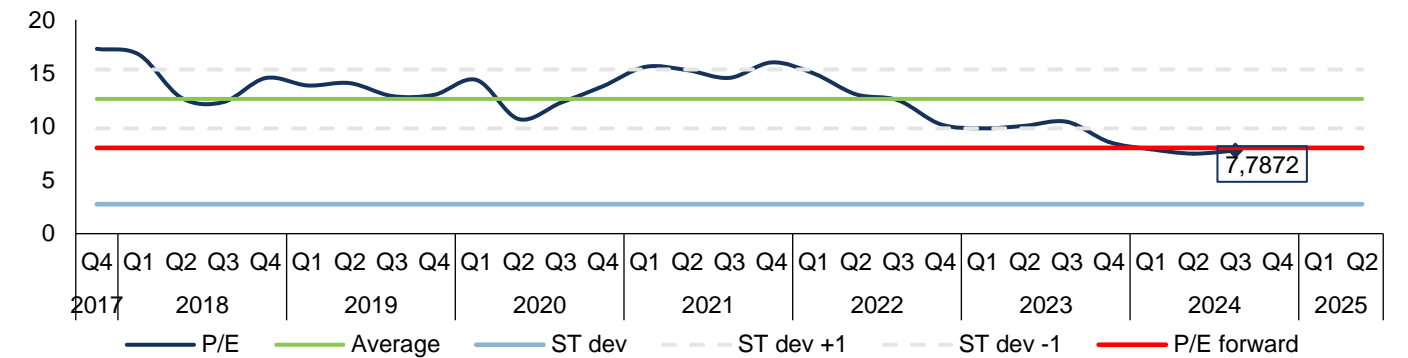
Mảng đường: Chi phí 02 nguyên liệu đầu vào để sản xuất đường là mía và đường thô (chiếm khoảng 75 – 80% giá thành sản xuất đường) ghi nhận tăng liên tục kể từ niên vụ 2020/21. Niên vụ 2024/25, đối với mía nguyên liệu chúng tôi kỳ vọng các nhà máy đường sẽ không tăng giá thu mua do giá đường thành phẩm đã hạ nhiệt. Với nguyên liệu đường thô, giá đường thô thế giới đã giảm mạnh kể từ đầu năm 2024 và kỳ vọng sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2025. Bình quân niên vụ 2024/25, giá đường thô thế giới dự phóng thấp hơn 9,7% YoY. Do đó, mặc dù giá bán đường giảm 3,8% YoY trong niên vụ 2024/25, chúng tôi cho rằng BLNG mảng đường sẽ phục hồi tích cực lên mức 16,2% (+1,7đpt YoY).

Mảng sữa đậu nành: Đậu nành nguyên liệu (chiếm ~30% cơ cấu chi phí sản xuất sữa của QNS) năm 2025 đã được QNS đặt hàng và chốt giá kể từ Q4/2024 khi giá đậu nành thế giới duy trì ở mức thấp. Chúng tôi dự phóng chi phí đậu nành nguyên liệu năm 2025 sẽ giảm 13,4% YoY giúp BLNG mảng sữa đậu nành của doanh nghiệp phục hồi lên mức 41,8% (+2,1đpt YoY).

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với ngành đường do (1) P/E forward niên vụ 2024/25 ngành mía đường ở mức 8,0x; thấp hơn so với P/E trung bình -1 độ lệch chuẩn (9,8x) giai đoạn 2017 – 2024 và (2) triển vọng kinh doanh tiếp tục duy trì khả quan.

P/E nhóm 5 doanh nghiệp niêm yết giai đoạn 2017 – 2024



Nguồn: Bloomberg & FPTs Research

Triển vọng 2025:

- Giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt nhờ nguồn cung APIs duy trì ở mức ổn định.
- Hưởng lợi từ việc nâng cấp chất lượng sản xuất và Luật Dược sửa đổi. Số lượng cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn cao ước tăng với CAGR=18%/năm trong giai đoạn 2020-2024. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục và giúp thuốc sản xuất nội địa mở rộng thị phần trong năm 2025.
- Triển vọng khả quan tại kênh ETC và OTC nhờ một số điểm mới tại Luật Dược sửa đổi 2024 như rút gọn thủ tục hành chính và thời gian trong đăng ký và gia hạn số thuốc, bổ sung quy định về phương thức kinh doanh mới,...
- Xu hướng hợp tác với doanh nghiệp nước ngoài kỳ vọng giúp cải thiện năng lực sản xuất nội địa và mở rộng danh mục sản phẩm, đặc biệt đối với dòng sản phẩm điều trị như tim mạch, ung thư, tiểu đường,...

Khuyến nghị: MUA

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dược phẩm tích cực trong năm 2025 nhờ (1) giá nguyên liệu đầu vào kỳ vọng duy trì ở mức thấp, (2) hưởng lợi từ việc nâng cấp chất lượng sản xuất và Luật Dược sửa đổi và (3) nhu cầu tiêu thụ thuốc tăng tại kênh ETC và OTC.

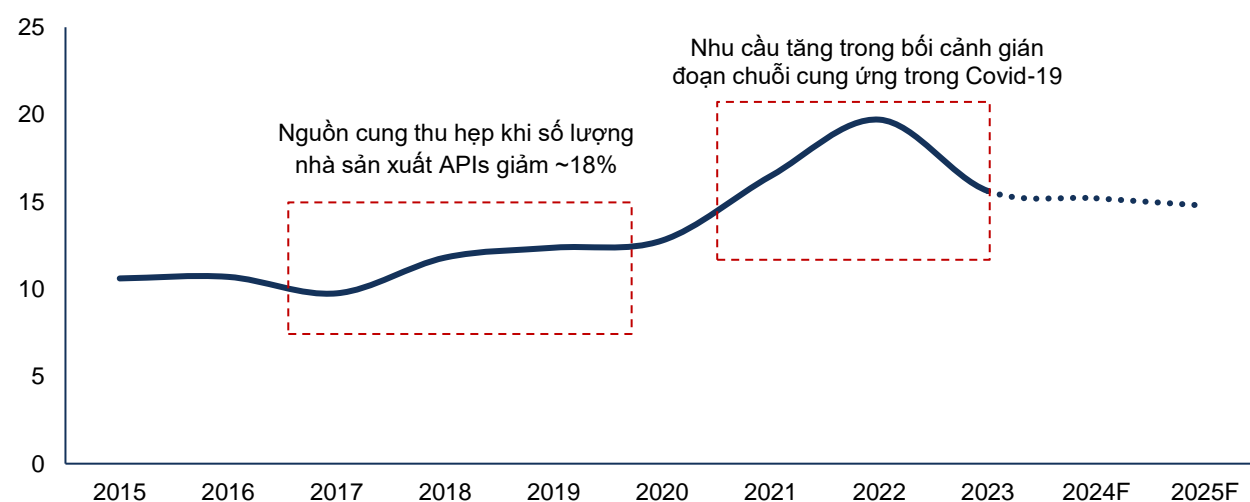
Mức P/E forward 2025 là 13,35x, cao hơn so với mức P/E trung bình giai đoạn 2017-2024 là 16,06x.

I. TRIỂN VỌNG 2025 – TIẾP TỤC XU HƯỚNG

1. Giá nguyên liệu đầu vào kỳ vọng hạ nhiệt nhờ nguồn cung từ Trung Quốc ổn định

Giá trị nguyên liệu để sản xuất thuốc nhập khẩu từ Trung Quốc ước chiếm khoảng 70% tổng giá trị nguyên phụ liệu dược phẩm nhập khẩu trong giai đoạn 2019-2024. Chúng tôi dự phóng giá APIs đạt 14,6 USD/kg (-4,1% YoY) trong năm 2025 nhờ nguồn cung từ Trung Quốc đã quay lại mức ổn định trong bối cảnh (1) cạnh tranh cao trong ngành sản xuất APIs và (2) không có nhiều biến động trong nguồn cung APIs từ Trung Quốc trong năm 2025.

Diễn biến giá* APIs nhập khẩu từ Trung Quốc (USD/kg)



Nguồn: UN Comtrade, FPTs tổng hợp và ước tính

(*): Giá trung bình của các APIs: Paracetamol (giảm đau hạ sốt), Kháng sinh, Amlodipin (tim mạch), Omeprazol (tiêu hóa), và Docetaxel (ung thư)

2. Hưởng lợi từ việc nâng cấp chất lượng sản xuất và Luật Dược sửa đổi

Chúng tôi đánh giá việc nâng cấp chất lượng sản xuất giúp các doanh nghiệp trong nước (1) hưởng lợi từ các chính sách ưu tiên trúng thầu và (2) nâng cao chất lượng sản phẩm và khả năng cạnh tranh với thuốc nhập khẩu. Cụ thể như sau:

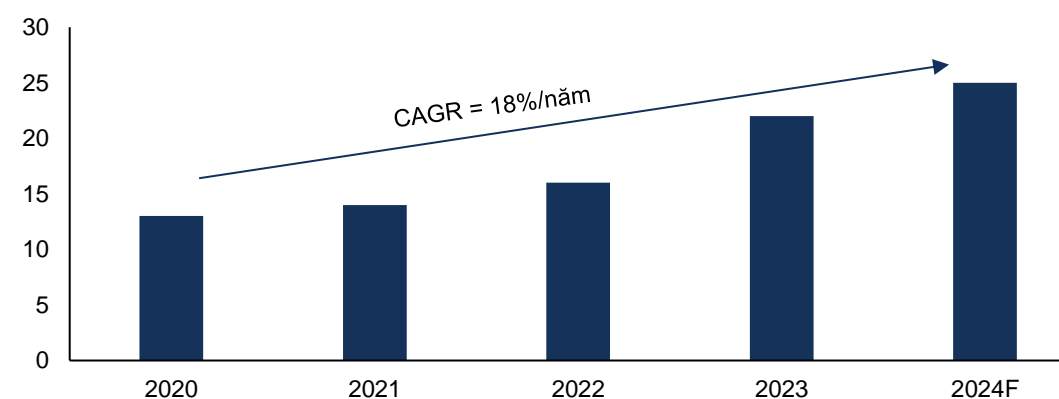
Một số chính sách ưu tiên doanh nghiệp nội địa trong đấu thầu

Chính sách	Nội dung chính	Nhận xét
Luật đấu thầu 2023	- Điều 10: Hàng hóa có xuất xứ Việt Nam, phù hợp với hồ sơ mời thầu được ưu tiên lựa chọn. - Điều 56: Quy định cụ thể điều 10. Theo đó, đối với thuốc có ít nhất 3 hãng trong nước có thể đáp ứng chất lượng sản xuất, giá, khả năng cung cấp thì chỉ được chào thầu trong nước.	Một số nhóm thuốc được sản xuất phổ biến trong nước như thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt,... sẽ được hưởng lợi trực tiếp nhờ có số lượng doanh nghiệp sản xuất lớn, bao gồm nhà sản xuất tiêu chuẩn cao. Tuy nhiên, đối với các dòng thuốc đặc trị như thuốc ung thư, thuốc tim mạch, tiểu đường,... Chúng tôi đánh giá chính sách này chưa có tác động đáng kể do số lượng nhà sản xuất trong nước còn hạn chế.
Thông tư 03/2024/TT-BYT	Danh mục thuốc có ít nhất 3 doanh nghiệp sản xuất trên dây chuyền EU-GMP và đáp ứng các tiêu chí về chất lượng, giá, khả năng cung cấp.	

Nguồn: FPTs tổng hợp

Số lượng cơ sở sản xuất (CSSX) dược phẩm đạt tiêu chuẩn cao (EU-GMP và Japan-GMP) ước tính tăng với CAGR=18%/năm trong giai đoạn 2020-2024. Trong đó, số lượng CSSX tiêu chuẩn cao trong năm 2023 là 22 (+38% YoY), chủ yếu đến từ số lượng dây chuyền Japan-GMP tăng đáng kể (+133% YoY). Theo dữ liệu cập nhật tại ngày 11/10/2024, hiện có 25 CSSX đạt chứng nhận tiêu chuẩn cao, tương ứng với 9% tổng số CSSX trong nước.

Số lượng cơ sở sản xuất chất lượng cao có xu hướng tăng



Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPTs tổng hợp và ước tính

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng nâng cấp cơ sở sản xuất sẽ tiếp tục trong năm 2025, nhưng với tốc độ chậm hơn đến từ (1) các dự án do doanh nghiệp Việt Nam thực hiện lần đầu gặp nhiều khó khăn trong quá trình xây dựng và đăng ký xét duyệt do thiếu kinh nghiệm, dẫn đến phải thực hiện nhiều điều chỉnh bổ sung, điều này dự kiến làm chậm tiến độ đạt chứng nhận tiêu chuẩn sản xuất chất lượng cao, và (2) các dự án mới hoặc đang trong giai đoạn triển khai dự kiến sẽ hoàn thiện và đi vào vận hành thương mại trong khoảng 2-3 năm tới. Chi tiết được tóm tắt trong bảng sau:

Thông tin về tiến độ xây dựng nhà máy theo tiêu chuẩn cao của một số doanh nghiệp niêm yết

➤ **Các dự án chậm tiến độ đạt chứng nhận sản xuất theo tiêu chuẩn cao**

Doanh nghiệp	Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiêu chuẩn	Tiến độ dự án	Thời gian dự kiến đạt chứng nhận
DBD	Nhà máy sản xuất thuốc ung thư	500	EU-GMP	Việc đạt chứng nhận EU-GMP đã bị trì hoãn từ năm 2020 đến 2026 (dự kiến).	2026
DCL	Nhà máy dược phẩm đạt tiêu chuẩn EU-GMP	1.035	EU-GMP	Kế hoạch khởi công được điều chỉnh từ Q4/2023 đến Q4/2024.	N/A

➤ **Các dự án mới và đang trong quá trình triển khai**

Doanh nghiệp	Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tiêu chuẩn	Giai đoạn đầu tư	Thời gian dự kiến đạt chứng nhận
DHG	Nhà máy Betalactam	960	EU-GMP	2022-2024	2025
DHT	Nhà máy Dược phẩm Công nghệ cao Hataphar	1.350	Japan-GMP	2022-2026	2026-2027
DBD	Nhà máy sản xuất thuốc vô trùng thể tích nhỏ	840	EU-GMP	2025-2030	2028
IMP	Tổ hợp nhà máy dược phẩm tại Cát Khánh	1.495	EU-GMP	2025-2028	2028-2030
TRA	Nâng cấp EU-GMP tại nhà máy Traphaco Hưng Yên	N/A	EU-GMP	N/A	N/A

Nguồn: FPTS tổng hợp

Ngoài ra, Luật Dược sửa đổi được thông qua vào ngày 21/11/2024 kỳ vọng tạo ra môi trường kinh doanh tích cực đối với các doanh nghiệp dược phẩm từ năm 2025. Chúng tôi đánh giá một số điểm mới đáng chú ý như sau:

Một số điểm mới đáng chú ý tại Luật Dược sửa đổi được thông qua ngày 21/11/2024

Nội dung sửa đổi, bổ sung	Nhận xét
Quy định về việc cấp, gia hạn, thay đổi, bổ sung giấy Giấy đăng ký lưu hành thuốc, nguyên liệu làm thuốc	- Đơn giản hóa thủ tục hành chính: (1) Các cơ chế tham chiếu/thừa nhận trong cấp phép lưu hành thuốc giữa cơ quan quản lý dược Việt Nam và các cơ quan quản lý dược trên thế giới kỳ vọng giúp rút ngắn thời gian thẩm định và cấp giấy lưu hành, đặc biệt đối với thuốc phát minh. Điều này giúp tăng khả năng sớm tiếp cận thuốc mới cho người dân. (2) Số lượng giấy tờ được

⁶ Trong quá trình lưu hành, không có trường hợp gặp phản ứng có hại hay có cảnh báo về an toàn của của Cơ quan Quản lý Dược.

giảm tải kỳ vọng giúp quy trình đăng ký diễn ra nhanh hơn.

- Rút ngắn thời gian thẩm định: Gia hạn tự động thuốc⁶ đã được cấp giấy phép lưu hành 5 năm. Điều này giúp đảm bảo cung ứng kịp thời thuốc, hạn chế việc hết số đăng ký lưu hành thuốc như thời gian dịch bệnh vừa qua.

Ưu tiên cấp số đăng ký nhanh đối với thuốc mới, thuốc đặc trị, thuốc công nghệ sinh học chuyển giao sản xuất tại Việt Nam,...

Tạo điều kiện thuận lợi đối với các doanh nghiệp tham gia nghiên cứu, sản xuất các loại thuốc đặc trị, giúp mở rộng danh mục thuốc sản xuất nội địa.

Quy định về chuỗi nhà thuốc và kinh doanh thuốc qua các kênh thương mại điện tử

Đối với hình thức kinh doanh theo chuỗi nhà thuốc, Luật Dược sửa đổi 2024 kỳ vọng tạo hành lang pháp lý về quyền và trách nhiệm của chuỗi nhà thuốc, giúp tăng hiệu quả hoạt động của chuỗi và công tác quản lý của nhà nước.

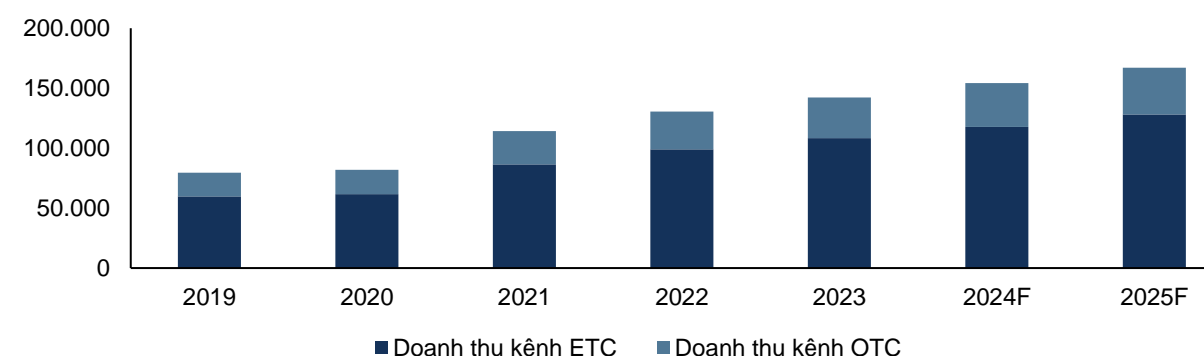
Về hoạt kinh doanh thuốc tại các kênh thương mại điện tử, luật quy định về việc mua bán online thuốc không kê đơn.

Nguồn: FPTS tổng hợp

3. Triển vọng khả quan tại kênh ETC và OTC nhờ một số điểm mới tại Luật Dược sửa đổi 2024

Trong năm 2025, BMI dự báo doanh thu ngành dược đạt 167.044 tỷ đồng (+8,3% YoY) nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ thuốc duy trì xu hướng tăng tại kênh ETC và OTC và (2) môi trường chính sách thuận lợi thông qua Luật Dược sửa đổi 2024. Cụ thể, doanh thu kênh ETC và OTC ngành dược kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ lần lượt là +8,6% YoY và +7,1% YoY trong năm 2025.

Tăng trưởng doanh thu ngành dược giai đoạn 2019-2025F (tỷ đồng)



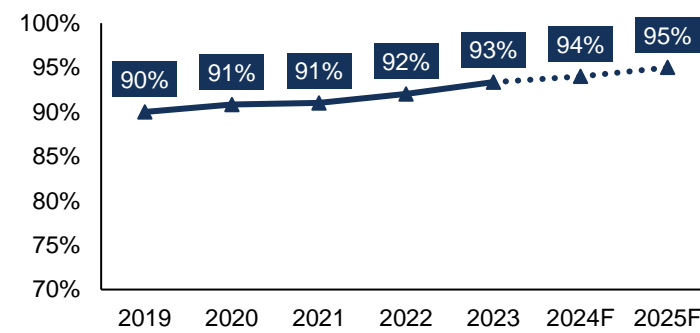
Nguồn: BMI, FPTS tổng hợp và dự phóng

3.1. Kênh ETC: Nhu cầu ở mức cao, chính sách thuận lợi cho hoạt động đăng ký và đấu thầu thuốc

Doanh thu kênh ETC ngành dược được dự báo đạt 127.971 tỷ đồng (+8,6% YoY) trong năm 2025, theo BMI, nhờ (1) nhu cầu khám chữa bệnh tại các bệnh viện kỳ vọng duy trì ở mức cao, (2) môi trường pháp lý thuận lợi trong hoạt động đăng ký và gia hạn số thuốc, đồng thời giúp các bệnh viện chủ động hơn trong đấu thầu. Mức tăng trưởng doanh thu tại kênh ETC được dự báo giảm nhẹ -0,23 đpt YoY trong năm 2025 do giá thuốc có xu hướng giảm trong đấu thầu⁷. Tuy nhiên, BMI kỳ vọng sản lượng tiêu thụ thuốc sẽ tăng đáng kể để bù đắp cho mức giảm này.

Nhu cầu khám chữa bệnh tại các bệnh viện duy trì ở mức cao trong năm 2025 nhờ (i) Luật số 51/2024/QH15⁸ mở rộng đối tượng tham gia, tăng mức hưởng BHYT, đặc biệt đối với bệnh hiểm nghèo làm gia tăng nhu cầu khám chữa bệnh, (ii) độ bao phủ bảo hiểm y tế toàn dân dự báo tiếp tục mở rộng, dự kiến đạt lần lượt 94% và 95% trong năm 2024 và 2025, và (iii) bệnh mãn tính dẫn đầu (~78%) trong nguyên nhân gây tử vong và có xu hướng tăng, theo dữ liệu từ WHO. Theo đó, tổng lượt khám chữa bệnh BHYT nội trú và ngoại trú trên toàn quốc đạt 186,2 triệu lượt⁹ (+7% YoY) trong năm 2024.

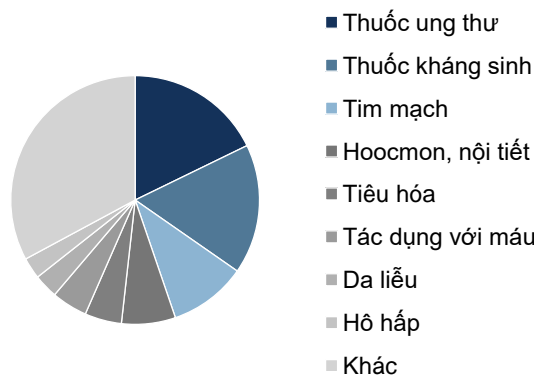
Độ phủ bảo hiểm y tế mở rộng trong giai đoạn 2019-2025F



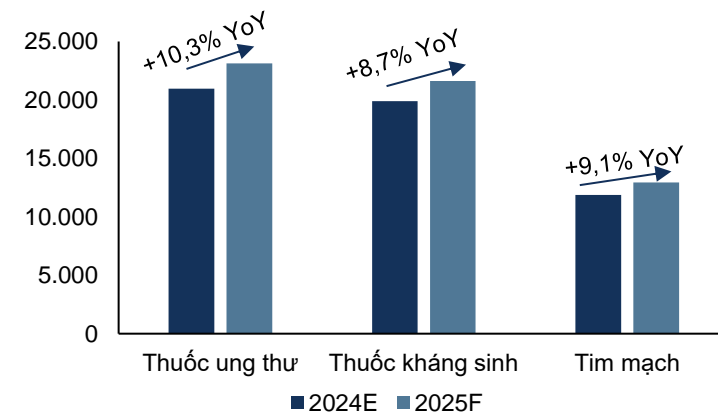
Nguồn: WHO, Bộ Y Tế, FPTS tổng hợp và ước tính

Xét cơ cấu thuốc tại kênh ETC, giá trị của các dòng thuốc bao gồm thuốc ung thư, thuốc kháng sinh và tim mạch ước chiếm ~45% tổng giá trị thuốc tiêu thụ. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuốc ung thư, thuốc kháng sinh và tim mạch lần lượt đạt 23.124 tỷ đồng (+10,3%), 21.619 tỷ đồng (+8,7%), và 12.952 tỷ đồng (+9,1%) năm 2025.

Tỷ trọng giá trị thuốc được tiêu thụ tại kênh ETC (2024F)



Dự phóng doanh thu một số nhóm thuốc tiêu thụ tại kênh ETC (tỷ đồng)



Nguồn: Cục Quản Lý Dược, Mobillity Foresights, Insights, Mordor Intelligence, FPTS tổng hợp và ước tính

Chúng tôi đánh giá môi trường pháp lý thuận lợi là điểm sáng trong hoạt động đăng ký thuốc và đấu thầu thuốc trong năm 2025. Cụ thể, đối với hoạt động đăng ký lưu hành thuốc, Luật Dược sửa đổi đã thông qua việc rút gọn thủ tục hành chính và thời gian trong quy trình đăng ký lưu hành thuốc.

Đối với quy trình đấu thầu thuốc, các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nội địa đạt tiêu chuẩn sản xuất chất lượng cao (EU-GMP, Japan-GMP) kỳ vọng tiếp tục được ưu tiên¹⁰ trong đấu thầu. Bên cạnh đó, nhiều chính sách mới được ban hành giúp các bệnh viện chủ động hơn trong việc mua sắm và đấu thầu thuốc, trang thiết bị y tế.

⁷ Các doanh nghiệp có xu hướng giảm giá thuốc nhằm tăng khả năng trúng thầu trong môi trường cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp.

⁸ Có hiệu lực từ 01/07/2025, trừ quy định tại khoản 2 và 3, Điều 3 (Điều khoản thi hành).

Các chính sách “gỡ rối” trong hoạt động đấu thầu

Chính sách	Nội dung chính	Nhận xét
Nghị quyết 30/NQ-CP ngày 4/3/2023	Về việc tiếp tục thực hiện các giải pháp đảm bảo thuốc, trang thiết bị y tế.	Chính sách này giúp đảm bảo nguồn cung ứng thuốc và trang thiết bị y tế trong công tác khám chữa bệnh tại các bệnh viện.
Luật Đấu thầu 2023 (hiệu lực từ 1/1/2024)	Sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đấu thầu 2013.	Chúng tôi đánh giá Luật Đấu thầu 2023 sẽ giúp các cơ sở y tế có cơ hội tiếp cận các nguồn cung ứng chất lượng tốt hơn với chi phí phù hợp nhờ (1) quy định rõ ràng hơn về đấu thầu giúp tăng tính minh bạch, (2) việc giảm chỉ định thầu giúp thúc đẩy cạnh tranh giữa các nhà thầu, (3) đấu thầu qua mạng kỳ vọng giảm thời gian đăng ký hồ sơ,...
Nghị định 24/2024/NĐ-CP ngày 27/02/2024	Quy định chi tiết một số điều và biện pháp thi hành luật đấu thầu về lựa chọn nhà thầu.	Theo nghị định mới, chỉ cần tối thiểu một báo giá thì có thể xây dựng được giá kế hoạch (thay vì 3 báo giá như trước).
Thông tư 07/2024/TT-BYT ngày 17/5/2024	Quy định về đấu thầu thuốc tại cơ sở y tế công lập.	Thông tư này đã khắc phục được những khó khăn trong đấu thầu như giải quyết vướng mắc về giấy phép và khả năng cung ứng thuốc, phân chia gói thầu và nhóm thuốc rõ ràng, quy trình và thủ tục lựa chọn nhà thầu được đơn giản hóa,... Điều này giúp tạo điều kiện thuận lợi trong đấu thầu và đảm bảo nguồn cung ứng thuốc ổn định cho các cơ sở y tế.

Nguồn: FPTS tổng hợp

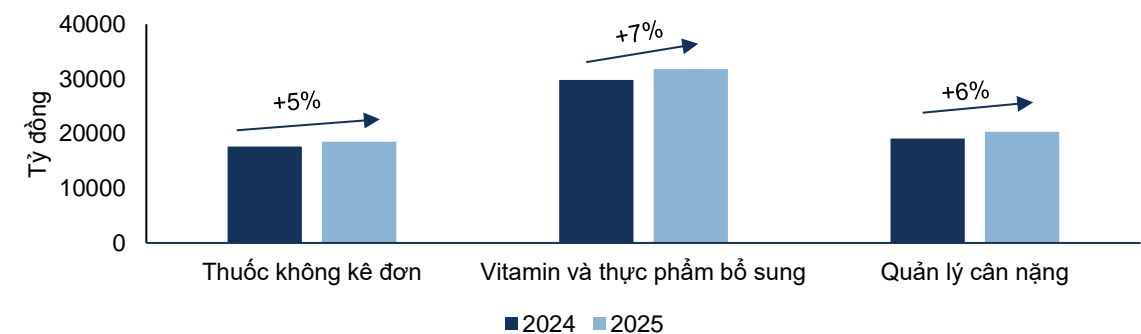
Ngoài ra, danh mục thuốc bảo hiểm y tế mới sẽ được ban hành vào Q1/2025 kỳ vọng sẽ giúp (1) các doanh nghiệp mở rộng doanh thu tại kênh ETC và (2) cải thiện quyền lợi người tham gia BHYT. Hiện tại, danh mục thuốc bảo hiểm y tế tại [Thông tư 20/2022/TT-BYT](#) hiện bao gồm 1.037 hoạt chất.

3.2. Kênh OTC: Nhu cầu kỳ vọng phục hồi, triển vọng đến từ phương thức kinh doanh mới

BMI dự phóng doanh thu kênh OTC ngành dược đạt 39.073 tỷ đồng (+7,1% YoY) trong năm 2025 nhờ (1) nhu cầu kỳ vọng phục hồi, và (2) triển vọng tích cực tại các phương thức kinh doanh mới, bao gồm chuỗi nhà thuốc và thương mại điện tử nhờ Luật Dược sửa đổi 2024 được thông qua.

Xét một số nhóm sản phẩm được tiêu thụ tại kênh OTC, Euromonitor dự báo dòng thuốc vitamin và thực phẩm bổ sung sẽ là động lực tăng trưởng chính nhờ nhu cầu tiêu thụ tăng bởi khả năng thay thế cho nhiều dòng sản phẩm khác như thuốc hỗ trợ giấc ngủ, thuốc tiêu hóa, thuốc bổ mắt, Theo đó, dòng thuốc vitamin ước tăng trưởng với tốc độ 7%, ước chiếm 45% trong tổng giá trị các nhóm sản phẩm ở kênh OTC trong năm 2025.

Dự phóng doanh thu một số nhóm sản phẩm ở kênh bán lẻ trong năm 2025



Nguồn: Euromonitor, FPTS tổng hợp

⁹ Theo dữ liệu từ Bảo hiểm xã hội Việt Nam.

¹⁰ Theo quy định tại (1) Điều 10 và Điều 56 tại Luật Đấu thầu 2023, (2) Thông tư 03/2024, và (3) Điều 7, Khoản 4, Điểm a tại Luật Dược sửa đổi 2024.

4. Hợp tác với doanh nghiệp nước ngoài giúp cải thiện năng lực sản xuất nội địa

Việc hợp tác với các hãng dược phẩm nước ngoài (nhà đầu tư chiến lược) kỳ vọng giúp các doanh nghiệp nội địa cải thiện năng lực sản xuất và mở rộng danh mục sản phẩm, đặc biệt đối với các dòng thuốc đặc trị như tim mạch, ung thư, tiểu đường, ... trong bối cảnh doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam hạn chế về năng lực nghiên cứu và sản xuất. Chúng tôi cho rằng việc nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài sẽ thúc đẩy chuyển giao công nghệ và bản quyền sản xuất các loại thuốc yêu cầu hàm lượng đầu tư nghiên cứu cao như thuốc biệt dược, thuốc điều trị.

Trong những năm gần đây, nhiều hãng dược nước ngoài đã liên tục gia tăng thị phần trong cơ cấu cổ đông tại các doanh nghiệp nội địa. Chúng tôi đánh giá điều này đến từ dự địa tăng trưởng tích cực của ngành Dược phẩm Việt Nam trong dài hạn nhờ (1) nhu cầu cho các sản phẩm và dịch vụ y tế tăng trong bối cảnh dân số đông, xu hướng già hóa dân số và thu nhập tăng, (2) hệ thống chính sách dần hoàn thiện giúp hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp (Luật dược sửa đổi 2024, Luật khám bệnh 2023, Luật đấu thầu 2023,...) (3) chính sách thu hút nhà đầu tư nước ngoài, bao gồm (i) định hướng thoái vốn nhà nước, (ii) nhóm dược phẩm được đưa vào nhóm không bị giới hạn tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Theo đó, một số doanh nghiệp dược nội địa như DHG, DMC, DBD đã nâng giới hạn sở hữu nước ngoài (NN) lên mức 100%. Trong khi đó, IMP, DHT, TRA ghi nhận tỷ lệ lấp đầy room ngoại ở mức cao.

Thông tin chi tiết về cổ đông chiến lược của một số doanh nghiệp

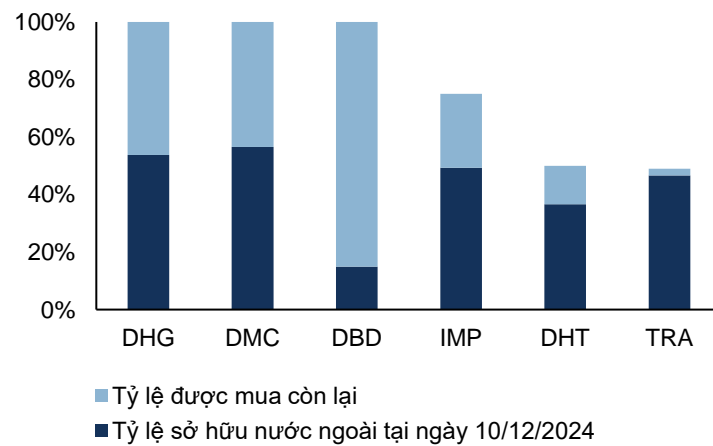
Năm*	Doanh nghiệp	Cổ đông chiến lược	Tỷ lệ sở hữu tại ngày 10/12/2024
2016	DMC	Abbott (Mỹ)	52%
2017	TRA	Daewoong Pharmaceuticals (Hàn Quốc)	40%
2019	DHG	Taisho (Nhật Bản)	51%
2022	IMP	SK Group (Hàn Quốc)	65%
2024	DHT	ASKA (Nhật Bản)	36%

(* Thời gian nâng tỷ lệ sở hữu gần nhất)

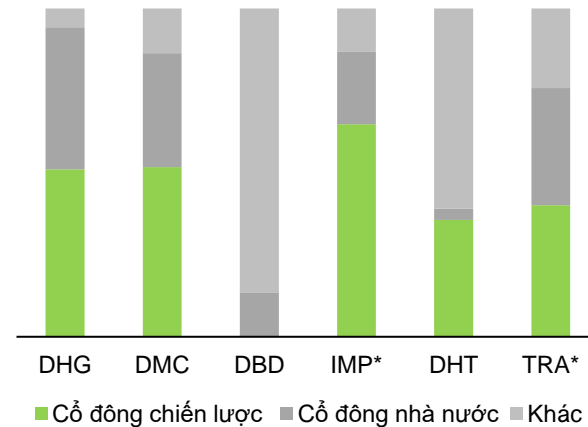
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp và ước tính

Xét cơ cấu cổ đông của các doanh nghiệp tại ngày 10/12/2024, 5/6 doanh nghiệp đều có sự hiện diện của cổ đông chiến lược. Chúng tôi đánh giá việc đầu tư vào doanh nghiệp dược Việt Nam đồng thời giúp các hãng dược phẩm nước ngoài mở rộng thị trường và gia tăng doanh thu trong dài hạn.

Tỷ lệ sở hữu NN/Giới hạn sở hữu NN tối đa của một số doanh nghiệp



Cơ cấu cổ đông của một số doanh nghiệp tại ngày 10/12/2024



(* Trong đó, tỷ lệ sở hữu của cổ đông chiến lược của (1) IMP được ước tính dựa trên tổng tỷ lệ sở hữu trực tiếp và gián tiếp thông qua CTCP Đầu tư Bình Minh Kim và CTCP Đầu tư KBA; và (2) TRA được ước tính dựa trên tổng tỷ lệ sở hữu của 2 pháp nhân đại diện cho Mirae Asset và Daewoong Pharmaceutical là Magbi Fund Limited và Super Delta Pte Ltd.

Nguồn: HOSE, HNX, BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp và ước tính

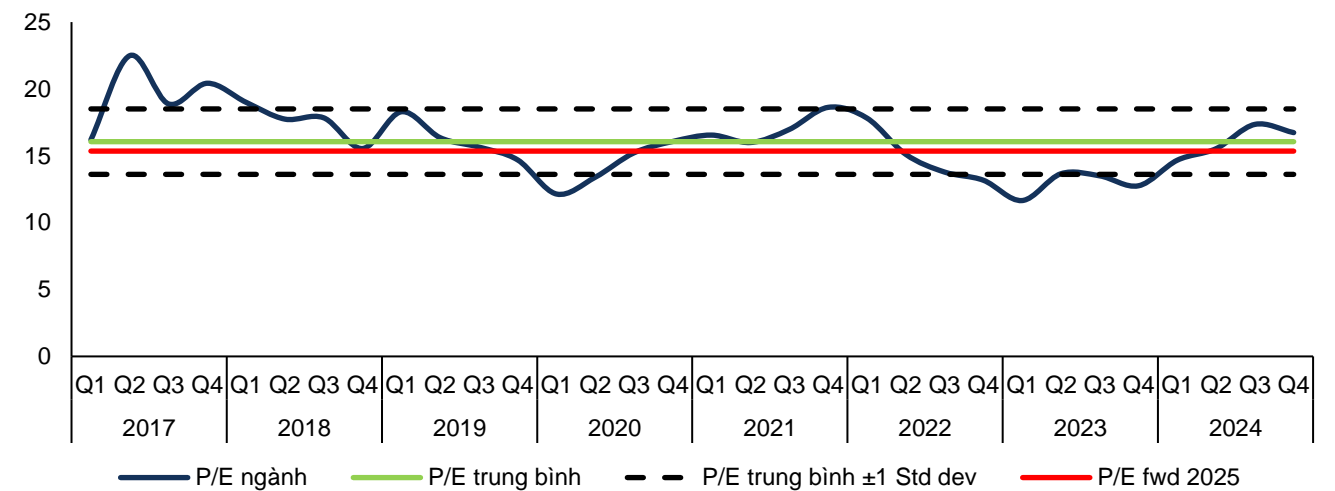
II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với ngành dược phẩm trong năm 2025 dựa trên các luận điểm sau:

Chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp dược phẩm tích cực trong năm 2025 nhờ (1) giá nguyên liệu đầu vào kỳ vọng duy trì ở mức thấp, (2) hưởng lợi từ việc nâng cấp chất lượng sản xuất và Luật Dược sửa đổi và (3) nhu cầu tiêu thụ thuốc tăng tại kênh ETC và OTC. Theo đó, tổng giá trị doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế dự phóng cho năm 2025 đạt lần lượt 38.156 tỷ đồng (+7% YoY) và 3.141 tỷ đồng (+9% YoY).

Chúng tôi tiến hành định giá P/E ngành dược phẩm với các doanh nghiệp: DHG, DHT, IMP, DVN, DBD, TRA, DTP, và DMC với tổng giá trị vốn hóa thị trường tính đến ngày 05/12/2024 đạt 48.220 tỷ đồng. **Mức P/E forward 2025 là 15,35x, thấp hơn so với mức P/E trung bình giai đoạn 2017-2024 là 16,06x.**

P/E nhóm các doanh nghiệp trong ngành dược phẩm



Nguồn: Bloomberg, BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp và dự phóng

G. PHỤ LỤC

I. CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ THEO MẪU HÌNH GIÁ (TRÒ VÈ)

Chiến lược đầu tư được khuyến nghị trong năm 2025 cần đảm bảo 02 yếu tố chính:

- Tận dụng đặc điểm dòng tiền trong các nhịp Upswing.
- Đảm bảo tỷ lệ rủi ro vị thế ở mức thấp (5 – 7%).

Theo đó, chúng tôi lựa chọn chiến lược giao dịch theo mẫu hình giá “Triangle” và “Cup with Handle”. Mẫu hình giá này không chỉ đảm bảo được 02 tiêu chuẩn trên mà theo thống kê thì đây cũng là những chiến lược duy trì được tỷ lệ dự báo và hiệu suất vị thế trong thị trường Bear Market, cũng như bối cảnh thị trường Choppy Market.

1. Mẫu hình giá “Triangle”

1.1. Mô tả

Mẫu hình tam giác (Triangle): Được nhận diện khi đường giá có sự thu hẹp biên độ dao động trong phạm vi giới hạn bởi đường xu hướng trên (nổi từ 2 đỉnh trở lên) và xu hướng dưới (nổi từ 2 đáy trở lên). Mẫu hình thể hiện sự cân bằng giữa nỗ lực đẩy giá lên của phe mua và đẩy giá xuống của phe bán, trong bối cảnh cả hai phe đều đang suy yếu về khả năng tác động làm thay đổi giá.

Hành động: Tận dụng trạng thái cân bằng của mẫu hình bị phá vỡ, nhà đầu tư có thể tham gia vị thế mua hoặc bán dựa trên chiều đường biên bị phá vỡ.

Mẫu hình giá “Triangle” duy trì hiệu quả dự báo biến động tăng trong thị trường Bear Market

Thống kê hiệu quả tín hiệu “Triangle”

	Bull Market	Bear Market
Số lượng tín hiệu	792	575
Số lượng tín hiệu đúng	531	334
Tỷ lệ dự báo đúng	67,05%	58,09%
Lợi nhuận bình quân	21,25%	16,89%
Thua lỗ trung bình	-7,44%	-7,77%
Số lượng vị thế đạt mục tiêu	411	209
Tỷ lệ vị thế đạt mục tiêu	51,89%	36,35%
Thời gian trung bình đạt mức giá cao nhất (phiên)	31,65	25,05
Thời gian trung bình vi phạm ngưỡng dừng lỗ (phiên)	11,47	13,27

Nguồn: FPTTS tổng hợp

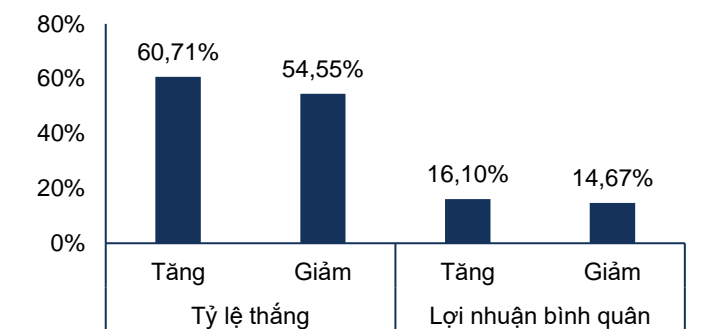
Dựa trên kết quả Backtest, tỷ lệ chiến thắng cho các tín hiệu mua trong giai đoạn Bear Market của mẫu hình “Triangle” được xác định khoảng 58%. Với tỷ lệ dự báo này, tín hiệu này vẫn bảo toàn tiêu chuẩn cơ sở cho dự báo tăng trong thị trường Bear Market. Trong đó, lợi nhuận bình quân và rủi ro vị thế lần lượt đạt 16,89% và -7,77%. Thời gian nắm giữ tối ưu của vị thế trong chiến lược này là 25 phiên.

1.2. Tiêu chuẩn xác định vị thế

Mẫu hình hình thành sau xu hướng tăng giá

Trong Bear Market, tín hiệu Breakout từ các vị thế có xu hướng trước là tăng cho thấy hiệu suất tốt hơn so với xu hướng giảm. Cụ thể, tỷ lệ thắng của các vị thế xu hướng tăng đạt 60,71% với lợi nhuận trung bình 16,10%, cao hơn so với xu hướng giảm (tỷ lệ thắng 54,55%, lợi nhuận trung bình 15,67%). Do đó, các tín hiệu Breakout xuất phát từ xu hướng giảm nên được ưu tiên.

Đặc điểm xu hướng trước mẫu hình

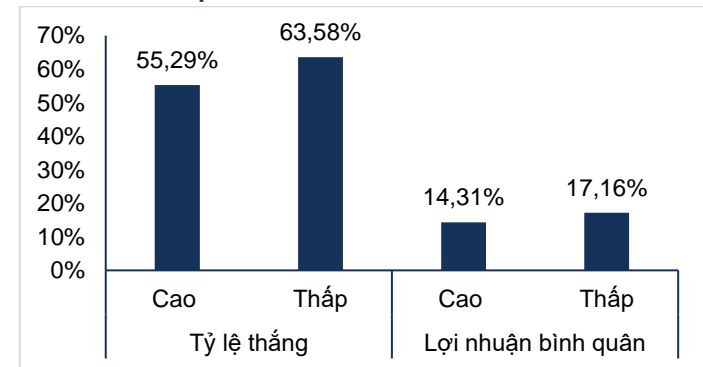


Nguồn: FPTTS tổng hợp

Biên độ biến động của mẫu hình

Dữ liệu thống kê cho thấy các mẫu hình ghi nhận biên độ biến động thấp là yếu tố hỗ trợ đáng kể trong việc nâng cao hiệu quả tín hiệu Breakout. Cụ thể, các mẫu hình này đạt tỷ lệ thắng 63,58% và lợi nhuận trung bình 17,16%, so với tỷ lệ thắng 55,29% và lợi nhuận trung bình 14,31% ở các mẫu hình có chiều cao lớn hơn mức trung vị 19,51%.

Đặc điểm chiều cao mẫu hình

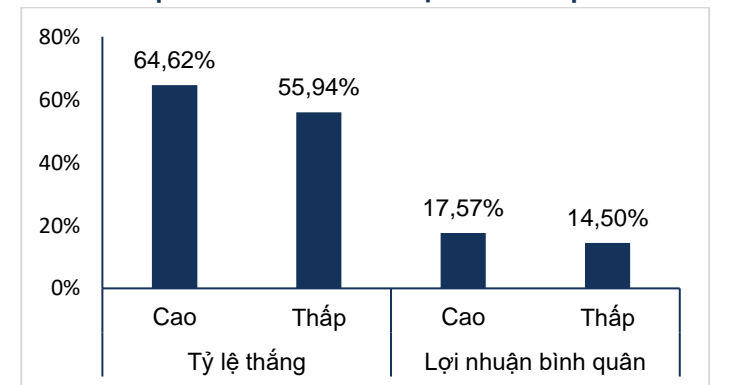


Nguồn: FPTTS tổng hợp

Đặc điểm thanh khoản của phiên tín hiệu

Khối lượng giao dịch lớn trong phiên tín hiệu được coi là yếu tố quan trọng, giúp tăng cường độ tin cậy và hiệu quả của tín hiệu Breakout. Các tín hiệu Breakout đi kèm thanh khoản thuộc nhóm 10% phiên có khối lượng lớn nhất trong mẫu hình cho thấy hiệu suất vượt trội so với nhóm có khối lượng thấp hơn. Cụ thể, tỷ lệ thắng của nhóm thanh khoản cao đạt 64,62%, lợi nhuận 17,57%, trong khi nhóm thanh khoản thấp chỉ có tỷ lệ thắng 55,94% và lợi nhuận 14,5%. tín hiệu Breakout kèm theo khối lượng giao dịch cao cho thấy hiệu suất vượt trội so với các tín hiệu có khối lượng thấp.

Đặc điểm thanh khoản phiên tín hiệu



Nguồn: FPTTS tổng hợp

2. Mẫu hình giá “Cup with Handle”

2.1. Mô tả

Mẫu hình cốc tay cầm (**Cup with Handle**) được nhận diện bởi biến động giá từ giai đoạn giảm sâu, chuyển sang tích lũy và phục hồi, tạo thành hình chiếc cốc, sau đó là một đợt điều chỉnh nhẹ hình thành phần tay cầm trước khi giá bứt phá. Mẫu hình này phản ánh sự chuyển đổi tâm lý của nhà đầu tư, từ trạng thái bi quan sang thận trọng và tích cực.

Hành động: Khi xuất hiện mẫu hình cốc tay cầm, nhà đầu tư có thể kích hoạt vị thế mua khi giá phá vỡ qua vùng kháng cự ở miệng cốc. Mức cắt lỗ thường được đặt dưới tay cầm và khoảng giá mục tiêu giá thường được tính bằng chiều cao của cốc.

Mẫu hình “Cup With Handle”

Kết quả Backtest cho thấy tỷ lệ thắng của mẫu hình **Cup with Handle** trong giai đoạn **Bear Market** đạt 70.2%, thấp hơn mức trung bình 75.2% trong giai đoạn **Bull Market**. Lợi nhuận bình quân tại giai đoạn Bear Market là 31%, thấp hơn so với 40% ở Bull Market. Các số liệu cho thấy mẫu hình hoạt động hiệu quả hơn trong Bull Market. Tuy nhiên, sự khác biệt này không phản ánh sự kém hiệu quả của mẫu hình trong thị trường Bear Market. Do đó, mẫu hình vẫn được khuyến nghị sử dụng trong giai đoạn Bear Market với tiêu chuẩn lựa chọn vị thế phù hợp.

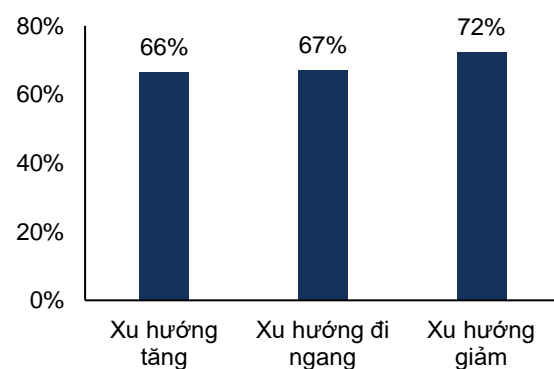
Thông kê hiệu quả tín hiệu “Cup With Handle”		
	Bull Market	Bear Market
Số lượng tín hiệu	830	571
Số lượng tín hiệu đúng	624	401
Tỷ lệ dự báo đúng	75,2%	70,2%
Lợi nhuận bình quân	40%	31%
Thua lỗ trung bình	-7%	-8%
Số lượng vị thế đạt mục tiêu	469	256
Tỷ lệ vị thế đạt mục tiêu	56.6%	44.8%
Thời gian trung bình đạt mức giá cao nhất (phiên)	40	33
Thời gian trung bình vi phạm ngưỡng dừng lỗ (phiên)	16	14

Nguồn: FPTIS tổng hợp

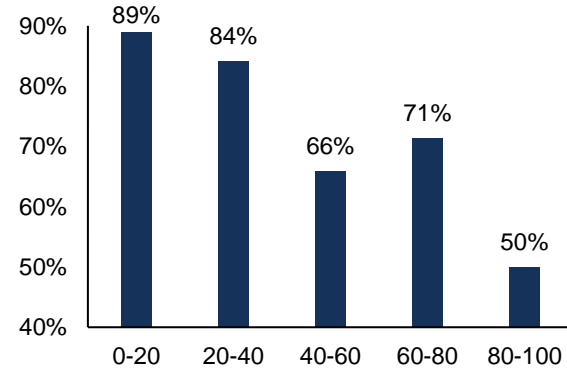
2.2. Tiêu chuẩn xác định vị thế

Mẫu hình “Cup with Handle” hoạt động hiệu quả hơn sau các Downswing

Tỷ lệ thắng theo xu hướng trước mẫu hình



Tỷ lệ thắng theo giá trị RSI (VNINDEX)



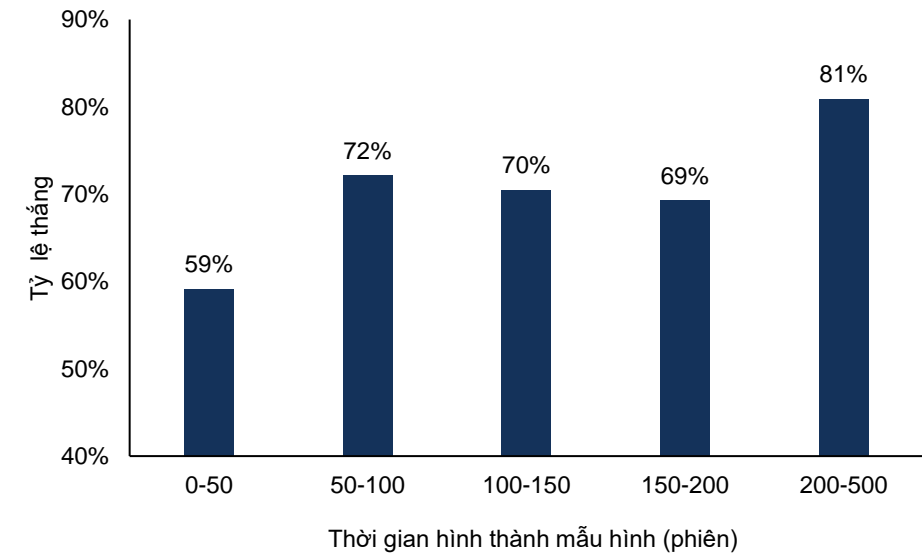
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Thông kê cho thấy, trong **Bear Market**, mẫu hình **Cup with Handle** hoạt động hiệu quả hơn khi xu hướng trước đó là **xu hướng giảm**. Cụ thể, tỷ lệ thắng khi xuất hiện xu hướng giảm trước mẫu hình đạt 72%, cao hơn so với khi xu hướng trước đó là tăng hoặc đi ngang. Bên cạnh đó, giai đoạn thị trường có chỉ số **RSI** giảm về vùng thấp (<40) mang lại tỷ lệ thắng cao hơn so với khi RSI ở vùng cao hơn. Do đó, nhà đầu tư nên thận trọng với các mẫu

hình xuất hiện ở vùng giá cao và ưu tiên các vị thế tại vùng giá thấp để hạn chế rủi ro và tận dụng dư địa tăng trưởng tốt hơn.

Tính bền vững của mẫu hình giúp nâng cao hiệu suất dự báo

Đặc điểm thời gian hình thành mẫu hình



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Thông kê cũng cho thấy, những mẫu hình có thời gian hình thành lâu hơn thường mang lại tỷ lệ thắng cao hơn so với các mẫu hình có thời gian hình thành ngắn. Điều này cho thấy rằng các mẫu hình dài hạn thường đảm bảo sự chuyển biến rõ ràng và ổn định giữa các pha biến động, từ đó hỗ trợ các nhịp tăng giá bền vững hơn. Do đó, nhà đầu tư nên hạn chế giao dịch với các mẫu hình có thời gian hình thành **dưới 50 phiên** và ưu tiên các mẫu hình có thời gian dài hơn, nhằm phòng ngừa các tín hiệu từ các nhịp biến động ít rõ ràng, dẫn đến khả năng xuất hiện tín hiệu giả cao hơn.

II. GIÁ TRỊ CHỊU RỦI RO CÓ ĐIỀU KIỆN – CVAR (TRỞ VỀ)

Để hiểu rõ hơn về CVaR, cần xem xét trước VaR:

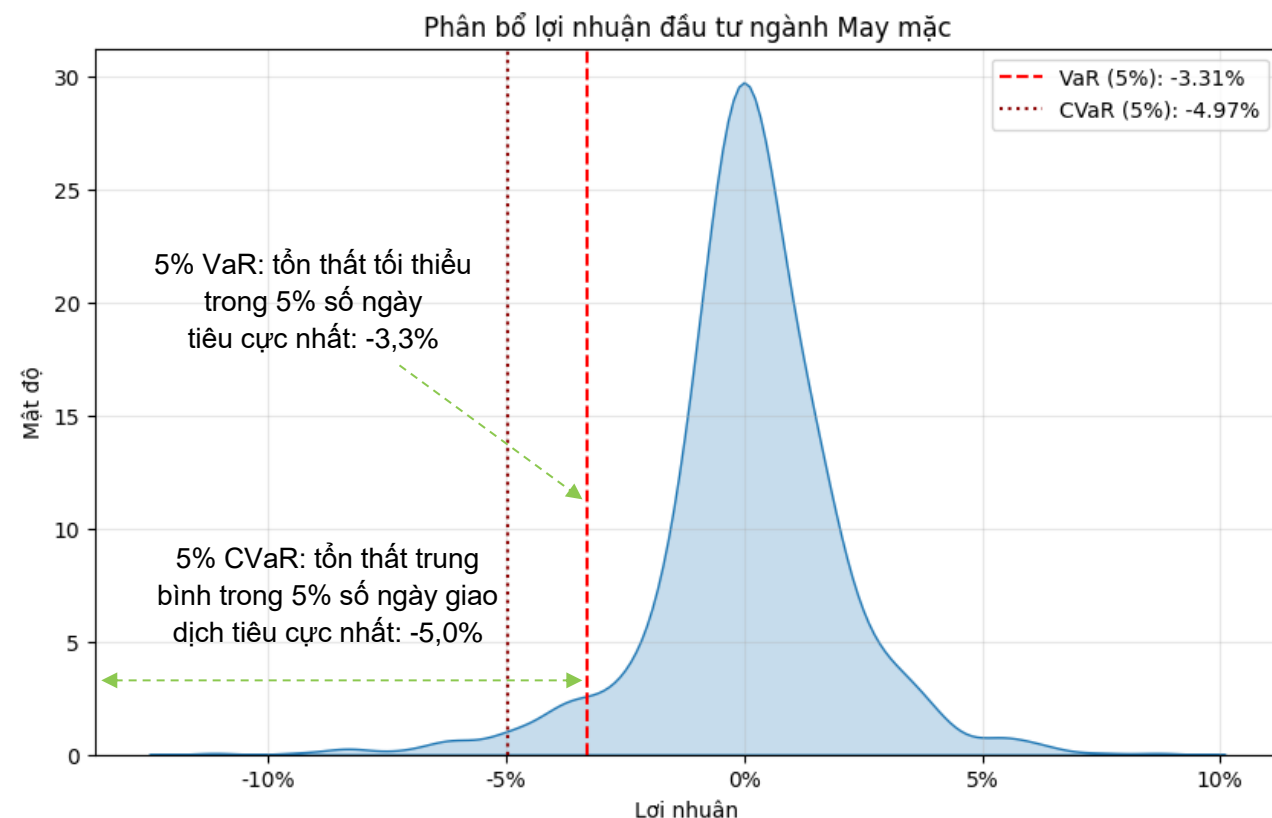
- VaR thể hiện mức tổn thất nhỏ nhất có thể xảy ra với một xác suất và khoảng thời gian nhất định: Ví dụ, danh mục có mức 5% VaR một ngày ở -4% có thể hiểu là “trong mỗi ngày giao dịch, danh mục có 5% xác suất lỗ tối thiểu 4%”. Cách hiểu này cũng tương ứng với “trong 95% số ngày còn lại, danh mục chỉ lỗ tối đa 4%”. Dù vậy, VaR không chỉ ra được mức tổn thất có thể xảy ra trong 5% ngày giao dịch tiêu cực nhất là bao nhiêu.

Nhược điểm trên của VaR được giải quyết bởi CVaR – là mức độ tổn thất dự kiến xảy ra nếu vượt quá ngưỡng VaR: Tiếp tục ví dụ trên, danh mục có mức 5% CVaR một ngày ở -7% có thể hiểu là “danh mục lỗ trung bình 7% trong 5% số ngày giao dịch vi phạm ngưỡng VaR.

Nói cách khác, CVaR cho chúng ta bức tranh đầy đủ hơn về rủi ro tổn thất của danh mục khi VaR là tổn thất tối thiểu mà danh mục dự kiến phải chịu trong các trường hợp xấu nhất; và CVaR là tổn thất trung bình (kỳ vọng) trong các trường hợp đó. Với đặc tính này, CVaR phù hợp với trọng tâm phòng thủ và bảo toàn danh mục trong giai đoạn Choppy Market.

Dưới đây là minh họa VaR và CVaR được tính theo phương pháp lịch sử:

Minh họa 5% VaR và CVaR một ngày của ngành May mặc dựa trên lịch sử 05 năm



Nguồn: Bộ phận Dữ liệu FPT

III. ĐÁNH GIÁ ẢNH HƯỞNG CỦA CÁC CHỈ TIÊU VĨ MÔ VÀ CƠ BẢN TỚI CỔ PHIẾU

1. Tổng quan

Trong Báo cáo triển vọng 2025, chúng tôi muốn ứng dụng công cụ định lượng để khám phá một chủ đề mới nhưng cũng rất sát với nhu cầu của các nhà đầu tư:

“Các chỉ tiêu vĩ mô và cơ bản có ảnh hưởng thế nào tới thị trường cổ phiếu?”

Để thấy rằng câu hỏi trên rất rộng và trừu tượng, chỉ có thể trả lời dưới một góc độ cụ thể:

- Về mặt phạm vi, chúng tôi hướng tới đánh giá ảnh hưởng của nhóm chỉ tiêu vĩ mô và cơ bản chủ đạo (GDP, Lãi suất, Tỷ giá, Xuất nhập khẩu, Doanh thu, Lợi nhuận sau thuế...) tới toàn bộ thị trường chứng khoán cũng như các nhóm ngành chính (gồm VN-Index, 03 ngành Tài chính và 10 nhóm ngành cấp 01 Phi tài chính).
- Để đánh giá riêng ảnh hưởng của mỗi chỉ tiêu vĩ mô/cơ bản (chỉ tiêu độc lập), chúng tôi sử dụng hồi quy đơn biến với mô hình SARIMAX.
- Khía cạnh đầu tiên chúng tôi quan tâm là mốc thời gian mà các chỉ tiêu độc lập có ảnh hưởng lớn nhất tới lợi nhuận đầu tư: Ở trường hợp đơn giản, việc chỉ tiêu độc lập có tương quan cao với thị trường trong kỳ tiếp theo (ví dụ Kết quả kinh doanh Q1 ảnh hưởng tới giá cổ phiếu trong Q2) có thể hiểu là thị trường biến động phụ thuộc vào dữ liệu thực tế được công bố. Mặt khác, việc chỉ tiêu độc lập có tương quan cao trong cùng kỳ (KQKD Q1 ảnh hưởng tới giá cổ phiếu ngay trong Q1, trước khi KQKD được công bố) có thể hiểu là thị trường biến động do kỳ vọng nhất định về chỉ tiêu này trong tương lai.
- Khía cạnh thứ hai chúng tôi quan tâm là cường độ, nghĩa là mỗi chỉ tiêu độc lập ảnh hưởng bao nhiêu tới lợi nhuận đầu tư trung bình.

Như vậy, câu hỏi ban đầu đã được cụ thể hóa như sau:

“Các chỉ tiêu vĩ mô và cơ bản chủ đạo có ảnh hưởng tới thị trường cổ phiếu trong cùng kỳ hay trong kỳ sau đó? Và với cường độ bao nhiêu?”

Cần lưu ý rằng các kết quả hồi quy chỉ mang tính thống kê: chúng không chỉ ra được nguyên nhân đằng sau cũng như không đảm bảo chắc chắn sẽ xảy ra trong tương lai. Dù vậy, chúng có thể giúp chúng ta làm rõ bức tranh tổng thể về đặc tính của biến động thị trường, hướng tới giúp chúng tôi đưa ra các khuyến nghị cơ bản và chiến lược thị trường hiệu quả hơn.

Ví dụ với chỉ tiêu Lãi suất chính phủ 10 năm, chúng tôi hướng tới đánh giá (a) Biến động lãi suất có ảnh hưởng tới lợi nhuận đầu tư trung bình không? (b) Với thời gian và cường độ (nếu có) như thế nào?; và (c) Mối quan hệ này có phân hóa giữa các ngành lớn hay không? Những câu trả lời này sẽ hỗ trợ cho khuyến nghị của chúng tôi dưới bối cảnh lãi suất kỳ vọng có thể tăng trở lại trong năm 2025.

2. Phương pháp luận

Với các bài toán định lượng, hai bước quan trọng nhất trong phương pháp luận là:

- Đánh giá đặc tính dữ liệu để lựa chọn mô hình phù hợp.
- Xử lý dữ liệu đầu vào để mô hình có ý nghĩa.

Trong quá trình này, mức độ dễ hiểu là ưu tiên hàng đầu của chúng tôi để có thể truyền tải kết quả đánh giá một cách dễ dàng, đặc biệt khi phạm vi đánh giá rất lớn.

2.1. Lựa chọn mô hình: SARIMAX

Chúng tôi lựa chọn mô hình SARIMAX do đây là mô hình chuyên dụng với dữ liệu chuỗi thời gian đồng thời có kết quả dễ giải thích (cả về mốc thời gian và cường độ). Ngoài ra, chúng tôi đã xem xét một số công cụ khác như kiểm định Pearson, Spearman, Cross-Correlation Function, Granger...

Để tránh đi quá sâu vào công thức, SARIMAX là Mô hình Ngoại sinh Trung bình động Tích hợp Tự hồi quy theo Mùa (Seasonal AutoRegressive Integrated Moving Average and EXogenous variables). Trong đó, chúng tôi sẽ chỉ tập trung vào kết quả của yếu tố Ngoại sinh (X trong SARIMAX) để thể hiện ảnh hưởng của biến động

lập (chỉ tiêu vĩ mô và cơ bản) tới lợi nhuận đầu tư. Ngoài ra, các yếu tố S-AR-I-MA¹¹ còn lại đều chỉ đánh giá quan hệ của lợi nhuận đầu tư với chính nó trong quá khứ (đây cũng là khác biệt cơ bản giữa dữ liệu chuỗi thời gian so với dữ liệu độc lập thông thường¹²).

2.2. Xử lý dữ liệu đầu vào

Mô hình SARIMAX có bản chất là mô hình có tham số, nghĩa là SARIMAX dựa trên một số giả định cụ thể về dữ liệu đầu vào (và kết quả chỉ có ý nghĩa khi dữ liệu đạt yêu cầu). Cụ thể, dữ liệu đầu vào của mô hình SARIMAX phải có (a) tính dừng (stationary), hoặc (2) tính đồng liên kết (cointegrated)¹³:

- Với chỉ tiêu phụ thuộc: Tính lợi nhuận đầu tư là phương pháp phổ biến nhất để đạt được tính dừng với dữ liệu giá cổ phiếu. Thêm nữa, đánh giá tương quan với lợi nhuận đầu tư cũng cho phép so sánh giữa các nhóm ngành (do không phụ thuộc vào mức giá của cổ phiếu).
- Với chỉ tiêu độc lập: Các chỉ tiêu này rất đa dạng và không thể áp dụng một phương pháp xử lý nhất quán. Dù vậy, chúng tôi sẽ ưu tiên đưa chỉ tiêu độc lập về cùng đơn vị điểm phần trăm với lợi nhuận đầu tư, thông qua sử dụng số ban đầu (Raw) hoặc khác biệt tuyệt đối kỳ qua kỳ (Delta) với các dữ liệu phần trăm (như lạm phát, tỷ lệ thất nghiệp...); và tính tăng trưởng kỳ qua kỳ (Returns) hoặc so với cùng kỳ (YoY) với các dữ liệu thông thường.

Như vậy, kết quả của mô hình SARIMAX sẽ đảm bảo tính dễ hiểu và nhất quán giữa các chỉ tiêu độc lập cũng như các chỉ tiêu phụ thuộc. Ví dụ:

- Với bài toán hồi quy Lãi suất đã xử lý Delta (khác biệt tuyệt đối kỳ qua kỳ) với lợi nhuận VN-Index, hệ số Ngoại sinh -1,5 có nghĩa là mỗi điểm lãi suất tăng sẽ giảm lợi nhuận trung bình của VN-Index 1,5 điểm phần trăm.

Tương tự, bài toán hồi quy GDP xử lý YoY với lợi nhuận ngành Bất động sản có hệ số Ngoại sinh là 2,5 nghĩa là mỗi điểm phần trăm tăng trưởng so với cùng kỳ của GDP tương ứng với lợi nhuận đầu tư ngành Bất động sản trung bình tăng 2,5 điểm phần trăm.

Cuối cùng, chúng tôi ưu tiên hồi quy theo tần suất hàng tháng (và hàng quý nếu không có dữ liệu tháng) do đây là mức thời gian thích hợp với phân tích kinh tế vĩ mô và cơ bản mà vẫn giữ đủ ý nghĩa của dữ liệu. Nhìn chung, việc giảm tần suất sẽ hi sinh một phần ý nghĩa của dữ liệu, với tần suất thưa hơn gần như không có ý nghĩa (đa số dữ liệu thống kê theo năm của Việt Nam chỉ có từ khoảng năm 2000 tới nay, không đủ dài cho các công cụ thống kê). Mặt khác, tần suất quá thường xuyên như ngày hoặc tuần lại quá ngắn để hỗ trợ cho việc phân tích và khuyến nghị đầu tư.

¹¹ S-AR-I-MA gồm thành phần Mùa vụ (Seasonal), Tự tương quan (AutoRegressive), Tích hợp (Integrated), và Trung bình động (Moving Average).

3. Kết quả thống kê

3.1. Phạm vi thống kê

Chúng tôi sẽ trình bày kết quả của **280 mô hình hồi quy đơn biến**, trong đó trên 97% đạt điều kiện giả định của mô hình SARIMAX, và khoảng 31% hệ số Ngoại sinh có ý nghĩa về mặt thống kê (với p-value tương ứng dưới 0,05).

Số lượng 280 mô hình này tới từ sự kết hợp của:

- (1) **14 chỉ tiêu phụ thuộc:** Gồm lợi nhuận đầu tư thị trường, 03 ngành Tài chính và 09 nhóm ngành cấp 1 Phi tài chính. Các chỉ tiêu này được đại diện bởi VN-Index và Index ngành theo trọng số vốn hóa do FPTTS tính toán.

Chỉ tiêu phụ thuộc	
Thị trường	VN-Index
Nhóm ngành Tài chính	Ngành Ngân hàng
	Ngành Công ty chứng khoán
	Ngành Bảo hiểm
Nhóm ngành Phi tài chính	Nhóm ngành Bất động sản
	Nhóm ngành Công nghiệp
	Nhóm ngành Công nghệ
	Nhóm ngành Dịch vụ công cộng
	Nhóm ngành Dịch vụ viễn thông
	Nhóm ngành Hàng tiêu dùng không thiết yếu
	Nhóm ngành Hàng tiêu dùng thiết yếu
	Nhóm ngành Nguyên vật liệu
	Nhóm ngành Năng lượng
	Nhóm ngành Y tế

- (2) **10 chỉ tiêu độc lập:** Gồm 08 chỉ tiêu vĩ mô và Doanh thu và Lợi nhuận gộp. Với mỗi chỉ tiêu độc lập, chúng tôi lựa chọn một phương pháp xử lý (Tăng trưởng % so với cùng kỳ – YoY, Tăng trưởng % so với kỳ trước – Returns, Giá trị ban đầu – Raw, hoặc Tăng trưởng tuyệt đối kỳ qua kỳ – Delta) với tiêu chí tỷ lệ đạt yêu cầu giả định của mô hình SARIMAX và tỷ lệ số mô hình có ý nghĩa thống kê cao nhất. Trong đó, chỉ tiêu GDP, Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế có tần suất theo Quý (do hạn chế dữ liệu). Các chỉ tiêu độc lập đều đủ chiều dài để áp dụng các phương pháp định lượng.

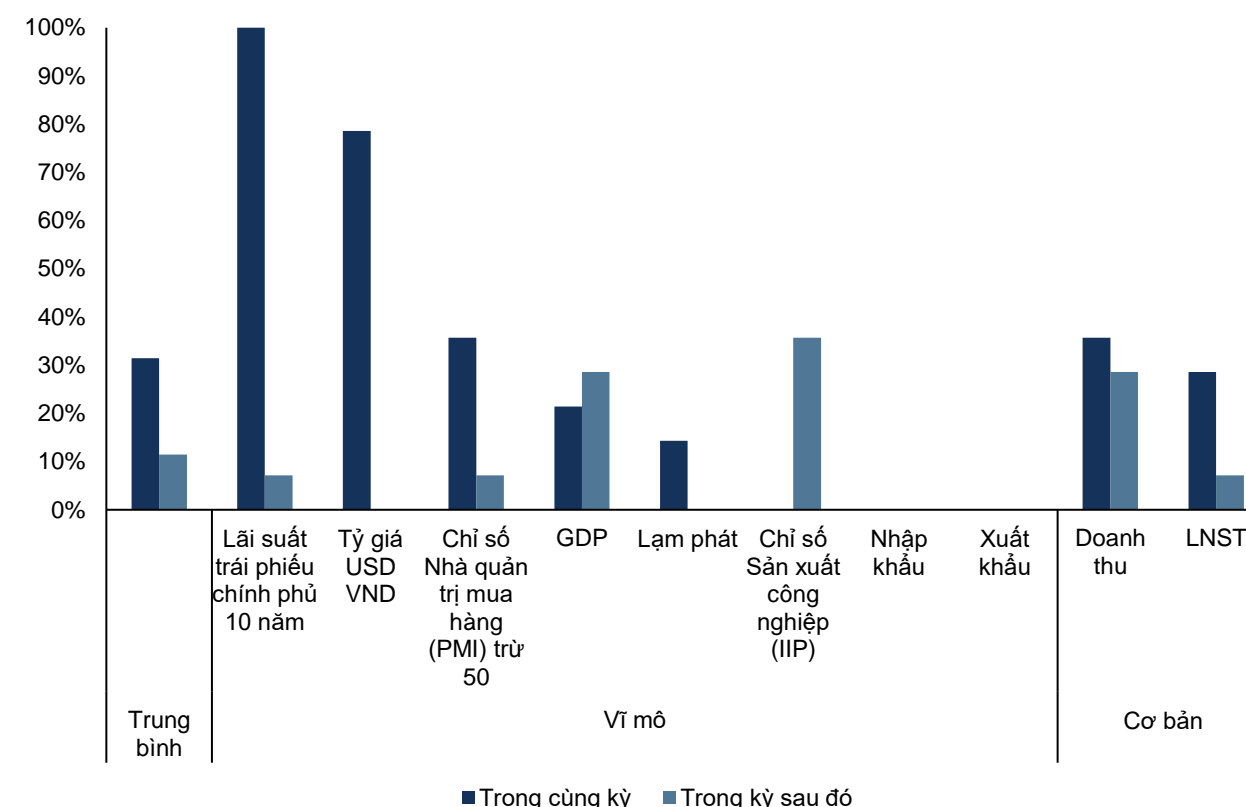
¹² Ví dụ: Nhiệt độ mỗi ngày thường có tương quan cao với nhiệt độ ngày trước đó, khác với việc chiều cao của mỗi người thường độc lập với những người khác. Với bài toán của chúng ta, lợi nhuận đầu tư cũng có tương quan đáng kể với lợi nhuận của các kỳ trước đây.

¹³ Một cách giản lược, hai yêu cầu này lần lượt đảm bảo dữ liệu chuỗi thời gian đủ tính ổn định hoặc có quan hệ dài hạn đủ ý nghĩa để có thể dự phóng.

Chỉ tiêu độc lập	Tần suất	Phương pháp xử lý	Chiều dài dữ liệu
GDP	Quý	YoY (tăng trưởng % so với năm trước)	59
Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm	Tháng	Delta (tăng trưởng tuyệt đối so với kỳ trước)	120
Lạm phát (CPI)	Tháng	Delta	177
Chỉ số Sản xuất công nghiệp (IIP)	Tháng	YoY	129
Chỉ số Nhà quản trị mua hàng (PMI) trừ 50 ¹⁴	Tháng	Raw (giá trị ban đầu)	147
Nhập khẩu	Tháng	YoY	230
Xuất khẩu	Tháng	YoY	230
Tỷ giá USD VND	Tháng	Returns (tăng trưởng % so với kỳ trước)	258
Doanh thu	Quý	YoY	63
Lợi nhuận sau thuế	Quý	YoY	63

Thị trường phản ứng sát hơn với kỳ vọng hơn là dữ liệu công bố

Tỷ lệ số bài toán có hệ số Ngoại sinh có ý nghĩa theo Mốc thời gian



Nguồn: FPTST tổng hợp

Với mốc thời gian trong kỳ, Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm và Tỷ giá có mức độ ý nghĩa cao nhất (với lần lượt 100% và 78% số bài toán hồi quy có tương quan ý nghĩa). Bên cạnh đó, chỉ tiêu Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế (đại diện cho các chỉ tiêu cơ bản) cũng có ý nghĩa đáng kể với tỷ lệ ~30%. Ngược lại, Nhập khẩu và Xuất khẩu không có tương quan đạt ý nghĩa về mặt thống kê.

(2) Cường độ tương quan

Nhìn chung, cường độ tương quan của đa số các chỉ tiêu độc lập cũng lớn hơn đáng kể trong Mốc thời gian cùng kỳ so với Mốc trong kỳ sau đó. **Kết quả này một lần nữa chỉ ra việc dự phóng các chỉ tiêu ảnh hưởng có lợi thể đáng kể so với chỉ đơn thuần theo dõi dữ liệu được công bố trong đầu tư cổ phiếu.**

Lãi suất TPCP và Tỷ giá USD có ảnh hưởng vượt xa các chỉ tiêu khác

(3) **02 mốc thời gian:** Với mỗi cặp chỉ tiêu độc lập – phụ thuộc, chúng tôi thực hiện hồi quy với Mốc thời gian trong kỳ sau đó và trong cùng kỳ, lần lượt để đánh giá mức độ thị trường đang phản ứng với dữ liệu thực tế và kỳ vọng về các dữ liệu này.

Về mặt thứ tự trình bày, chúng tôi sẽ bắt đầu từ bức tranh lớn về mặt thời gian ảnh hưởng, sau đó đi vào chi tiết về một số chỉ tiêu đáng chú ý.

3.2. Ảnh hưởng theo Mốc thời gian

Chúng tôi sử dụng Mốc thời gian mà các chỉ tiêu độc lập có ảnh hưởng để so sánh hiệu quả của việc theo dõi các chỉ tiêu độc lập với việc đưa ra kỳ vọng cho các chỉ tiêu này.

(1) Tỷ lệ bài toán hồi quy có ý nghĩa

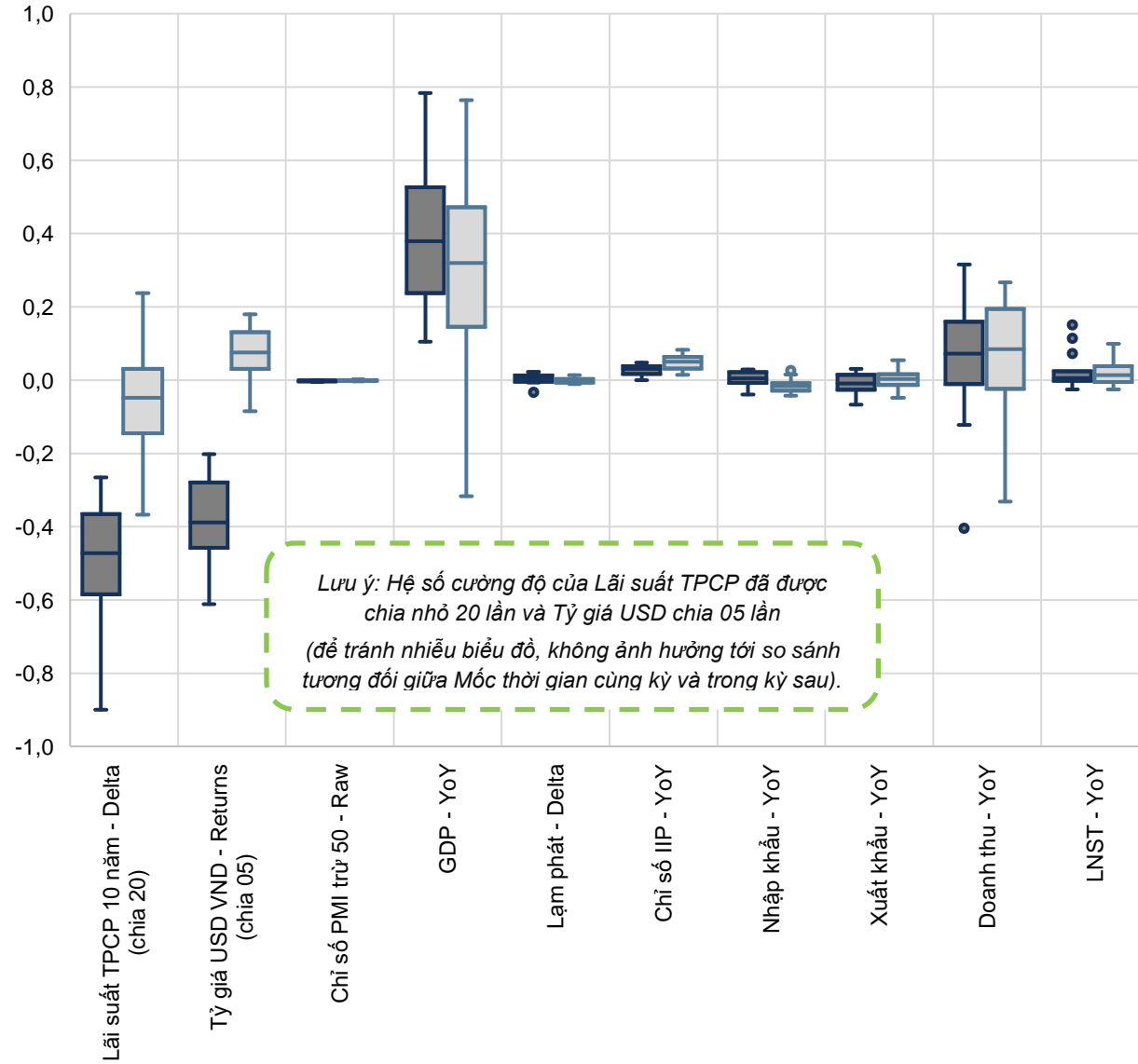
Kết quả hồi quy cho thấy Mốc thời gian trong cùng kỳ có tới ~31% các bài toán kiểm định có ý nghĩa, cao gần gấp 03 lần so với Mốc thời gian trong kỳ sau đó ở ~11%. Như vậy, nhìn chung thị trường phản ứng sát hơn với kỳ vọng thay vì chỉ với dữ liệu thực tế được công bố¹⁵.

¹⁴ Chỉ số PMI rất khác biệt khi giá trị trên 50 thể hiện tăng trưởng và dưới 50 thể hiện sụt giảm so với kỳ trước.

¹⁵ Chỉ số Sản xuất công nghiệp (IIP) là ngoại lệ khi chỉ có ý nghĩa trong kỳ sau đó. Tuy nhiên, cường độ của ảnh hưởng này quá nhỏ và không có ý nghĩa trong thực tế (hệ số Ngoại sinh ở mức ~0,05 – nghĩa là mỗi điểm tăng trưởng YoY của IIP chỉ đóng góp 0,05 điểm phần trăm cho lợi nhuận đầu tư kỳ vọng).

Cường độ tương quan của các chỉ tiêu Vĩ mô và Cơ bản

Trong cùng kỳ Trong kỳ sau



Nguồn: FPT S tổng hợp

Ngoài ra, bức tranh cường độ tương quan của các hệ số cũng chỉ ra:

- Trong các chỉ tiêu vĩ mô: Thay đổi tuyệt đối Lãi suất trái phiếu chính phủ và Tăng trưởng YoY Tỷ giá USD có cường độ ảnh hưởng vượt xa với các chỉ tiêu khác. Chỉ tiêu vĩ mô có ảnh hưởng lớn thứ 03 là GDP (thấp hơn khoảng 20 lần so với Lãi suất và 05 lần so với Tỷ giá).
- Trong các chỉ tiêu cơ bản: Doanh thu có cường độ ảnh hưởng trung bình cao hơn Lợi nhuận sau thuế. Bên cạnh đó, lợi nhuận đầu tư một số ngành có tương quan ngược chiều với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế.
- Ngoài ra, các chỉ tiêu còn lại có cường độ tương quan rất thấp, chỉ ra các mối tương quan này có ý nghĩa thực tế hạn chế (dù một phần có ý nghĩa về mặt thống kê).

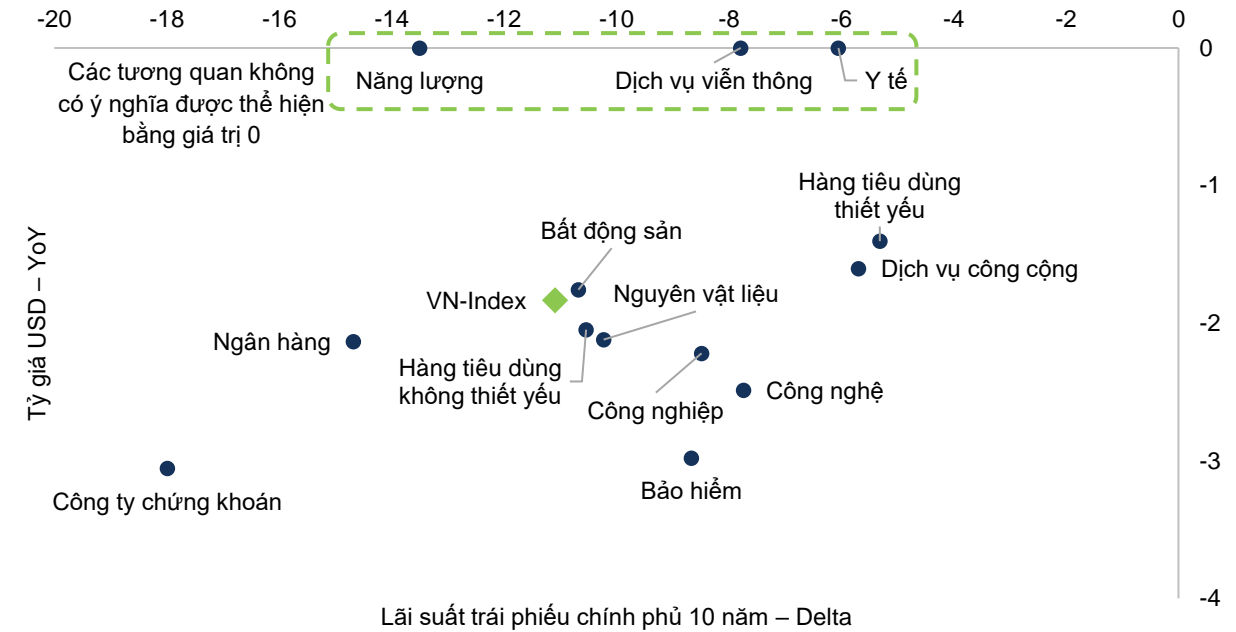
Trong phần tiếp theo, chúng tôi sẽ trình bày thêm về kết quả hồi quy của Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm, Tỷ giá USD, Doanh thu, và Lợi nhuận sau thuế.

3.3. Chỉ tiêu ví mô: Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm và Tỷ giá USD/VND

Nhìn chung, lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm và tỷ giá USD có tương quan ngược chiều với toàn bộ thị trường chứng khoán nói chung khi (1) lãi suất trái phiếu chính phủ đóng góp vào mức chiết khấu sử dụng trong định giá tài sản tài chính, và (2) tỷ giá USD tăng cao có thể kéo nguồn tiền đầu tư ra khỏi thị trường cổ phiếu cũng như tạo áp lực tăng lãi suất. Bên cạnh mặt thị trường, lãi suất và tỷ giá tăng cũng làm các doanh nghiệp chịu thêm áp lực từ chi phí vay nợ nội và ngoại tệ.

Lãi suất TPCP và Tỷ giá USD có ảnh hưởng sâu rộng tới thị trường cổ phiếu

Tương quan ảnh hưởng của Lãi suất trái phiếu chính phủ và Tỷ giá



Nguồn: FPT S tổng hợp

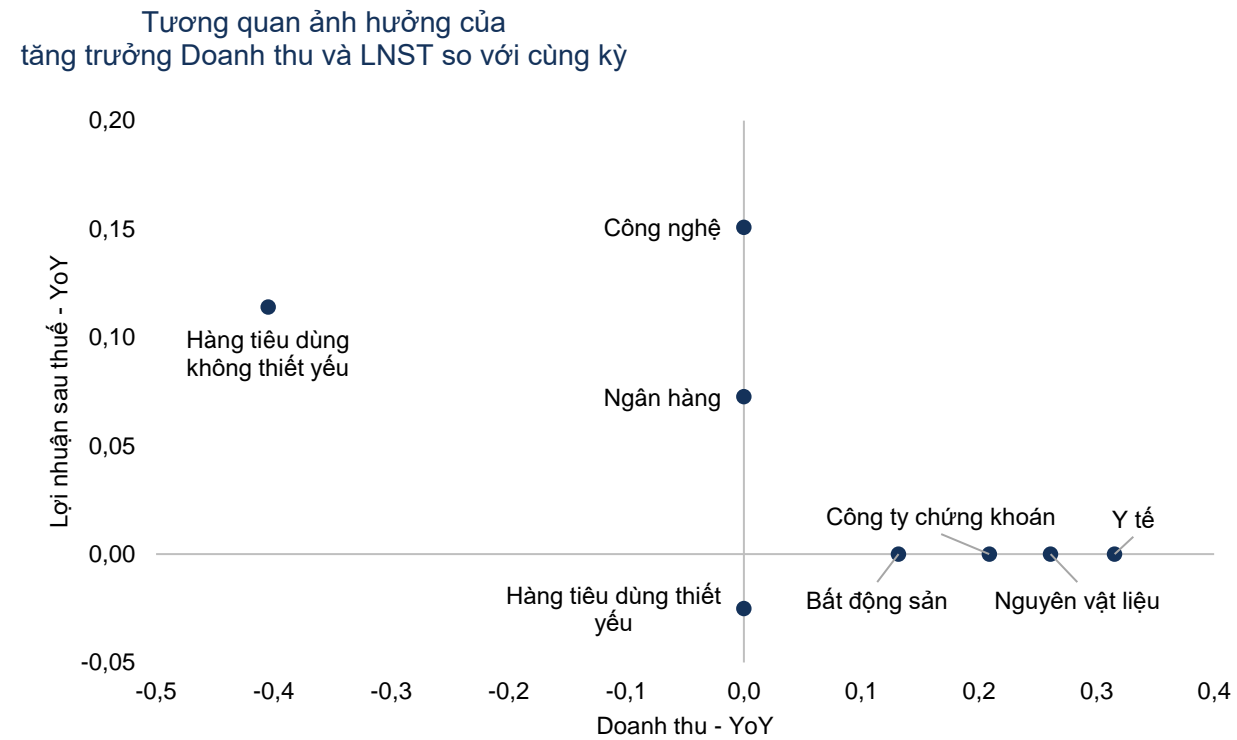
Cụ thể, chỉ số VN-Index có hệ số tương quan lần lượt -11,1 điểm với Lãi suất trái phiếu chính phủ 10 năm (Delta) và -1,8 với Tỷ giá USD (YoY) – nghĩa là lợi nhuận đầu tư vào VN-Index lần lượt giảm 11,1 điểm với mỗi điểm phần trăm Lãi suất trái phiếu tăng so với tháng trước; và giảm 1,8 điểm với mỗi điểm phần trăm tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước của Tỷ giá USD.

Về các nhóm ngành, toàn bộ 13/13 nhóm ngành có tương quan với Lãi suất trái phiếu chính phủ và 10/13 với Tỷ giá USD. Trong đó, nhóm ngành Tài chính nhìn chung chịu ảnh hưởng nặng hơn so với nhóm ngành Phi tài chính. Với nhóm Phi tài chính, các nhóm ngành vay nợ đáng kể như Năng lượng, Hàng tiêu dùng không thiết yếu, Bất động sản và Nguyên vật liệu chịu ảnh hưởng nặng hơn các ngành mang tính ổn định như Dịch vụ công cộng, Y tế và Dịch vụ công cộng.

3.4. Chỉ tiêu cơ bản: Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế

Nhìn chung, Tăng trưởng YoY của Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế có ý nghĩa với khoảng 30 – 35% các ngành cấp 1 (lần lượt 05/13 và 04/13 nhóm ngành). Trong biểu đồ dưới đây, chúng tôi đã loại bỏ các nhóm ngành không có tương quan ý nghĩa với cả Doanh thu và LNST (bao gồm VN-Index, Bảo hiểm, Dịch vụ công cộng, Dịch vụ viễn thông, và Năng lượng).

Hàng tiêu dùng không thiết yếu là ngoại lệ với tương quan ngược chiều Doanh thu



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Trong đó, đa đa số các quan hệ đều cùng chiều, với Doanh thu ảnh hưởng lớn nhất tới nhóm ngành Y tế và Lợi nhuận sau thuế ảnh hưởng lớn nhất tới nhóm ngành Công nghệ.

Ngược lại, nhóm ngành Hàng tiêu dùng không thiết yếu có tương quan ngược chiều rất lớn với tăng trưởng Doanh thu (một phần tới từ việc các doanh nghiệp bán lẻ mở rộng hệ thống nhanh nhưng chưa có lãi).

THÔNG TIN LIÊN HỆ
GIÁM ĐỐC KHÓI PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ
Nguyễn Thị Kim Chi
chintk@fpts.com.vn
NHÓM PHÂN TÍCH CƠ BẢN

Đậu Đức Nam, CFA Trưởng nhóm, ngành BĐS dân dụng namdd@fpts.com.vn	Bùi Đức Duy Trưởng nhóm, ngành Thép duybd@fpts.com.vn	Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA Trưởng nhóm, ngành Bán lẻ nhanndt@fpts.com.vn	Nguyễn Hữu Thiên Ân Trưởng nhóm, ngành Dầu khí annht2@fpts.com.vn
Đinh Hải Lương, CFA Chuyên viên, ngành Xây dựng luongdh@fpts.com.vn	Trịnh Đức Thành Chuyên viên, ngành Xi măng thanhtd@fpts.com.vn	Nguyễn Thị Thúy Vân Chuyên viên, ngành Dược vannnt3@fpts.com.vn	Phạm Thị Thảo Vy Chuyên viên, ngành Nhựa vyptt@fpts.com.vn
Nguyễn Ánh Nguyệt Chuyên viên, ngành BĐS KCN nguyetna@fpts.com.vn	Nguyễn Gia Bách, CFA Chuyên viên, ngành Cảng biển bachng@fpts.com.vn	Đặng Đăng Khoa Chuyên viên, ngành Hàng không khoadd@fpts.com.vn	Ngô Bá Nguyên Chuyên viên, ngành Phân bón nguyennb@fpts.com.vn
Tô Gia Huy Chuyên viên, ngành Dệt may huytg@fpts.com.vn	Nguyễn Thị Thanh Thư Chuyên viên, ngành Thực phẩm thuntt@fpts.com.vn	Nguyễn Lê Thành Đạt Chuyên viên, ngành Thủy sản datlt2@fpts.com.vn	Lê Hữu Sơn Chuyên viên, ngành Điện sonlh@fpts.com.vn

NHÓM PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Nguyễn Ngọc Tuấn Trưởng nhóm tuannn@fpts.com.vn	Nguyễn Đức Anh Trưởng nhóm anhnd@fpts.com.vn	Nguyễn Ngọc Đức, CFA Trưởng nhóm ducnn2@fpts.com.vn	Nguyễn Thị Yến Nhi Chuyên viên nhinty@fpts.com.vn
Nguyễn Tuấn Hùng Chuyên viên hungnt@fpts.com.vn	Phạm Thành An Chuyên viên anpt@fpts.com.vn	Phan Thị Ngọc Hà Chuyên viên haptn@fpts.com.vn	Lê Thị Kim Anh Chuyên viên anhlk@fpts.com.vn
Trịnh Xuân Dũng Chuyên viên dunqtx@fpts.com.vn	Tôn Thất Việt Hoàng Chuyên viên hoangtv@fpts.com.vn	Trần Nguyễn Anh Tùng, CFA Chuyên viên tunqtna@fpts.com.vn	

Dương Mạnh Toàn

Chuyên viên

toandm@fpts.com.vn
TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**
Trụ sở chính

 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội,
Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**
Chi nhánh TP.Hồ Chí Minh

 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1,
TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**
Chi nhánh TP.Đà Nẵng

 Số 100 Quang Trung, phường
Thạch Thang, quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng.

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888