

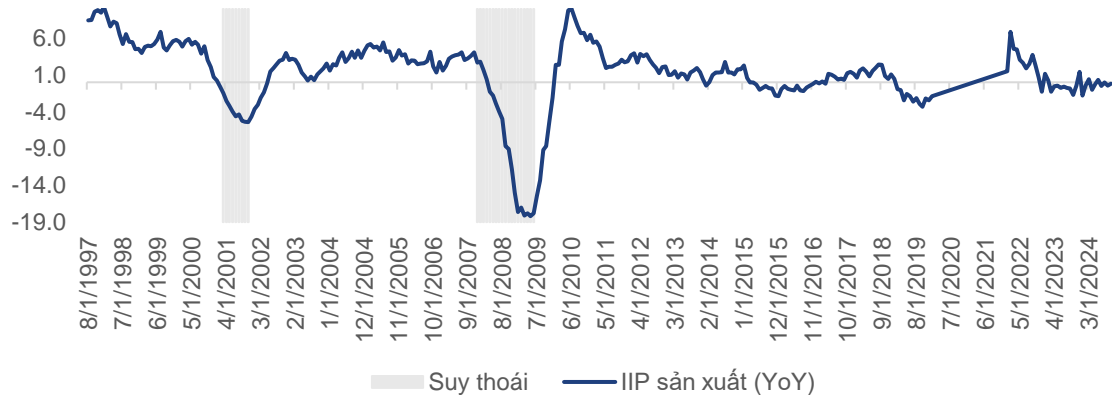
BÁO CÁO CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ NĂM 2025

TÌM KIẾM ALPHA GIỮA HẰNG HÀ BẤT ĐỊNH

VĨ MÔ THẾ GIỚI

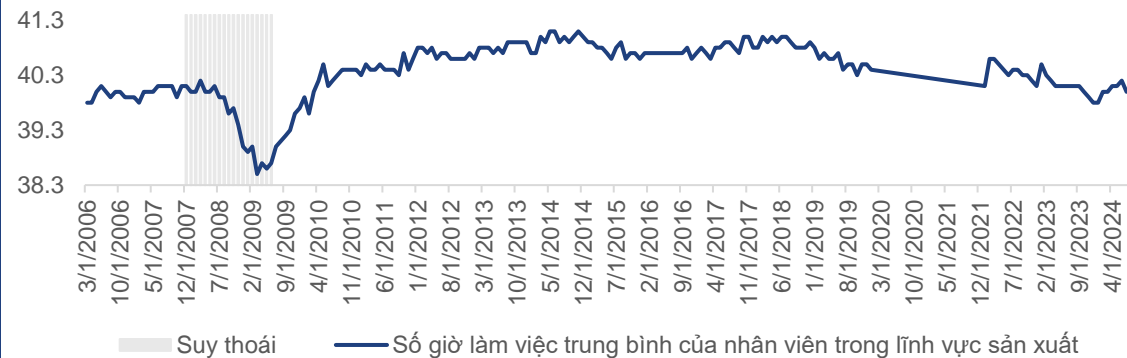
SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP SUY YẾU & TĂNG TRƯỞNG ÂM

TĂNG TRƯỞNG IIP NGÀNH SẢN XUẤT (*)



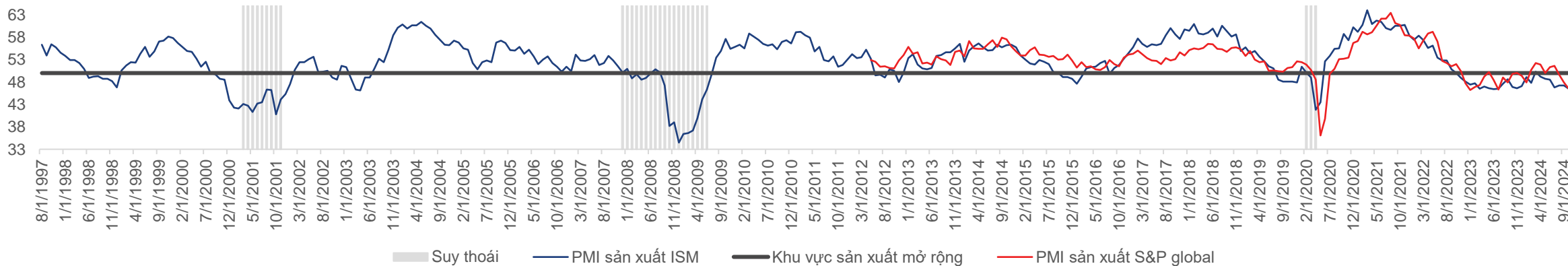
SỐ GIỜ LÀM VIỆC TRUNG BÌNH/ TUẦN SUY GIẢM NHỆ

SỐ GIỜ LÀM VIỆC TRUNG BÌNH LĨNH VỰC SẢN XUẤT (*)



PMI SẢN XUẤT DƯỚI MỐC 50 NHIỀU THÁNG LIÊN, VỚI CẤU PHẦN SỐ ĐƠN HÀNG MỚI SUY GIẢM MẠNH NHẤT

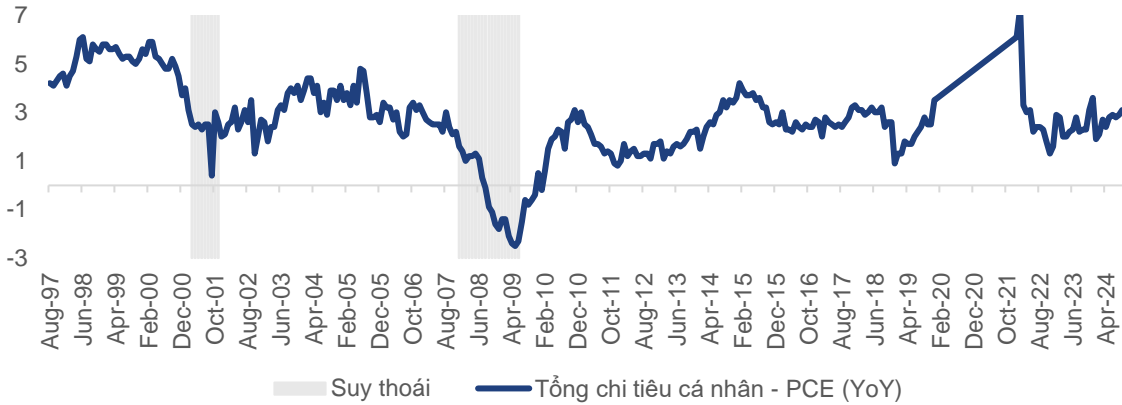
PMI SẢN XUẤT MỸ



(*) Không bao gồm giai đoạn 03-2020 đến 12-2021 khi kinh tế Mỹ bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội do COVID-19 tạo nên sự sụt giảm và hồi phục rất mạnh trong thời gian đó

TIÊU DÙNG CÁ NHÂN CỦA NGƯỜI DÂN MỸ VẪN ĐANG Ở MỨC TỐT

TĂNG TRƯỞNG PCE THỰC CỦA MỸ YOY (*)



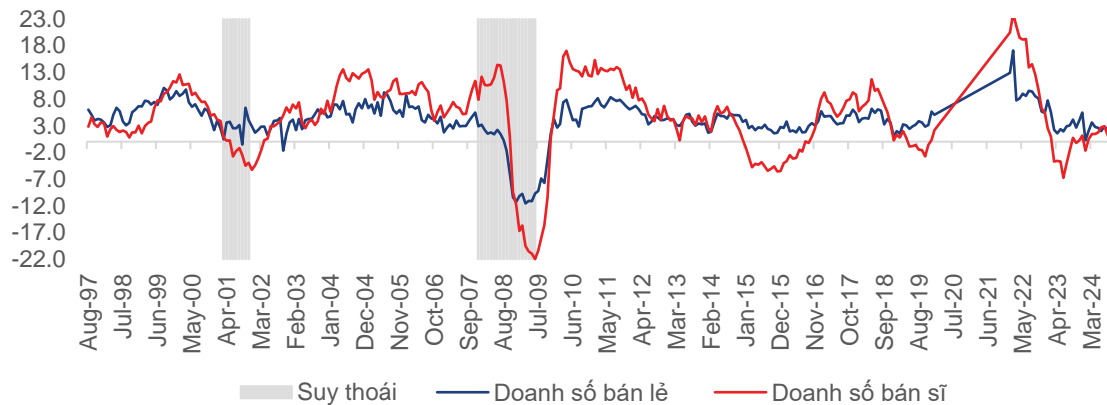
DỊCH VỤ (~60% GDP) TĂNG TRƯỞNG MẠNH NHIỀU THÁNG LIÊN TIẾP

PMI DỊCH VỤ MỸ (*)



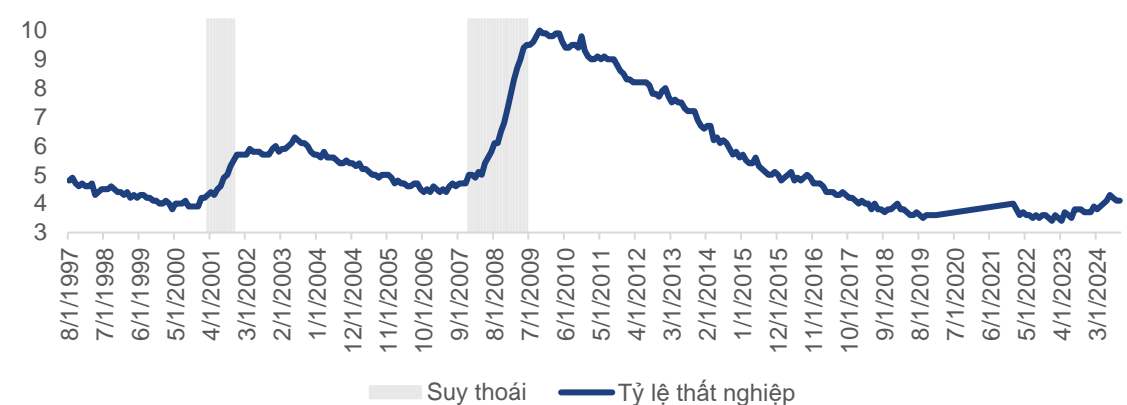
DOANH SỐ BÁN LẺ & BÁN SỈ ĐỀU ĐẠT MỨC TĂNG TRƯỞNG DƯƠNG YOY

TĂNG TRƯỞNG DOANH SỐ BÁN HÀNG (YoY) (*)



THỊ TRƯỜNG LAO ĐỘNG MẠNH DUY TRÌ TIÊU DÙNG CHO NGƯỜI DÂN MỸ

TỶ LỆ THẤT NGHIỆP MỸ (*)



(*) Không bao gồm giai đoạn 03-2020 đến 12-2021 khi kinh tế Mỹ bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội do COVID-19 tạo nên sự sụt giảm và hồi phục rất mạnh trong thời gian đó

Nguồn: Holland & Knight, The committee for responsible Federal budget, TCSC tổng hợp

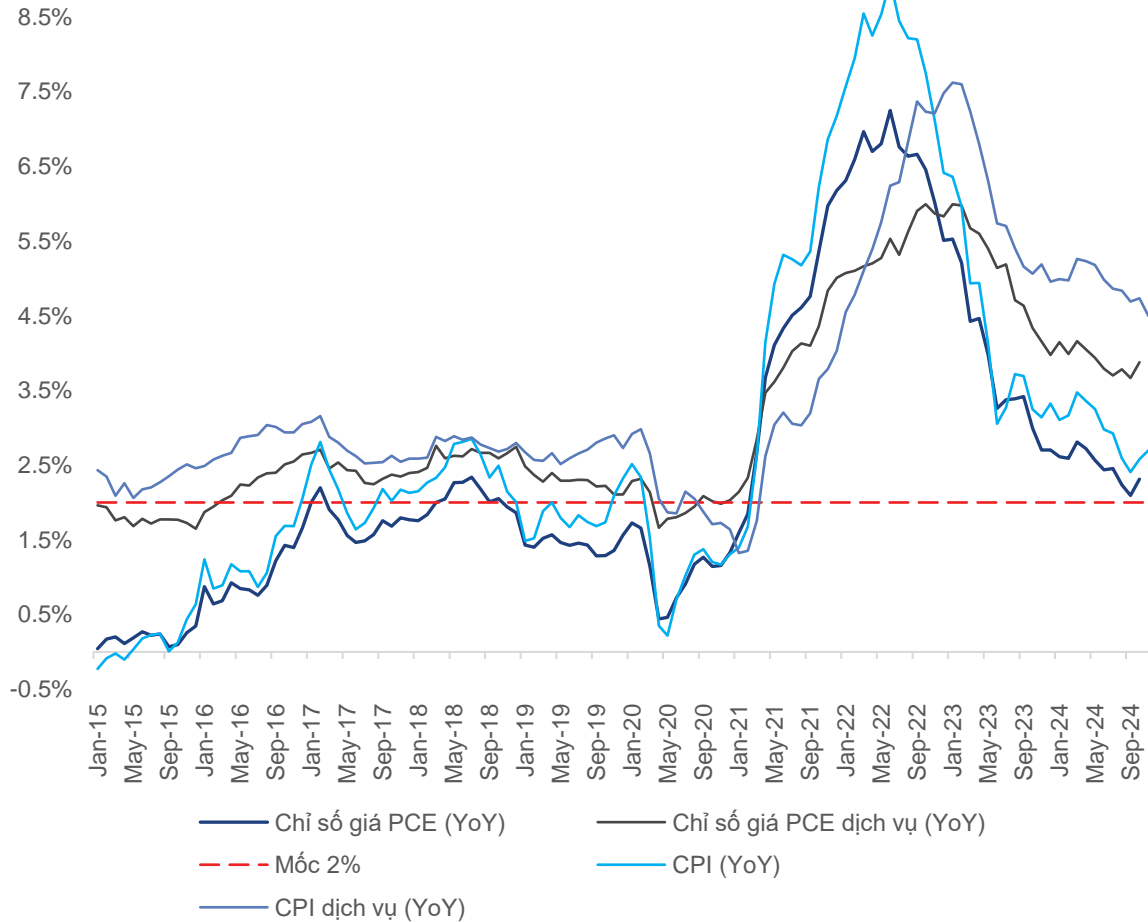
ƯỚC TÍNH TÁC ĐỘNG CÁC CHÍNH SÁCH CỦA TRUMP LÊN KINH TẾ & NGÂN SÁCH CHÍNH PHỦ MỸ GIAI ĐOẠN 2026 - 2035 (TỶ \$)

CHÍNH SÁCH	THU CHI CHÍNH PHỦ			TÁC ĐỘNG LÊN NỀN KINH TẾ
	THẤP	CƠ SỞ	CAO	
Gia hạn & chỉnh sửa Đạo luật TCJA	-4,600	-5,350	-5,950	
Miễn trừ thu nhập làm thêm giờ khỏi việc tính thuế	-500	-2,000	-3,000	
Chấm dứt việc đánh thuế lên các khoản phúc lợi từ Bảo hiểm xã hội	-1,200	-1,300	-1,450	Giảm thuế cho người dân, doanh nghiệp, kích thích tiêu dùng và sản xuất cho các doanh nghiệp nội địa
Miễn trừ thu nhập từ tiền tip khỏi việc tính thuế	-100	-300	-550	
Giảm thuế TNDN cho các doanh nghiệp sản xuất nội địa Mỹ xuống 15% từ 21%	-150	-200	-600	
Ban hành hoặc mở rộng các chính sách giảm thuế khác cho cá nhân và SMEs	-150	-200	-350	
Đầu tư cho quân đội	-100	-400	-2,450	Gia tăng chi tiêu công
Đầu tư cho chương trình chống nạn vượt biên trái phép	0	-350	-1,000	Giảm thất nghiệp cho công dân Mỹ nhưng bù lại làm chi phí lao động tăng lên do người lao động nhập cư thường có chi phí rẻ
Thông qua đạo luật cải cách nhà ở, hỗ trợ tín dụng cho người mua nhà lần đầu	-100	-150	-350	Hỗ trợ người dân sở hữu nhà, kích thích nhu cầu vay vốn
Hỗ trợ giảm chi phí thuốc kê đơn, chi trả chi phí y tế cho cựu binh và đưa vào các đạo luật hỗ trợ y tế cho người dân	-50	-150	-300	Giảm chi phí y tế cho người dân
Tổng chi	-6,950	-10,400	-16,000	
Áp thuế nhập khẩu 10-20% cho các mặt hàng nhập khẩu và một mức thuế cao hơn lên Trung Quốc (lên đến 60%) nhằm giảm thâm hụt thương mại của Mỹ & giảm sức ảnh hưởng của Trung Quốc trên thị trường quốc tế	4,300	2,700	2,000	Bảo hộ nền sản xuất trong nước nhưng làm mất bằng giá các sản phẩm cao lên, nếu nhu cầu tiêu dùng vẫn cao sẽ gây lạm phát, và FED phải trì hoãn trong việc cắt giảm lãi suất lâu hơn, từ đó khiến cho nền kinh tế suy yếu dần dần. Nếu nhu cầu giảm đi vì giá cao thì sẽ gây suy giảm trong tiêu dùng và kinh tế cũng tăng trưởng chậm lại
Đảo ngược lại các chính sách bảo vệ môi trường dưới thời tổng thống Biden, ủng hộ việc gia tăng sản xuất dầu mỏ trong nước	750	700	550	Giảm bớt chi tiêu chính phủ, hạ mặt bằng giá năng lượng xuống khi nguồn cung tăng lên
Giảm hoang phí, tham nhũng	250	100	0	
Giải tán Bộ giáo dục và ủng hộ cho việc học sinh tự chọn các trường tư nhân thay vì các trường công được khuyến khích bởi Bộ giáo dục	200	200	0	Giảm bớt chi tiêu chính phủ
Tổng thu	5,500	3,700	2,550	
Lãi suất từ phát hành TPCP để tài trợ cho thâm hụt	-200	-1,050	-2,100	
THÂM HỤT RỘNG NGÂN SÁCH	-1,650	-7,750	-1,550	

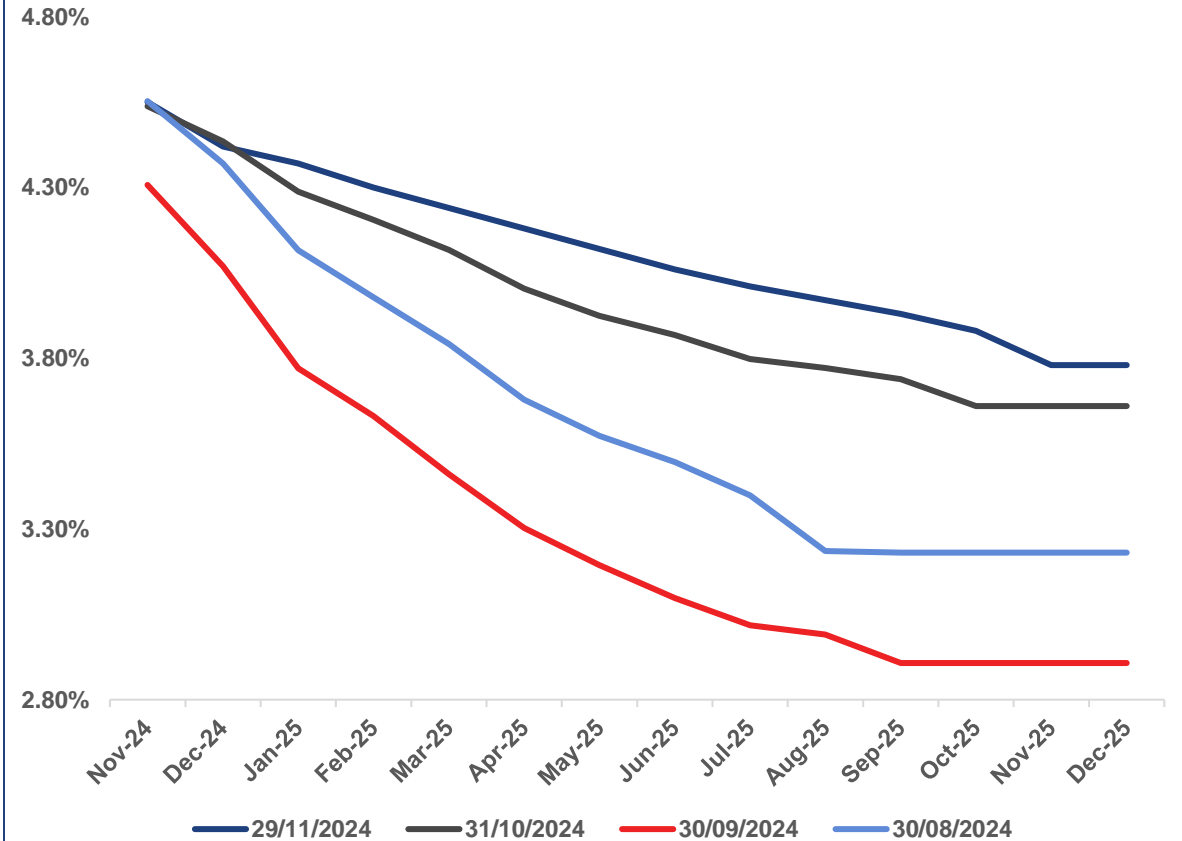
LẠM PHÁT DỊCH VỤ CÒN CAO KHIẾN CHO LẠM PHÁT CHUNG DÀI DẰNG, ĐỘNG LỰC GIẢM GIÁ TỪ GIÁ DẦU CÒN LẠI RẤT HẠN CHẾ

VÌ LẠM PHÁT KỶ VỌNG CAO, KỶ VỌNG CỦA THỊ TRƯỜNG VỀ GIẢM LÃI SUẤT CỦA FED ĐÃ CHẬM HƠN RẤT NHIỀU SO VỚI QUÁ KHỨ

LẠM PHÁT MỸ



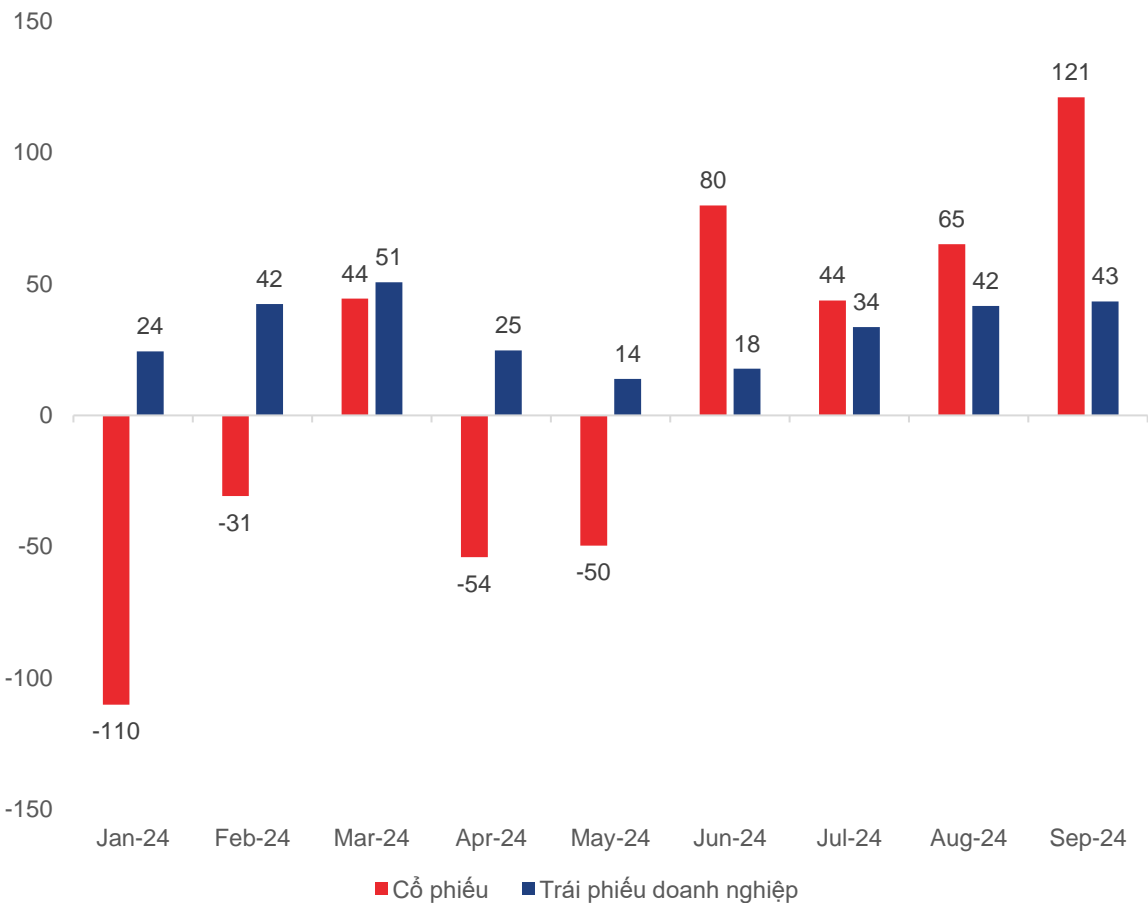
ĐƯỜNG CONG KỶ HẠN LÃI SUẤT HOÁN ĐỔI SOFR 1 THÁNG





VỚI SỰ TĂNG TRƯỞNG MẠNH CỦA KINH TẾ, CŨNG NHƯ KỶ VỌNG VỀ CÁC CHÍNH SÁCH BẢO HỘ CỦA TRUMP, DÒNG TIỀN ĐANG ĐỔ VỀ MỸ

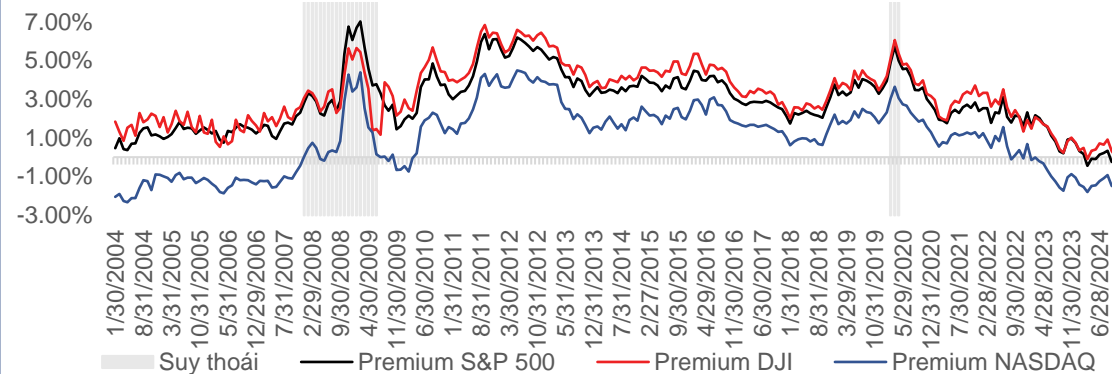
GIÁ TRỊ NHÀ ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI MUA RÒNG CHỨNG KHOÁN MỸ (TỶ \$)



Nguồn: FRED, Bloomberg, US Department of Treasury, TCSC tổng hợp

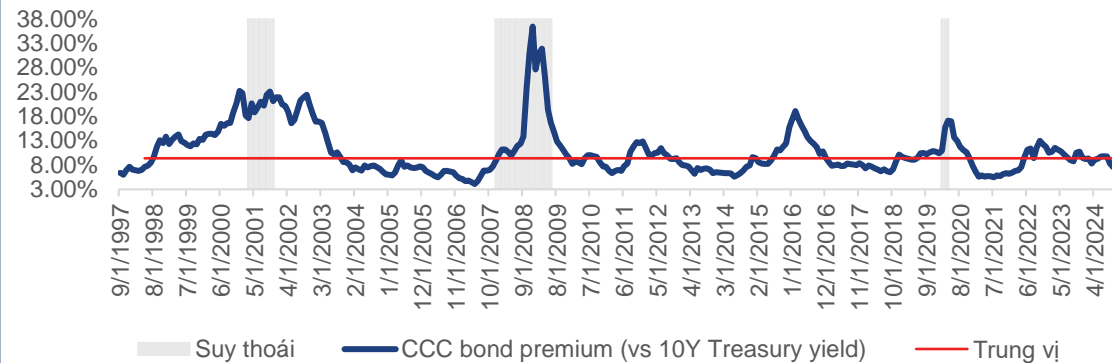
ĐỊNH GIÁ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN Ở MỨC CAO TRONG LỊCH SỬ

ĐỊNH GIÁ 3 CHỈ SỐ CHỨNG KHOÁN LỚN NHẤT CỦA MỸ SO VỚI TPCP 10 NĂM (*)



RỦI RO CỦA CÁC TRÁI PHIẾU HẠNG THẤP CŨNG BỊ ĐỊNH GIÁ THẤP

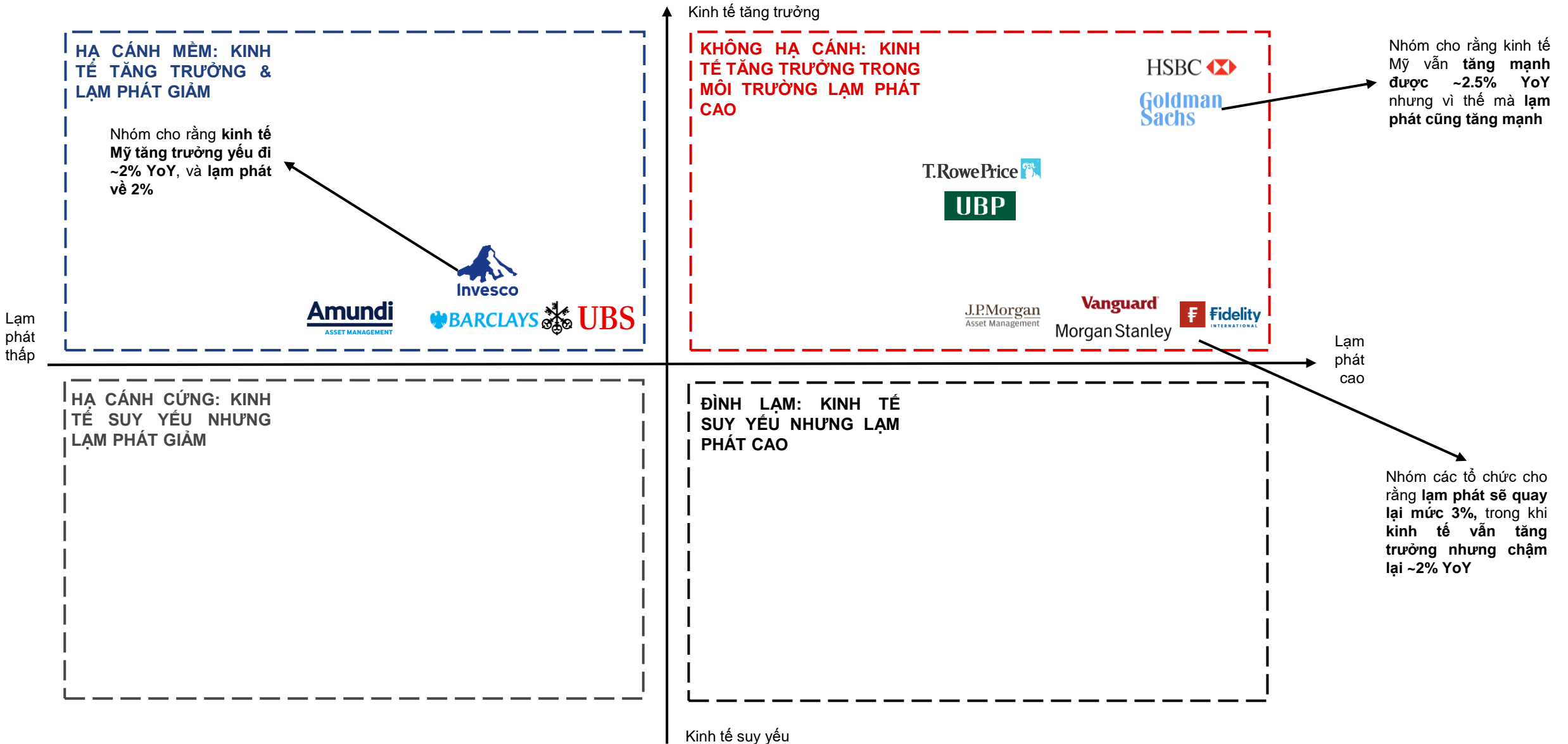
MỨC ĐỊNH GIÁ CỦA TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP CCC & THẤP HƠN TẠI MỸ (*)



(*) Không bao gồm giai đoạn 03-2020 đến 12-2021 khi kinh tế Mỹ bị ảnh hưởng bởi giãn cách xã hội do COVID-19 tạo nên sự sụt giảm và hồi phục rất mạnh trong thời gian đó

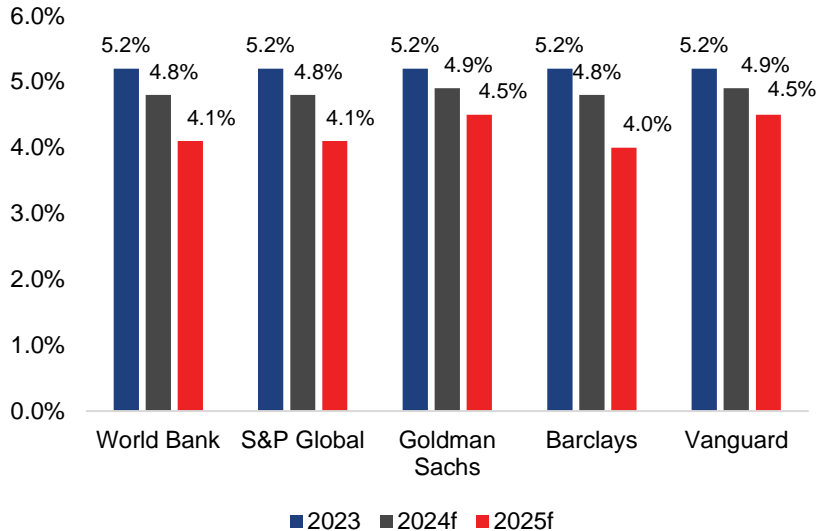
KỲ VỌNG CÁC TỔ CHỨC VỀ KINH TẾ MỸ ĐA SỐ ĐỀU TÍCH CỰC

Nguồn: Báo cáo kỳ vọng thị trường các tổ chức lớn (*)

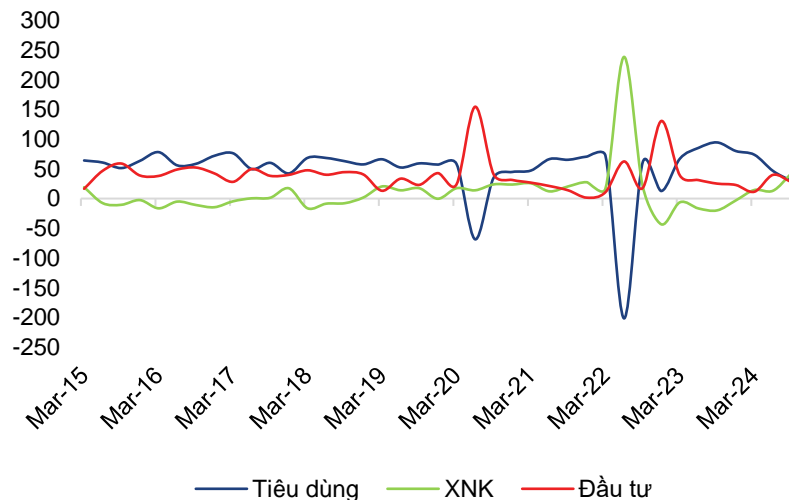


(*) Xin mời xem phụ lục 1 & 2 để có nguồn báo cáo & tóm tắt nhận định các tổ chức

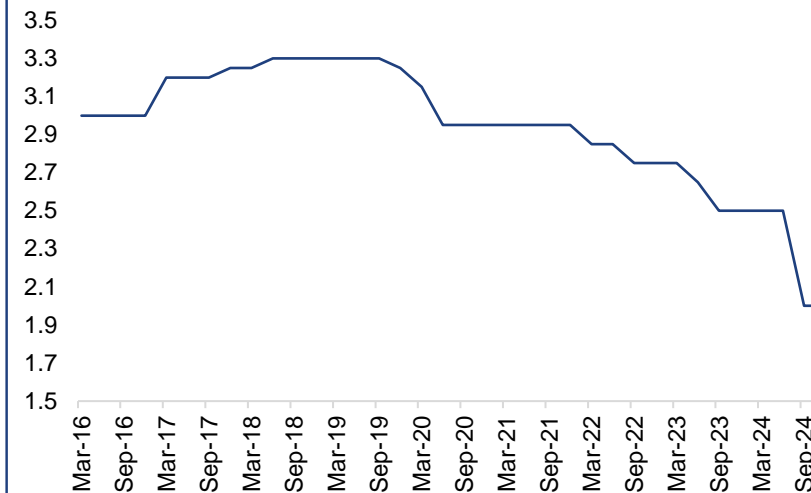
Dự báo tăng trưởng GDP của Trung Quốc



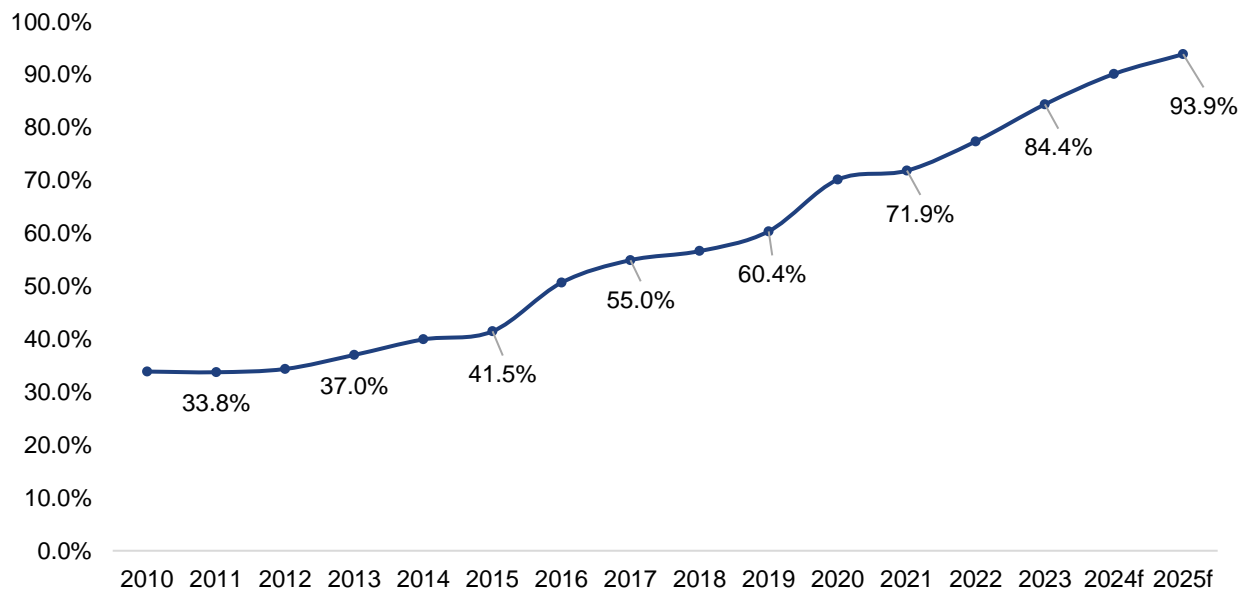
Tỷ trọng đóng góp vào tăng trưởng GDP của Trung Quốc (%)



Lãi suất cho vay trung hạn của Trung Quốc (%)



Nợ công/GDP của Trung Quốc

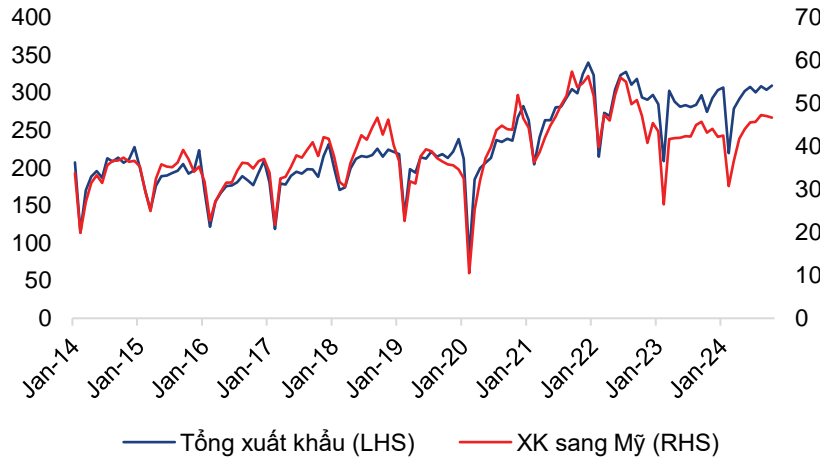


Nền kinh tế Trung Quốc được các tổ chức trên Thế giới dự báo **sẽ tiếp tục gặp khó khăn và tăng trưởng chậm lại trong năm 2025 & 2026** khi những nỗ lực giải cứu của Chính quyền ông Tập Cận Bình chưa cho thấy những chuyển biến trong nền kinh tế đáng kể.

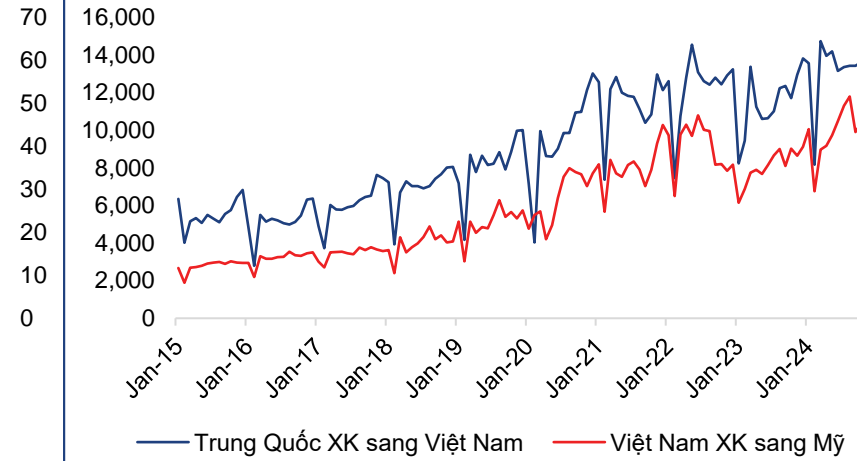
Bên cạnh đó, **việc tái đắc cử của Trump cũng sẽ gây áp lực lên tình hình thương mại, đầu tư của đất nước này.** Điều này càng trở nên cấp bách với Trung Quốc khi XNK là động lực tăng trưởng chính của Trung Quốc trong những quý gần đây và tiêu dùng nội địa vẫn chưa quay trở lại.

Do đó, nền kinh tế Trung Quốc sẽ vừa đối mặt với áp lực từ phía ngoài, vừa phải giải quyết vấn đề nội tại nền kinh tế đang chậm chạp khi tiêu dùng gần như mất đà tăng trưởng, thị trường BĐS vẫn đóng băng. Đầu tư công và những gói cứu trợ vẫn sẽ là tiêu điểm cho Trung Quốc trong những năm tới.

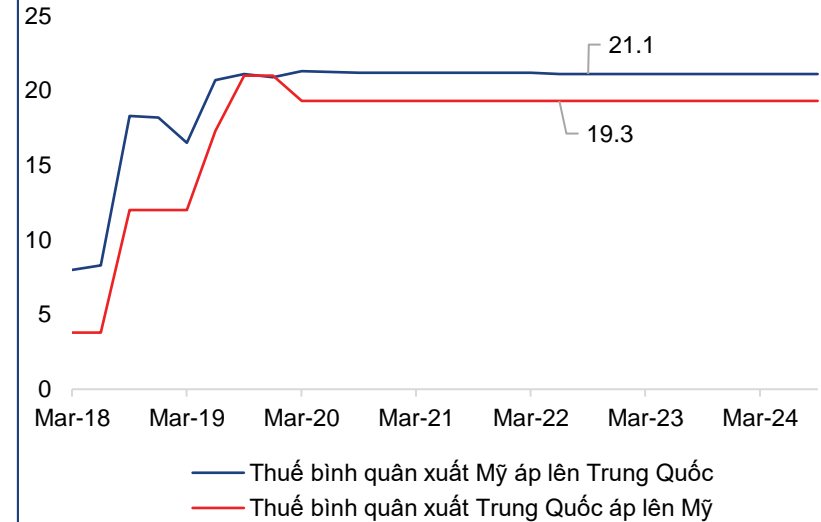
Tình hình xuất khẩu của Trung Quốc (tỷ USD)



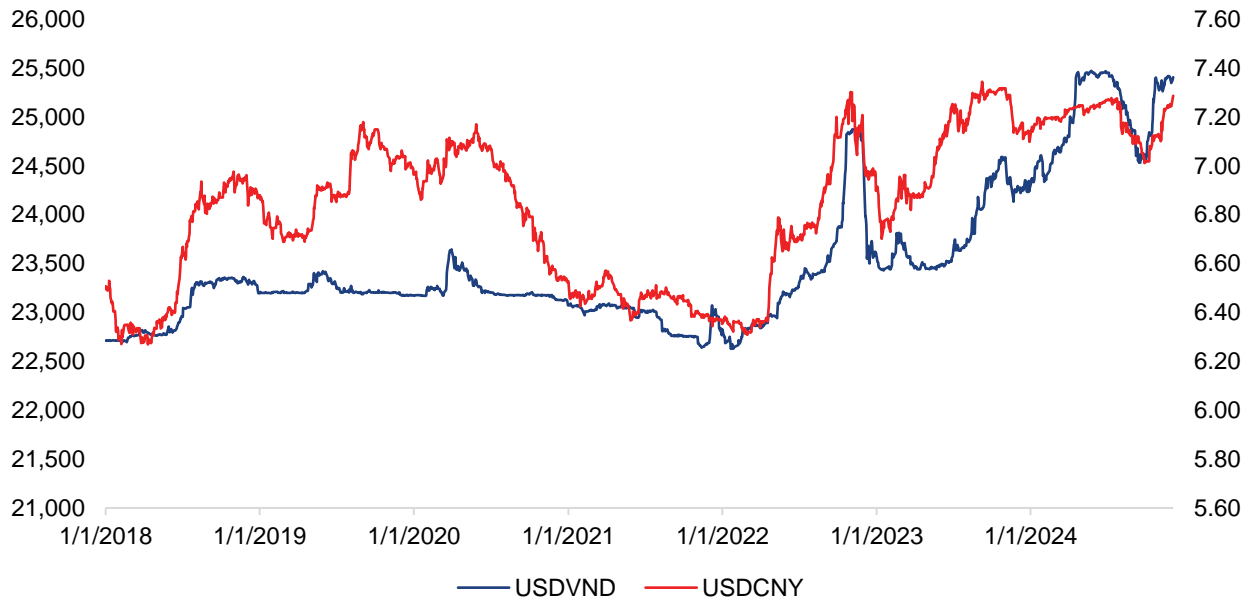
Tình hình xuất khẩu của Trung Quốc sang Việt Nam và Việt Nam sang Mỹ (tỷ USD)



Diễn biến thuế quan giữa Mỹ và Trung Quốc



Diễn biến USD/CNY và USD/VND



Căng thẳng thương mại giữa Trung Quốc và Mỹ vẫn là mối quan tâm hàng đầu trong năm 2025. Tuy nhiên về **mức độ có thể không còn quá đáng kể như 2018 do thuế suất bình quân cũng đã ở mức cao** và tình hình chính trị thế giới cũng có nhiều mối quan tâm hơn.

Tuy vậy, **diễn biến của quan hệ thương mại Mỹ - Trung vẫn sẽ hết sức khó đoán**. Sau chiến tranh thương mại Mỹ - Trung 2018, Việt Nam cũng đã có những điểm hưởng lợi tích cực khi xu hướng dịch chuyển ra khỏi Trung Quốc được kích hoạt.



MỘT SỐ NHẬN ĐỊNH CHUNG KHÁC VỀ THỊ TRƯỜNG TOÀN CẦU

TRUNG QUỐC SẼ TIẾP TỤC YẾU ĐI TRONG 2025

Trung Quốc sẽ tiếp tục cần nhiều chính sách kích thích hơn trong 2025. Tuy nhiên, khi niềm tin nội địa chưa kịp phục hồi, cú shock từ chính sách áp thuế của mỹ sẽ tiếp tục làm nền kinh tế này lao đao

EU PHỤC HỒI NHẸ NHỜ CHÍNH SÁCH NƠI LÒNG

EU đang có những thay đổi mang tính cơ cấu khi thị trường lao động, đặc điểm nhân khẩu học làm cho năng lực sản xuất suy giảm. Tuy nhiên, do có nhiều dư địa nơi lòng, EU vẫn được kỳ vọng tăng trưởng nhẹ

8/11 TỔ CHỨC VẪN CHỌN ĐẦU TƯ VÀO MỸ

Dù có mức định giá cao, Mỹ vẫn được dự báo có tăng trưởng tốt hơn các khu vực lớn khác. Bên cạnh đó, do dòng tiền đang chạy về Mỹ & đồng USD lên giá, đây vẫn là thị trường được ưa chuộng

NHẬT, ẤN ĐỘ LÀ CÁC NƯỚC CHÂU Á HẤP DẪN

Đông dân, nhu cầu tiêu thụ nội địa mạnh, lao động giá rẻ, Ấn Độ là thị trường đang phát triển được các quỹ lớn ưa thích. Về phần Nhật Bản, sự tăng trưởng trở lại trong tiêu dùng gần đây và cải thiện trong ESG là yếu tố thu hút dòng tiền

Tổ chức	Nguồn
UBS	https://www.ubs.com/global/en/wealthmanagement/insights/chief-investment-office/roaring-20s-the-next-stage/top-investment-ideas.html#invest
Morgan Stanley	https://www.morganstanley.com/ideas/thoughts-on-the-market-global-outlook
Vanguard	https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/isg_vemo_2025.pdf
Invesco	https://www.invesco.com/us/en/insights/2025-annual-investment-outlook.html
JP Private Bank	https://assets.jpmprivatebank.com/content/dam/jpm-pb-aem/global/en/documents/2025-Outlook_Building_on_Strength.pdf#page=1
T Rowe Price	https://www.troweprice.com/content/dam/trp-ecl/global/en/ipc/assets/trpis-trpa/2024/q4/gmo-investing-during-transition/Investing-During-Transitions-GMO-2025.pdf
Fidelity investments	https://institutional.fidelity.com/app/literature/view?itemCode=9918752&renditionType=PDF
Fidelity international	https://www.fidelityinternational.com/editorial/podcast/fidelity-answers-outlook-2025-the-divergence-dividend-46f371-en5/
HSBC	https://www.privatebanking.hsbc.com/wih/investments-Insights/House-views/investment-outlook-for-q1-2025-discover-domestic-resilience/
J.P. Morgan Asset Management:	https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/2025%20Year-Ahead%20Investment%20Outlook.pdf
GS	https://www.goldmansachs.com/images/insights/2025-outlooks/Markets-Outlook-2025-Trading-Tails-and-Tailwinds.pdf
Barclays	https://privatebank.barclays.com/content/dam/privatebank-barclays-com/en-gb/private-bank/documents/insights/outlook-2025/outlook-2025.pdf
UBP	https://www.ubp.com/files/live//sites/ubp/files/documents/investment/investment-outlook/Investment Outlook 2025 EN.pdf
Amundi	https://research-center.amundi.com/files/nuxeo/dl/6ed046f4-1852-461d-82c5-73bdfea0563b?inline=

Tổ chức	Mỹ			EU	Trung Quốc	Chiến lược đầu tư cổ phiếu
	Tăng trưởng kinh tế	Lạm phát + lãi suất	Sức mạnh USD			
HSBC	Kinh tế sẽ tăng trưởng mạnh nhờ sự hỗ trợ của Trump và hạ lãi suất của FED Rủi ro suy thoái toàn cầu thấp	Lạm phát quay trở lại khi kinh tế Mỹ vẫn mạnh	Hiệu ứng USD Smile. USD vẫn sẽ tiếp tục khỏe	Động lực sản xuất công nghiệp của EU đang yếu nhưng thị trường này đang tìm điểm cân bằng và hồi phục	Trung Quốc hồi phục nhờ: - Đầu tư công được đẩy mạnh - Trung Quốc kích thích thúc đẩy kinh tế - Thúc đẩy giao thương và đầu tư trong khu vực ASEAN để thay thế thị trường Mỹ bị áp thuế cao	- Gia tăng tỷ trọng vào US, UK, Nhật, Ấn, Sing. - Giảm tỷ trọng vào EU (trừ UK), EM, EMEA, Mỹ Latin
JPM AM	Nền kinh tế Mỹ ổn định, tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 3.9% vào cuối 2025	Lạm phát trở lại và ở mức 2.7% cuối 2025	DXY sẽ tiếp tục cao do nền kinh tế Mỹ thì mạnh, trong khi các nền kinh tế khác thì yếu + rủi ro địa chính trị	Châu Âu tiếp tục gặp nhiều thách thức và khó khăn khi kinh tế nội địa suy yếu, xuất khẩu gặp rủi ro áp thuế của năm nay, do đó tăng trưởng kinh tế sẽ chậm lại	Trung Quốc vẫn còn là một dấu hỏi lớn, JPM AM đang kỳ vọng chính sách kích thích có thể sẽ không mạnh như năm nay, do đó tăng trưởng kinh tế sẽ chậm lại	- Do kinh tế có xu hướng chậm lại, nhiều biến động, bất ổn nên nhà đầu tư nên tập trung vào định giá rẻ. Mức chênh lệch định giá giữa US và các thị trường khác đang cao => Các thị trường chứng khoán quốc tế sẽ đuổi kịp được tốc độ tăng của US. - EM trừ Trung Quốc được kỳ vọng cao, đặc biệt là Ấn Độ
Goldman Sachs	Kịch bản cơ sở của Goldman Sachs là GDP Mỹ tiếp tục tăng trưởng tốt ở mức 2.5%	Lạm phát đang có xu hướng giảm, nhưng nếu thuế căng thẳng có thể làm lạm phát quay lại lên 3%	Đồng dollar sẽ mạnh do tốc độ giảm lãi suất chậm hơn của Mỹ & các chính sách áp thuế của Mỹ giảm thâm hụt thương mại	Châu Âu tiếp tục gặp nhiều thách thức và khó khăn khi kinh tế nội địa suy yếu, xuất khẩu gặp rủi ro áp thuế của Mỹ. Dòng vốn đầu tư cũng đã đa dạng hóa sang các thị trường khác; (3) Trung Quốc đang quan tâm về kích thích như cầu nội địa nhiều hơn. GDP được kỳ vọng tăng trưởng 4.5% YoY	Trung Quốc vẫn phải phụ thuộc vào các chính sách kích thích hồi phục trong nước. Rủi ro là việc Mỹ áp thuế tuy nhiên TQ có thể không bị hit về thuế quan mạnh như 2016 vì (1) không còn bất ngờ; (2) xuất khẩu trực tiếp từ Trung Quốc tới US đã giảm mà đã đa dạng hóa sang các thị trường khác; (3) Trung Quốc đang quan tâm về kích thích như cầu nội địa nhiều hơn. GDP được kỳ vọng tăng trưởng 4.5% YoY	- Vẫn sẽ tập trung vào Mỹ. Tuy nhiên, Định giá đang cao nhất kể từ 1990s - Thị trường đã trong 1 pha tăng mạnh trong vòng 2 năm và có thể đã phản ánh hết kỳ vọng. - Sau bầu cử, thị trường Mỹ đã phản ứng tích cực với các chính sách có thể đưa ra của Trump, do đó "rủi ro thất vọng bởi các chính sách gia tăng nếu không được như kỳ vọng" - Thị trường chỉ đang tập trung vào thuế quan giữa Mỹ và 1 số quốc gia, nhưng có rủi ro chiến tranh thương mại sẽ lan rộng ==> EM sẽ khó vượt được US
Barclays	Nền kinh tế toàn cầu khó có khả năng tăng trưởng tốt hơn nữa. GDP sẽ tăng trưởng chậm lại, đạt mức 2.1%, chi tiêu chính phủ và tiêu dùng cá nhân sẽ suy giảm, cấu phần đầu tư tăng nhẹ. Bởi vì tỷ lệ tiết kiệm hiện tại của Mỹ đang ở mức thấp (4.8%) sẽ hạn chế tiêu dùng tăng quá nhiều được nữa. Nhưng môi trường lãi suất thấp sẽ giúp tái đầu tư => bước vào chu kỳ đi ngang	Vì kinh tế chậm lại nên lạm phát sẽ giảm dần về mức 2.3% trong 2025	N/A	Châu Âu tiếp tục tăng trưởng chậm lại, mức tăng trưởng GDP trong 2025 chỉ còn 0.7%	Trung Quốc vẫn phải phụ thuộc vào các chính sách kích thích hồi phục trong nước. Rủi ro là việc Mỹ áp thuế. Tuy nhiên nhờ các chính sách nên có khả năng mức suy giảm không còn nhiều, mức tăng trưởng GDP kỳ vọng trong 2025 là 4%	- Định giá chứng khoán Mỹ đang ở mức cao, kỳ vọng về tăng trưởng quá tích cực, nếu lợi nhuận thực không thể tăng trưởng như kỳ vọng thì sẽ có nhiều rủi ro. Trong ngắn hạn, độ biến động sẽ lớn do chuyển giao kỳ vọng, và bắt đầu cho một chu kỳ kinh tế mới. - Barclays ưa thích các cổ phiếu vốn hóa lớn có định giá phù hợp ở các thị trường phát triển và thị trường Trung Quốc do có mức định giá rẻ

Tổ chức	Mỹ			EU	Trung Quốc	Chiến lược đầu tư cổ phiếu
	Tăng trưởng kinh tế	Lạm phát + lãi suất	Sức mạnh USD			
UBP	US tăng trưởng chậm lại trong 2025 nếu so với các quý cuối 2024, nhưng các chính sách của Trump bảo hộ nền kinh tế nội địa có thể giúp trung hòa hiệu ứng và đạt mức tăng trưởng GDP từ 2-2.5%	4 nguy cơ liên quan đến lạm phát: (1) lạm phát sẽ giữ ở mức cao do nhu cầu tiêu thụ quá mạnh; (2) Tiền lương cao & giá năng lượng đang ở đáy, khó có thể giảm thêm nhiều trong khi có nguy cơ tăng lại nếu có nguy cơ địa chính trị; (3) Chi tiêu công lớn đẩy lạm phát lên cao trở lại (4) Việc áp thuế trong 2025 làm gia tăng lạm phát. Lạm phát 2025 được dự báo 2.5 -3%	Đồng dollar sẽ mạnh do tốc độ giảm lãi suất chậm hơn của Mỹ & các chính sách áp thuế của Mỹ giảm thâm hụt thương mại	UBP tin rằng EU trong 2025 sẽ tăng trưởng nhẹ so với 2024 nhưng vẫn yếu, đạt mức 1% YoY. Sự tăng trưởng sẽ phân hóa, trong đó các nước phụ thuộc lớn vào xuất khẩu như Đức, Pháp, Ý sẽ chậm lại, các nước khác như Tây Ban Nha, Bồ Đào Nha sẽ outperform	Trung Quốc được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ở mức 4.7% YoY trong năm sau nhờ chính sách kích thích kinh tế từ chính phủ. Tuy nhiên có nhiều rủi ro tiềm ẩn và chưa thể nào quay lại ổn định hoàn toàn được	N/A
Amundi	Kinh tế toàn cầu 2025 chậm lại. Mỹ tăng trưởng chậm lại trong 2025 nếu so với các quý cuối 2024, GDP 2025 2%	Lạm phát Mỹ giảm về 2% trong 2025	Chính sách tiền tệ nới lỏng nhanh nhờ lạm phát giảm	EU hồi phục nhẹ trong năm 2025 lên mức tăng trưởng 1% YoY	2025 là năm bản lề để đảo ngược tình hình suy thoái của Trung Quốc thông qua các chính sách kích thích kinh tế của chính phủ. Kỳ vọng tăng trưởng GDP trong năm nay của Trung Quốc giảm nhẹ, đạt 4.1% YoY	Triển vọng kinh tế cho thấy tài sản rủi ro vẫn hấp dẫn trong 2025, nhưng thị trường đang đánh giá thấp thách thức. Cụ thể: định giá cao, leo thang rủi ro địa chính trị. Amundi ưa chuộng thị trường Mỹ và Nhật, Trung Quốc. Ấn Độ kỳ vọng ổn định, giảm tỷ trọng các EM khác
T Rowe Price	Mỹ: tiếp tục tăng trưởng vì CSTT + CSTK ủng hộ. Dẫn dắt cho tăng trưởng đến từ chính sách tiền tệ nới lỏng & gia tăng năng suất lao động của người Mỹ. Tuy nhiên trong 2025, sự tăng trưởng tiếp tục của thị trường lao động sẽ không còn nữa vì tỷ lệ thất nghiệp thấp	Áp đặt thuế vào hàng nhập khẩu có thể gây ra một cú sốc giá tạm thời, mức độ sẽ phụ thuộc vào khả năng của các doanh nghiệp chuyển chi phí cho người tiêu dùng, điều này rất khó dự đoán. Một lĩnh vực khác cần theo dõi là lời hứa của ông Trump về việc siết chặt chính sách nhập cư. Quá cứng rắn trong vấn đề này có thể dẫn đến cú sốc tiêu cực về nguồn cung lao động, làm thắt chặt thị trường lao động Hoa Kỳ. FED có thể hạ lãi suất ít hơn so với dự phóng của thị trường	N/A	Thuế có thể ảnh hưởng lên người tiêu dùng và doanh nghiệp khiến tăng trưởng chậm lại	Trung Quốc vẫn phải phụ thuộc vào các chính sách kích thích hồi phục trong nước. Rủi ro là việc Mỹ áp thuế. Tuy nhiên nhờ các chính sách nên có khả năng mức suy giảm không còn nhiều.	Gia tăng tỷ trọng: Nhật Bản, EM (Trung Quốc) Giảm tỷ trọng: EU Trung lập: US
Morgan Stanley	Chậm lại so với những quý cuối 2024 nhưng vẫn dương, đạt 1.9% trong 2025	Lạm phát tăng lại từ quý cuối 2025 sau khi tạo đáy vào giữa năm, FED vì thế chỉ hạ lãi suất 3 lần và phải tạm dừng hạ từ 2H	USD đạt đỉnh cuối năm 2024 - đầu 2025 và giảm dần về cuối năm	GDP hồi phục nhẹ so với 2024 nhưng chỉ tăng 1.1% trong 2025	Giảm mạnh, GDP chỉ tăng 3.2% trong 2025	Cổ phiếu Nhật & Mỹ

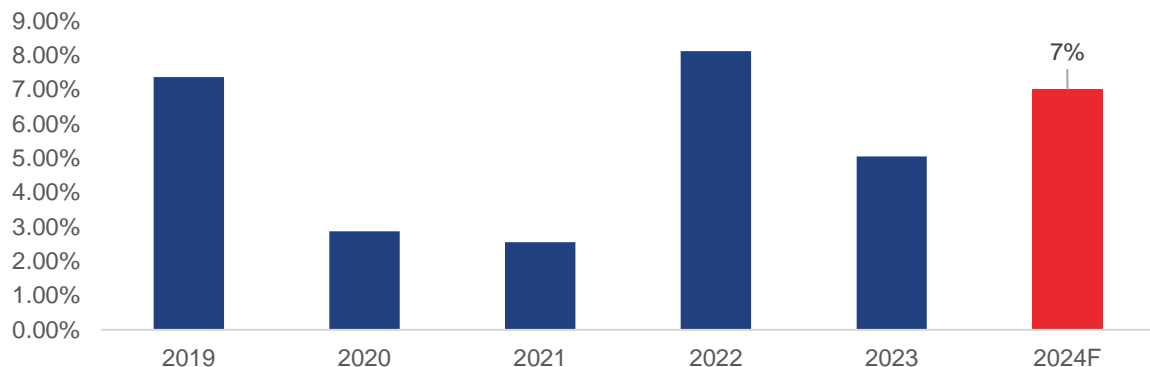
Tổ chức	Mỹ			EU	Trung Quốc	Chiến lược đầu tư cổ phiếu
	Tăng trưởng kinh tế	Lạm phát + lãi suất	Sức mạnh USD			
UBS	<p>UBS có 4 kịch bản: Mỹ vẫn tăng trưởng bất chấp thuế quan (50%), Mỹ tăng mạnh (25%), Kinh tế suy yếu (15%), Hard landing (10%). UBS tin rằng việc Trump ban hành các loại thuế là điều chắc chắn diễn ra, tuy nhiên Mỹ vẫn tăng trưởng tốt. Các chính sách của Trump sẽ làm cho rủi ro địa chính trị toàn cầu suy giảm. GDP Mỹ sẽ tăng trưởng chậm lại so với cuối 2024, đạt 2% cho 2025</p>	<p>Lạm phát có thể sẽ tăng trong ngắn hạn dưới áp lực của thuế nhưng về dài hạn, lạm phát sẽ giảm dần. FED sẽ giảm lãi suất 4 lần trong 2025, về mức 3.25-3.5</p>	<p>UBS cho rằng đồng \$ mạnh lên vì kỳ vọng bởi Trump lên, nhưng hiện tại đã quá nóng và nên hạ giá trong tương lai</p>	<p>UBS tin rằng EU trong 2025 sẽ mạnh hơn 2024. Sự tăng trưởng sẽ phân hóa, trong đó các nước phụ thuộc lớn vào xuất khẩu như Đức, Pháp, Ý sẽ chậm lại, các nước khác như Tây Ban Nha, UK và Thụy Điển sẽ outperform</p>	<p>Suy yếu do cú shock từ việc Trump áp thuế lên Trung Quốc, GDP chỉ tăng trưởng 4% trong 2025</p>	<ul style="list-style-type: none"> - US - EU : cổ phiếu có vốn hóa vừa & nhỏ, cổ phiếu có cổ tức chất lượng cao của Thụy Sĩ - EM: Trung Quốc (chỉ chọn cổ phiếu phòng thủ định giá rẻ và có cổ tức cao vì rủi ro), Ấn Độ, Đài Loan
Vanguard	<p>Tăng trưởng kinh tế Mỹ chậm lại trong 2025 xuống mức 2.1% từ mức 3% hiện tại do việc ban hành thuế, tuy nhiên mức tăng trưởng vẫn là khỏe nếu so 2025 với 2024</p>	<p>Lạm phát có thể sẽ tăng trong ngắn hạn dưới áp lực của thuế, core inflation trên 2.5% cho hầu hết năm 2025. FED không giảm lãi suất trong tháng 12 và giảm 2 lần trong 2025 về mức 4%. Vanguard cho rằng giảm nhiều hơn chứng tỏ kinh tế Mỹ đang suy yếu, vì view của họ là kinh tế Mỹ đang mạnh nên không cần giảm nhiều và neutral rate dài hạn của họ là 3.5%</p>	N/A	<p>Suy yếu mạnh với suy giảm năng suất lao động, rủi ro xuất nhập khẩu khi Trump áp thuế, GDP EU chỉ tăng trưởng 0.5% trong 2025</p>	<p>Suy yếu nhẹ về tăng trưởng 4.5% trong 2025 nhờ các gói kích thích tiền tệ và tài khóa của chính phủ. Vanguard kì vọng phải có thêm nhiều gói kích thích hơn trong 2025</p>	<ul style="list-style-type: none"> - US: vẫn mua cổ phiếu Mỹ nhưng phải canh thời gian và thận trọng vì định giá đang ở mức cao - EM: Vanguard thấy thị trường duy nhất hấp dẫn là Trung Quốc với định giá rẻ do đa số các emerging market có return tệ hơn so với Mỹ. Tuy nhiên rủi ro là trade war "
Invesco	<p>- Mỹ sắp tới vẫn sẽ tăng trưởng dù sản xuất đang suy yếu vì nền kinh tế này phụ thuộc vào dịch vụ nhiều hơn. Tốc độ tăng trưởng sẽ chậm lại trong ngắn hạn nhưng về dài hạn, lao động còn mạnh mẽ, tiêu dùng cao sẽ giúp nền kinh tế này tăng trưởng trở lại</p>	<p>FED sẽ giảm lãi suất trong 2025 về mức dài hạn của họ (2.5 - 3%), nếu kinh tế yếu thì FED sẽ có nhiều dư địa hạ lãi hơn</p>	N/A	<p>Eurozone hiện tại yếu, 1 số nước như Pháp và Đức chững lại, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất. Đức có nền kinh tế phụ thuộc xuất nên sẽ nhạy cảm với việc Trump áp thuế. Việc ECB giảm lãi suất sẽ đảo ngược sự suy giảm của Eurozone và giúp cho tăng trưởng khu vực này về lại mức tiềm năng trong dài hạn. Sự phục hồi của TQ cũng sẽ giúp ECB phát triển kinh tế tốt hơn</p>	<p>Invesco kỳ vọng Trung Quốc sẽ phục hồi nhờ những chính sách kích thích của chính phủ, trong base case sẽ có tốc độ giảm chậm lại. Nếu chính sách kích thích quy mô lớn hơn thì có thể TQ đạt được những mức tăng trưởng bất ngờ so với kỳ vọng của thị trường</p>	<p>Ưu tiên chọn small - mid cap ở Mỹ vì mức upside tốt hơn do định giá rẻ và view Invesco là kinh tế tăng mạnh nên những cổ phiếu đó sẽ tăng nhiều hơn</p>
Fidelity international	<p>Fidelity international có 4 kịch bản cho Mỹ: Lạm phát quay lại (50%), hạ cánh mềm (20%), giảm phát (20%), suy thoái kĩ thuật (10%)</p>	<p>- FED sẽ phải giảm lãi chậm hơn vì lạm phát, Fidelity cũng dự báo rằng là lợi tức trái phiếu chính phủ Mỹ hiện tại là mức phù hợp trong dài hạn ~4.4% (vì đường cong lãi suất sẽ thấp hơn do áp lực thâm hụt nợ công Mỹ cao)</p>	N/A	<p>- Fidelity kỳ vọng EU có thể hồi phục trong 2025 vì lạm phát giảm thấp và lãi suất thấp sẽ hỗ trợ cho lợi nhuận doanh nghiệp và tiêu dùng gia tăng. Tuy nhiên thuế từ Mỹ sẽ là rủi ro, đặc biệt là cho Đức</p>	<p>- Với Trung Quốc, dù chính phủ kích thích nhưng thị trường nội địa vẫn chưa có dấu hiệu gì hồi phục rõ rệt, với việc tariff của Trump sắp tới sẽ áp rất nặng lên Trung Quốc do đó Fidelity kì vọng Trung Quốc sẽ yếu đi trong 2025 và mức tăng trưởng dài hạn sẽ xuống một mức cân bằng thấp hơn dưới 5% tăng trưởng GDP</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Fidelity cho rằng vì định giá thị trường Mỹ cao + đa số vô nhóm big tech, Fidelity khuyến nghị nên thận trọng và mua cổ phiếu value, cho ra dòng tiền ổn định. - Reflation: nhà đầu tư nên mua mid caps toàn cầu, EM mua Nhật Bản, US mega-cap/growth/momentum stock. - Soft landing: UK, Ý, Hy Lạp, Indo, Hàn Quốc, Singapore, mid caps toàn cầu. - Stagflation: mua US small caps và cp cổ tức cao, - Cyclical recession: US small-caps

VĨ MÔ VIỆT NAM

TPHCM, ngày 17 tháng 12 năm 2024

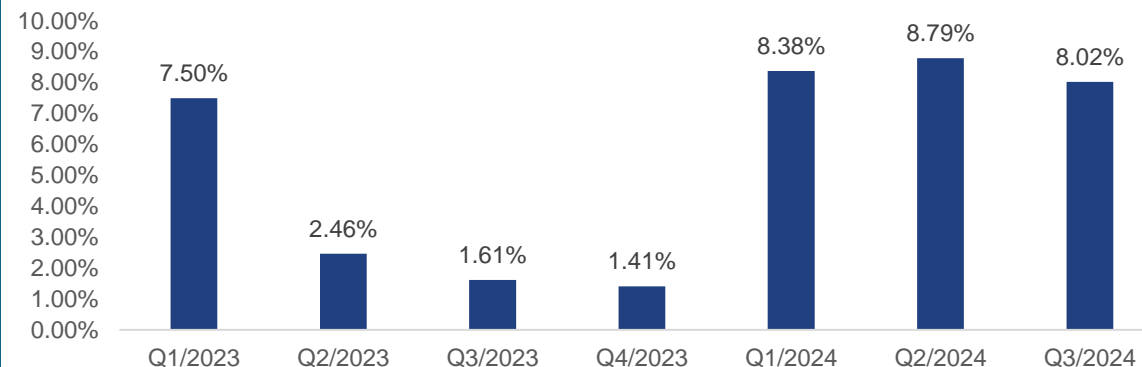
GDP 2024 ƯỚC TÍNH TĂNG 7% YOY, HỒI PHỤC TỐT SO VỚI 2023

TĂNG TRƯỞNG GDP THỰC VIỆT NAM QUA CÁC NĂM (*)



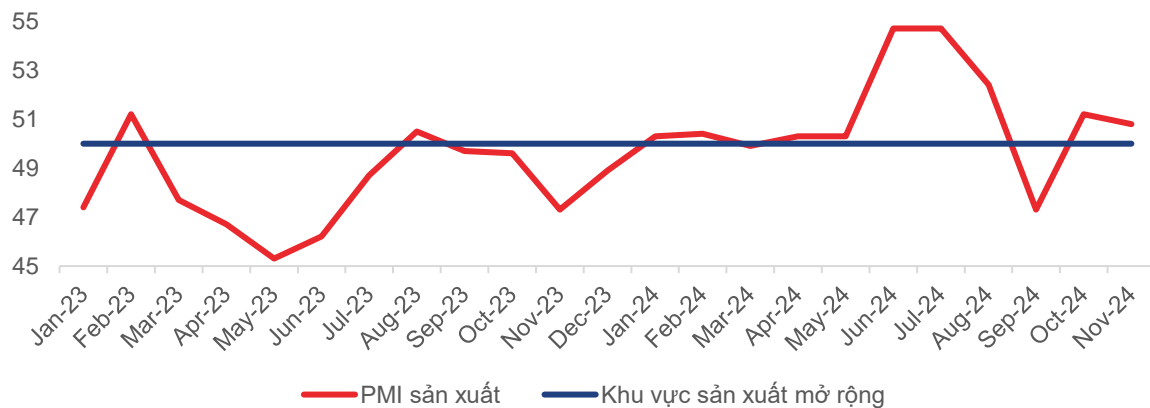
TỔNG MỨC BÁN LẺ 2024 CŨNG PHỤC HỒI KHI TĂNG HƠN 8% YOY

TĂNG TRƯỞNG TỔNG MỨC BÁN LẺ CỦA VIỆT NAM SO VỚI CÙNG KỲ (*)



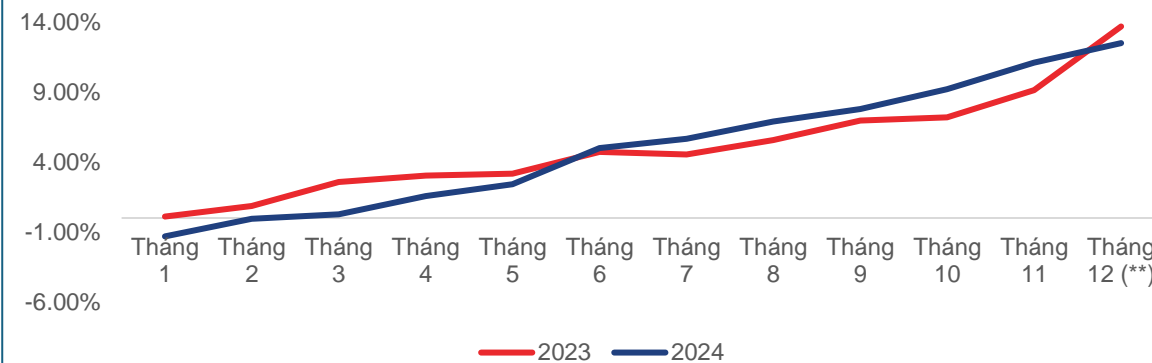
PMI TRÊN 50 HẦU HẾT CÁC THÁNG TRONG 2024 TRỪ THÁNG 09 DO BÃO

PMI SẢN XUẤT VIỆT NAM



NHU CẦU TÍN DỤNG ỔN ĐỊNH HƠN THAY VÌ XỬ LÝ KỸ THUẬT NHƯ 2023

TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG HỆ THỐNG NGÂN HÀNG 2024 SO VỚI 2023



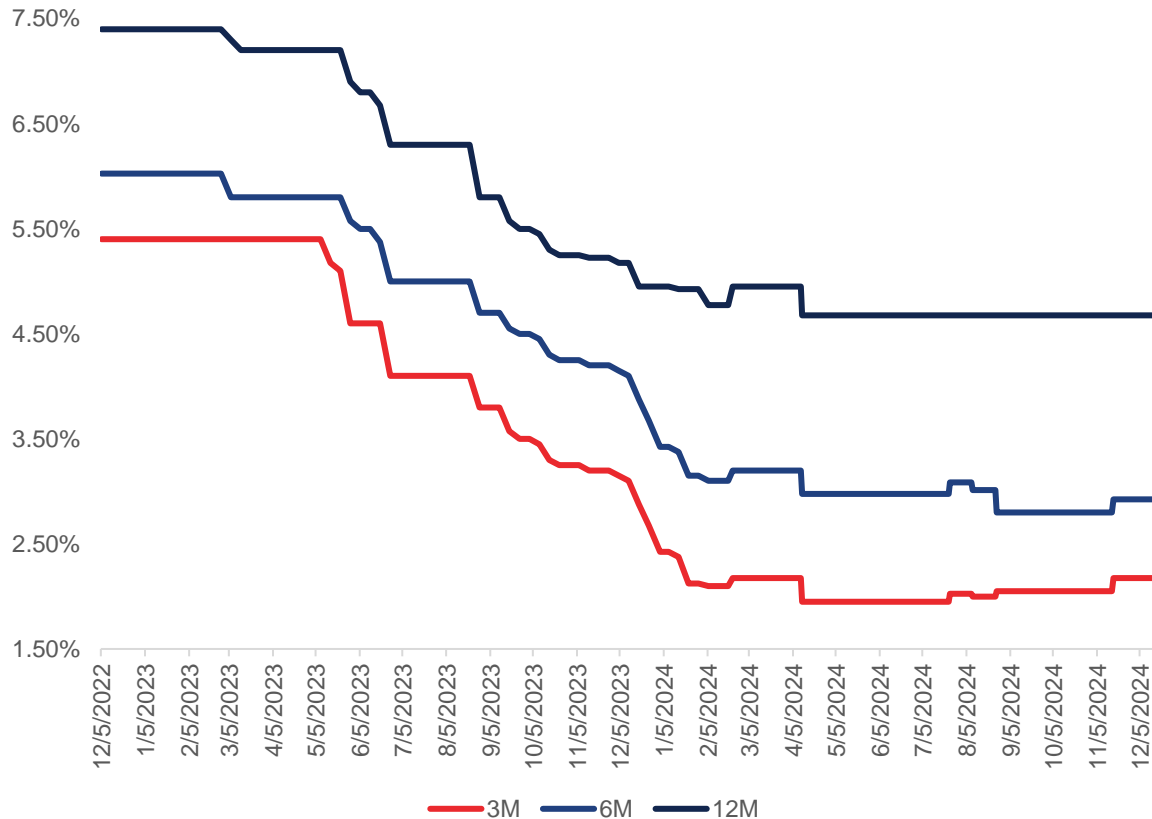
(*) Dữ liệu đã được cập nhật lại theo số liệu công bố mới nhất của GSO

(**) Tính tới ngày 15/12

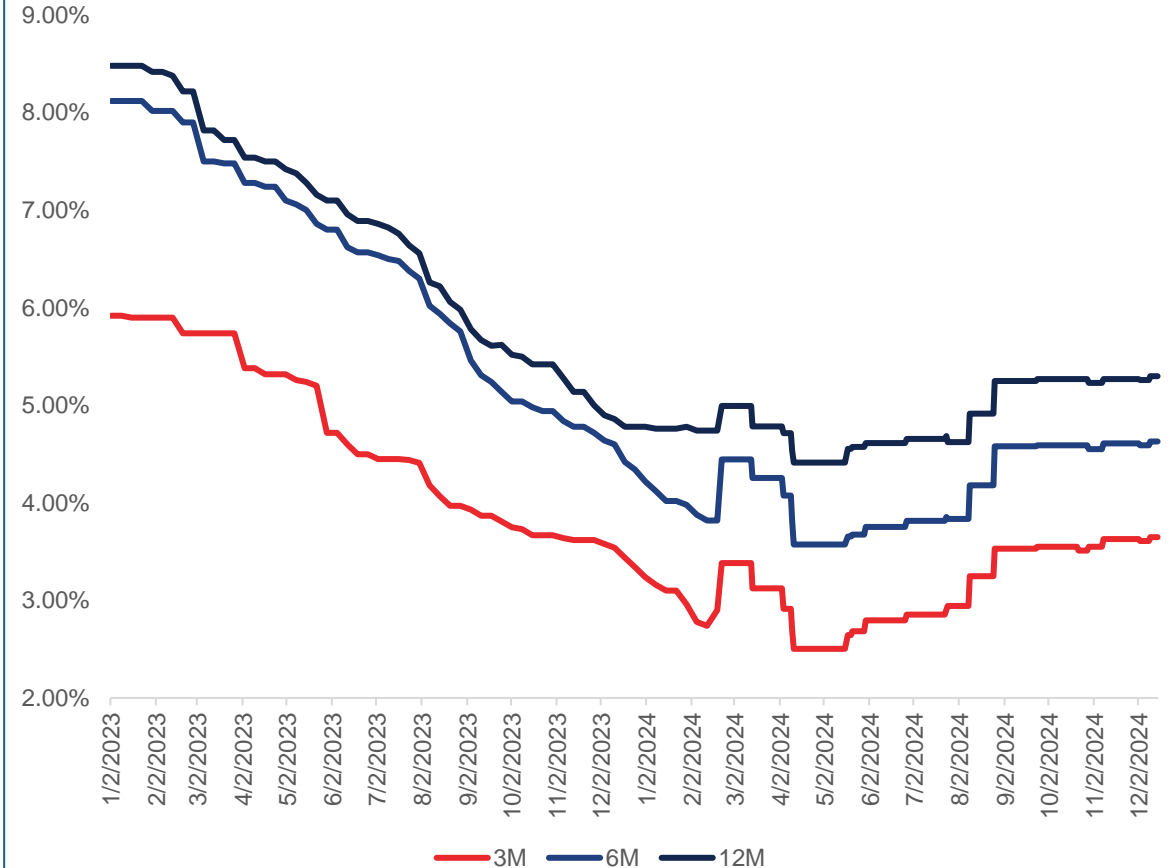
NGÂN HÀNG NHÀ NƯỚC ĐÃ DUY TRÌ RẤT TỐT MỨC LÃI SUẤT TRONG 2024 KHI CÁC NGÂN HÀNG QUỐC DOANH HẦU NHƯ KHÔNG TĂNG LÃI

NHÓM NGÂN HÀNG TƯ NHÂN DÙ ĐÃ TĂNG LÃI SUẤT HUY ĐỘNG NHƯNG MỨC TĂNG VẪN CHƯA QUÁ ĐÁNG KỂ

LÃI SUẤT HUY ĐỘNG BÌNH QUÂN NHÓM NGÂN HÀNG TMCP QUỐC DOANH (*)



LÃI SUẤT HUY ĐỘNG BÌNH QUÂN NHÓM NGÂN HÀNG TMCP TƯ NHÂN LỚN ()**

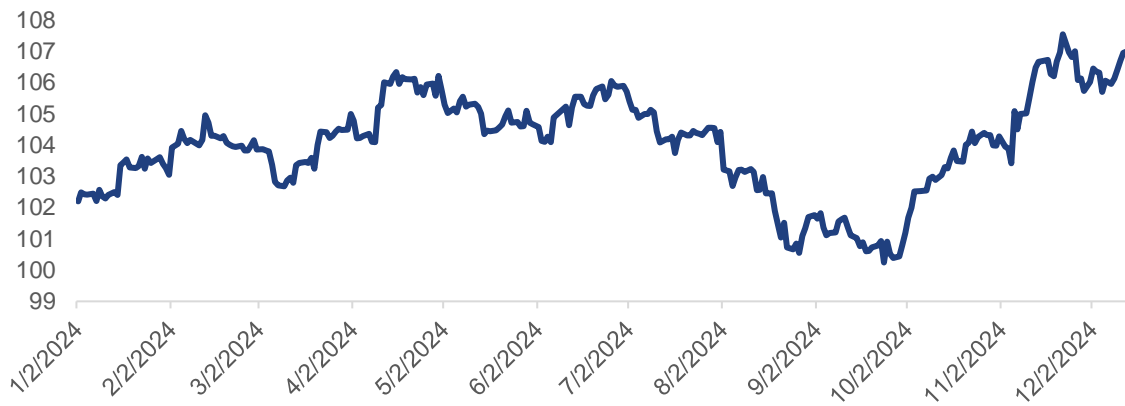


(*) Được tính từ lãi suất huy động bình quân 4 ngân hàng TMCP Nhà nước: BID, VCB, CTG, Agribank

(**) Được tính từ lãi suất huy động bình quân 5 ngân hàng TMCP tư nhân lớn : ACB, MBB, TCB, VPB, STB

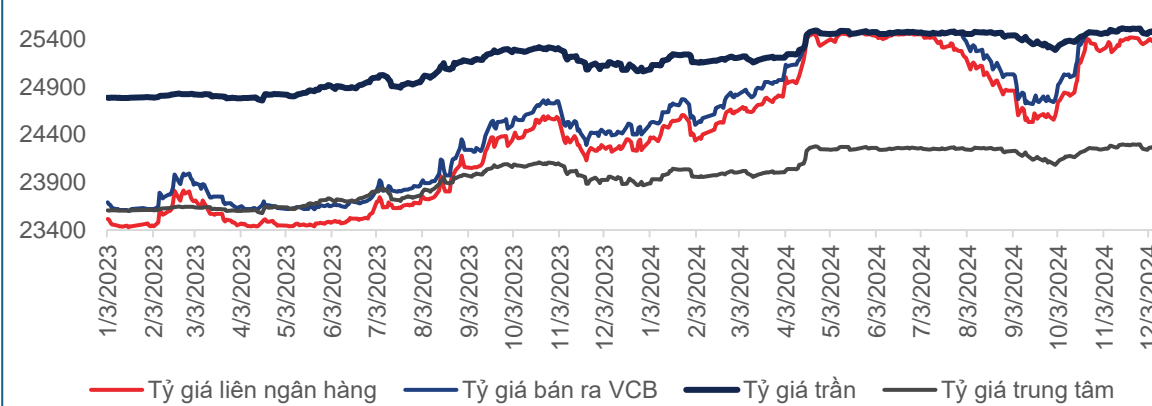
DXY GIỮ QUANH 107 KHI TIỀN ĐỔ VỀ MỸ VỚI KỶ VỌNG VỀ TRUMP & FED

CHỈ SỐ SỨC MẠNH ĐỒNG USD - DXY



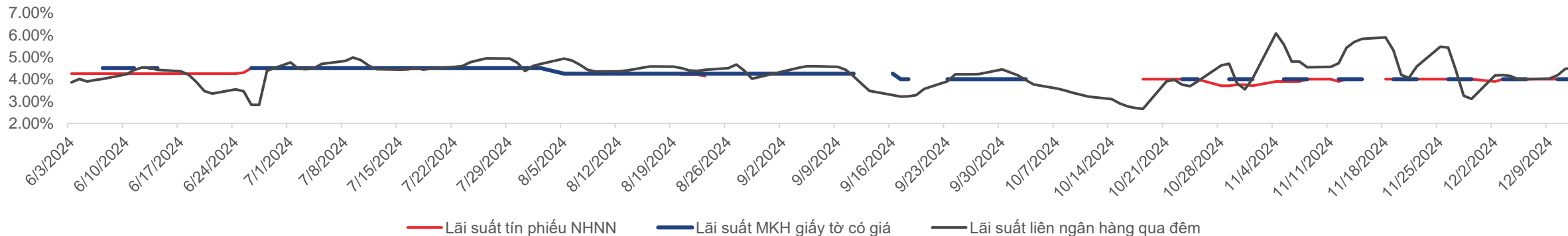
TỶ GIÁ NEO Ở VÙNG ĐỈNH TRONG MỘT THỜI GIẠN DÀI

DIỄN BIẾN TỶ GIÁ USD/VND



SBV RƠI VÀO THẾ BỊ ĐỘNG KHI CHỈ CÓ THỂ DUY TRÌ LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG CAO, NẾU USD TIẾP TỤC MẠNH LÊN TRONG QUÝ 1/2025, VIỆC MẤT THÊM TỶ GIÁ LÀ HOÀN TOÀN CÓ THỂ KHI BƯỚC SANG 2025, MỨC TRẦN TỶ GIÁ ĐƯỢC NÂNG LÊN

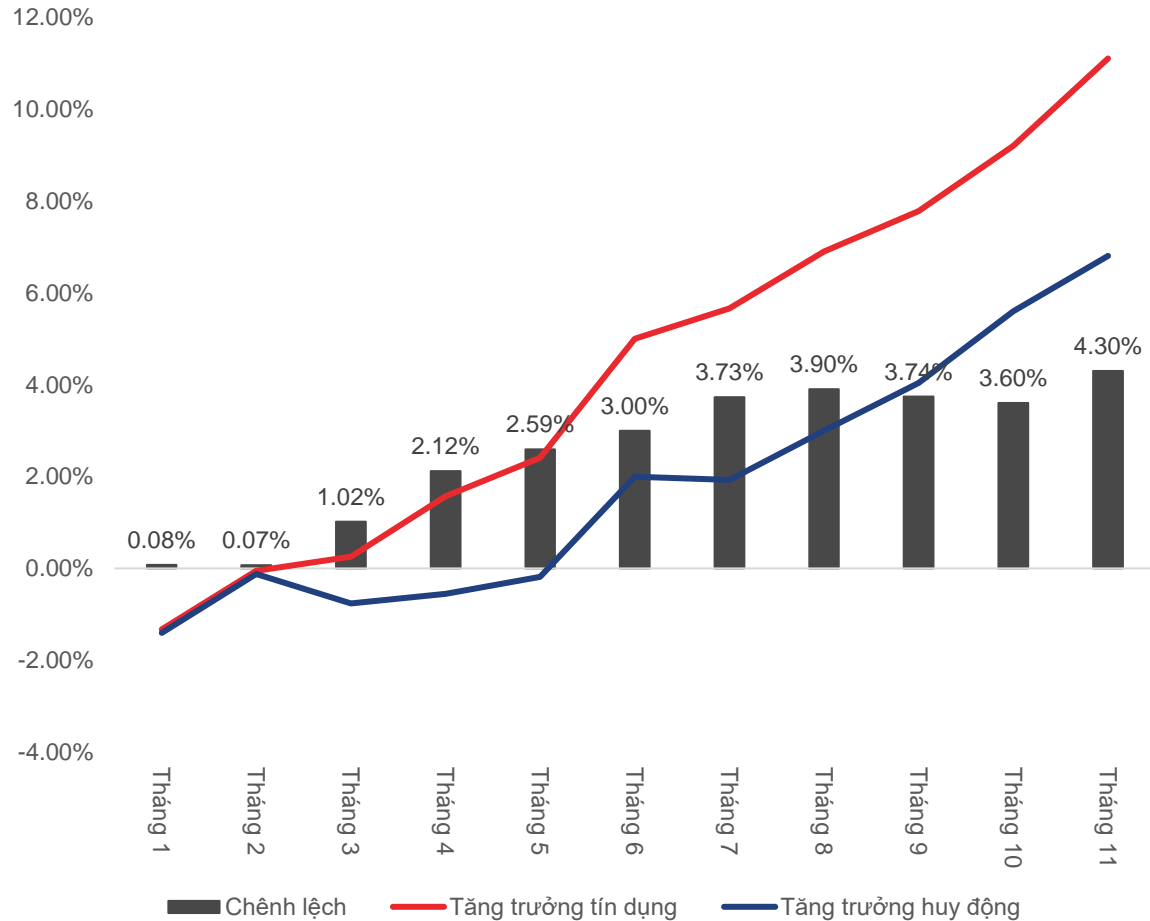
DIỄN BIẾN LÃI SUẤT THỊ TRƯỜNG 2



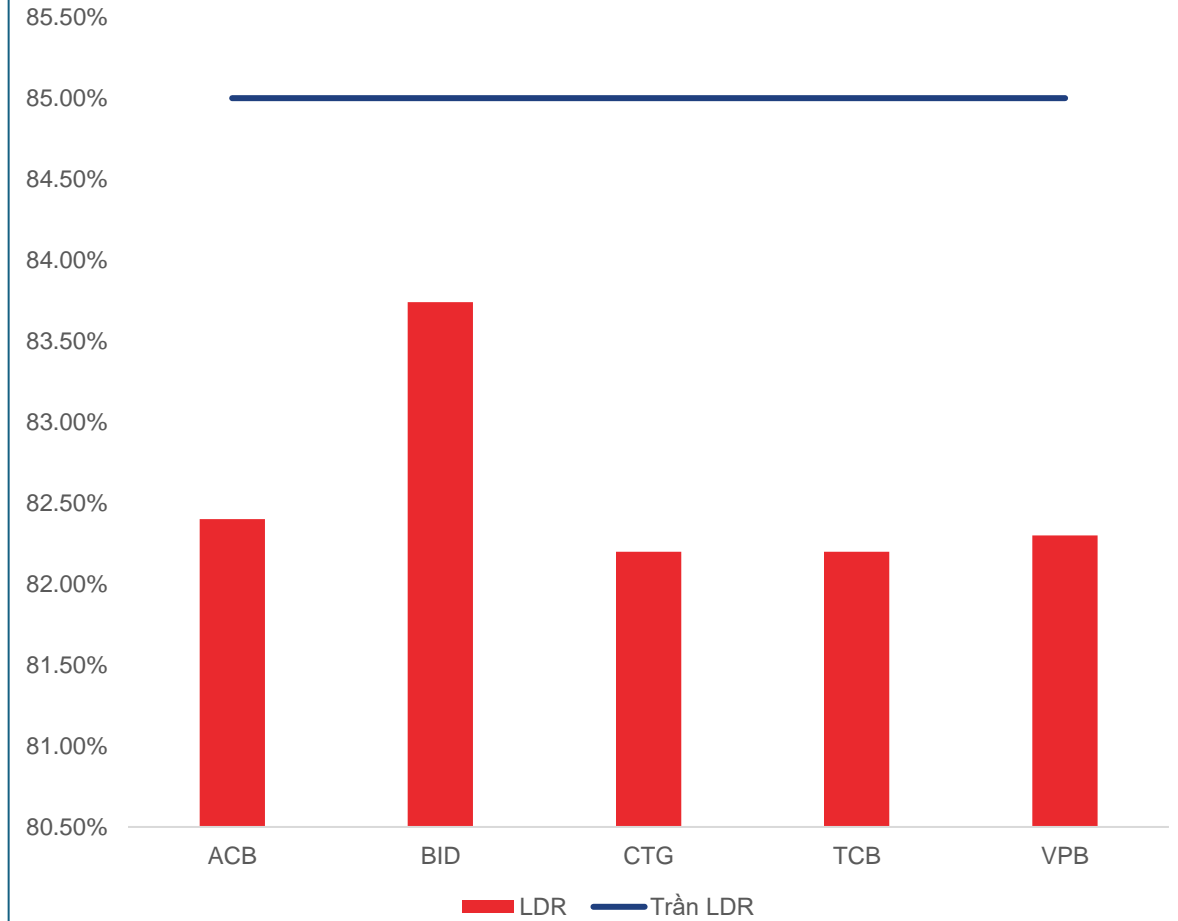
TÍN DỤNG TĂNG NHƯNG HUY ĐỘNG KHÔNG TĂNG TƯƠNG ỨNG DO MỘT PHẦN TIỀN GỬI BỊ CHUYỂN SANG USD VÀ RÚT KHỎI HỆ THỐNG

LDR CỦA ĐA SỐ NGÂN HÀNG ĐỀU Ở MỨC CAO, VIỆC TIẾP TỤC NÂNG LÃI SUẤT ĐỂ CẠNH TRANH HUY ĐỘNG CÓ KHẢ NĂNG CAO XẢY RA






TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG, HUY ĐỘNG NĂM 2024



TỶ LỆ LDR CÁC NGÂN HÀNG TMCP LỚN



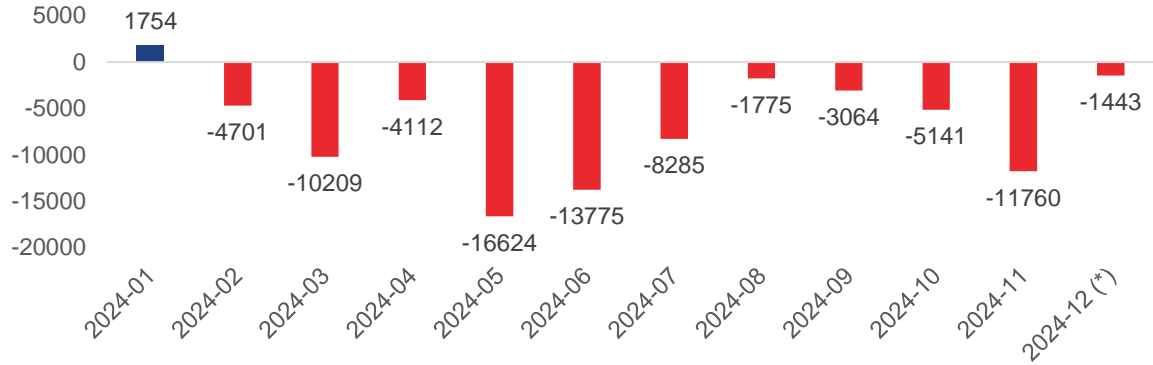


YẾU TỐ TRIỂN VỌNG 2025	GIẢI THÍCH
<p>Tỷ giá </p>	<p>- Tỷ giá có nguy cơ tăng trong Q1 - nửa đầu năm 2025 do đồng USD vẫn mạnh khi lộ trình giảm lãi của FED chậm lại so với các Ngân hàng trung ương lớn khác, tổng thống Trump ban hành các chính sách giảm thuế thu nhập & áp thuế lên các mặt hàng nhập khẩu để bảo hộ kinh tế Mỹ</p> <p>- Từ Q2/2025, xu hướng tỷ giá sẽ dịu lại sau khi tổng thống Trump nhậm chức & FED giảm lãi dần, nhưng tốc độ hạ tỷ giá sẽ không quá nhanh khi lộ trình giảm lãi suất chậm, đặc biệt là nếu lạm phát Mỹ quay lại quá cao. Kịch bản hiện tại của chúng tôi là tỷ giá sẽ tiếp tục tăng trong Q1/2025, đi ngang từ Q2 và chỉ giảm vào thời điểm Q3-Q4/2024</p>
<p>Lãi suất </p>	<p>- Theo sau tỷ giá, lãi suất cũng có nguy cơ tiếp tục tăng trong Q1/2025. Tuy nhiên khi tỷ giá dịu đi, chúng tôi kỳ vọng môi trường lãi suất sẽ đi ngang đến hết năm. Nhìn chung, môi trường lãi suất trong năm 2025, theo kịch bản cơ sở sẽ là tăng nhẹ so với 2024</p>
<p>Xuất khẩu </p>	<p>- Chúng tôi tin rằng nhu cầu tiêu thụ của Mỹ trong 2025 sẽ yếu đi bởi vì (1) Tiêu dùng hiện tại đang ở mức cao khi tỷ lệ tiết kiệm thấp, thị trường lao động khó lòng mạnh lên quá nhiều được nữa, khi Trump áp thuế sẽ kéo mặt bằng giá cả lên cao và vì thế sức mua của người dân sẽ phần nào giảm lại, hoặc (2) sức mua vẫn cao kể cả khi Trump áp thuế, lạm phát sẽ tăng cao trở lại từ đó FED càng phải giảm lãi suất chậm hơn, môi trường lãi suất cao và kỳ vọng giảm lãi chậm sẽ dần dần bào mòn sức mua và ý định chi tiêu của người dân Mỹ</p> <p>- Đối với Trung Quốc, khi chưa kịp hồi phục niềm tin người tiêu dùng nội địa, việc Trump áp thuế sẽ giáng một đòn nặng nề lên quốc gia này. Mặc dù có các chính sách kích thích, Trung Quốc theo dự đoán của chúng tôi vẫn sẽ tiếp tục yếu đi trong 2025, do đó nhu cầu nhập khẩu cũng suy giảm. Thêm vào đó, Trung Quốc sẽ cạnh tranh xuất khẩu với Việt Nam ở các thị trường khác Mỹ, phá giá Nhân dân tệ sẽ là một chiêu bài quen thuộc có thể được sử dụng lại</p> <p>- EU chỉ tăng trưởng nhẹ và không thể bù đắp 2 khu vực lớn là Mỹ và Trung Quốc. Vì thế xuất khẩu toàn cầu năm sau sẽ suy giảm và Việt Nam cũng sẽ không nằm ngoài xu hướng đó, tác động sẽ dần rõ rệt từ Q2/2025 khi các chính sách của Trump thẩm thấu.</p>
<p>FDI </p>	<p>- Xu hướng FDI theo chúng tôi vẫn chưa rõ ràng vì một mặt, Việt Nam có thể quay lại hưởng lợi từ xu hướng "China +1" như giai đoạn 2019-2020 khi Trung Quốc bị áp thuế. Mặt khác, chính quyền Trump chắc chắn cũng sẽ biết việc này và trong kịch bản xấu, Việt Nam cũng có thể bị áp thuế cao như Trung Quốc, từ đó vừa bị ảnh hưởng tiêu cực đến xuất khẩu, vừa không thu hút được FDI. Do đó, các doanh nghiệp chắc chắn sẽ chờ đợi các chính sách cụ thể của Trump rồi mới lên chiến lược đầu tư.</p> <p>- Trong kịch bản tích cực, FDI có thể gia tăng vào Việt Nam từ Q3/2025. Trong nước, chính quyền cũng đang tích cực đầu tư hạ tầng nhằm thu hút FDI, tinh gọn bộ máy để giảm bớt các thủ tục rườm rà, giá nhân công vẫn ở mức rẻ, nên Việt Nam vẫn có thể là điểm đến hấp dẫn của các doanh nghiệp.</p>
<p>Đầu tư công </p>	<p>Đầu tư công theo chúng tôi là điểm sáng nhất của Việt Nam trong năm 2025 bởi vì xu hướng kinh tế toàn cầu chậm lại sẽ khiến cho hoạt động kinh tế của Việt Nam bị ảnh hưởng và đầu tư công chính là công cụ hiệu quả nhất để "đạt KPI", nhất là khi mới đây, chính phủ đặt mục tiêu khá tham vọng cho 2025 với GDP tăng trưởng lên đến 8%.</p> <p>- Việc các công tác như gộp các bộ, các ngành gần đây nhằm tinh giản thủ tục theo chúng tôi là tín hiệu cho việc đầu tư công sẽ được giải ngân mạnh mẽ vào năm sau vì việc chậm giải ngân vốn là điểm tắc nghẽn của đầu tư công từ xưa tới hiện tại.</p>

THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

NƯỚC NGOÀI LIÊN TỤC BÁN RÒNG VNINDEX TỪ ĐẦU NĂM 2024

MUA/ BÁN RÒNG NƯỚC NGOÀI TRÊN VNINDEX (TỶ VND)



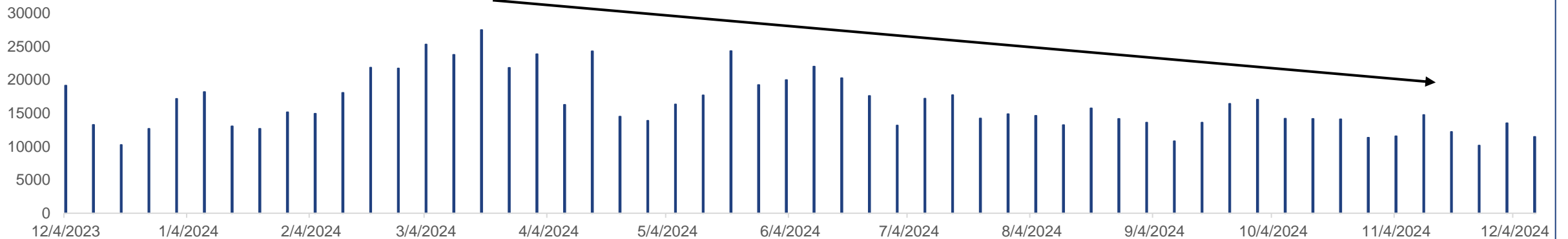
DƯ NỢ MARGIN LIÊN TỤC TĂNG CAO VÀ ĐÃ VƯỢT ĐỈNH 2021

DƯ NỢ MARGIN CÁC CÔNG TY CHỨNG KHOÁN (TỶ VND)



THANH KHOẢN SUY YẾU, THỂ HIỆN VIỆC NHÀ ĐẦU TƯ TRONG NƯỚC DÙNG MARGIN ĐỠ PHẦN BÁN RA CỦA NƯỚC NGOÀI. DO ĐÓ NẾU KHÔNG CÓ MỘT DÒNG TIỀN LỚN DẪN DẮT/ NƯỚC NGOÀI QUAY LẠI, VNINDEX RẤT KHÓ VƯỢT ĐƯỢC CẢN 1.300 VÌ BỊ NHÀ ĐẦU TƯ NỘI BÁN RA

THANH KHOẢN BÌNH QUÂN VNINDEX THEO TUẦN (TỶ VND)



(*) Tính tới ngày 14/12/2024

CÁC TIÊU CHÍ NÂNG HẠNG LÊN SECONDARY EMERGING MARKET CỦA FTSE (*)

	AEM	SEM	Vietnam
Thị trường và pháp lý			
Đối xử công bằng với cổ đông thiểu số	✓		
Không giới hạn tỷ lệ sở hữu của NĐTNN	✓		
Đơn giản hóa quy trình đăng ký của NĐTNN	✓		
Thị trường ngoại hối			
Thị trường ngoại hối phát triển	✓		
Thị trường chứng khoán			
Dịch vụ chứng khoán phát triển tốt	✓	✓	Đã đạt
Chi phí giao dịch hợp lý và cạnh tranh	✓	✓	Đã đạt
Thuế: thống nhất, hợp lý khi so sánh giữa NĐT nội và ngoại	✓		
Hệ thống giao dịch phát triển	✓		
Thanh toán, bù trừ, lưu ký			
Chi phí giao dịch thất bại	✓	✓	Chưa đạt
Chu kỳ thanh toán	✓	✓	Chưa đạt
Trung tâm thanh toán bù trừ (CCP)	✓		

Việt Nam hiện đã đạt được 7/9 chỉ tiêu của rổ MSCI Secondary Emerging Market.

Hai tiêu chí chưa đạt được trong kỳ review tháng 10/2024 là **Chu kỳ thanh toán** và **Chi phí xử lý giao dịch thất bại**.

Cụ thể, mặc dù Chu kỳ thanh toán của TTCKVN đang là T+2, tuy nhiên lại chưa có cơ chế liên quan cơ chế non-prefunding của nhà đầu tư tổ chức nước ngoài (mua trước – thanh toán sau). Hiện tại, thông tư 68/2024/TT-BTC đã bổ sung và gỡ vướng vấn đề này. Đa số các công ty chứng khoán đã hoàn thiện quy trình cho vấn đề này và đã áp dụng vào giao dịch thực tế. **Vấn đề này cơ bản được giải quyết.**

Thứ hai, chi phí liên quan xử lý giao dịch thất bại. Vì chưa có tiền lệ trong xử lý vấn đề non-prefunding nêu trên, nên cơ chế và chi phí xử lý giao dịch thất bại vẫn còn đang được nghiên cứu. **Trung tâm lưu ký (VSD) đang làm việc để bổ sung chỉnh sửa Luật chứng khoán & Nghị định 155 để thành lập Trung tâm đối tác bù trừ (Central Counterparty – CCP).**

Trong kịch bản khả quan nhất, TTCKVN có thể được nâng hạng lên Secondary Emerging Market vào kỳ đánh giá tháng 9/2025.

*Bảng trên đã được loại bỏ một số tiêu chí không quan trọng và đã đạt được của Frontier Market

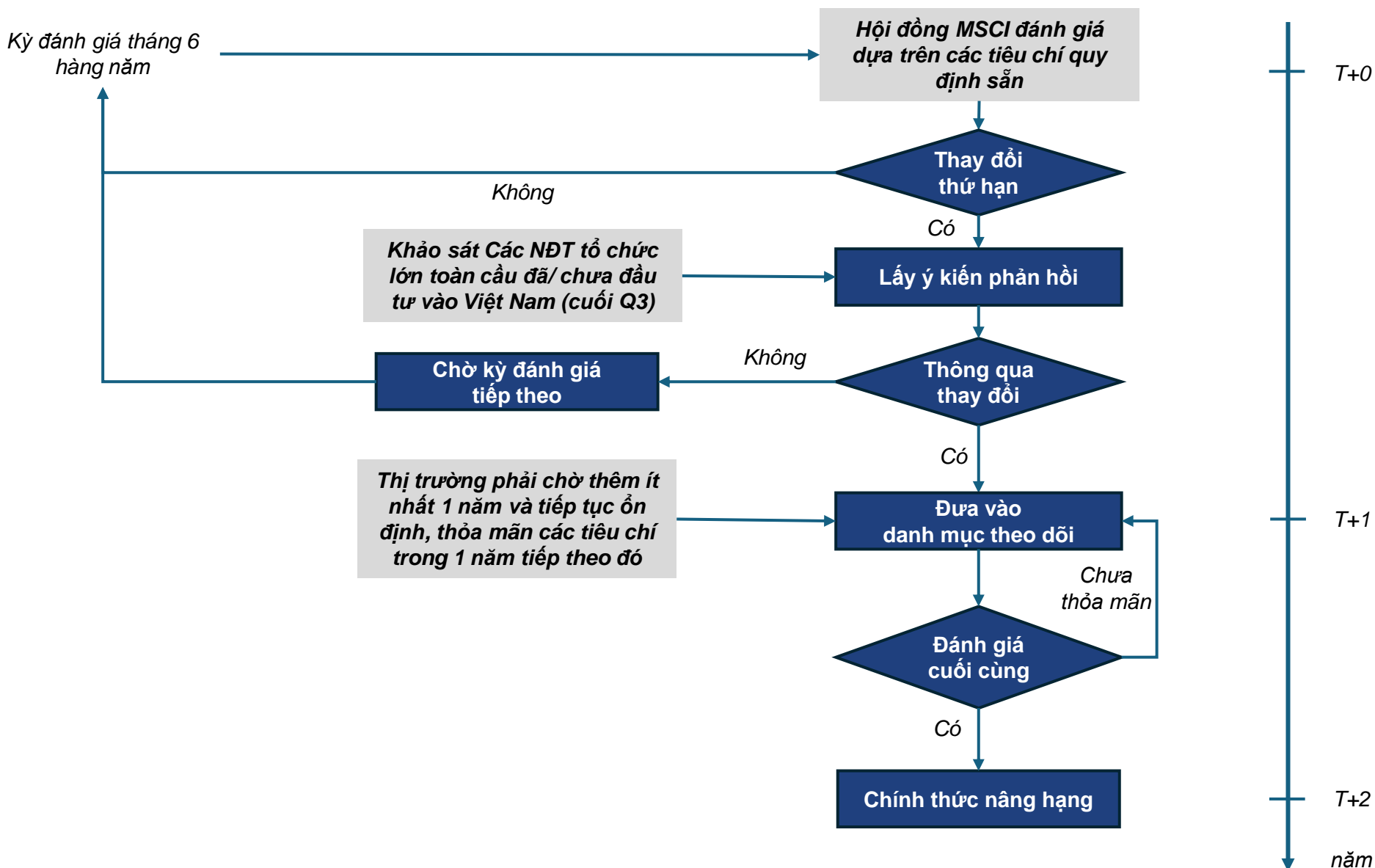
CÁC TIÊU CHÍ NÂNG HẠNG LÊN EMERGING MARKET CỦA MSCI (KỲ ĐÁNH GIÁ 06/2024)

Các tiêu chí nâng hạng lên MSCI	Yêu cầu (đối với EM)	Độ hoàn thành của Việt Nam
A. Phát triển kinh tế bền vững	Không quy định	
B. Tiêu chí định lượng về quy mô và thanh khoản	Từ 3 DN trở lên đáp ứng đủ 3 tiêu chí bên dưới	
B.1 Vốn hóa của doanh nghiệp	2.066 tỷ USD	Đạt
B.2 Vốn hóa ngoài thị trường của doanh nghiệp	1.033 tỷ USD	Đạt
B.3 Thanh khoản thị trường	Tổng thanh khoản cả năm đạt 15% vốn hóa của cổ phiếu	Đạt

++ KHÔNG CÓ VẤN ĐỀ **+** **KHÔNG CÓ VẤN ĐỀ LỚN, CÓ DỰ ĐỊA CẢI THIỆN** **-** **CẦN CẢI THIỆN THÊM**

C. Tiêu chí định tính về khả năng tiếp cận thị trường	EMEA										Châu Á Thái Bình Dương			
	Các quốc gia Frontier theo MSCI										Bangladesh	Pakistan	Sri Lanka	Vietnam
	Mauritius	Morocco	Niger	Oman	Romania	Senegal	Serbia	Slovenia	Tunisia					
C.1 Độ mở cho NĐTNN														
Thị trường chất lượng cho NĐTNN	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	
Giới hạn sở hữu NĐTNN	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	-	
Tỷ lệ sở hữu còn lại cho NĐTNN	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	-	
Bình đẳng quyền lợi cho NĐTNN & cổ đông thiểu số	++	+	+	+	++	+	+	++	+	++	++	++	-	
C.2 Dễ dàng trong luân chuyển dòng vốn đầu tư														
Hạn chế trong việc luân chuyển dòng vốn	++	++	++	++	++	++	+	++	++	+	+	++	++	
Độ tự do của thị trường ngoại hối	-	+	+	++	++	+	+	++	+	-	+	-	-	
C.3 Độ hiệu quả trong vận hành thị trường														
Thủ tục đăng ký & mở tài khoản cho NĐTNN	++	++	+	+	++	+	-	++	++	-	+	-	+	
Luật pháp cho thị trường chứng khoán	++	+	+	++	++	+	++	++	+	+	+	++	+	
Minh bạch thông tin	++	+	-	+	++	-	+	++	-	++	++	++	-	
Thanh toán bù trừ chứng khoán	+	-	-	+	+	-	+	++	-	-	-	+	-	
Giám sát tài khoản chứng khoán	++	++	++	++	++	++	++	++	-	++	++	++	++	
Lưu ký chứng khoán	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	
Giao dịch chứng khoán	-	+	-	++	++	-	+	+	-	-	++	-	++	
Chuyển nhượng chứng khoán	-	-	-	-	+	-	-	++	-	+	++	-	+	
Vay chứng khoán	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Bán khống chứng khoán	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
C.4 Có đầy đủ các công cụ đầu tư	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	++	
C.5 Sự ổn định trong vận hành của bộ máy Nhà nước	+	+	-	+	+	+	+	+	-	-	-	+	+	

QUY TRÌNH XEM XÉT NÂNG HẠNG THEO MSCI



Theo quy trình kể bên, thời gian **nhANH NHẤT** kể từ lúc Việt Nam thỏa mãn các tiêu chí đánh giá của MSCI sẽ mất **02 năm**, trải qua **02** kỳ đánh giá thường niên.

- **Lần 1:** từ lúc đạt được các tiêu chí của Hội đồng nội bộ MSCI đến nhận phản hồi, đánh giá của các NĐT toàn cầu và quyết định đưa vào danh mục theo dõi ít nhất 1 năm.
- **Lần 2:** quyết định chính thức nâng hạng sau thời gian theo dõi.

Do đó, theo đánh giá của TCSC, việc nâng hạng theo tiêu chí của MSCI nhanh nhất cũng phải cần **4 – 5 năm** nữa, tức từ **2028** trở đi.

Nguồn: FTSE, VettaFi, TCSC tổng hợp

MSCI

FTSE

Developed Markets			Emerging Markets			Frontier Markets		
Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC	Americas	EMEA	APAC
Canada	Austria	Australia	Brazil	Czech Republic	China	—	Bahrain	Bangladesh
USA	Belgium	Hong Kong	Chile	Egypt	India		Benin*	Pakistan
	Denmark	Japan	Colombia	Greece	Indonesia		Burkina Faso*	Sri Lanka
	Finland	New Zealand	Mexico	Hungary	Korea		Croatia	Vietnam
	France	Singapore	Peru	Kuwait	Malaysia		Estonia	
	Germany			Poland	Philippines		Guinea-Bissau*	
	Ireland			Qatar	Taiwan		Iceland	
	Israel			Saudi Arabia	Thailand		Ivory Coast*	
	Italy			South Africa			Jordan	
	Netherlands			Turkey			Kazakhstan	
	Norway			UAE			Kenya	
	Portugal						Latvia	
	Spain						Lithuania	
	Sweden						Mali*	
	Switzerland						Mauritius	
	UK						Morocco	
							Niger*	
							Oman	
							Romania	
							Senegal*	
							Serbia	
							Slovenia	
							Togo*	
							Tunisia	

Developed	Advanced Emerging	Secondary Emerging
Australia	Brazil	Chile
Austria	Czech Republic	China
Belgium/Luxembourg	Greece	Colombia
Canada	Hungary	Egypt
Denmark	Malaysia	Iceland
Finland	Mexico	India
France	South Africa	Indonesia
Germany	Taiwan	Kuwait
Hong Kong	Thailand	Philippines
Ireland	Turkiye	Qatar
Israel		Romania
Italy		Saudi Arabia
Japan		United Arab Emirates
Netherlands		
New Zealand		
Norway		
Poland		
Portugal		
Singapore		
South Korea		
Spain		
Sweden		
Switzerland		
UK		
USA		

Trong trường hợp Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market) theo tiêu chí của FTSE, Việt Nam sẽ có phân loại giống Iceland và Romania, tức SEM theo FTSE và Frontier theo MSCI.

Mặc dù việc nâng hạng sẽ có ảnh hưởng tích cực lên dòng vốn ngoại đổ vào thị trường. Quy mô dòng vốn ETF đổ vào thị trường Việt Nam có thể không quá nhiều nếu chỉ dừng lại ở mức SEM FTSE và Frontier đối với MSCI. Xét về các ETFs đầu tư vào EM, theo thống kê, chỉ có 3/74 quỹ ETFs đầu tư vào thị trường mới nổi đầu tư vào Iceland và Romania với tổng AUM khoảng 90.12 tỷ USD (bảng dưới) và chỉ phân bổ với tỷ trọng rất thấp. Thêm vào đó, để các quỹ giải ngân phải đợi tới khi có kết quả chính thức – tức là kỳ đánh giá tháng 09/2025

Còn dòng tiền chủ động sẽ khó đoán hơn và chưa thể biết cụ thể, nhưng hiện tại chiến lược đầu tư của đa số quỹ lớn trên thế giới đều hướng về Mỹ

STT	Tên quỹ	AUM	% Romania	\$ Romania	Marcap Romania	% Iceland	\$ Iceland	Marcap Iceland
1	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	\$81b	0.12%	\$97.2m	\$75.1b	0.09%	\$72.9m	\$20.7b
2	Schwab Emerging Markets Equity ETF	\$9.1b				0.12%	\$10.9m	\$20.7b
3	Matthews Emerging Markets Sustainable Future Active ETF	\$25.8m	1.58%	\$407k				
Tổng		\$90.13b		\$97.6m			\$83.8m	

DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ

	Giá thị trường điều chỉnh (27/12/2023)	Giá mục tiêu điều chỉnh (27/12/2023)	Tiềm năng tăng giá (27/12/2023)	Cổ tức tiền mặt/ Cổ phiếu trong giai đoạn	Giá cổ phiếu cao nhất trong giai đoạn	Giá cổ phiếu hiện tại (17/12/2024)	Tỷ suất lợi nhuận (*)
VTO	8,880	15,700	73.7%	800	16,000	Đã đạt mục tiêu	73.7%
NTP	32,730	44,545	35.1%	1,000	73,500	Đã đạt mục tiêu	35.1%
SIP	49,920	94,260	87.7%	1,600	86,700	84,500	72.5%
ACB	19,570	25,217	36.4%	1,000	26,500	Đã đạt mục tiêu	36.4%
CTG	26,850	39,000	45.5%	N/A	37,500	36,250	35%
TỶ SUẤT SINH LỢI BÌNH QUÂN (GIẢ ĐỊNH PHÂN BỐ ĐỀU VÀO CÁC CỔ PHIẾU)							50.54%

*Bao gồm cổ tức tiền mặt, nếu giá cao nhất trong giai đoạn lớn hơn giá mục tiêu, chúng tôi sẽ tính tỷ suất lợi nhuận = tiềm năng tăng giá tại ngày phát hành báo cáo, giả định rằng Nhà đầu tư chốt lời theo khuyến nghị. Nếu giá cao nhất chưa vượt qua giá mục tiêu, chúng tôi sẽ lấy giá hiện tại đo hiệu suất sinh lời

NHÓM NGÀNH	NGÀNH	TRIỂN VỌNG	LUẬN ĐIỂM
Tài chính	Ngân hàng	4	<ul style="list-style-type: none"> - Tỷ giá có nhiều rủi ro trong Q1/2025 do neo cao quanh trần đến cuối năm 2024 và dễ mất giá khi có một trần tỷ giá mới khi sang 2025. Từ đó, có nguy cơ các ngân hàng phải tăng lãi suất dịp đầu năm sau - Nhu cầu xuất nhập khẩu được dự báo suy giảm trong năm sau do các chính sách áp thuế của Trump, từ đó giảm nhu cầu sản xuất trong nước và nhu cầu tín dụng vẫn yếu. Trong 2024, 50% nhu cầu tín dụng đến từ việc các chủ đầu tư Bất Động Sản vay để đảo nợ & phát triển tiếp dự án. Điều này khả năng cao sẽ lập lại trong 2025 - NIM các ngân hàng khó mà cải thiện (YEA không tăng được vì nhu cầu yếu, các khoản nợ tái cơ cấu, đảo nợ không sinh lãi trong khi COF tăng do lãi suất huy động tăng & ngân hàng phải phát hành trái phiếu dài hạn với lãi suất cao để đảm bảo các tỷ lệ an toàn) Các khoản nợ xấu tiềm ẩn như dư nợ tái cơ cấu bão Yagi tiếp tục làm chi phí trích lập ở mức cao. Lợi nhuận của ngành do đó chỉ tăng lên theo dư nợ tín dụng gia tăng
	Chứng khoán	4	<ul style="list-style-type: none"> - Dòng vốn nước ngoài chưa quay lại ngay mà phải chờ đến khi thị trường có kết quả về việc nâng hạng (tháng 09/2025) & sau khi Trump ra chính sách, lộ trình giảm lãi của FED rõ ràng hơn. - Với việc nước ngoài liên tục bán ròng nhưng chưa quay lại, phần tiền của nhà đầu tư nội địa đang bị kẹt ở vùng giá cao với khối lượng giao dịch giảm cho thấy thị trường khó mà tăng mạnh. Từ đó, thị trường trong Q1/2025 dễ có nhiều biến động lớn. - Phần lớn thu nhập công ty chứng khoán do đó sẽ đến từ lợi nhuận từ dư nợ margin tăng đều (giả sử thị trường giữ được vùng giá đi ngang như hiện tại khi nhà đầu tư nội địa dùng margin để chống lại lực bán ra của nước ngoài) còn phần thu nhập phí giao dịch & tự doanh khá ảm đạm khi thị trường không sôi động.
Xây dựng, vật liệu	Thép	4	<ul style="list-style-type: none"> - Giá thép thế giới khả năng tạo đáy và đi ngang trong năm 2025 do Trung Quốc vẫn suy yếu nhưng nguồn cung thép ở Trung Quốc hiện đã dần suy giảm do chính sách cắt giảm của chính phủ & các doanh nghiệp thua lỗ cắt giảm sản xuất - Khả năng áp thuế chống bán phá giá HRC và tôn mạ của Việt Nam lên giúp các doanh nghiệp nội địa hưởng lợi khi mặt bằng giá tăng lên - Nhu cầu nội địa hồi phục từ các dự án đầu tư công
	Xây dựng	4	<ul style="list-style-type: none"> - Ngành BĐS kỳ vọng tạo đáy thúc đẩy xây dựng dân dụng - Triển vọng xây dựng công nghiệp nhờ luồng vốn FDI
Dầu khí	Thương nguồn	4	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án Lô B Ô Môn được thực hiện các gói thầu đầu tiên dù chưa có quyết định đầu tư cuối cùng (FID). Ngoài ra, lợi nhuận doanh nghiệp vẫn tiếp tục tăng trưởng tốt nhờ thực hiện một số hợp đồng dầu khí ngoài khơi khác như Sư Tử Trắng 2B, Kinh Ngư Trắng, Lạc Đà vàng, các doanh nghiệp còn các dự án xây lắp phục vụ điện gió ngoài khơi. - Đối với doanh nghiệp khoan, các hợp đồng khoan được cố định với giá thuê cao kết hợp với tăng trưởng từ mảng dịch vụ kỹ thuật khoan của dự án trong nước.
	Hạ nguồn	3	<ul style="list-style-type: none"> - Giá dầu đi ngang ở vùng thấp vào nửa đầu 2025 và có nguy cơ giảm nữa sau 2025 do nguồn cầu từ Trung Quốc yếu, các nước ngoài OPEC+ như Mỹ tăng trưởng mạnh về nguồn cung. Do đó lợi nhuận doanh nghiệp lọc dầu bị ảnh hưởng khi crack spread duy trì ở vùng thấp

NHÓM NGÀNH	NGÀNH	TRIỂN VỌNG	LUẬN ĐIỂM
Hàng tiêu dùng	Đường	3	- Trong năm 2025, sản lượng mía đường trong nước được dự báo sẽ tiếp tục phục hồi sau sự bảo hộ của thuế chống bán phá giá, giá đường được nhiều khả năng sẽ dao động trong khoảng 19.000-21.000 VND/kg . Trên thị trường quốc tế, nguồn cung mía đường lớn đang đứng trước nhiều biến động khó lường trong niên vụ tới, khi hiện tượng La Niña bắt đầu tác động. Lợi nhuận các doanh nghiệp đường kỳ vọng tiếp tục ổn định khi giá đường đi ngang
Vận tải, logistics	Vận tải	3	- Phân hóa theo loại hình vận tải, với vận tải container có thể bị ảnh hưởng khi nhu cầu xuất nhập khẩu yếu đi . - Triển vọng ổn định hơn được ghi nhận ở nhóm vận tải dầu thô và dầu sản phẩm , nhờ nhu cầu tiêu thụ vẫn ở mức cao. Tuy nhiên, trong năm 2025, lĩnh vực này dự báo sẽ phải đối mặt với thách thức lớn từ tình trạng dư thừa nguồn cung tàu.
	Cảng	3	- Năm 2025, ngành cảng biển Việt Nam đối mặt với cả cơ hội và thách thức. Về thách thức, suy giảm trong nhu cầu nhập khẩu toàn cầu sẽ giảm lượng hàng hóa lưu thông qua cảng . Đồng thời, sự tan rã của liên minh hàng hải 2M (Maersk và MSC) sẽ gây xáo trộn chuỗi cung ứng toàn cầu, đòi hỏi cảng biển Việt Nam phải nâng cao dịch vụ và điều chỉnh chiến lược. - Tuy nhiên, cơ hội cũng xuất hiện khi Mỹ tiếp tục áp thuế cao lên hàng hóa Trung Quốc, tạo điều kiện cho Việt Nam có cơ hội gia tăng thị phần xuất khẩu , đặc biệt trong các ngành như thủy sản, dệt may và nông sản (trong trường hợp Việt Nam không bị đánh thuế chung với Trung Quốc)
Bán lẻ	ICT Gia dụng Bách hóa Ô tô	3.5	Nhu cầu bão hòa, vì thế lợi nhuận từ mảng ICT đi ngang Nhu cầu thay thế, đổi mẫu mã, và mua mới ở các vùng kinh tế phát triển lên giúp ngành tăng nhẹ Chuyển dịch nhu cầu mua sắm sản phẩm chất lượng tốt hơn giúp ngành tiếp tục tăng trưởng Doanh số bán xe đi ngang với cùng kỳ, phụ thuộc vào nền kinh tế vĩ mô. Chính sách giảm thuế trước bạ sẽ khó có khả năng được áp dụng thêm trong năm 2025
Công nghệ	Công nghệ	5	- Các dự án công nghệ dẫn đầu nhiều về Việt Nam như nhà máy AI với Nvidia, nhà máy thiết kế vi mạch Chip bán dẫn, các Trung tâm dữ liệu - Doanh thu gia công phần mềm, doanh thu về chuyển đổi số của các doanh nghiệp như FPT vẫn giữ mức tăng trưởng trên 20% một năm
Thủy sản	Cá tra	3	- Đi ngang/ suy giảm do nhu cầu nhập khẩu toàn cầu giảm lại sau các chính sách áp thuế của Trump, Trung Quốc suy yếu & EU chưa hồi phục mạnh. Tuy nhiên có thể hưởng lợi nhẹ nếu Mỹ áp thuế cao lên các sản phẩm cá rô phi xuất khẩu của Trung Quốc (hiện chưa có chính sách cụ thể nên nhà đầu tư cần phải theo dõi thêm)
	Tôm	3	- Xu hướng sẽ tương tự như nhóm cá , tuy nhiên cần phải theo dõi thêm vụ việc áp thuế chống trợ cấp chính phủ của Mỹ lên Việt Nam . Nếu Việt Nam thua kiện thì các lô tôm xuất khẩu vào Mỹ sẽ phải chịu thêm thuế 2.48%, từ đó giảm mạnh biên lợi nhuận các doanh nghiệp ngành tôm (hiện biên lợi nhuận gộp chỉ quanh 10%)
Dệt may	Dệt may	3	- Hiện đơn hàng vẫn có cho đến Q1/2025, tuy nhiên kể từ Q2/2025, khi kinh tế toàn cầu chậm lại và các doanh nghiệp đã tích đủ tồn kho, nhu cầu nhập khẩu các sản phẩm dệt may có thể suy giảm lại và đi ngang ổn định chứ không còn động lực gia tăng quá nhiều

NHÓM NGÀNH	NGÀNH	TRIỂN VỌNG	LUẬN ĐIỂM
Hóa chất	Phân bón	3	<ul style="list-style-type: none"> - Nhóm Ure: Tình hình năm 2025 nhìn chung vẫn ổn định, nhu cầu tiêu thụ các doanh nghiệp không có quá nhiều biến động. Về giá bán Ure vẫn giữ được vùng 300-350 USD/tấn sẽ khó giảm do khu vực châu á vắng mặt nguồn cung từ Trung Quốc, xuất khẩu Ure của Trung Quốc vẫn thất chặt hiện vẫn chưa rõ chính sách xuất khẩu trở lại - Nhóm Lân: Giá DAP tiếp tục neo cao ít nhất nửa đầu năm 2025 do nhu cầu nhập khẩu của Ấn Độ bù lại tồn kho thiếu hụt. Nhu cầu tiêu thụ có thể phục hồi do áp thuế VAT 5%, hàng nhập khẩu từ TQ bị áp thêm thuế này sẽ giúp cho sản phẩm trong nước cạnh tranh hơn
Bất động sản	BDS dân dụng	4	<ul style="list-style-type: none"> - Thị trường BDS VN đã tạo đáy và đang phục hồi như theo lộ trình. Bắt đầu từ sản phẩm chung cư với nhu cầu ở thật và lợi suất thuê khá tốt sau đó sẽ dần lan tỏa đến nhà phố và đất nền. Doanh thu, lợi nhuận của các doanh nghiệp niêm yết đang ở mức thấp do giai đoạn 2022-2023 không mở bán được nhiều, thậm chí nhiều doanh nghiệp phải sử dụng các nghiệp vụ bút toán tài chính để có lãi. Tuy nhiên, với tình hình thị trường trở nên thuận lợi như hiện nay dự kiến năm 2025 sẽ có nhều doanh nghiệp BDS trên sàn mở bán dự án mới giúp cải thiện doanh số tích cực, tiền đề để ghi nhận doanh thu lợi nhuận tốt hơn cho 2-3 năm tới. - Bên cạnh đó, nhều thương vụ phát hành cổ phiếu lớn cũng khiến các doanh nghiệp BDS dân dụng có nhu cầu bơm tin tốt hoặc tìm cách cải thiện giá cổ phiếu để hấp dẫn NĐT. Do đó, BDS dân dụng là một ngành đáng chú ý cho năm 2025
	BDS KCN	4	<ul style="list-style-type: none"> - Triển vọng cho ngành KCN nhìn chung vẫn khá tích cực khi (1) VN vẫn là điểm đến hàng đầu trong chiến lược China +1 (2) Các chính sách pháp luật đã được cải thiện (3) Bộ máy cũng hướng tới tinh gọn để giảm thiểu các thủ tục về đầu tư (4) Hạ tầng tiếp tục được đầu tư nhanh, năm 2025 sẽ có thêm hàng trăm km cao tốc được hoàn thành. Tuy nhiên vẫn phải chờ đợi các chính sách cụ thể của tổng thống Trump để chắc chắn hơn. - Ưu tiên đầu tư vào cổ phiếu của các chủ đầu tư có lợi thế về quỹ đất lớn và có vị trí đẹp hoặc có các quỹ đất được đưa vào kinh doanh trong tương lai gần.
Tiện ích	Thủy điện	5	Xu hướng La-Nina quay trở lại giúp thủy điện được hưởng lợi lớn. Nền lợi nhuận của hầu hết các doanh nghiệp thủy điện năm 2024 tương đối thấp.
	Nhiệt điện	3	Xu hướng La-Nina quay trở lại khiến nhu cầu huy động từ điện than không còn cao như năm 2024. Do đó, nền lợi nhuận chỉ đi ngang
	Nước	4	Sản lượng tăng trưởng ổn định theo nền kinh tế , giá bán nước tại một số khu vực có thể được tăng trong 2025, từ đó các doanh nghiệp tại vùng đó được hưởng lợi

	Giá thị trường (Tại ngày 17/12/2024)	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng giá	Luận điểm đầu tư
ACB	25,200	34,750	37.9%	<ul style="list-style-type: none"> - Danh mục cho vay hướng đến sản xuất kinh doanh, an toàn, tăng trưởng tín dụng tốt nhờ danh tiếng & chiến lược đúng đắn - Các chỉ số tài chính vượt trội so với ngành, chính sách chi trả cổ tức tiền đều đặn giúp định giá giữ được ở vùng cao - Biến động giá cổ phiếu thấp, phù hợp trong những giai đoạn rủi ro cao
CTG	36,250	43,100	18.9%	<ul style="list-style-type: none"> - Danh mục cho vay hướng đến sản xuất kinh doanh, an toàn, tăng trưởng tín dụng tốt nhờ danh tiếng Ngân hàng quốc doanh - Định giá rẻ nhất trong nhóm Ngân hàng quốc doanh. - Nếu giảm trích lập dự phòng sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh và được tái định giá
HPG	27,000	35,000	29.6%	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án Dung Quất 2 đi vào hoạt động - Giá thép kỳ vọng không giảm thêm, sản lượng & giá tăng nhờ các dự án đầu tư công - Thuế chống bán phá giá HRC giúp cải thiện giá bán ra của HPG
BWE	45,950	69,000	50.2%	<ul style="list-style-type: none"> - Cơ hội tăng giá nước, giá xử lý nước thải và rác thải - Không còn bị ảnh hưởng bởi tỷ giá và lãi suất nhiều trong năm 2025
CTD	67,100	83,600	24.6%	<ul style="list-style-type: none"> - Áp lực trích lập dự phòng giảm - Hoạt động kinh doanh kỳ vọng hồi phục nhờ các dự án BĐS KCN
QNS	52,000	67,000	28.8%	<ul style="list-style-type: none"> - Mảng sữa kỳ vọng biên lợi nhuận gộp nở ra nhờ giá đậu nành giảm - Mảng đường kỳ vọng gia tăng giờ mở rộng vùng trồng mía trong khi giá đường ổn định - Định giá rẻ với dòng tiền lành mạnh và cổ tức ổn định
SIP	84,500	117,000	38.5%	<ul style="list-style-type: none"> - Có quỹ đất lớn với vị trí đẹp & giá cho thuê tốt. Năm 2025 kì vọng khởi công cao tốc TPHCM – Mộc Bài sẽ tác động tích cực đến giá thuê tại KCN Phước Đông - Được cấp phép phân phối điện trong KCN, doanh thu tăng theo diện tích cho thuê. - Tài chính lành mạnh, nhiều tiền mặt
IJC	13,650	25,000	83.2%	<ul style="list-style-type: none"> - Quỹ đất có vị trí đẹp và giá trị tại khu vực trung tâm Bình Dương. - Góp vốn một phần đáng kể lợi ích tại Khu công nghiệp - đô thị - dịch vụ lớn nhất cả nước.
VIP	14,150	19,000	34.3%	<ul style="list-style-type: none"> - Định giá rẻ, cơ cấu tài chính lành mạnh & cổ tức đều đặn - Sở hữu đội tàu viễn dương lớn với cơ hội thanh lý tàu cũ giá cao

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN Á CHÂU (ACB)

Giá mục tiêu: 34,750/cp (+37.9%)

Tổng quan doanh nghiệp		HSX: ACB
Ngành nghề kinh doanh	Ngân hàng	
Vốn điều lệ (tỷ VND)	44,667	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	112,336	
Tăng trưởng TOI 3 năm (%)	21.71%	
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	27.88%	
ROE (2023)	24.8%	
Tỷ suất cổ tức 2023	10% tiền mặt	15% cổ phiếu
PE Trailing	6.9x	

Cơ cấu cổ đông	
Ông Trần Hùng Huy & người có liên quan	18.50%
Bà Ngô Thu Thủy & người có liên quan	3.93%
Capital Group Cos Inc	3.62%
T Rowe Price Group Inc	3.00%
Dragon Capital	2.61%
FIL Ltd	1.74%
Nước ngoài khác	19.0%
Khác	47.58%

Tổng quan báo cáo

Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị mua với ACB **giá mục tiêu 34,750/cp** bằng phương pháp định giá kết hợp lợi nhuận thặng dư (RI,) & P/B, dựa trên các luận điểm sau:

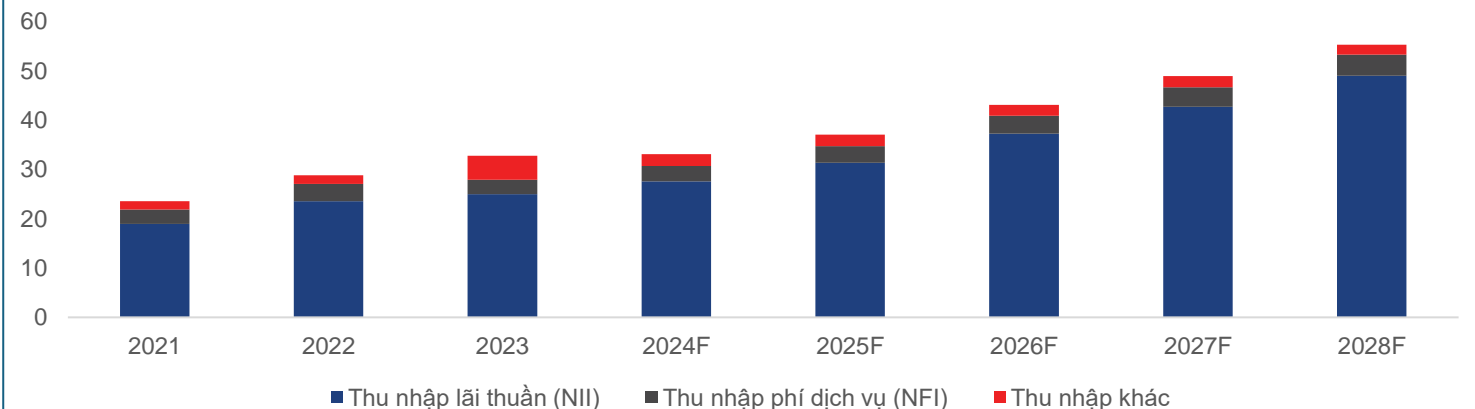
- **Danh mục cho vay an toàn**, tập trung vào mảng sản xuất kinh doanh, phục vụ khách hàng SME, bán lẻ và **không có rủi ro tập trung liên quan đến ngành Bất Động Sản**
- **Chiến lược mở rộng sang nhóm khách hàng lớn trong 2025 thành công**, giúp cho ngân hàng duy trì tăng trưởng tín dụng cao so với ngành nhưng vẫn không gia tăng nhiều rủi ro
- **Các tỷ lệ tài chính thuộc nhóm top đầu trong ngành**, đặc biệt là tỷ lệ **ROE rất cao, nợ xấu rất thấp**. Các tỷ lệ an toàn vượt xa yêu cầu nhờ cho vay an toàn, ACB có nhiều dư địa chia cổ tức tiền
- **Định giá có biến động thấp** trong các giai đoạn thị trường xấu, phù hợp cho NĐT thận trọng

Rủi ro:

- **Ngân hàng giảm lãi** để tăng trưởng thị phần tín dụng trong 2024 trong khi huy động khó khăn làm LDR căng thẳng. **NIM sẽ khó quay lại ngay trong 2025**, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận cho vay.

Cơ cấu thu nhập ACB

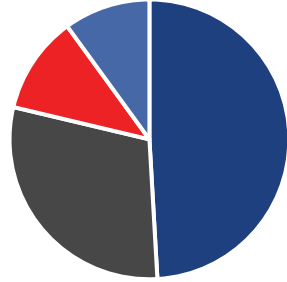
CƠ CẤU THU NHẬP ACB (NGHÌN TỶ)



Nguồn: ACB, Báo cáo tài chính các ngân hàng, TCSC

CƠ CẤU CHO VAY BÁN LẺ TẬP TRUNG CHỦ YẾU CHO VAY SẢN XUẤT

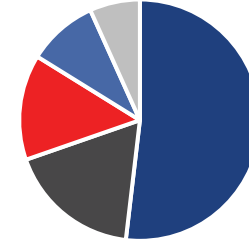
CƠ CẤU CHO VAY BÁN LẺ ACB Q3/2024 (RIÊNG NGÂN HÀNG)



- Vay sản xuất, kinh doanh
- Vay mua nhà
- Vay tiêu dùng
- Khác

CHO VAY DOANH NGHIỆP CŨNG PHỤC VỤ THƯƠNG MẠI VÀ SẢN XUẤT

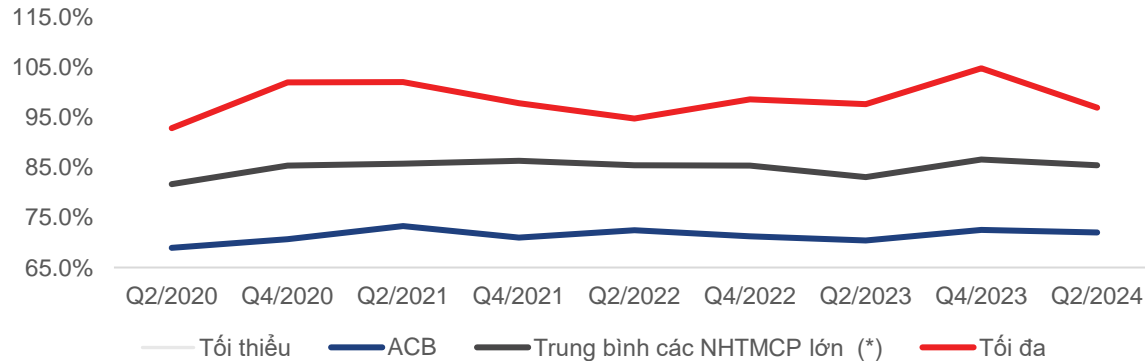
CƠ CẤU CHO VAY DOANH NGHIỆP ACB Q3/2024 (RIÊNG NGÂN HÀNG)



- Thương mại
- Sản xuất & chế biến, chế tạo
- Xây dựng
- Dịch vụ cá nhân & cộng đồng
- Khác

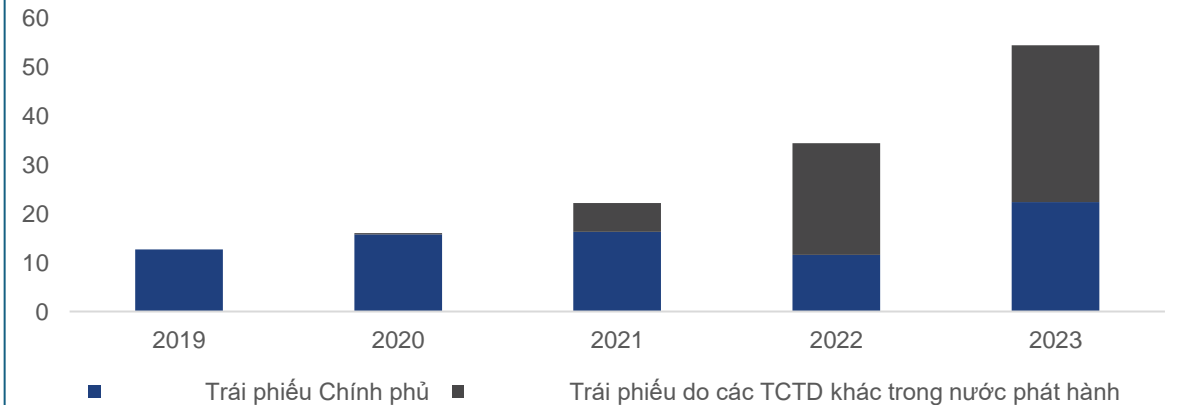
VÌ ĐA PHẦN CHO VAY VỐN LƯU ĐỘNG, ACB CÓ RỦI RO TÍN DỤNG THẤP

SƠ SÁNH TỶ LỆ TÀI SẢN CÓ RỦI RO TÍN DỤNG/ TỔNG TÀI SẢN CỦA CÁC NGÂN HÀNG



NGÂN HÀNG CŨNG KHÔNG ĐẦU TƯ VÀO TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

CƠ CẤU TRÁI PHIẾU ĐẦU TƯ CỦA ACB (NGHÌN TỶ)



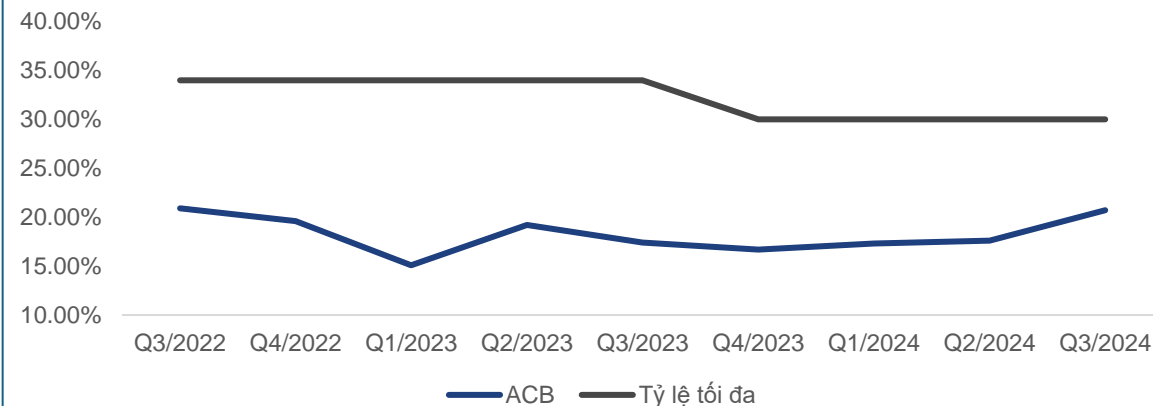
(*) Bao gồm các ngân hàng thương mại lớn: VCB, BID, CTG, STB, TCB, VPB, MBB

CÁC TỶ LỆ TÀI CHÍNH CỦA ACB ĐỀU VƯỢT TRỘI SO VỚI ĐỐI THỦ, ĐẶC BIỆT LÀ ROE & CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN

Tiêu chí	Trung bình các NHTMCP lớn 2019 - 2023 (*)	Trung bình ACB 2019 - 2023
CASA	22.15%	22.09%
NIM	3.78%	3.86%
CIR	33.35%	40.41%
ROA	1.89%	2.07%
ROE	20.54%	24.83%
Nợ nhóm 2	1.18%	0.43%
NPL	1.06%	0.77%

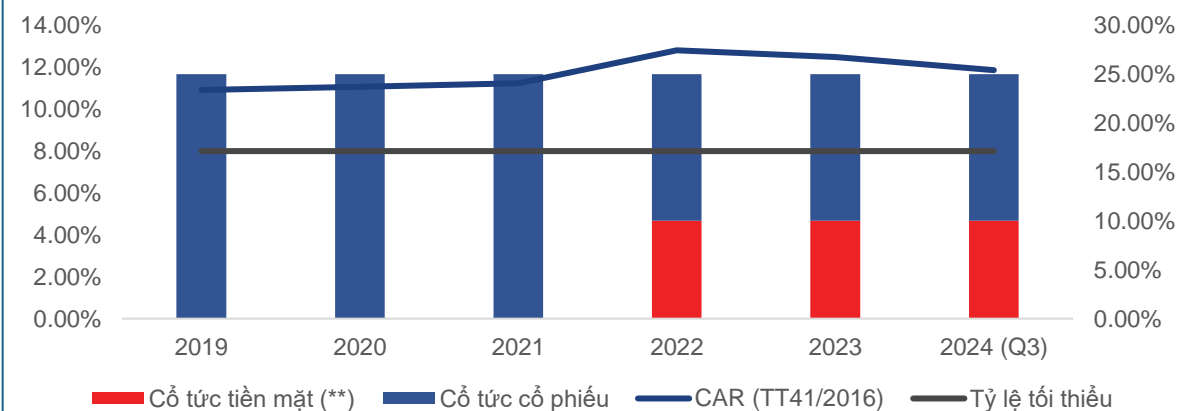
TẬP TRUNG CHO VAY NGẮN HẠN NÊN ACB KHÔNG GẶP ÁP LỰC SFLR

TỶ LỆ VỐN NGẮN HẠN CHO VAY TRUNG DÀI HẠN



TỶ LỆ CAR CAO CHO PHÉP NGÂN HÀNG CÓ DỰ ĐỊA TRẢ CỔ TỨC TIỀN

TỶ LỆ AN TOÀN VỐN, CỔ TỨC TIỀN MẶT CỦA ACB



(*) Bao gồm các ngân hàng thương mại lớn: VCB, BID, CTG, STB, TCB, VPB, MBB

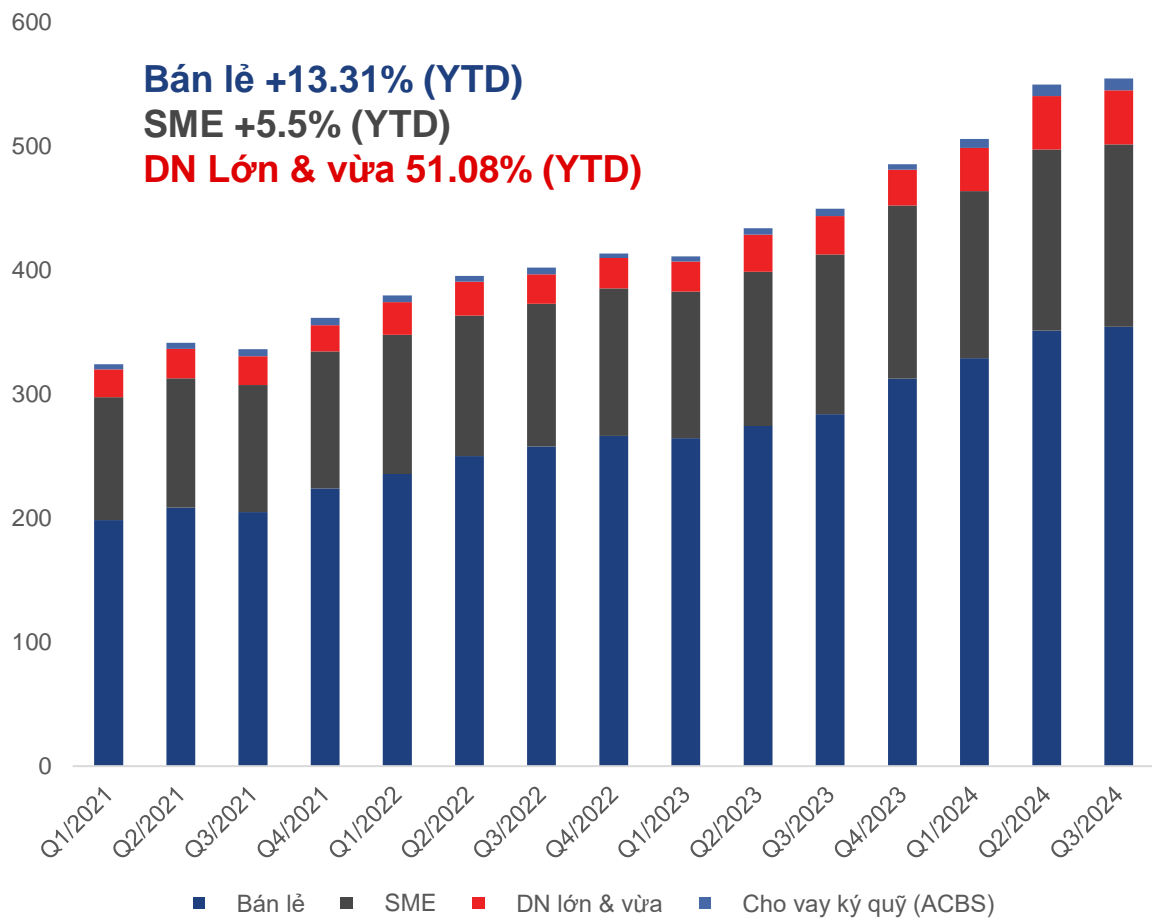
(**) Cổ tức tính theo nghị quyết Đại hội cổ đông cùng năm, cổ tức năm 2024 là ước tính cho kỳ họp năm 2025

Nguồn: ACB, TCSC

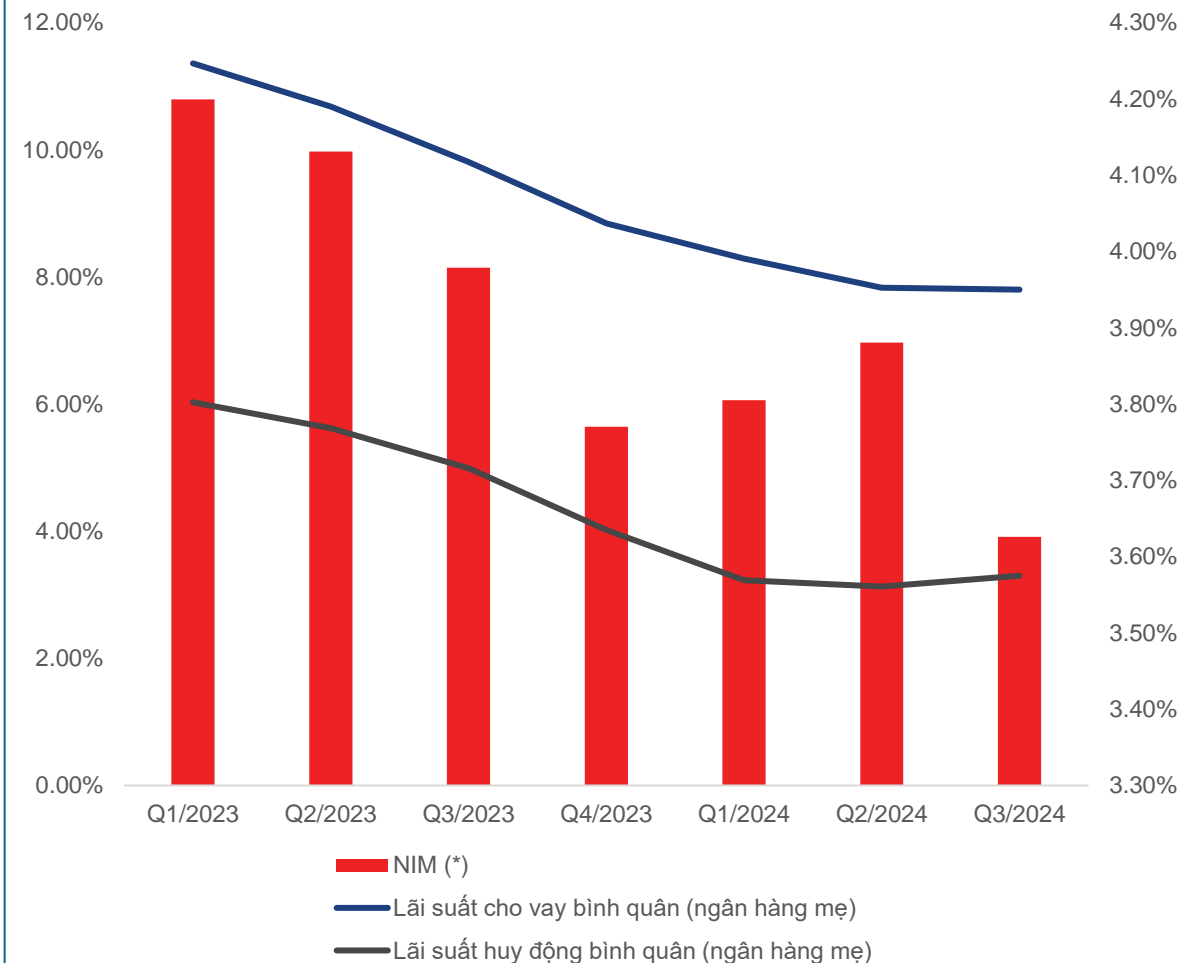
NĂM 2024, KHI TÍN DỤNG TĂNG TRƯỞNG KHÓ, ACB VẪN ĐẠT MỨC TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG CAO & THÀNH CÔNG MỞ RỘNG SANG NHÓM MMLC

HIỆN ACB ĐANG HY SINH BIÊN LÃI ĐỂ THU HÚT KHÁCH HÀNG MỚI, NẾU TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG QUAY LẠI, ACB SẼ CÓ DỰ ĐỊA CẢI THIỆN NIM

CƠ CẤU DỰ NỢ CHO VAY ACB THEO ĐỐI TƯỢNG (NGHÌN TỶ)



LÃI SUẤT CHO VAY, HUY ĐỘNG & NIM CỦA ACB

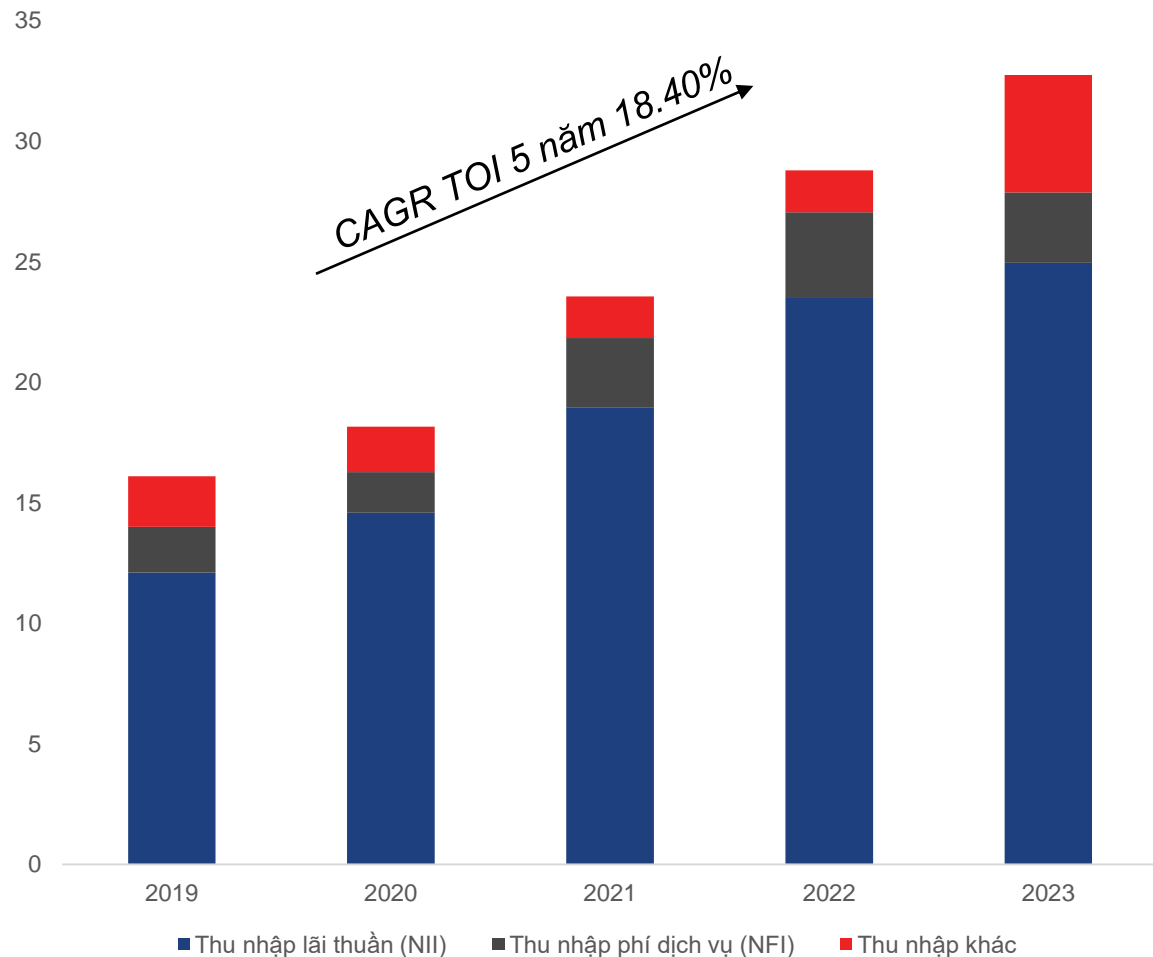


(*) Thu nhập lãi thuần quý hiện tại *4/ Trung bình tài sản sinh lãi 2 quý gần nhất

Nguồn: Fireant, Fiipro, TCSC

NHỜ CHO VAY AN TOÀN ÍT RỦI RO, THU NHẬP CỦA ACB LUÔN TĂNG TRƯỞNG DƯƠNG TRONG CÁC CHU KỲ KINH TẾ XẤU

CƠ CẤU THU NHẬP ACB (NGHÌN TỶ)



ACB CÓ MỨC GIẢM GIÁ THUỘC NHÓM THẤP TRONG CÁC NHTM LỚN, ĐẶC BIỆT LÀ NHÓM TƯ NHÂN VÀ NHANH HỒI PHỤC VỀ MỨC GIÁ CŨ HƠN

	MAX DRAWDOWN (ĐỢT GIẢM 04/2022 - 11/2022) (*)	NGÀY QUAY VỀ GIÁ CŨ	SỐ NGÀY ĐỂ QUAY VỀ MỨC GIÁ CŨ	BETA (2 năm)
VCB	-25.3%	12/5/2022	18	0.67
ACB	-34.7%	8/1/2023	257	0.78
BID	-34.9%	1/17/2023	61	0.82
CTG	-40.1%	8/8/2023	264	1.05
VPB	-41.7%	N/A	N/A	1.12
MBB	-46.4%	7/2/2024	593	1.07
STB	-53.3%	8/16/2023	272	1.25
TCB	-55.2%	5/17/2024	547	1.15

(*) Xét đợt giảm từ mức trên 1500 của VNINDEX trong tháng 04 đến mức 900 trong tháng 11/2022, mức giảm giá mạnh nhất tính từ giá ngày 07/04 đến đáy trong giai đoạn đó

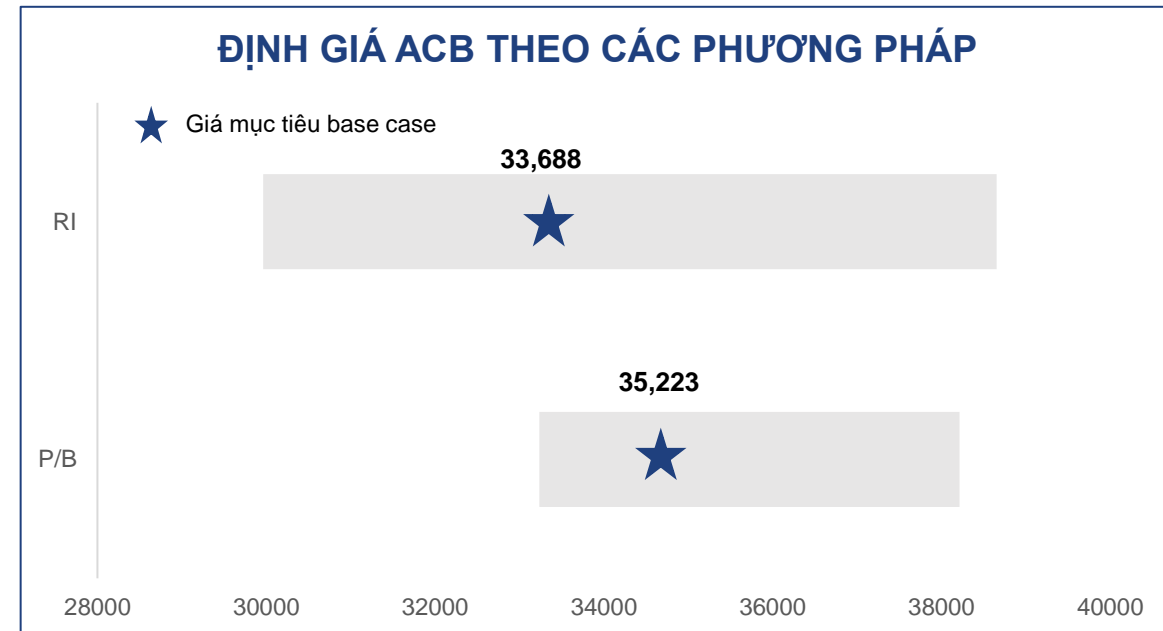
Kịch bản	P/Bx 2025F	Re	Kỳ vọng	Giá mục tiêu (*)	Tỷ trọng
Bear	1.4	18.5%	<ul style="list-style-type: none"> FED không giảm lãi vào tháng 12, áp lực tỷ giá khiến cho mặt bằng lãi suất tăng nhẹ vào Q1-Q2/2025 Nhu cầu tín dụng vẫn yếu trong Q1-Q2/2025 khiến cho mặt bằng lãi suất cho vay khó tăng lên, NIM vẫn đi ngang/ giảm nhẹ và chỉ hồi phục từ Q3. 	32,254	35%
Base	1.5	15.32%	<ul style="list-style-type: none"> FED giảm lãi vào tháng 12 và tiếp tục 4 lần trong năm 2025. Tỷ giá hạ nhiệt từ tháng 12 giúp duy trì lãi suất thấp Nhu cầu tín dụng tiếp tục yếu trong 2025 tương tự như 2024 	35,444	50%
Bull	1.6	14.82%	<ul style="list-style-type: none"> FED giảm lãi vào tháng 12 và tiếp tục 5 lần trong năm 2025. Tỷ giá hạ nhiệt nhanh, tạo điều kiện giữ/ hạ lãi suất trong 2025, từ đó cải thiện định giá thị trường Tín dụng tăng trưởng tốt từ Q1/2025 giúp NIM tạo đáy và tăng nhẹ 	38,347	15%
Final price				34,750	

GIÁ MỤC TIÊU

34,750 VND/CP

37.9%

UPSIDE



CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TỔNG TÀI SẢN	718,795	816,784	965,721	1,114,252	1,286,936	1,487,200
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	6,909	7,000	12,554	14,485	16,730	19,334
Tiền gửi tại SBV	18,505	14,780	28,972	33,428	38,608	44,616
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	114,874	100,000	125,594	144,903	167,352	193,386
Chứng khoán kinh doanh	7,177	6,966	6,966	6,966	6,966	6,966
Công cụ tài chính	0	268	268	268	268	268
Cho vay khách hàng	482,235	570,888	668,222	782,536	916,144	1,071,354
Mua nợ	0	0	0	0	0	0
Chứng khoán đầu tư	73,463	101,924	107,352	114,746	122,713	131,769
Góp vốn, đầu tư dài hạn	140	127	127	127	127	127
Tài sản cố định	4,763	4,871	4,827	4,986	5,155	5,336
Bất động sản đầu tư	177	177	177	177	177	177
Tài sản Có khác	10,552	9,959	10,840	11,808	12,872	14,044
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	718,795	816,961	965,721	1,114,252	1,286,936	1,487,200
Nợ chính phủ & SBV	0	19	0	0	0	0
Tiền gửi và vay TCTD khác	89,507	85,000	99,000	112,400	126,640	141,804
Tiền gửi của khách hàng	482,703	521,211	622,619	728,826	847,148	985,819
Công cụ tài chính	117	0	0	0	0	0
Vốn ủy thác đầu tư	42	32	32	32	32	32
Giấy tờ có giá	52,410	100,000	120,000	126,000	138,600	152,460
Nợ khác	23,060	23,069	17,773	20,122	22,808	25,876
Vốn điều lệ	38,841	44,667	44,667	44,667	44,667	44,667
Thặng dư cổ phần	272	272	272	272	272	272
Vốn khác	0	0	0	0	0	0
Quỹ của tổ chức tín dụng	11,557	11,557	17,167	20,353	24,373	29,147
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	-62	-62	-62	-62	-62
Lợi nhuận chưa phân phối	20,286	31,196	44,253	61,644	82,460	107,187
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0

KẾT QUẢ KINH DOANH	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	24,960	27,564	31,886	38,696	44,703	51,704
Thu nhập dịch vụ	2,922	3,110	3,370	3,640	3,931	4,245
Kinh doanh ngoại hối & vàng	1,110	1,127	800	880	968	1,065
Chứng khoán kinh doanh	168	226	200	200	200	200
Chứng khoán đầu tư	2,647	287	250	250	250	250
Khác	2,469	751	1,060	860	860	460
Tổng thu nhập hoạt động	32,747	33,100	37,601	44,561	50,947	57,959
Chi phí hoạt động	(10,874)	(11,129)	(12,030)	(13,171)	(14,096)	(15,025)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(1,804)	(1,926)	(2,816)	(2,677)	(2,750)	(2,940)
Tổng lợi nhuận trước thuế	20,068	20,044	22,755	28,713	34,100	39,994
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,023)	(4,032)	(4,551)	(5,743)	(6,820)	(7,999)
Lợi nhuận sau thuế	16,045	16,012	18,204	22,970	27,280	31,996

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NIM	3.86%	3.67%	3.65%	3.80%	3.80%	3.80%
CIR	33.21%	33.62%	31.99%	29.56%	27.67%	25.92%
ROA	2.42%	2.09%	2.04%	2.21%	2.27%	2.31%
ROE	24.80%	20.19%	18.77%	19.70%	19.59%	19.22%
Chi phí tín dụng	0.40%	0.36%	0.45%	0.36%	0.32%	0.29%

NGÂN HÀNG THƯƠNG MẠI CỔ PHẦN CÔNG THƯƠNG (CTG)

Giá mục tiêu: 43,100/cp (+18.9%)

Tổng quan doanh nghiệp		HSX: CTG
Ngành nghề kinh doanh	Ngân hàng	
Vốn điều lệ (tỷ VND)	70,450	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	195,199	
Tăng trưởng TOI 3 năm (%)	13.5%	
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	13.1%	
ROE (2023)	14.8%	
Tỷ suất cổ tức 2023	N/A	
PE Trailing	9.0x	

Cơ cấu cổ đông	
Ngân hàng Nhà Nước Việt Nam	64.46%
MUFG Bank, Ltd	19.73%
Công đoàn Vietinbank	1,15%
Công ty TNHH Bảo hiểm nhân thọ Prudential Việt Nam	1.07%

Tổng quan báo cáo

Định giá và luận điểm đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị mua với CTG **giá mục tiêu 43,100/cp** bằng phương pháp định giá kết hợp lợi nhuận thặng dư (RI,) & P/B, dựa trên các luận điểm sau:

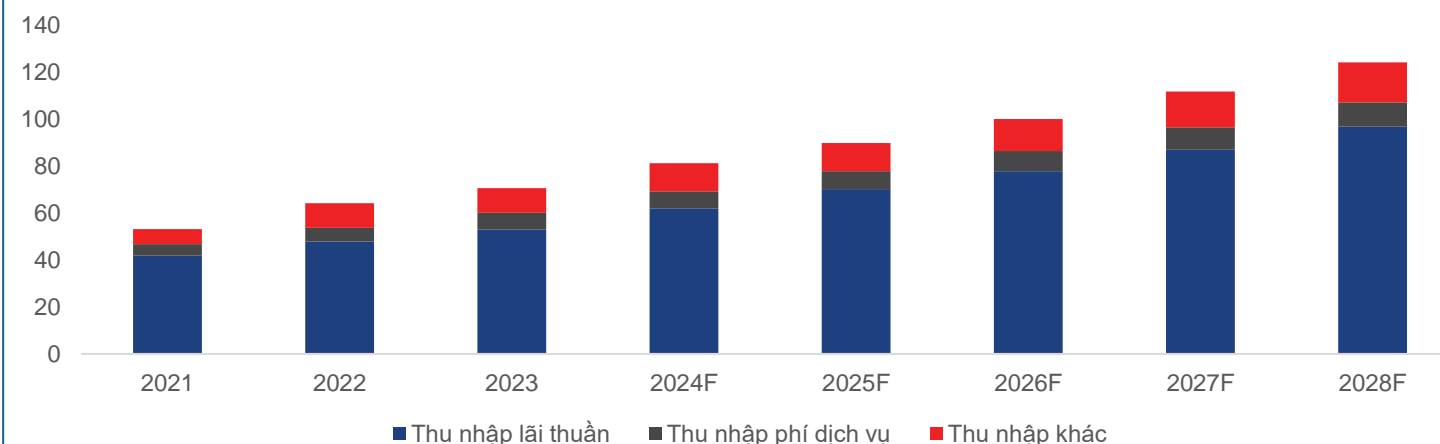
- **Tín dụng tăng trưởng ổn định vào các lĩnh vực sản xuất** nhờ vào danh tiếng & lãi suất cho vay rẻ. Từ đó giúp **thu nhập lãi tăng trưởng bền vững** với danh mục cho vay có **khẩu vị rủi ro thấp**
- **Thị phần cao trong các hoạt động dịch vụ** giúp thu nhập ngoài lãi tăng trưởng qua các năm
- Mức trích lập hiện tại đang cao gấp nhiều lần các ngân hàng khác, **kỳ vọng CTG có thể giảm trích lập trong 2025**, từ đó giúp lợi nhuận tăng trưởng mạnh
- **Định giá đang ở mức rẻ** hơn nhiều so với các ngân hàng quốc doanh khác

Rủi ro:

- **Chất lượng tài sản có nhiều điểm đáng ngại** lượng trích lập dự phòng quá cao so với nợ xấu thể hiện. Vì ngân hàng không công bố cụ thể nên **chưa rõ khi nào sẽ giảm tốc độ trích lập dự phòng**
- **Dư nợ tái cơ cấu bão Yagi lớn**, tiềm ẩn rủi ro chuyển hóa nợ xấu trong 2025

Cơ cấu thu nhập CTG

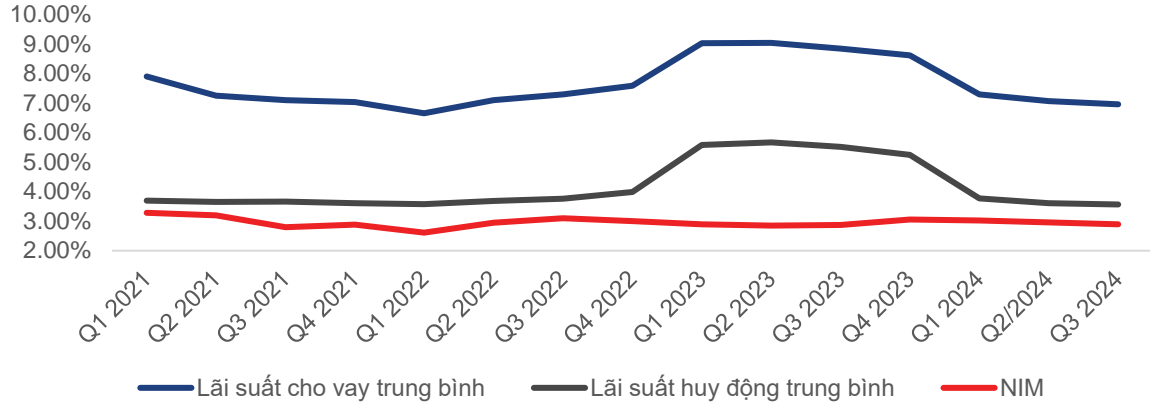
CƠ CẤU THU NHẬP CTG (NGHÌN TỶ)



Nguồn: CTG, TCSC

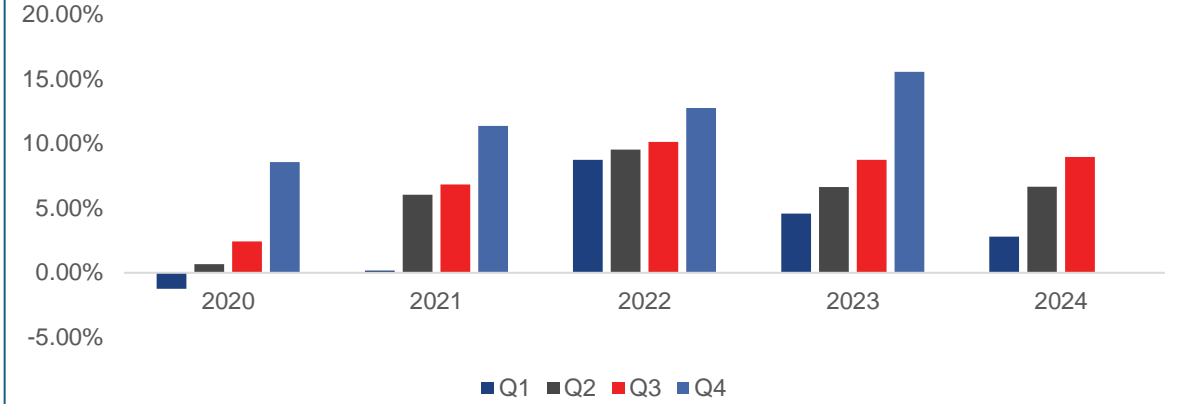
LÃI SUẤT CTG THUỘC NHÓM RẺ NHẤT VÀ ĐIỀU CHỈNH ĐỂ DUY TRÌ NIM ~ 3%

LÃI SUẤT CHO VAY, HUY ĐỘNG & NIM CỦA CTG



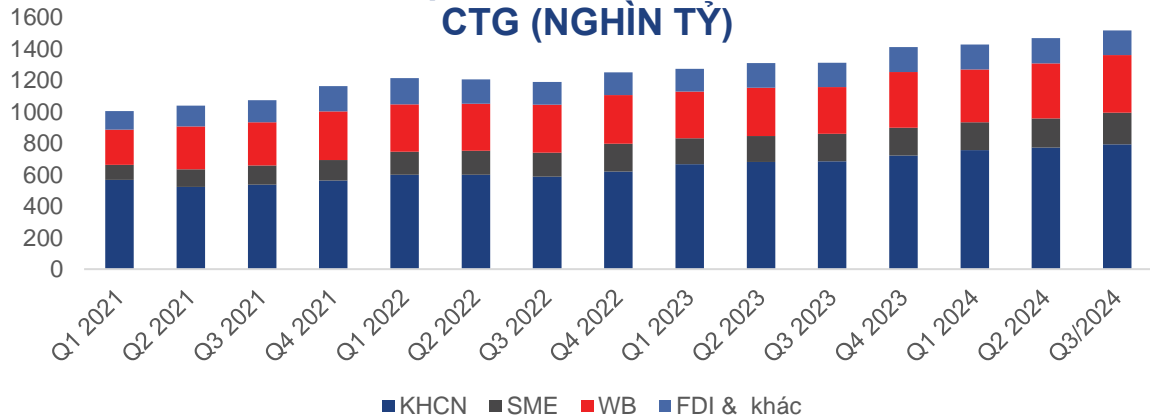
CHO VAY TĂNG ỔN ĐỊNH THEO NHU CẦU SẢN XUẤT, KINH DOANH

TĂNG TRƯỞNG CHO VAY KHÁCH HÀNG CTG (YTD)



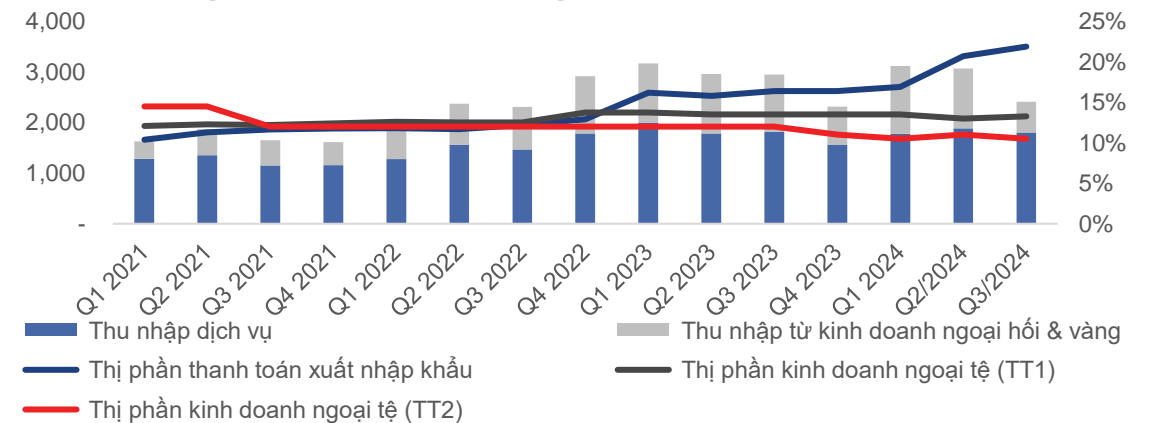
DANH TIẾNG & LÃI SUẤT VAY RẺ, LƯỢNG LỚN NGƯỜI DÙNG ĐỀ TIỀN TẠI CTG

CƠ CẤU HUY ĐỘNG TIỀN GỬI KHÁCH HÀNG CỦA CTG (NGHÌN TỶ)



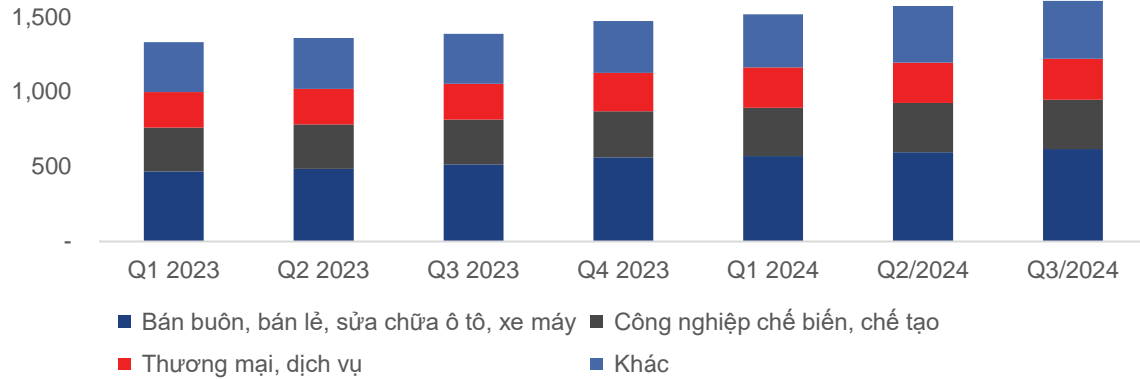
THU DỊCH VỤ TĂNG TRƯỞNG ĐỀU ĐẶN, THỊ PHẦN LỚN TRONG NGÀNH

THỊ PHẦN VÀ THU NHẬP NGOÀI LÃI CỦA CTG



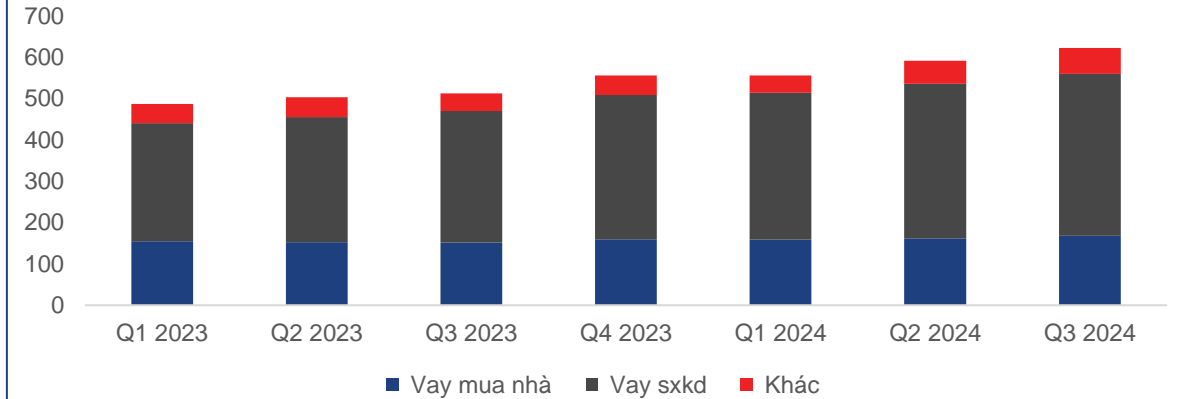
TÍN DỤNG DOANH NGHIỆP TẬP TRUNG VÀO SẢN XUẤT, THƯƠNG MẠI

CHO VAY KHDN CỦA CTG



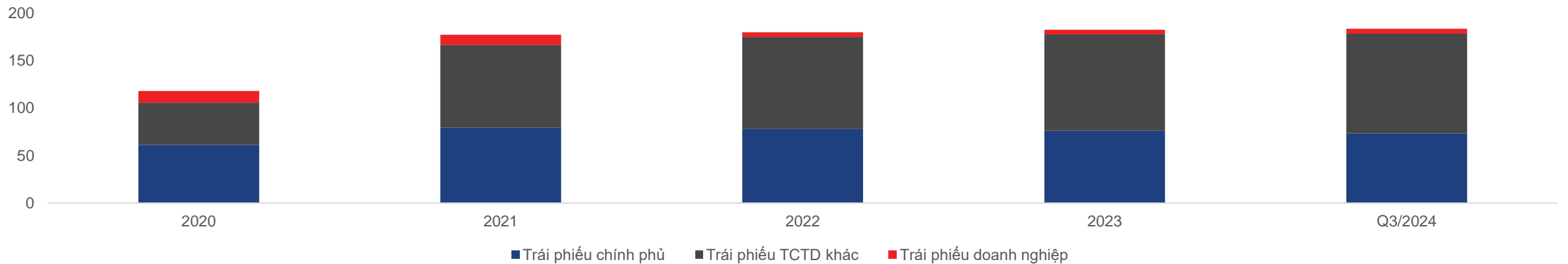
CHO VAY CÁ NHÂN CŨNG CHỦ YẾU PHỤC VỤ MỤC ĐÍCH KINH DOANH

CHO VAY KHCN CỦA CTG (NGHÌN TỶ)



DANH MỤC TRÁI PHIẾU CHỦ YẾU LÀ TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ & TRÁI PHIẾU CỦA TỔ CHỨC TÍN DỤNG KHÁC VỚI ĐỘ AN TOÀN RẤT CAO

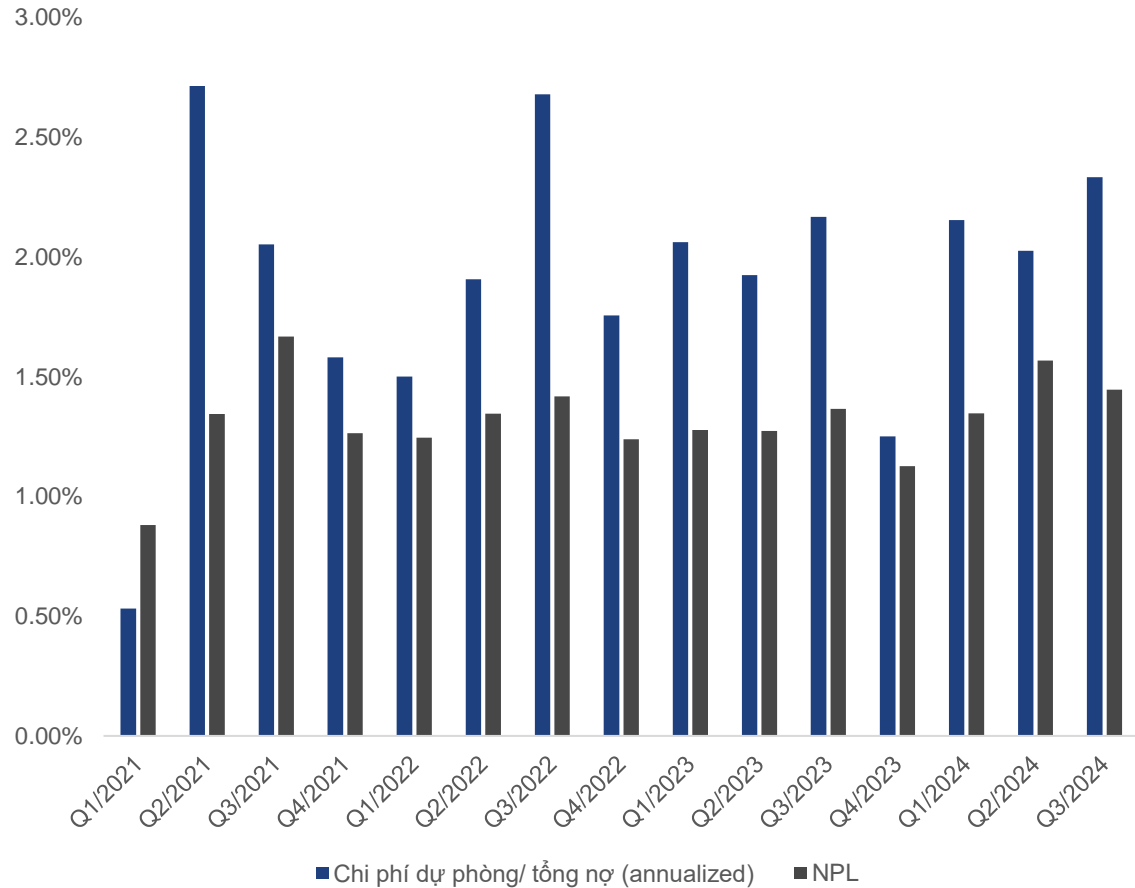
CƠ CẤU TRÁI PHIẾU ĐẦU TƯ CTG (NGHÌN TỶ)



Nguồn: BCTC các ngân hàng, TCSC

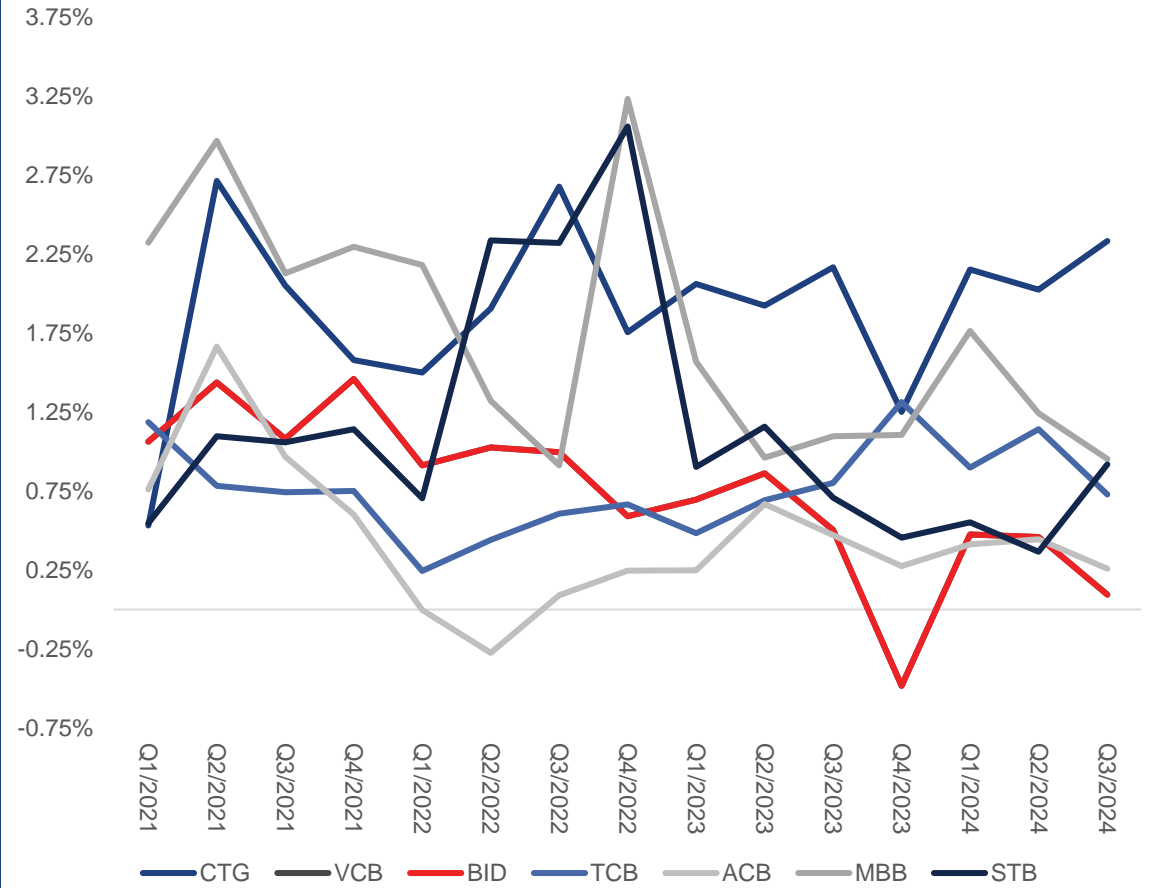
KÈ TỪ 2021, CHI PHÍ DỰ PHÒNG HÀNG QUÝ CAO MỘT CÁCH BẤT THƯỜNG, HƠN RẤT NHIỀU SO VỚI NỢ XẤU CỦA NGÂN HÀNG

CHI PHÍ DỰ PHÒNG/ CHO VAY KHÁCH HÀNG CTG (*)



CTG HIỆN DUY TRÌ CREDIT COST QUANH 2%, MỨC RẤT CAO SO VỚI CÁC NGÂN HÀNG KHÁC, ĐẶC BIỆT LÀ NHÓM NHTM NHÀ NƯỚC

SƠ SÁNH CREDIT COST (*) GIỮA CÁC NGÂN HÀNG



(*) Chi phí dự phòng quý hiện tại *4/ Trung bình cho vay khách hàng 2 quý gần nhất

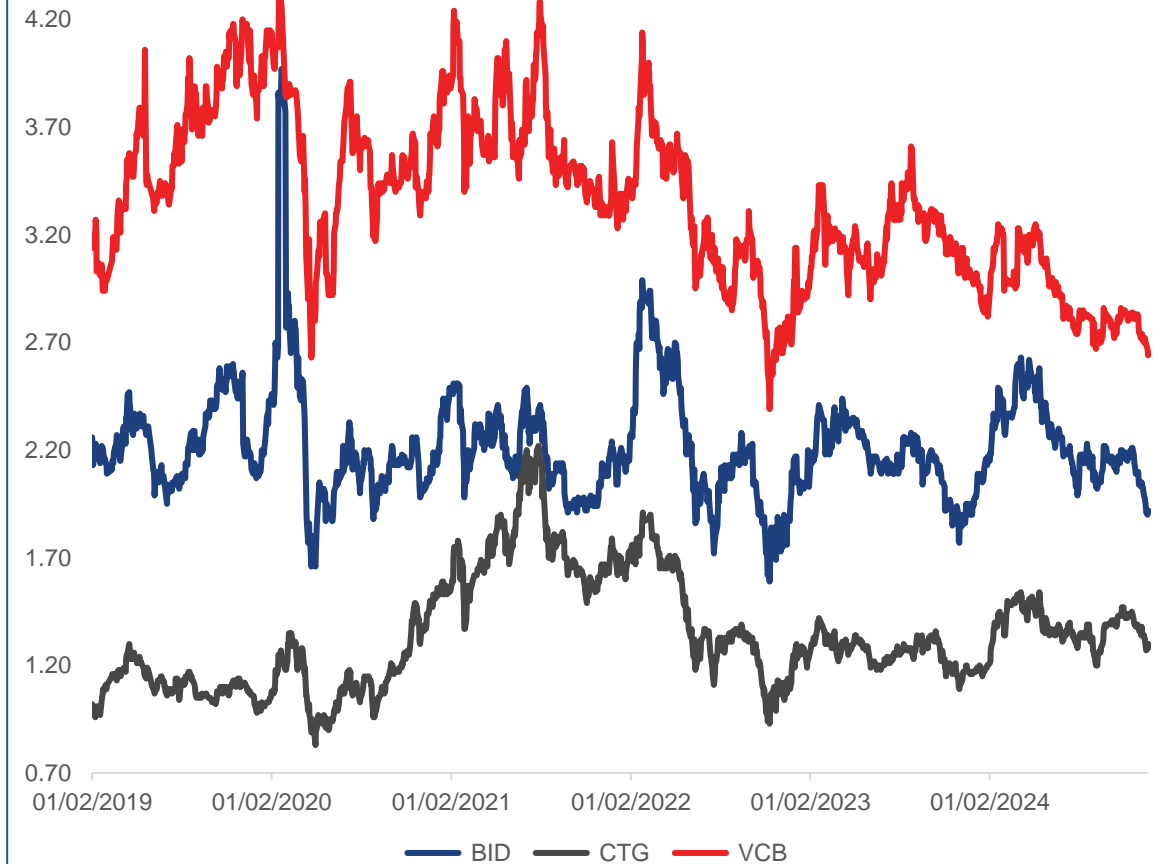
Nguồn: BCTC các ngân hàng, TCSC

NẾU SO CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH, CHỈ SỐ CỦA CTG THẬM CHỈ CÒN TỐT HƠN BID VÀ CHỈ KÉM VCB VỀ MẶT CHẤT LƯỢNG TÀI SẢN, ROE & ROA

TUY NHIÊN ĐỊNH GIÁ HIỆN TẠI CỦA CTG RẤT THẤP SO VỚI BID & VCB, CHỦ YẾU DO NGÂN HÀNG KHÔNG THỂ PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ

TRUNG BÌNH 2019 - 2023	VCB	BID	CTG
NIM	3.16%	2.74%	2.90%
CASA	33.67%	18.91%	19.86%
CIR	32.38%	33.83%	33.10%
NPL	0.73%	1.38%	1.15%
SML	0.38%	1.55%	1.17%
ROA	1.66%	0.74%	0.98%
ROE	23.01%	14.78%	15.97%

ĐỊNH GIÁ P/B NHÓM NGÂN HÀNG QUỐC DOANH



Kịch bản	P/Bx 2025F	Re	Kỳ vọng	Giá mục tiêu (*)	Tỷ trọng
Bear	1.25	18.5%	<ul style="list-style-type: none"> FED không giảm lãi vào tháng 12, áp lực tỷ giá khiến cho mặt bằng lãi suất tăng nhẹ vào Q1-Q2/2025 Chi phí trích lập tiếp tục cao trong 2025 và giảm dần từ nửa sau 2026 	38,524	35%
Base	1.35	15.32%	<ul style="list-style-type: none"> FED giảm lãi vào tháng 12 và tiếp tục 4 lần trong năm 2025. Tỷ giá hạ nhiệt từ tháng 12 giúp duy trì lãi suất thấp. Chi phí trích lập giảm dần từ nửa sau 2025 	44,506	50%
Bull	1.45	14.82%	<ul style="list-style-type: none"> FED giảm lãi vào tháng 12 và tiếp tục 5 lần trong năm 2025. Tỷ giá hạ nhiệt nhanh, tạo điều kiện giữ/ hạ lãi suất trong 2025, từ đó cải thiện định giá thị trường Chi phí trích lập giảm dần từ nửa sau 2025 	49,078	15%
Final price				43,100	

GIÁ MỤC TIÊU

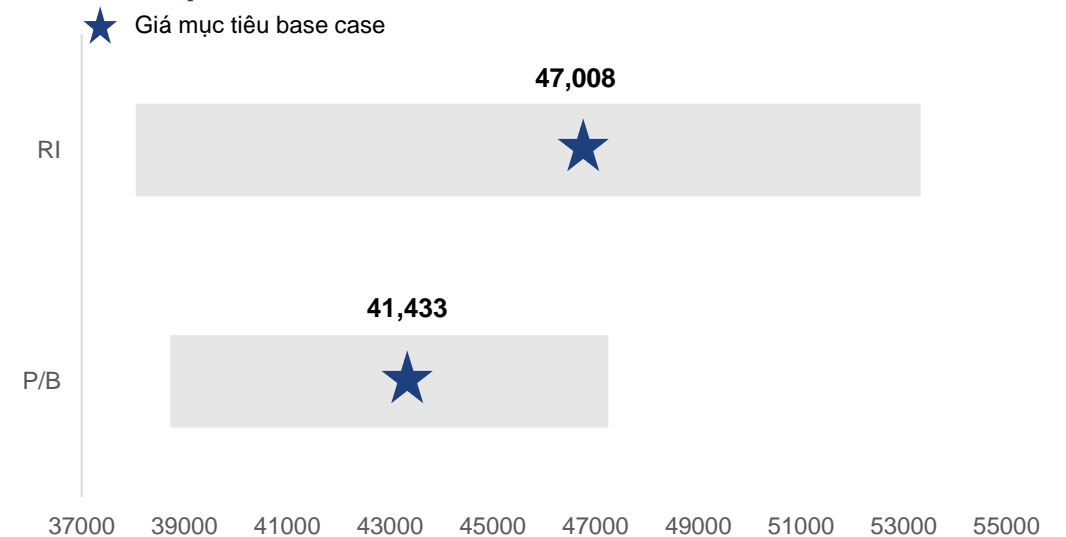
43,100 VND/CP

18.9%

UPSIDE



ĐỊNH GIÁ CTG THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP



(*) Tỷ trọng từng phương pháp: P/B 0.7, RI 0.3

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
TỔNG TÀI SẢN	2,032,614	2,296,393	2,533,906	2,830,014	3,151,740	3,480,085
Tiền mặt, vàng bạc, đá quý	9,760	10,000	12,670	14,150	15,759	17,400
Tiền gửi tại SBV	40,597	27,081	50,678	56,600	63,035	69,602
Tiền gửi & cho vay TCTD khác	279,842	385,000	354,747	396,202	441,244	487,212
Chứng khoán kinh doanh	2,488	3,234	3,234	3,234	3,234	3,234
Công cụ tài chính	0	351	351	351	351	351
Cho vay khách hàng	1,445,572	1,627,570	1,842,501	2,063,849	2,304,375	2,550,568
Mua nợ	0	0	0	0	0	0
Chứng khoán đầu tư	181,211	181,138	200,157	220,148	242,138	263,370
Góp vốn, đầu tư dài hạn	3,426	3,862	4,262	4,712	5,212	5,762
Tài sản cố định	10,126	9,527	10,252	10,546	10,486	10,427
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0	0
Tài sản Có khác	59,593	48,631	55,054	60,222	65,907	72,160
NỢ PHẢI TRẢ VÀ VỐN CHỦ SỞ HỮU	2,032,614	2,296,393	2,533,906	2,830,014	3,151,740	3,480,085
Nợ chính phủ & SBV	21,814	95,457	50,000	50,000	50,000	50,000
Tiền gửi và vay TCTD khác	304,322	315,000	333,500	347,675	362,559	378,187
Tiền gửi của khách hàng	1,410,899	1,552,825	1,753,669	1,985,244	2,222,813	2,457,879
Công cụ tài chính	556	0	0	0	0	0
Vốn ủy thác đầu tư	2,238	2,105	2,105	2,105	2,105	2,105
Giấy tờ có giá	115,376	140,000	168,000	176,400	194,040	213,444
Nợ khác	51,537	45,112	53,474	59,152	65,353	71,893
Vốn điều lệ	53,700	53,700	53,700	53,700	53,700	53,700
Thặng dư cổ phần	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975	8,975
Vốn khác	836	836	836	836	836	836
Quỹ của tổ chức tín dụng	19,044	22,527	26,526	31,638	38,476	46,918
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	87	36	36	36	36	36
Lợi nhuận chưa phân phối	42,369	58,896	81,209	112,225	150,631	193,683
Lợi ích của cổ đông thiểu số	861	926	1,040	1,193	1,382	1,595

KẾT QUẢ KINH DOANH	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập lãi thuần	52,957	61,973	70,105	77,791	86,928	96,658
Thu nhập dịch vụ	7,114	7,266	7,600	8,498	9,430	10,402
Kinh doanh ngoại hối & vàng	4,248	4,339	4,773	5,250	5,775	6,353
Chứng khoán kinh doanh	293	109	300	300	300	300
Chứng khoán đầu tư	(154)	(341)	-	-	-	-
Khác	2,469	7,328	6,520	7,600	8,680	9,760
Tổng thu nhập hoạt động	70,548	81,136	89,698	99,889	111,613	124,023
Chi phí hoạt động	(20,443)	(22,368)	(22,547)	(24,170)	(25,902)	(27,609)
Chi phí dự phòng rủi ro tín dụng	(25,115)	(30,079)	(30,497)	(26,685)	(25,176)	(27,971)
Tổng lợi nhuận trước thuế	24,990	28,689	36,654	49,034	60,536	68,442
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(4,945)	(5,744)	(7,331)	(9,807)	(12,107)	(13,688)
Lợi nhuận sau thuế	20,045	22,945	29,323	39,227	48,429	54,754

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NIM	2.85%	2.92%	2.95%	2.95%	2.95%	2.95%
CIR	28.98%	27.57%	25.14%	24.20%	23.21%	22.26%
ROA	1.04%	1.06%	1.21%	1.46%	1.62%	1.65%
ROE	17.12%	16.89%	18.38%	20.51%	20.86%	19.50%
Chi phí tín dụng	1.83%	1.92%	1.72%	1.34%	1.13%	1.12%

CTCP TẬP ĐOÀN HÒA PHÁT (HPG)

Giá mục tiêu: 35,000 VNĐ (+29.6%)

Tóm tắt khuyến nghị (HSX:HPG)	MUA
Giá kỳ vọng (VND)	35,000
Giá thị trường ngày 17/12/2024 (VND)	27,000
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng (%)	29.6%
Khoảng giá 52 tuần (VND)	20,700 – 30,000
GTGD TB ngày (tỷ VND)	600
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	25.25%
Vốn hóa (tỷ VND)	167,581
P/E Trailing	13.7x
P/B	1.5x

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HPG với giá mục tiêu **35,000 VND (+29.6%)** dựa trên các catalyst:

- Phân kỳ 1 Dung Quất 2 đi vào hoạt động giúp sản lượng tăng.
- Nhu cầu sử dụng thép nội địa quay trở lại nhờ sự hồi phục của TT BĐS và đẩy mạnh đầu tư công.
- Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá bán nội địa hồi phục và ổn định; giá NVL đầu vào có xu hướng giảm.
- Chúng tôi kỳ vọng tôn mạ và HRC sẽ được áp thuế CBPG từ 10 – 20% từ Q3/2025.
- Định giá 35,000 VND/cổ phiếu được dựa trên giá mục tiêu kỳ vọng trong 02 kịch bản không áp thuế CBPG HRC (40%) và có áp thuế CBPG HRC vào cuối Q2/2025.

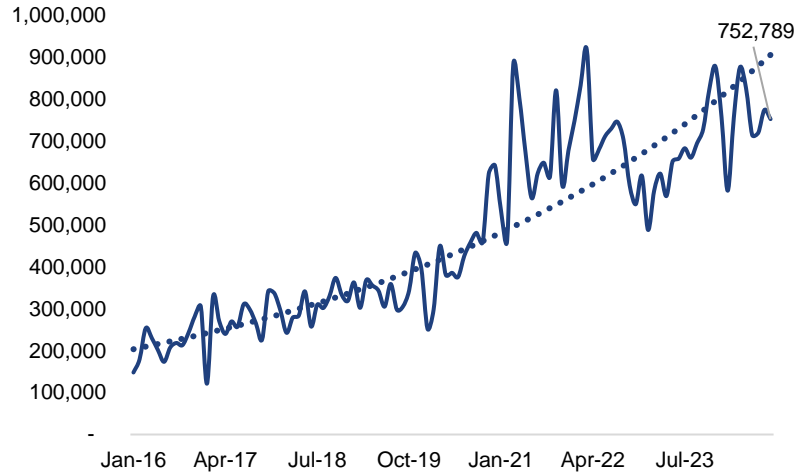
Rủi ro

- Diễn biến giá Thép và các kịch bản không diễn ra như kỳ vọng.
- Định giá HPG đang ở mức trung bình so với quá khứ.
- Diễn biến thị trường chung không thuận lợi.

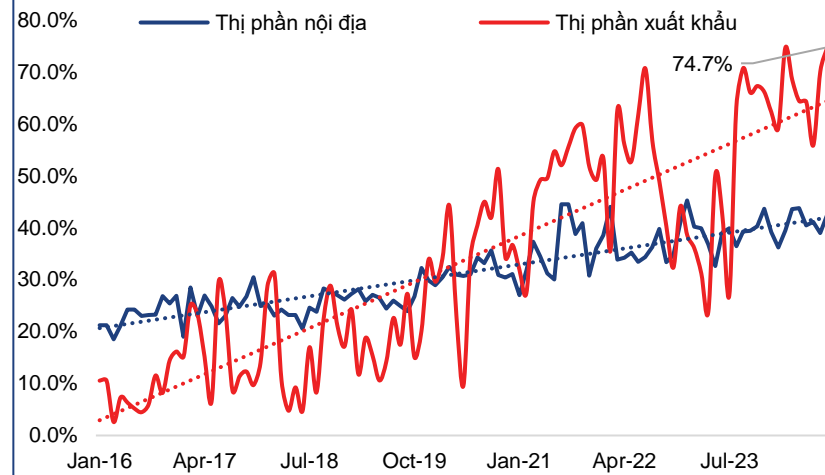
Cơ cấu cổ đông	
Trần Đình Long & bên liên quan	35.09%
BOD & liên quan	8.37%
DC	1.86%
Nước ngoài khác	20.15%
Khác	34.53%

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	90,119	149,680	141,409	118,953	132,072	152,327
<i>Tăng trưởng DT</i>	41.6%	66.1%	-5.5%	-15.9%	11.0%	15.3%
LNST	13,450	34,478	8,483	6,835	13,140	16,843
<i>Tăng trưởng LNST</i>	78.7%	156.3%	-75.4%	-19.4%	92.2%	28.2%
EPS (VND)	4,060	7,708	1,459	1,175	2,113	2,633

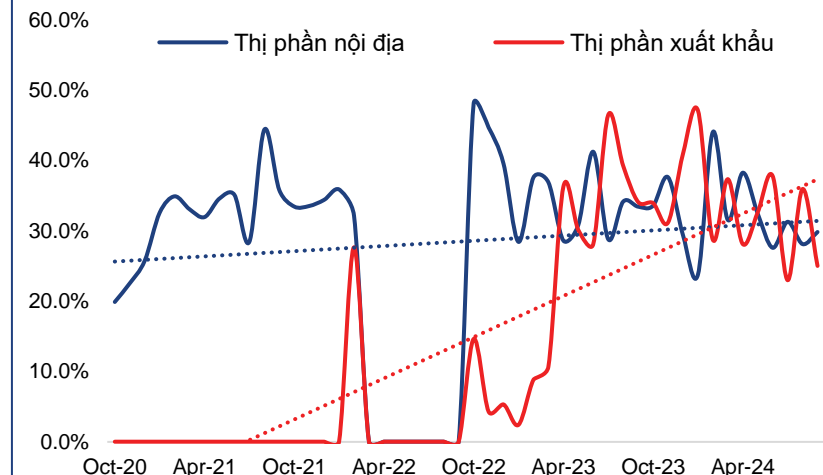
Tổng sản lượng thép (tấn)



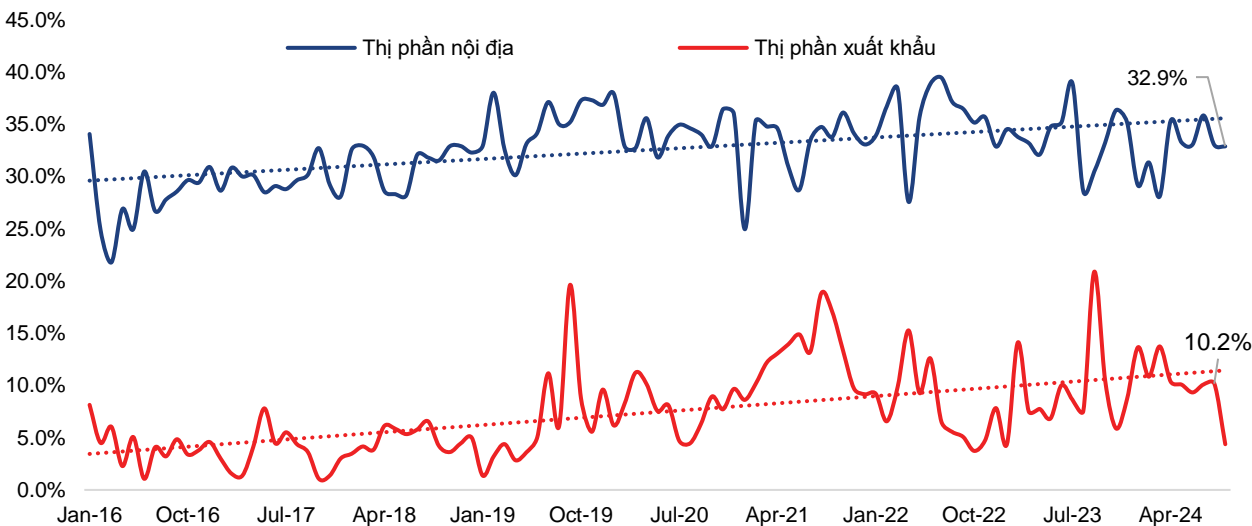
Thị phần Thép xây dựng theo địa lý



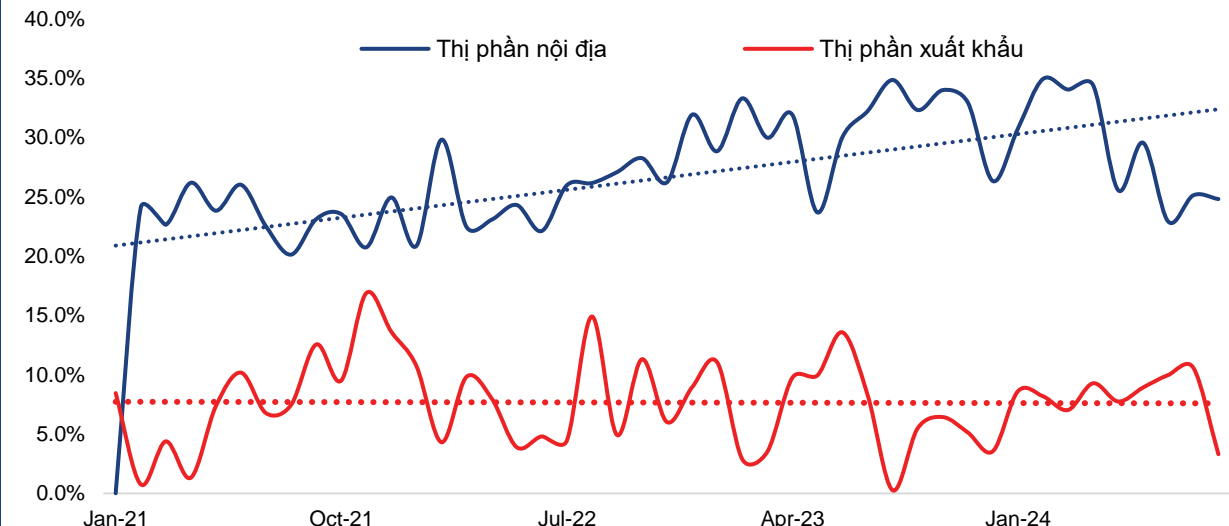
Thị phần HRC theo địa lý



Thị phần Thép ống theo địa lý

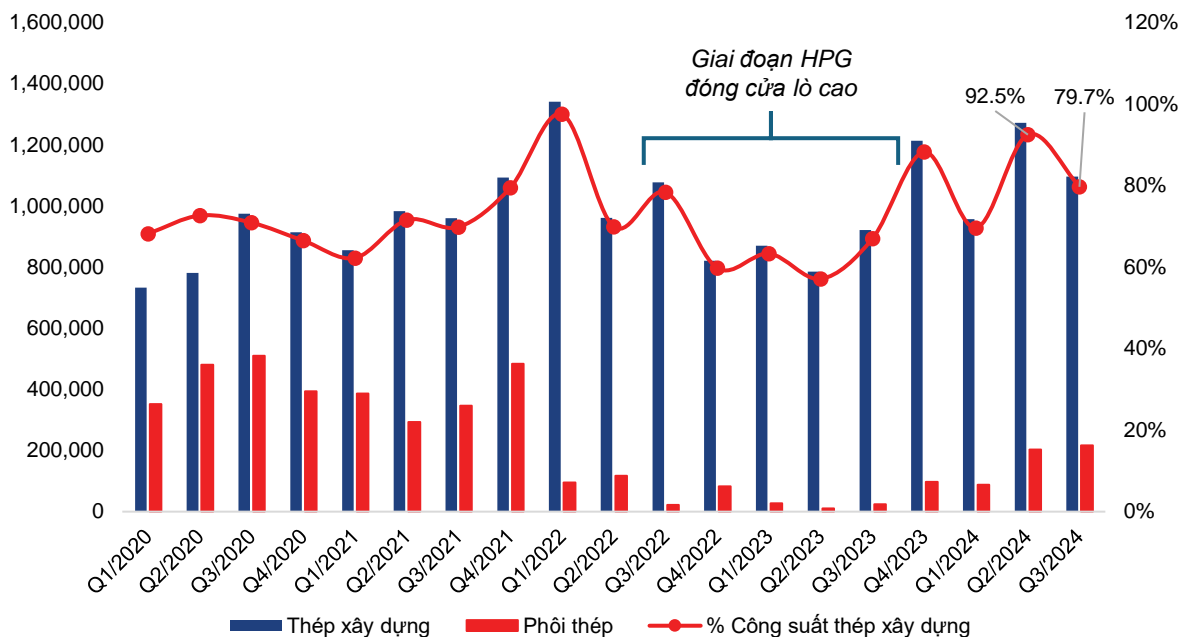


Thị phần Tôn mạ theo địa lý



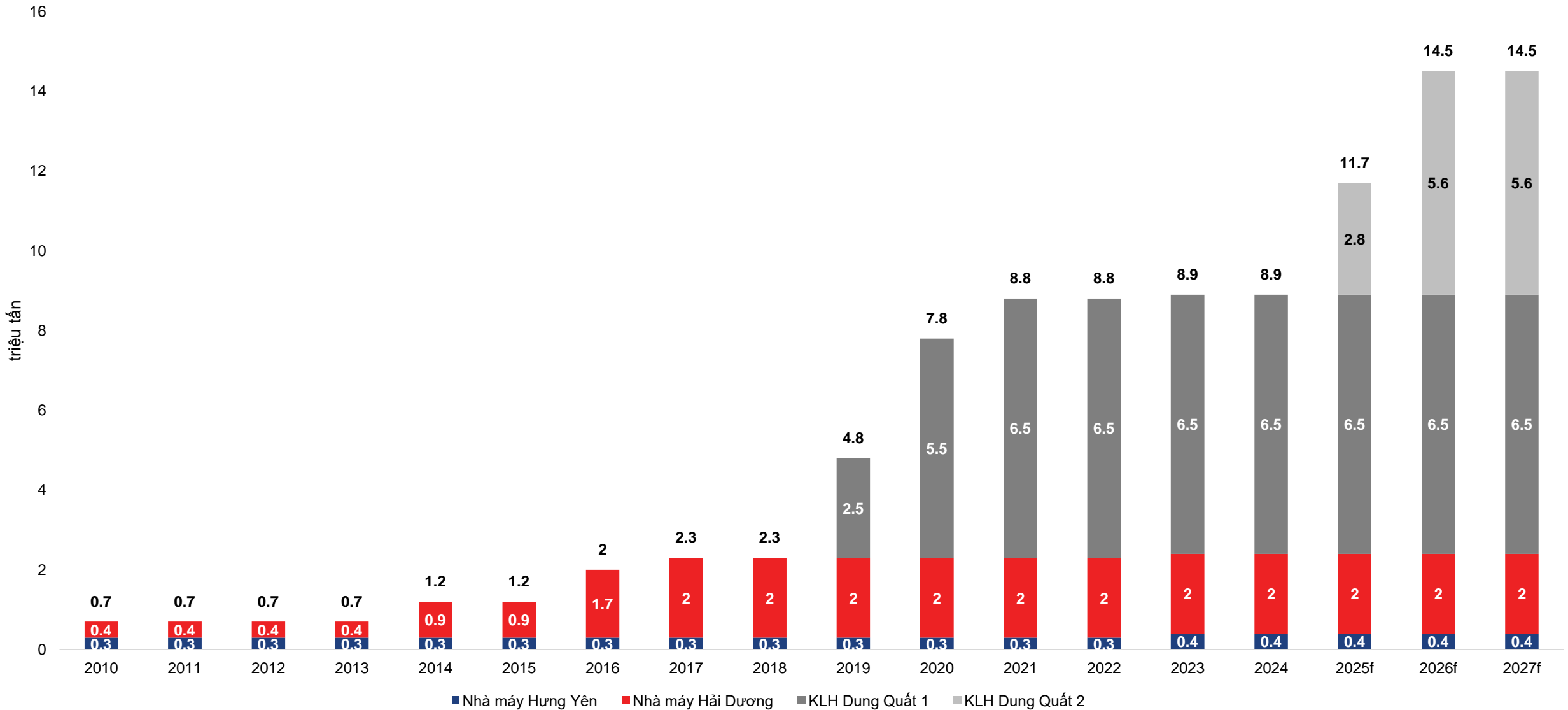
Năm	Thép xây dựng (không tính phôi thép)			HRC			Ống thép			Tôn mạ			Tổng công suất	Tổng sản lượng	Hiệu suất tổng
	CSTK	Sản lượng	Hiệu suất	CSTK	Sản lượng	Hiệu suất	CSTK	Sản lượng	Hiệu suất	CSTK	Sản lượng	Hiệu suất			
2020	5,500,000	3,400,404	77.3%	3,000,000	379,147	12.6%	1,000,000	821,840	82.2%	800,000	630,395	78.8%	8,400,000	4,601,391	56.9%
2021	5,500,000	3,889,683	70.7%	3,000,000	2,570,419	85.7%	1,000,000	675,364	67.5%	800,000	767,215	95.9%	10,300,000	7,902,681	76.7%
2022	5,500,000	4,198,408	76.3%	3,000,000	2,809,939	93.7%	1,000,000	749,297	74.9%	800,000	736,008	92.0%	10,300,000	8,493,652	82.5%
2023	5,500,000	3,787,853	68.9%	3,000,000	2,796,037	93.2%	1,000,000	683,680	68.4%	800,000	774,581	96.8%	10,300,000	8,402,151	78.1%
2024F	5,500,000	4,492,168	81.7%	3,000,000	3,018,526	100.6%	1,000,000	702,353	70.2%	800,000	866,378	108.3%	10,300,000	9,079,425	88.1%
2025F	5,500,000	4,840,000	88.0%	5,800,000	4,110,000	70.9%	1,000,000	730,000	73.0%	800,000	776,000	97.0%	13,100,000	10,456,000	79.8%
2026F	5,500,000	4,840,000	88.0%	8,600,000	6,770,000	78.7%	1,000,000	730,000	73.0%	800,000	776,000	97.0%	14,900,000	13,116,000	82.5%

Thép xây dựng ngày càng được tối ưu hóa công suất

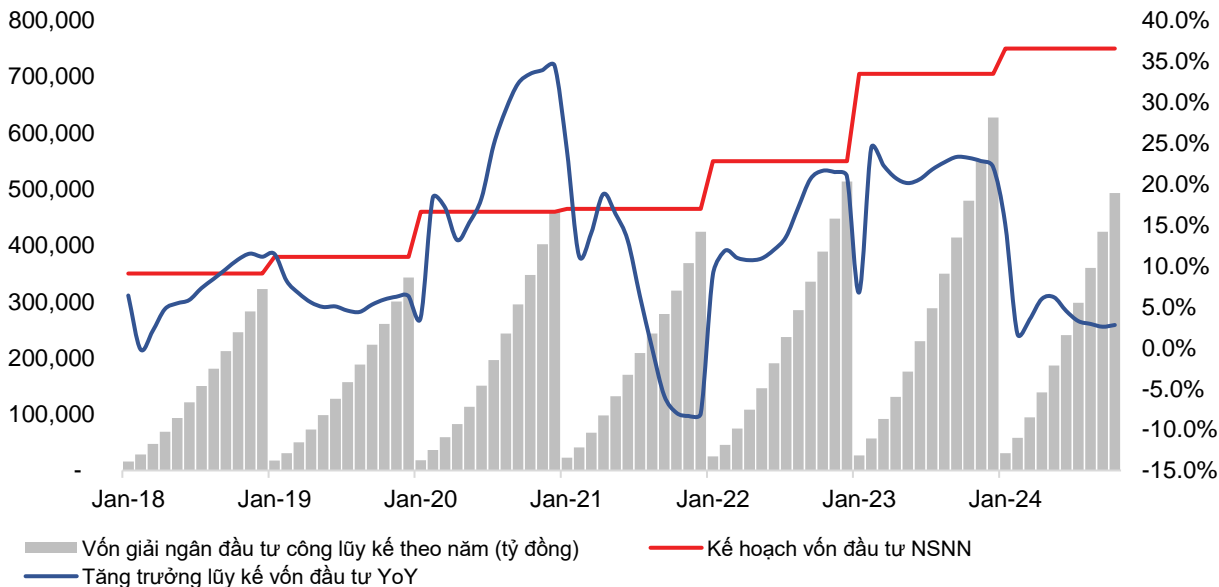


Năm	Thép xây dựng		HRC		Ống Thép		Tôn mạ	
	Nội địa	Xuất khẩu	Nội địa	Xuất khẩu	Nội địa	Xuất khẩu	Nội địa	Xuất khẩu
2018	2,138,088	239,700	-	-	637,600	16,300	285,740	351,528
2019	2,508,609	266,457	-	-	727,200	20,223	419,065	233,196
2020	2,861,063	539,341	379,147	-	800,422	21,418	420,274	210,121
2021	2,882,587	1,007,096	2,570,419	-	645,129	30,235	270,716	496,499
2022	3,113,497	1,084,911	977,741	1,832,198	728,809	20,488	299,111	436,897
2023	2,979,133	808,720	1,631,804	1,164,233	655,542	28,138	350,293	424,288

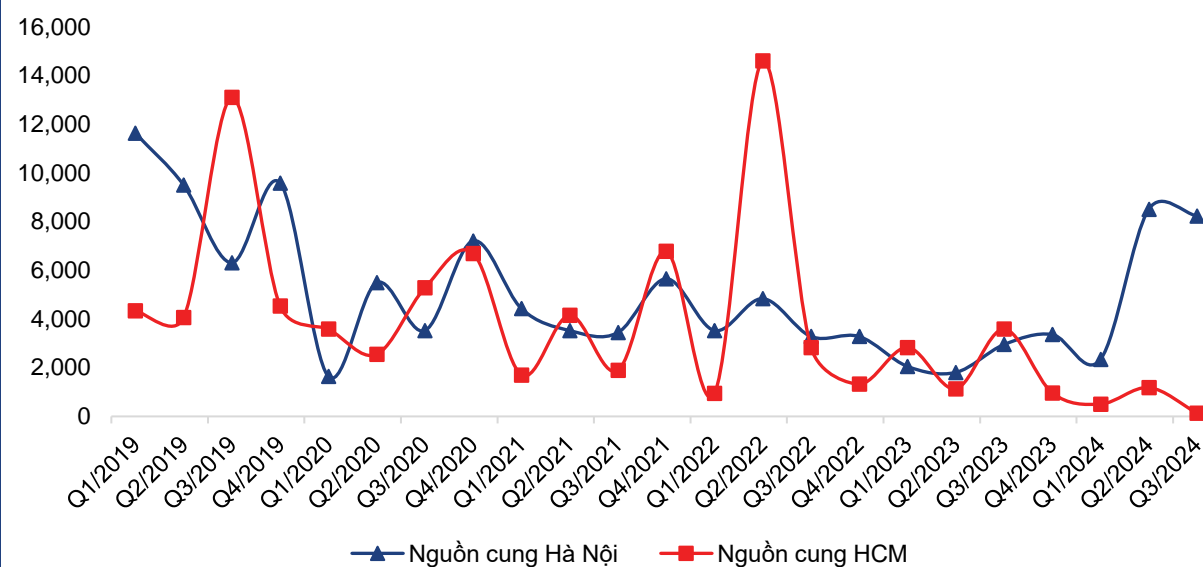
Công suất sản xuất thép thô theo nhà máy của Hòa Phát



Vốn giải ngân đầu tư từ NSNN



Nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM và Hà Nội

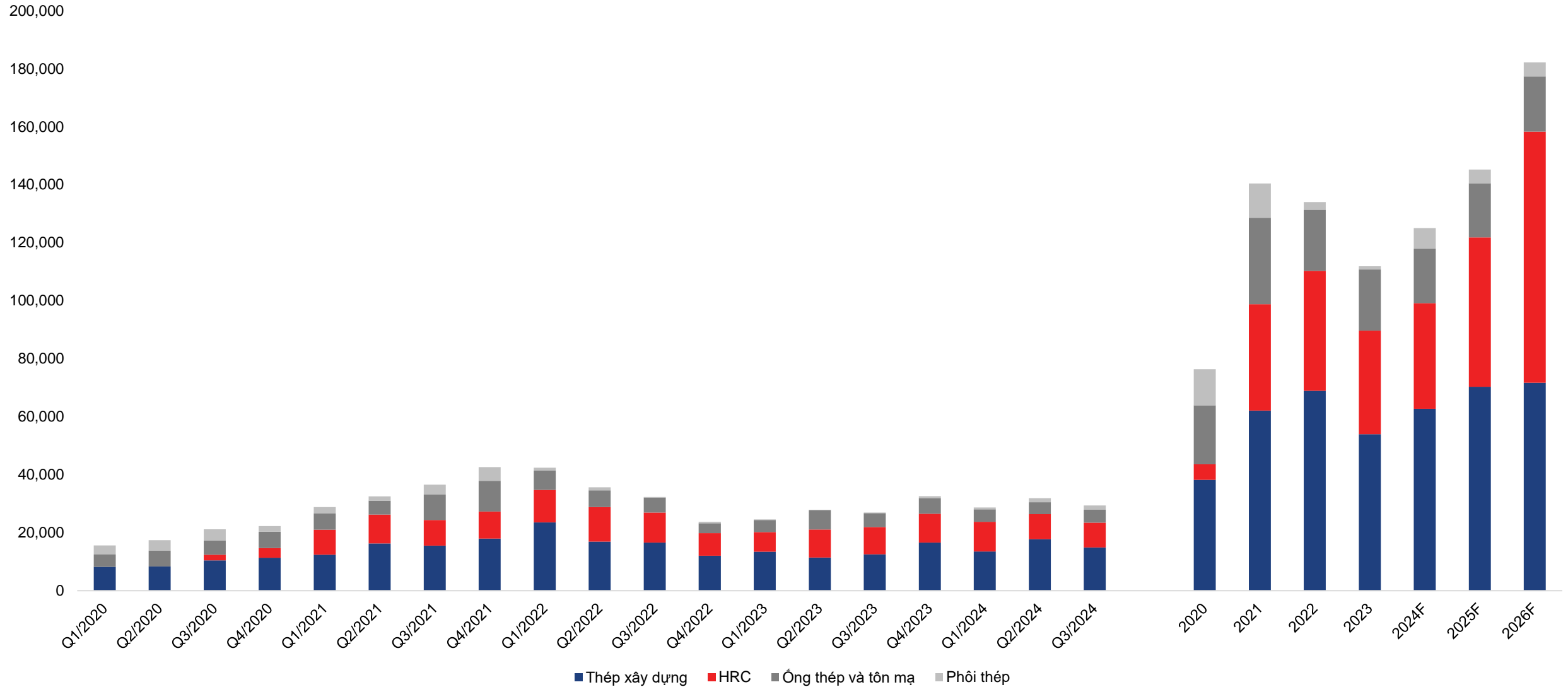


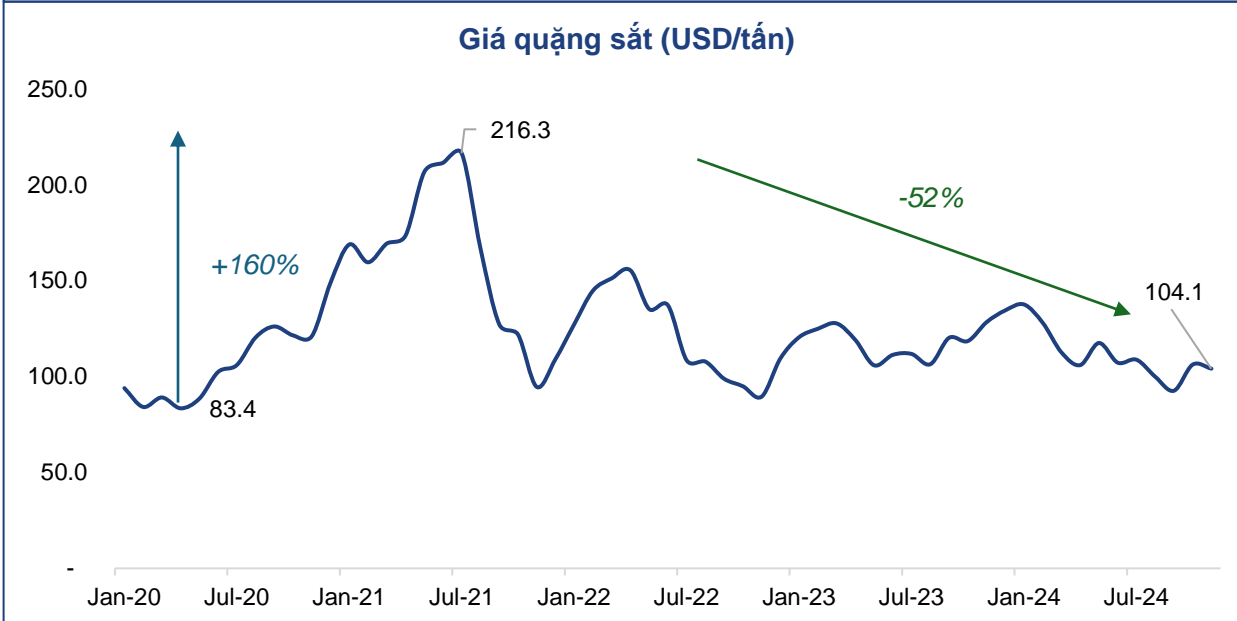
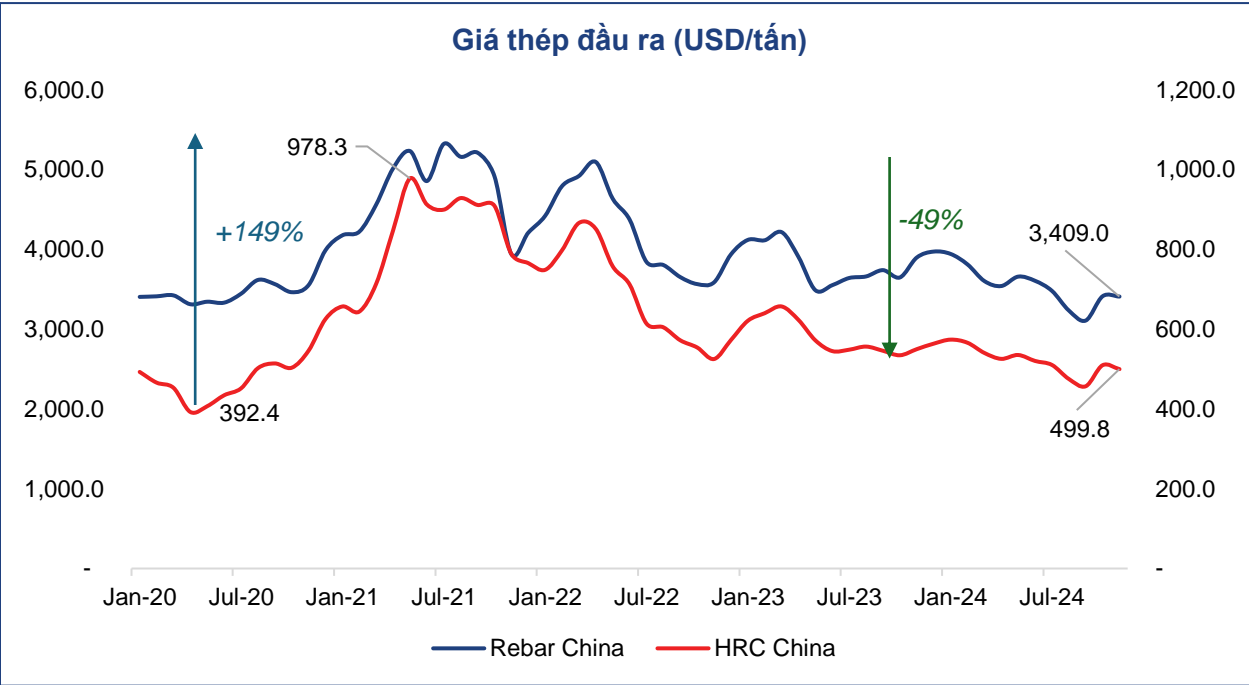
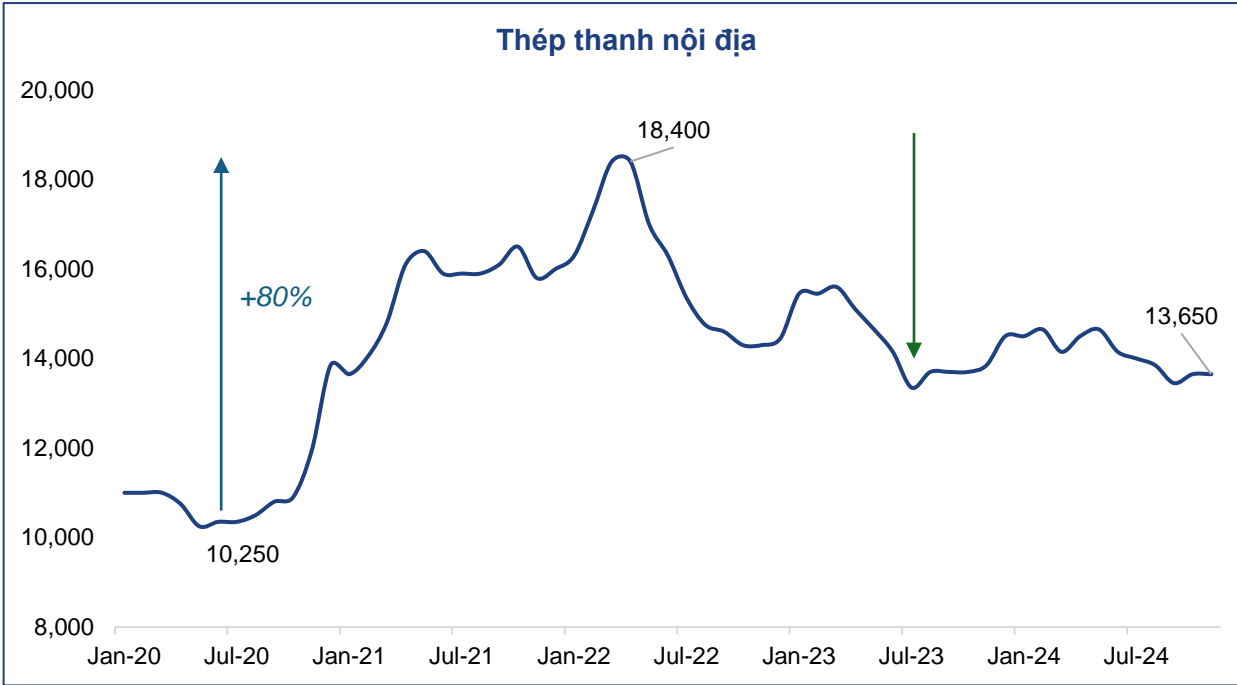
Những năm gần đây, Chính phủ đã đẩy mạnh hoạt động đầu tư công, đặc biệt vào cơ sở hạ tầng, đường xá. Trong giai đoạn 2025-2030, một số đại dự án trọng điểm quốc gia có sức ảnh hưởng lớn tới sự phát triển của nền kinh tế nội địa như Cảng hàng không quốc tế Long Thành, đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, đường cao tốc Bắc Nam phía Đông, đường cao tốc Đông Tây, Đường sắt đô thị Hà Nội, đường sắt đô thị TPHCM, ... Do đó nhu cầu thép nội địa vẫn tiếp tục tăng trưởng trong những năm tiếp theo.

Về phía thị trường BĐS, nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội đã có xu hướng bật tăng tốt trong Q2, Q3 năm nay. Ngược lại, số lượng nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM gần như đóng băng. Điều này do các nhà phát triển BĐS tại khu vực miền Nam nói chung đang gặp khó khăn. Tuy nhiên với việc khung pháp lý đang được hoàn thiện và tháo dỡ khó khăn cho các DN BĐS, kỳ vọng nhiều dự án được bắt đầu/tái khởi động, dẫn đến nhu cầu thép xây dựng sẽ hồi phục dần trong năm 2025.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
Thép xây dựng	2,775,066	3,400,404	3,889,683	4,198,408	3,787,853	4,492,168	4,840,000	4,840,000	1,212,796	956,414	1,271,321	1,095,683
Công suất tối đa	4,400,000	5,500,000	5,500,000	5,500,000	5,500,000	5,500,000	5,500,000	5,500,000	1,375,000	1,375,000	1,375,000	1,375,000
Hiệu suất sản xuất	63%	62%	71%	76%	69%	82%	88%	88%	88%	70%	92%	80%
Giá bán (VNĐ/Kg)	12,021	11,235	15,966	16,418	14,240	13,959	14,517	14,808	13,656	14,111	13,969	13,609
Thay đổi giá bán	-8.3%	-6.5%	42.1%	2.8%	-13.3%	-2%	4%	2%				
Phôi thép	0	1,733,427	1,508,572	316,000	157,500	1,007,832	660,000	660,000	96,500	87,200	202,862	216,792
Doanh thu (Tỷ VND)	33,359	38,204	62,102	68,930	53,940	69,741	75,055	76,556	16,562	13,496	17,758	14,911
HRC	0	379,147	2,570,419	2,809,939	2,796,037	3,018,526	4,110,000	6,770,000	813,133	805,556	724,019	738,951
Công suất tối đa DQ1		3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	750,000	750,000	750,000	750,000
Hiệu suất sản xuất DQ1		13%	86%	94%	93%	101%	95%	95%	108%	107%	97%	99%
Công suất tối đa DQ2						0	2,800,000	5,600,000	0	0	0	0
Hiệu suất sản xuất DQ2							45%	70%				
Giá bán (VNĐ/Kg)		11,113	14,265	14,707	12,778	12,064	12,547	12,798	12,269	12,722	11,872	11,568
Thay đổi giá bán			28.4%	3.1%	-13.1%	-6%	4%	2%				
Doanh thu (Tỷ VND)		4,213	36,668	41,327	35,726	36,416	51,566	86,639	9,976	10,248	8,596	8,548
Ông thép	747,423	821,840	675,364	749,297	683,680	702,353	730,000	730,000	195,995	129,682	187,692	184,979
Công suất tối đa	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	250,000	250,000	250,000	250,000
Hiệu suất sản xuất	75%	82%	68%	75%	68%	70%	73%	73%	78%	52%	75%	74%
Doanh thu (Tỷ VND)	9,356	11,495	13,957	11,506	9,892	8,432	9,027	9,207	2,586	1,666	2,479	1,978
Tôn mạ	652,261	630,395	767,215	736,008	774,581	866,378	776,000	776,000	208,949	203,291	234,678	228,409
Công suất tối đa	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	200,000	200,000	200,000	200,000
Hiệu suất sản xuất			96%	92%	97%	108%	97%	97%	104%	102%	117%	114%
Doanh thu (Tỷ VND)	8,165	8,818	15,855	11,302	11,207	10,401	9,596	9,788	2,757	2,611	3,100	2,442
Tổng sản lượng (không phôi)	4,174,750	5,231,786	7,902,681	8,493,652	8,042,151	9,079,425	10,456,000	13,116,000	2,430,873	2,094,943	2,417,710	2,248,022
Tổng doanh thu (tỷ VND)	50,879	76,341	140,395	134,011	111,868	124,989	145,244	182,190	31,880	28,021	31,934	27,879

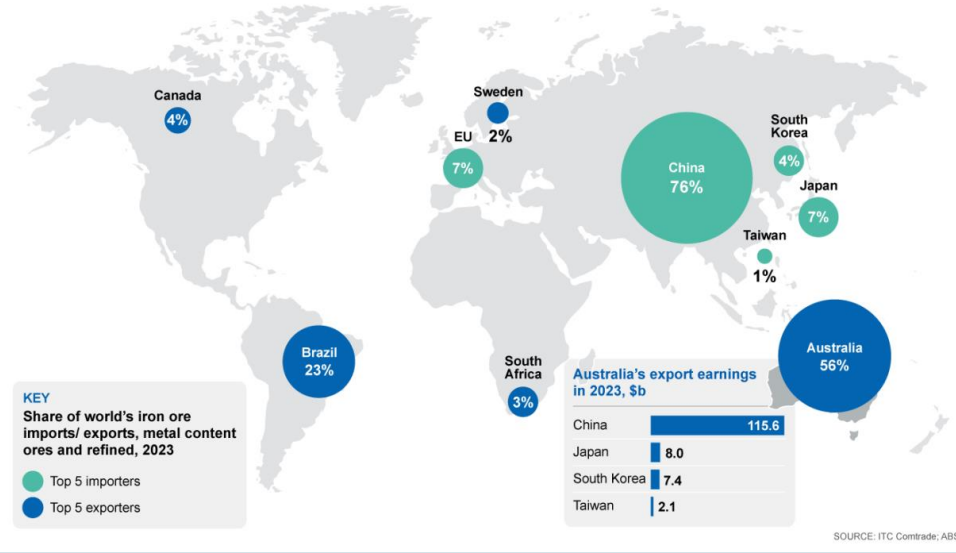
Cơ cấu doanh thu mảng thép của HPG





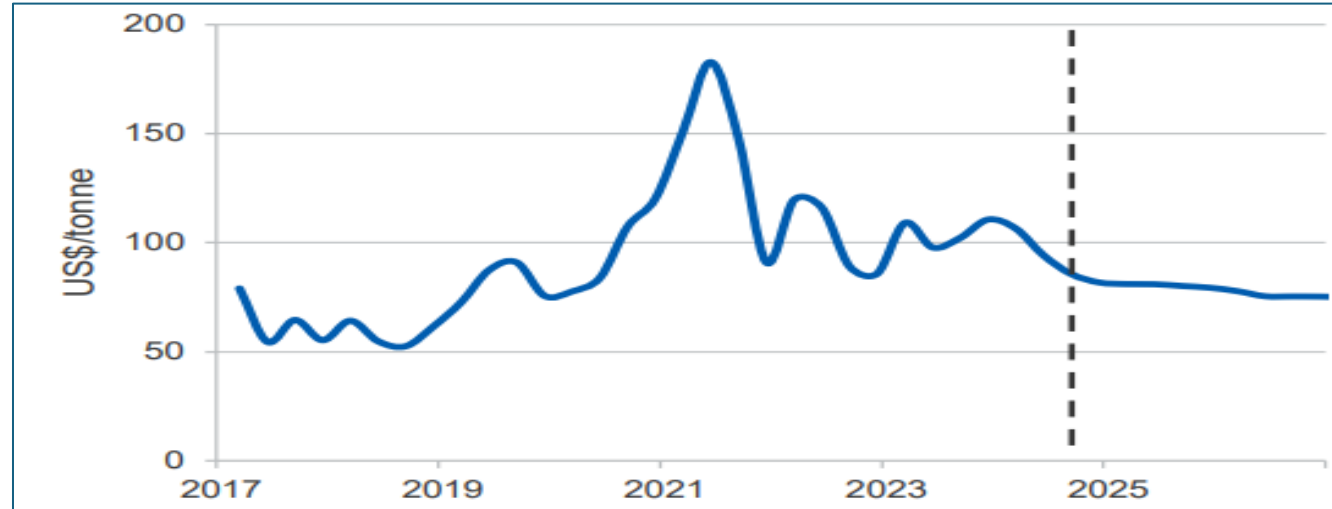
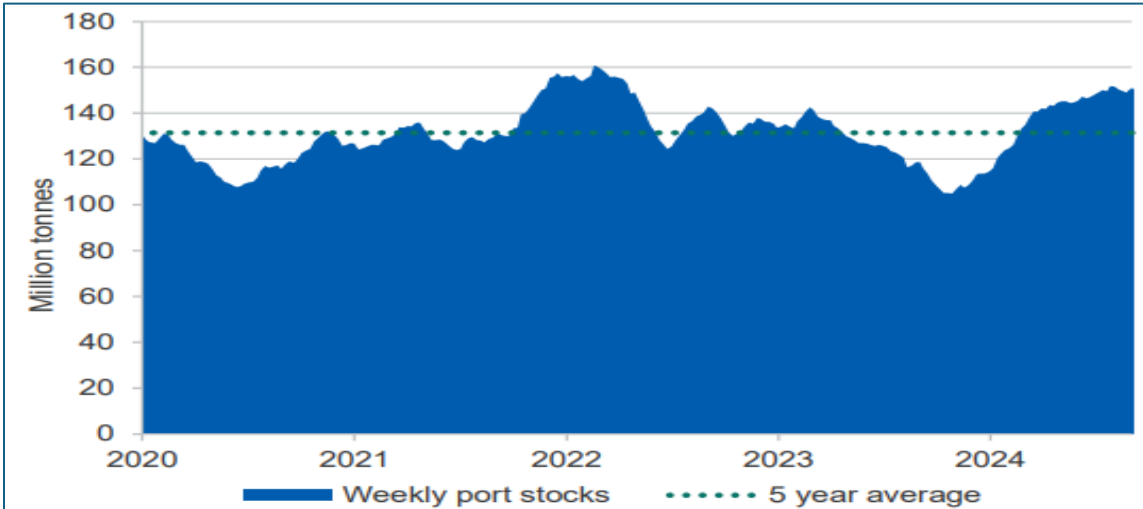
- ✓ Giá thép nội địa chịu sự điều chỉnh chung theo xu hướng thế giới, tuy nhiên biên độ biến động không lớn bằng. Gần 70% sản lượng HPG được tiêu thụ nội địa, do đó giá bán trung bình (ASP) của HPG không giảm nhiều như các doanh nghiệp khác cùng ngành (HSG, NKG, GDA).
- ✓ Bên cạnh đó, giá quặng sắt (chiếm gần 40% chi phí sản xuất) cũng có xu hướng giảm. Điều này giúp Biên lợi nhuận gộp của HPG dần hồi phục.
- ✓ Kỳ vọng giá nguyên liệu đầu vào (quặng sắt) sẽ tiếp tục giảm trong 2025 do (1) nhu cầu Thép trên Thế giới (Trung Quốc) chưa thực sự hồi phục; (2) Nguồn cung mới tại khu vực Brazil. Điều này ảnh hưởng tích cực lên giá nguyên vật liệu đầu vào của HPG.
- ✓ Mặt khác, chúng tôi cũng cho rằng giá thép đầu ra của ngành mặc dù đã tạo đáy nhưng chưa thực sự có động lực tăng giá mạnh mẽ.

Iron Ore TRADE MAP



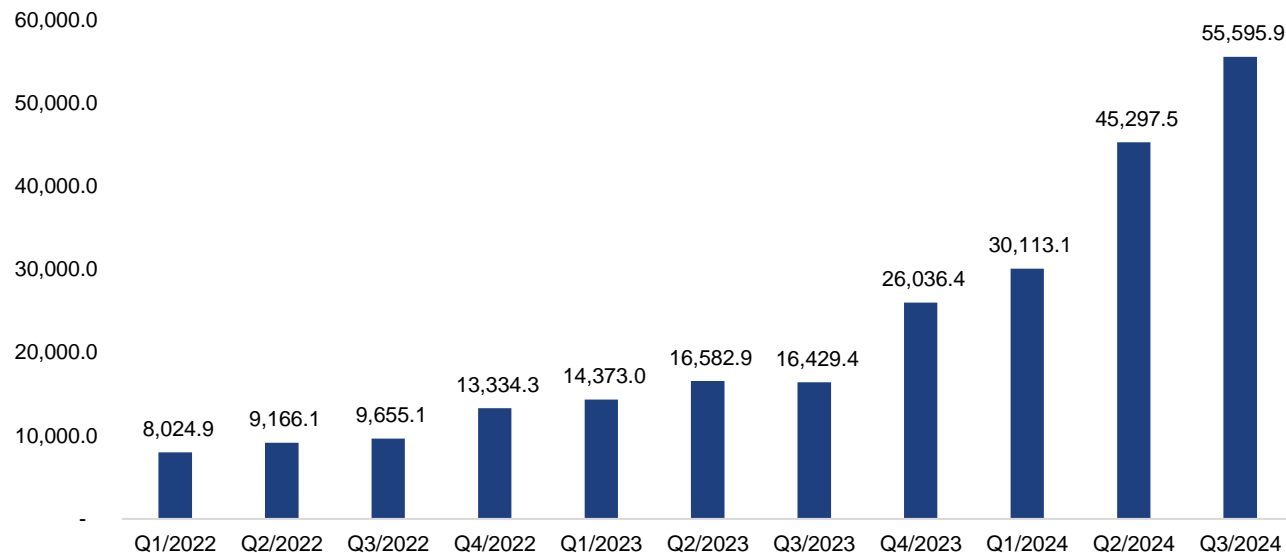
	Triệu tấn				YoY (%)		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Kim ngạch toàn cầu	1,621	1,619	1,650	1,678	-0.1	1.9	1.7
Nhập khẩu quặng sắt							
Trung Quốc	1,180	1,094	1,069	1,050	-7.3	-2.3	-1.8
Nhật Bản	101	102	101	101	0.2	-0.7	0.3
EU	108	109	111	112	1.2	2	0.7
Hàn Quốc	74	71	72	72	-4.4	1.6	0.0
Ấn Độ	6	25	38	52	316.2	50.1	36.2
Xuất khẩu quặng sắt							
Úc	892	908	926	937	1.9	1.9	1.3
Brazil	367	390	413	440	6.3	5.9	6.5
Nam Phi	59	60	61	62	1.7	1.7	1.6
Canada	56	58	60	62	3.6	3.5	3.3
Ấn Độ	37	38	39	40	2.7	2.6	2.6

Tồn kho quặng sắt Trung Quốc vẫn ở mức cao (weekly)





Giá trị Xây dựng dở dang cơ bản (tỷ)



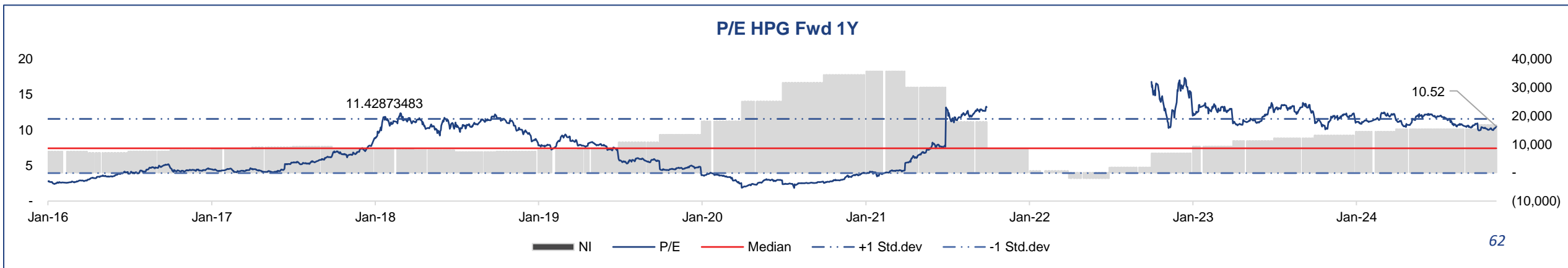
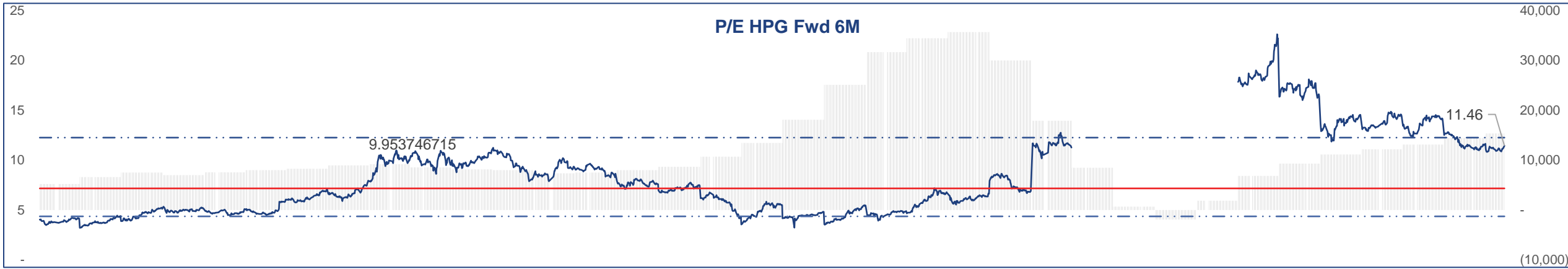
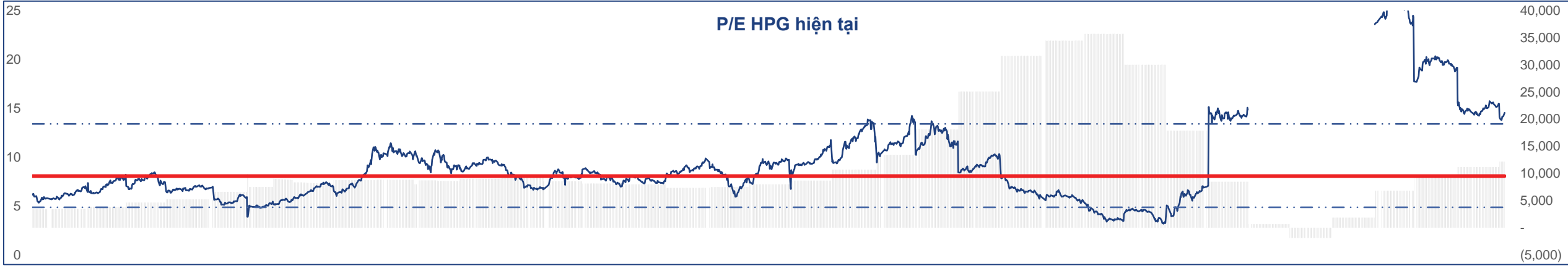
Năm	Sản lượng HRC nội địa	Sản lượng nhập khẩu (tổng)	Sản lượng nhập khẩu từ TQ	Xuất khẩu HRC	Tổng nhu cầu thị trường
2019	6,367,193	6,156,434	1,923,229	1,497,618	11,026,009
2020	6,256,913	6,645,872	1,499,238	1,186,407	11,716,378
2021	9,424,427	4,945,499	1,935,199	1,359,433	13,010,493
2022	3,312,526	5,835,167	3,292,470	822,513	8,325,180
2023	8,736,459	9,357,743	6,268,253	3,854,354	14,239,848

- ✓ Dự án Dung Quất 2 đang được tích cực triển khai. Theo HPG, hiện tại đã gần xong giai đoạn I của dự án, dự kiến đưa vào chạy thương mại từ Q1/2025 (nhanh hơn so với kế hoạch ban đầu là chạy thương mại từ Q2/2025). Công suất giai đoạn 1 khoảng 2,800,000 tấn HRC/năm.
- ✓ Giai đoạn 2 được dự kiến hoàn thành và chạy thương mại kể từ Q1/2026 với công suất 2,800,000 tấn HRC/năm. Sau khi hoàn thành, công suất thiết kế của HPG được nâng lên mức gần 15 triệu tấn thép các loại/năm.
- ✓ Theo chúng tôi, việc áp thuế CBPG HRC đối với Trung Quốc và Ấn Độ có thể mất nhiều thời gian để thực hiện. Dựa trên các vụ điều tra CBPG quá khứ, có thể mất từ 8 – 10 tháng kể từ ngày khởi xướng điều tra cho đến khi Bộ Công thương ra quyết định áp thuế CBPG tạm thời. Quá trình này có thể diễn ra vào cuối Q2/2025.

Đơn vị: tỷ VND	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Sản lượng (tấn)	8,493,652	8,042,151	9,079,425	10,456,000	13,116,000
Doanh thu	141,409	118,953	132,072	152,327	189,273
Giá vốn hàng bán	(124,646)	(106,015)	(112,107)	(127,760)	(157,406)
Lợi nhuận gộp	16,763	12,938	19,965	24,567	31,867
Biên lãi gộp	11.9%	10.9%	15.1%	16.1%	16.8%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(3,685)	(3,269)	(3,962)	(4,189)	(5,078)
Thu nhập tài chính	3,744	3,173	3,165	3,325	3,807
Chi phí tài chính	(7,027)	(5,192)	(3,868)	(4,281)	(4,650)
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	9,923	7,793	15,300	19,422	25,946
LNST	8,484	6,835	13,140	16,843	22,501
Tăng trưởng LNST (YoY)	-75.4%	-19.4%	92.2%	28.2%	33.6%
EPS (VND)	1,459	1,175	2,054	2,633	3,518

Trong kịch bản tích cực hơn, chúng tôi kỳ vọng tác động của việc áp thuế CBPG Tôn mạ và HRC lên Hòa Phát như sau:

- ✓ **Cuối Q1/2025**, thuế CBPG tạm thời 10 – 30% đối với mặt hàng Tôn mạ được ban hành dự kiến tác động nhỏ lên HPG. LNST **tăng thêm dao động từ 300 – 500 tỷ VND**.
- ✓ **Q3/2025**, thuế CBPG tạm thời HRC (10 – 15%) có hiệu lực. Năm 2023, HPG có sản lượng xuất khẩu HRC khoảng 1 triệu tấn, tiêu thụ nội địa khoảng 2 triệu tấn. Trong trường hợp HPG giữ nguyên sản lượng xuất khẩu và toàn bộ phân kỳ 1 DQ2 bán nội địa (khoảng 2 triệu tấn, tương đương 50% công suất thiết kế GD1) thì LNST của HPG có thể tăng thêm 2,000 – 2,300 tỷ VND so với kịch bản cơ sở của chúng tôi (khoảng 18.8 – 19.1 nghìn tỷ LNST, EPS 2,977 VND).



■ NI — P/E — Median - - - +1 Std.dev - - - -1 Std.dev

CTCP NƯỚC MÔI TRƯỜNG BÌNH DƯƠNG (BWE)

Giá mục tiêu: 69,000 VNĐ (+50.2%)

Tóm tắt khuyến nghị (HSX:BWE)	MUA
Giá kỳ vọng (VND)	69,000
Giá thị trường ngày 17/12/2024 (VND)	45,950
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng (%)	50.2%
Khoảng giá 52 tuần (VND)	35,000 – 48,000
GTGD TB ngày (tỷ VND)	5
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	11.56%
Vốn hóa (tỷ VND)	10,106
P/E Trailing	15.93
P/B	2.04

Cơ cấu cổ đông	
TDM	37.42%
BCM	19.44%
Ban lãnh đạo và bên liên quan	7.51%
Khác	35.63%

Tổng quan doanh nghiệp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** BWE với giá mục tiêu **69,000 VND (+50.2%)** dựa trên các luận điểm sau

- Sản lượng nước quay trở lại phục hồi tốt
- Giá bán nước sạch và xử lý nước thải, rác thải kỳ vọng sẽ tăng trong năm 2025
- Áp lực về tỷ giá và lãi suất giảm mạnh trong năm 2025
- Các khoản đầu tư bắt đầu đóng góp lợi nhuận tốt hơn
- Định giá 69,000 VND/cổ phiếu dựa trên định giá mục tiêu PE 15 lần

Rủi ro

- Giá bán nước sạch và xử lý nước thải, rác thải không tăng trong năm 2025
- Tỷ giá tiếp tục tăng mạnh trong năm 2025
- Diễn biến thị trường chung không thuận lợi

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3,025	3,135	3,484	3,526	3,896	4,424
<i>Tăng trưởng DT</i>	18.8%	3.6%	11.1%	1.2%	10.5%	13.8%
LNST	535	755	747	682	730	1,012
<i>Tăng trưởng LNST</i>	12.4%	40.0%	-0.8%	-9.3%	21.4%	38.6%
EPS (VND)	3,170	3,938	3,852	3,494	3,320	4,602

Tổng quan doanh nghiệp

HSX: BWE

Ngành nghề kinh doanh	Cung cấp nước sạch
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	5,359
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	10,370
Tăng trưởng DT 3 năm (%)	5.2%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	8.0%
ROE	12.0%
Cổ tức 2023	14% cổ phiếu
PE Trailing	16.3

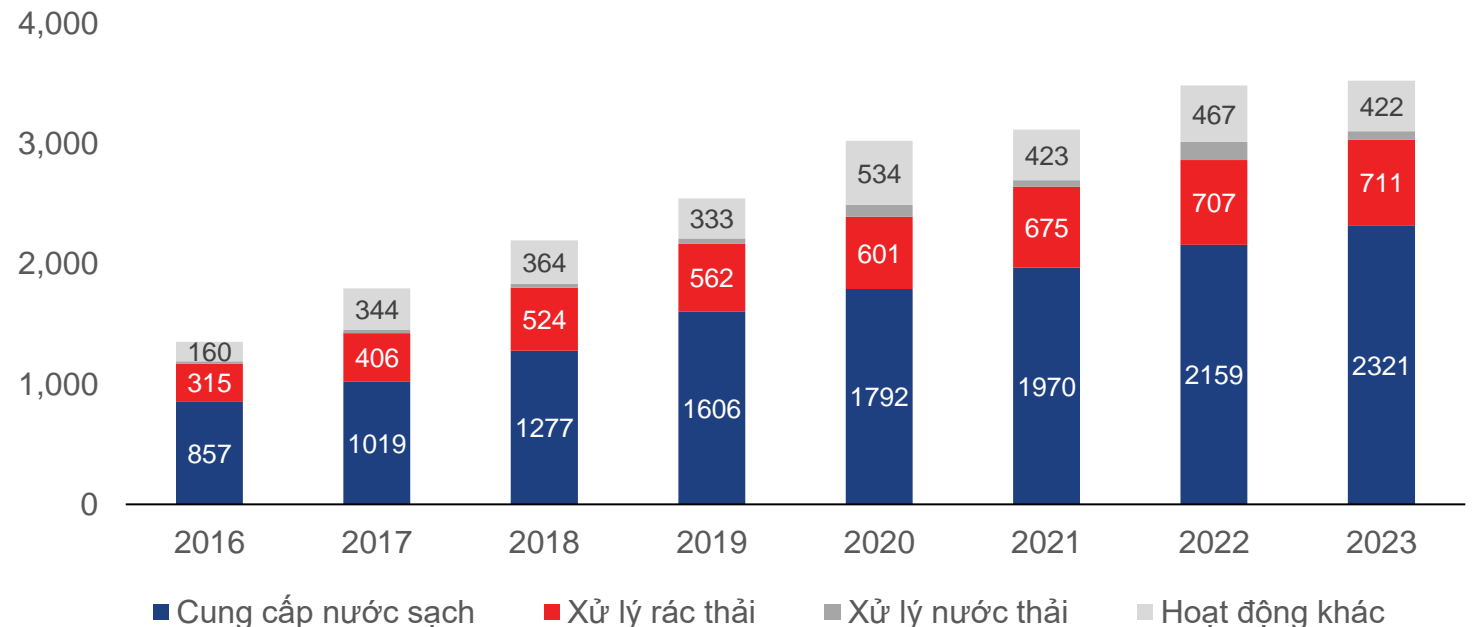
Cơ cấu cổ đông

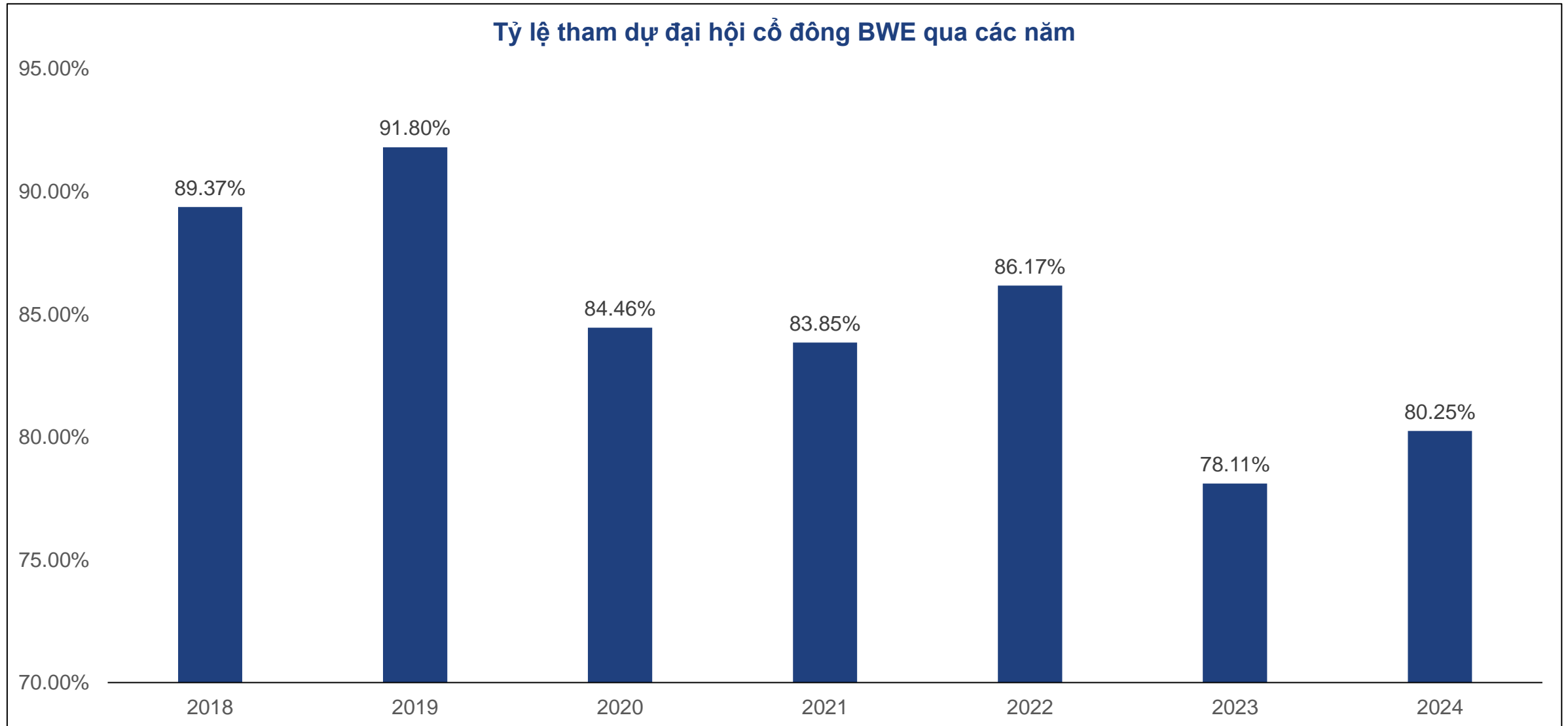
TDM	37.42%
BCM	19.44%
Ban lãnh đạo và bên liên quan	7.51%
Khác	35.63%

Tổng quan doanh nghiệp

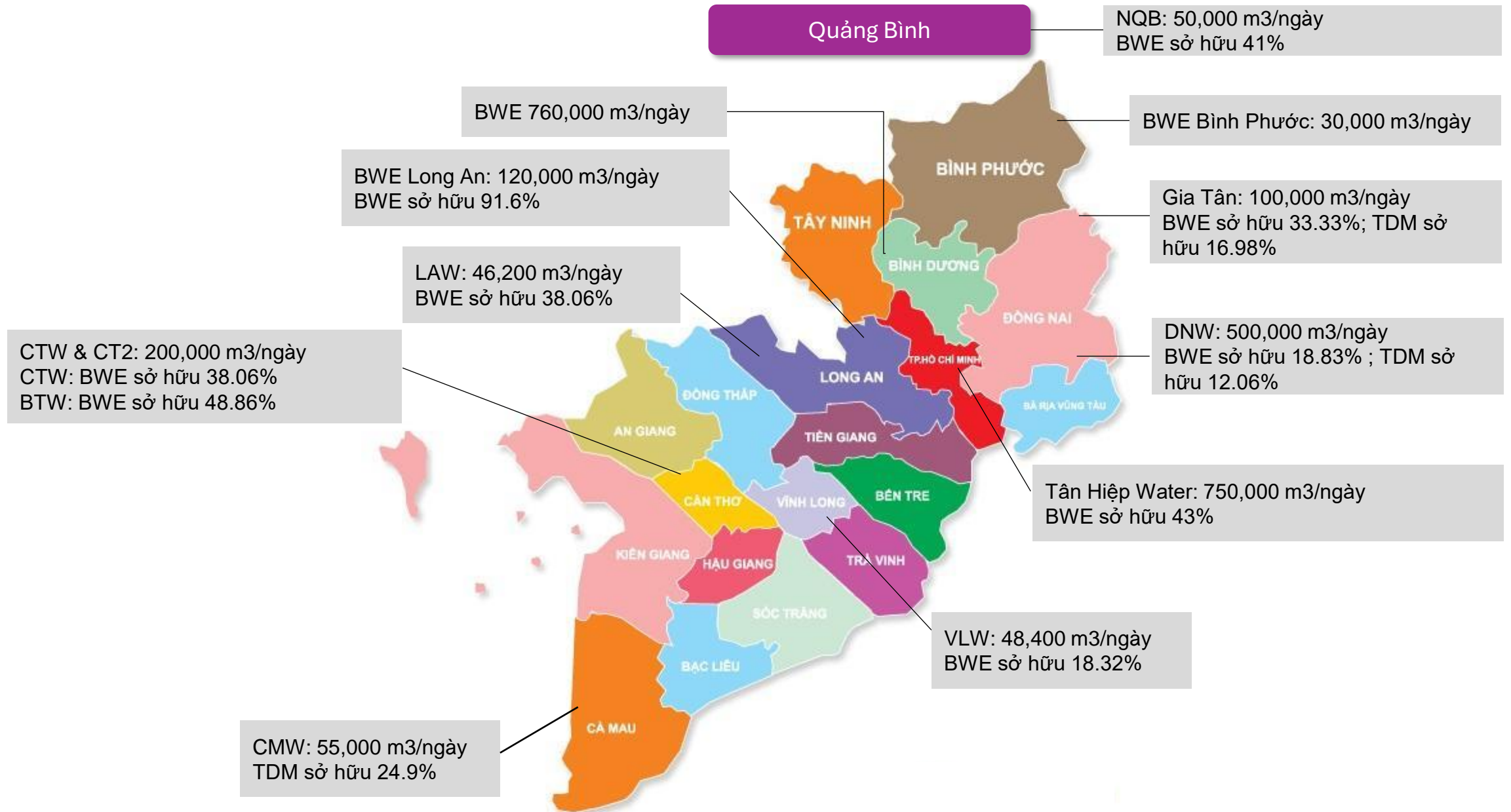
- BWE hoạt động trong 3 lĩnh vực chính bao gồm: cung cấp nước sạch, xử lý nước thải và xử lý rác thải.
- Trước năm 2020, BWE chủ yếu tập trung mở rộng công suất tại địa bàn tỉnh Bình Dương nhằm phục vụ nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ của tỉnh.
- Từ năm 2021, BWE mở rộng hoạt động sang các tỉnh khác thông qua các hoạt động M&A. Hiện nay, BWE đang sở hữu cổ phần tại các nhà máy nước trên 9 tỉnh thành khác nhau.

Cơ cấu doanh thu BWE

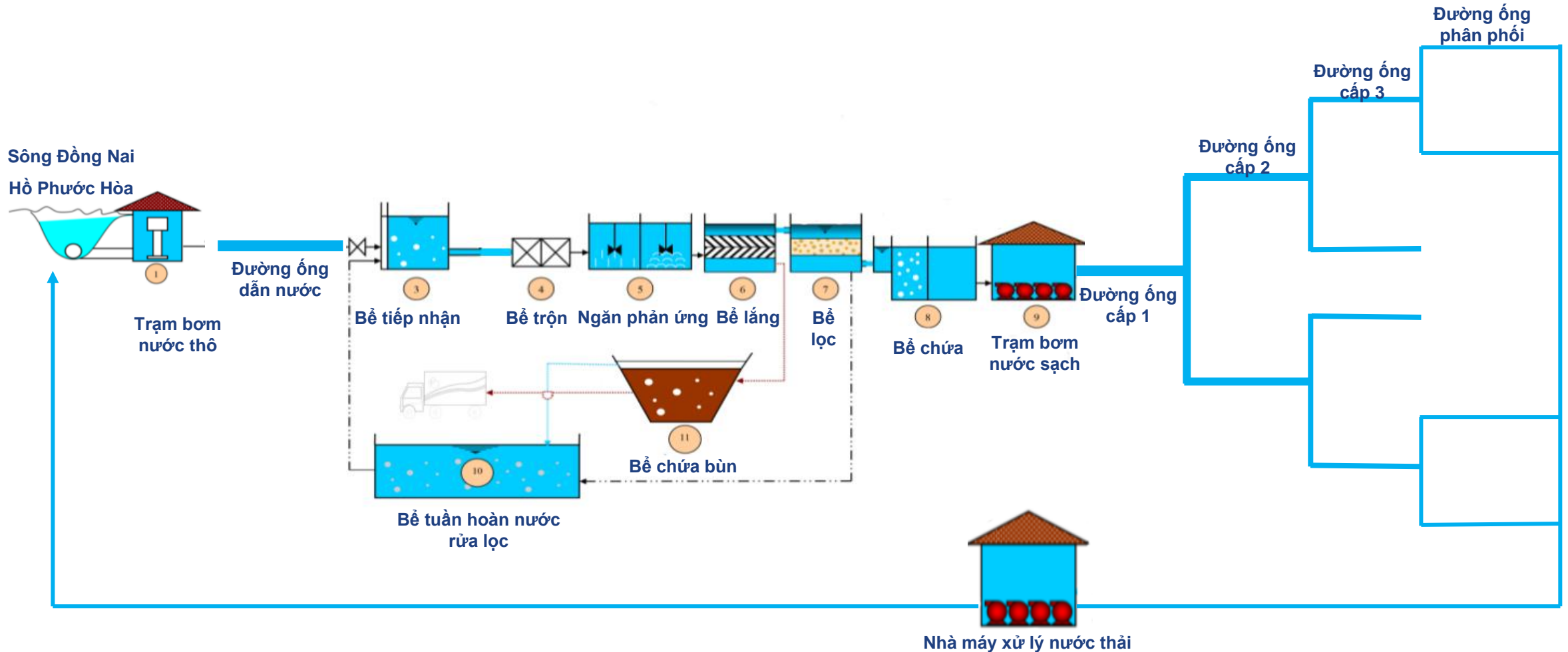




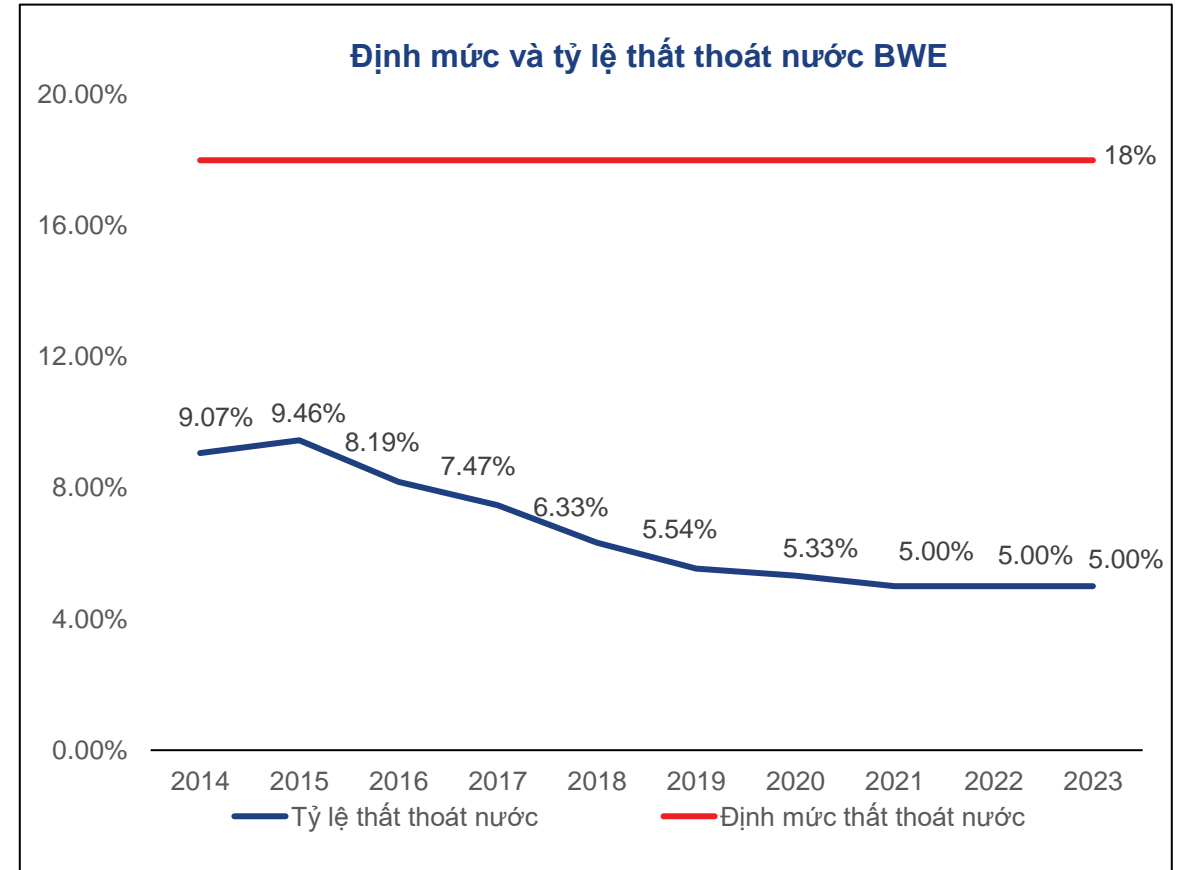
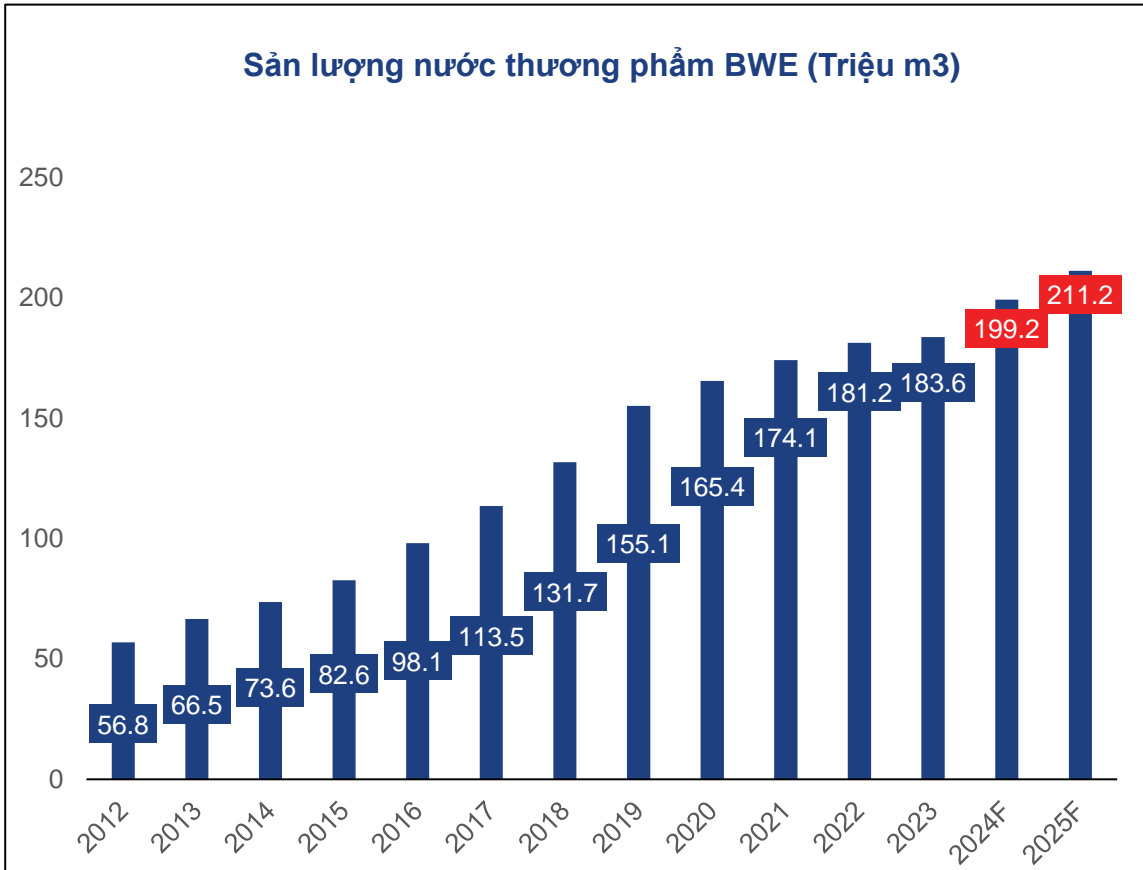
VỊ THẾ CỦA BIWASE ĐÃ THAY ĐỔI RẤT NHIỀU TRONG 3 NĂM TRỞ LẠI ĐÂY



Ngành nước có đặc thù là đầu tư chi phí cố định ban đầu rất lớn, bao gồm xây dựng nhà máy và phát triển các đường ống. Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng rất lớn trong tổng chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Do đó, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ nhanh hơn rất nhiều so với tốc độ tăng trưởng doanh thu.



- Tăng trưởng về sản lượng nước tỉnh Bình Dương bắt đầu phục hồi trở lại trong năm 2024 với mức tăng hơn 9% YoY trong 9 tháng đầu năm 2024. Cho năm 2025, triển vọng kinh tế Việt Nam nói chung và Bình Dương nói riêng tiếp đà hồi phục, chúng tôi dự phóng sản lượng nước tại Bình Dương sẽ tăng trưởng ở mức 6%.
- Tỷ lệ thất thoát nước ổn định ở mức 5%. Theo đánh giá của TCSC, tỷ lệ thất thoát nước khó có thể cải thiện được tốt hơn mức 5%.

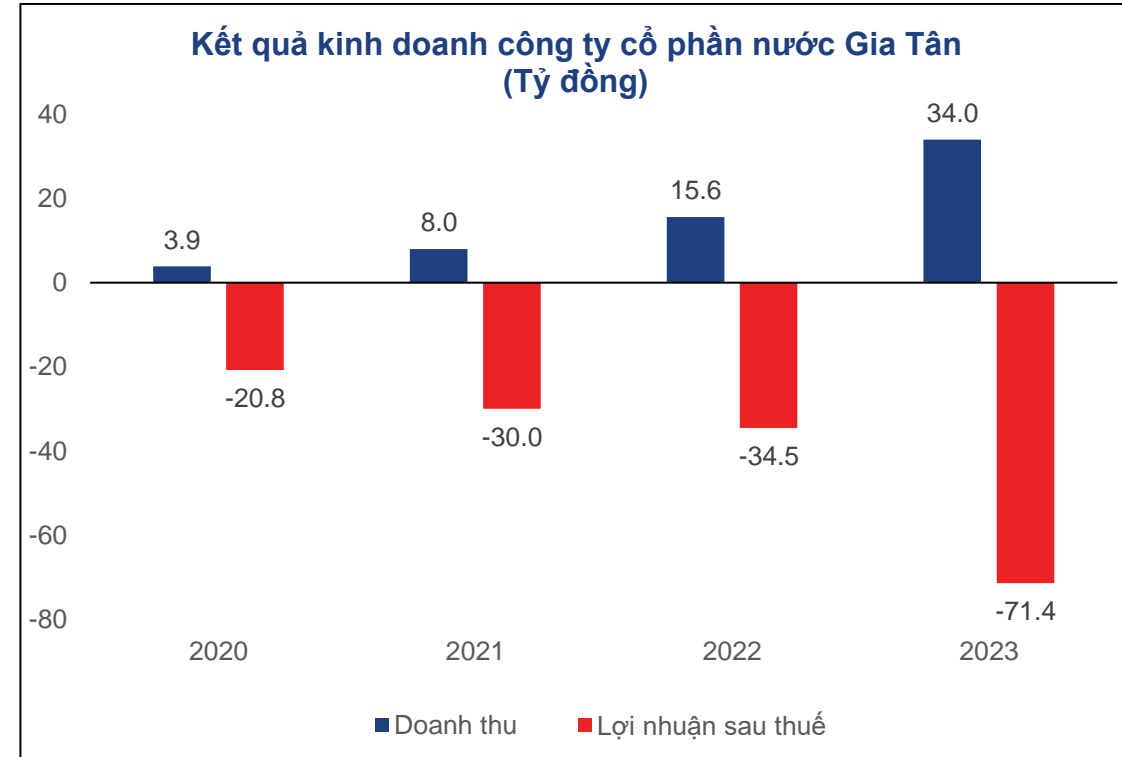
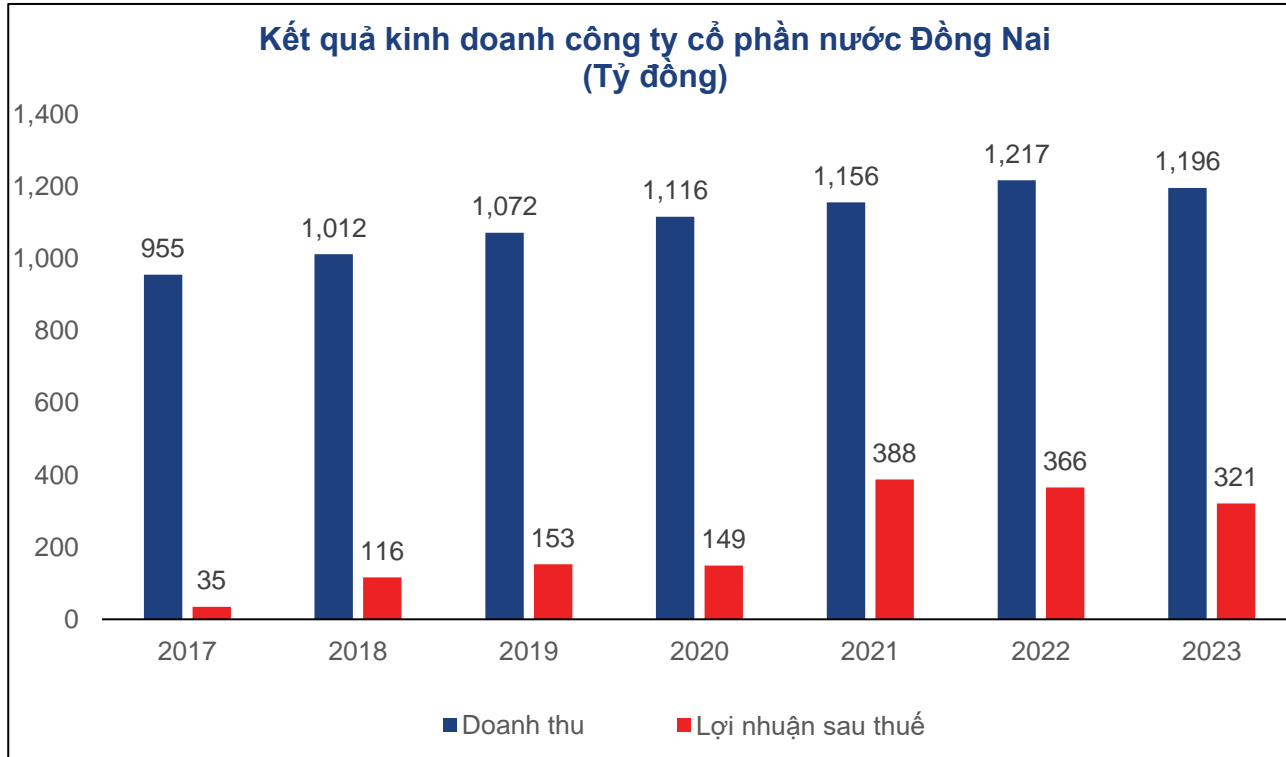


- BWE đã nộp đơn xin giá bán nước sạch tăng 5%/năm cho giai đoạn 2025 – 2027. Ban lãnh đạo tự tin với kế hoạch giá nước sẽ được tăng 3%/năm cho giai đoạn này.
- Đối với mảng xử lý nước thải và rác thải, công ty đang đề nghị mức tăng giá một lần 20% sau nhiều năm liền không được tăng. Mặc dù quy mô doanh thu lên đến 1100 tỷ/năm nhưng BWE gần như không có lợi nhuận từ mảng này trong năm 2024 (các năm trước vẫn có lãi 50-60 tỷ). Do đó, khả năng được tăng giá ở mảng này rất lớn. Phần doanh thu từ tăng giá sẽ ngay lập tức chảy vào lợi nhuận trước thuế nếu được tăng.

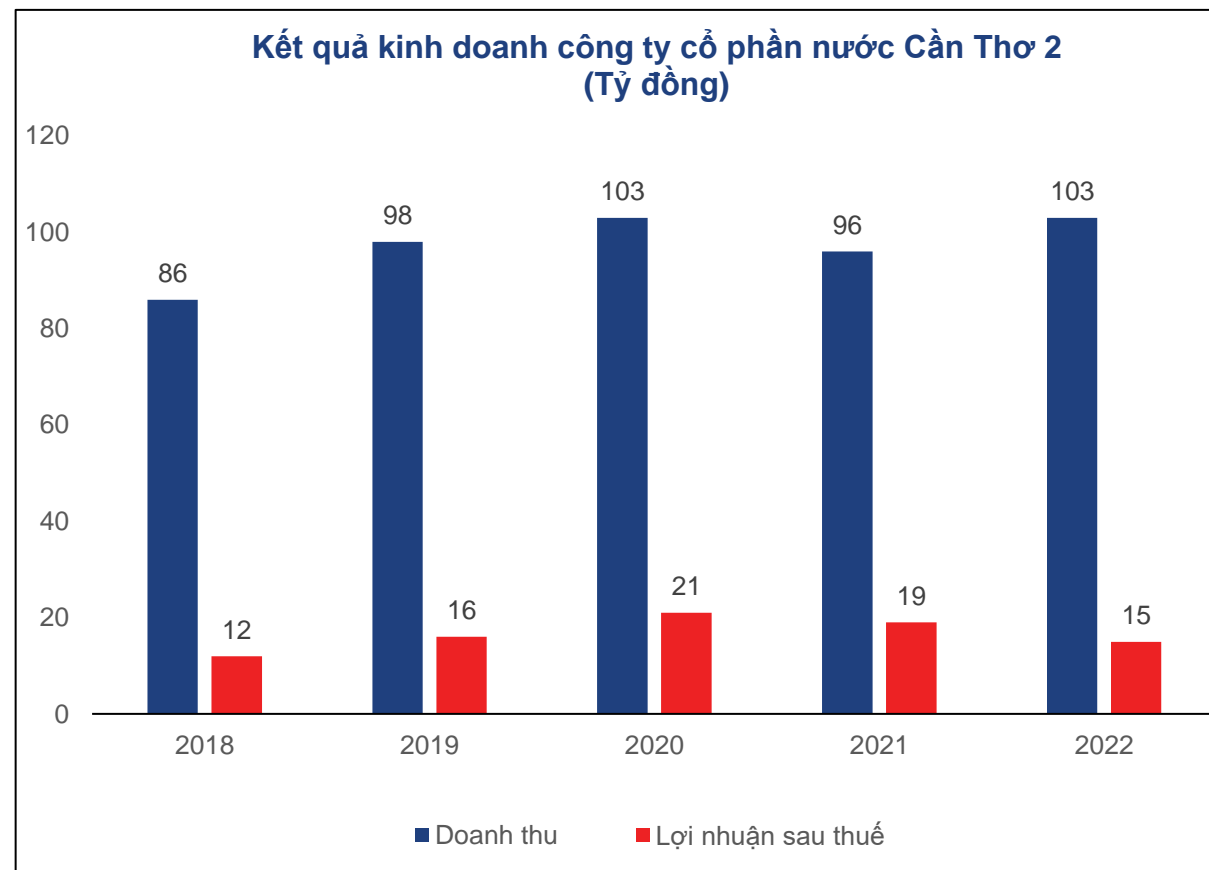
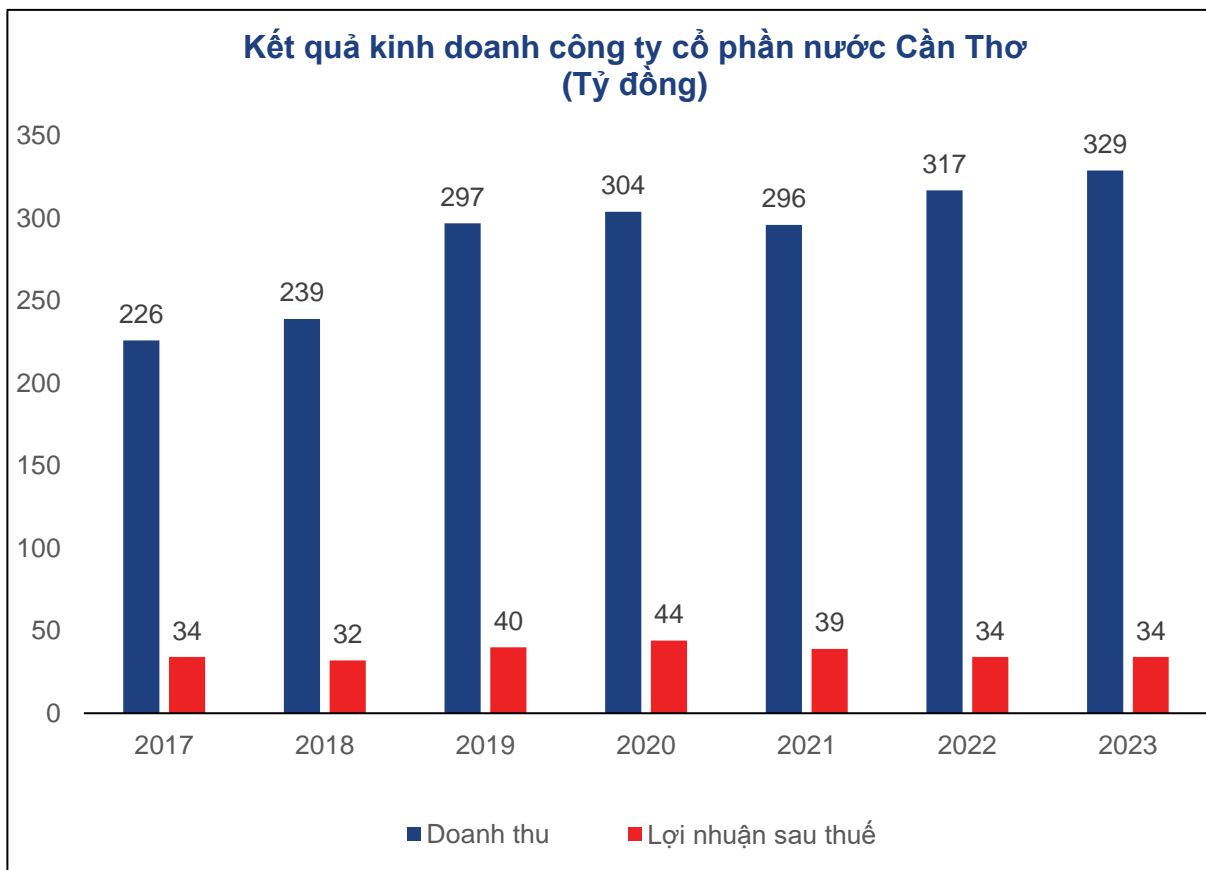
Đơn giá nước sạch (VND/m ³)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Hộ dân cư	8,500	9,000	9,500	10,000	10,500	10,500	10,500
Cơ quan HC - SN	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800	13,800	13,800
Sản xuất vật chất							
- Giá bán sỉ	10,800	11,300	11,800	12,500	13,100	13,100	13,100
- Giá bán lẻ	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800	13,800	13,800
Kinh doanh, dịch vụ	17,000	18,000	19,000	20,000	21,000	21,000	21,000



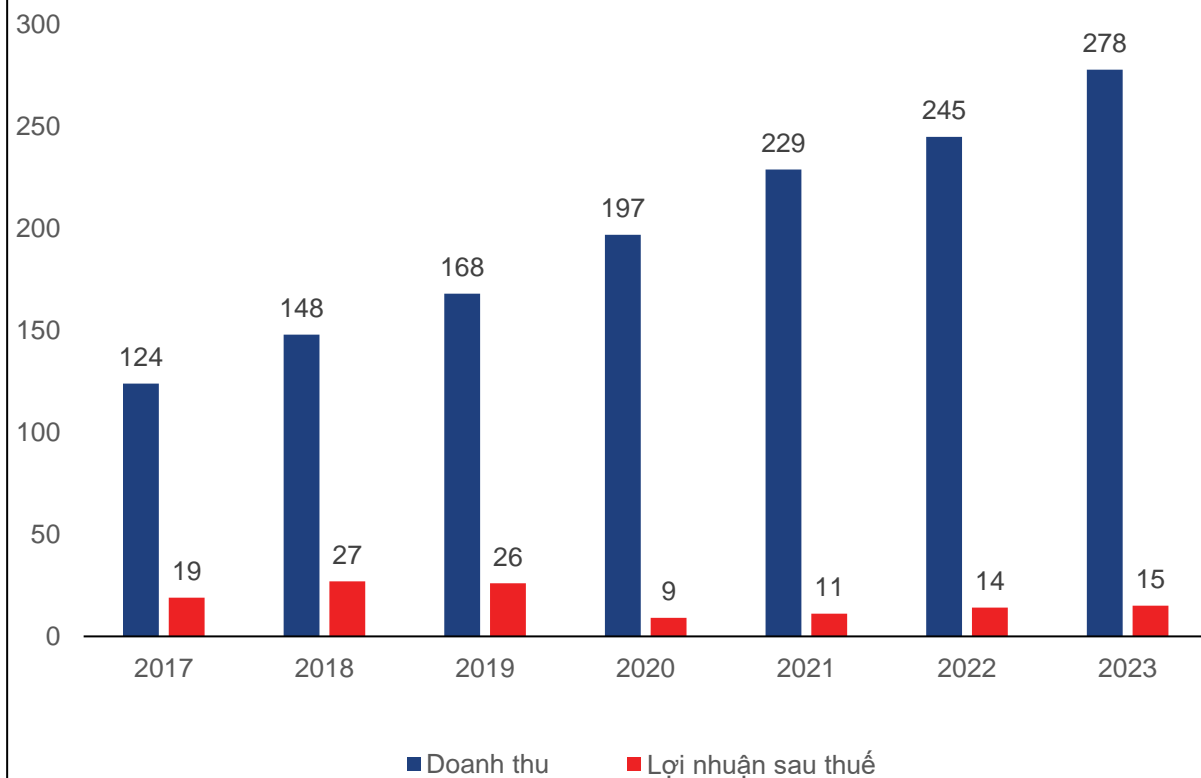
- Kết quả kinh doanh của DNW (công ty liên kết của BWE) bị ảnh hưởng nhiều bởi lãi suất và tỷ giá trong năm 2022 – 2023. Mặc dù chưa có sự tăng trưởng đáng kể về mặt doanh thu nhưng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp được cải thiện rõ rệt. Tiềm năng tăng trưởng về sản lượng nước tại tỉnh Đồng Nai vẫn còn rất lớn khi độ phủ mạng lưới nước tại đây vẫn còn thấp, hạ tầng chưa đồng bộ nhưng đang được nhà nước chú trọng đầu tư rất lớn, có thể kể đến như sân bay Long Thành, cảng Cái Mép – Thị Vải.
- CTCP nước Gia Tân vẫn chưa thể đóng góp lợi nhuận do chi phí khấu hao lớn và hiệu suất sử dụng nhà máy chưa cao. Tuy nhiên, doanh thu của Gia Tân hiện nay đang tăng trưởng rất nhanh. Ban lãnh đạo BWE kỳ vọng Gia Tân sẽ bắt đầu hòa vốn từ 2025. Việc giảm lỗ của Gia Tân cũng sẽ đóng góp tích cực vào lợi nhuận chung của BWE



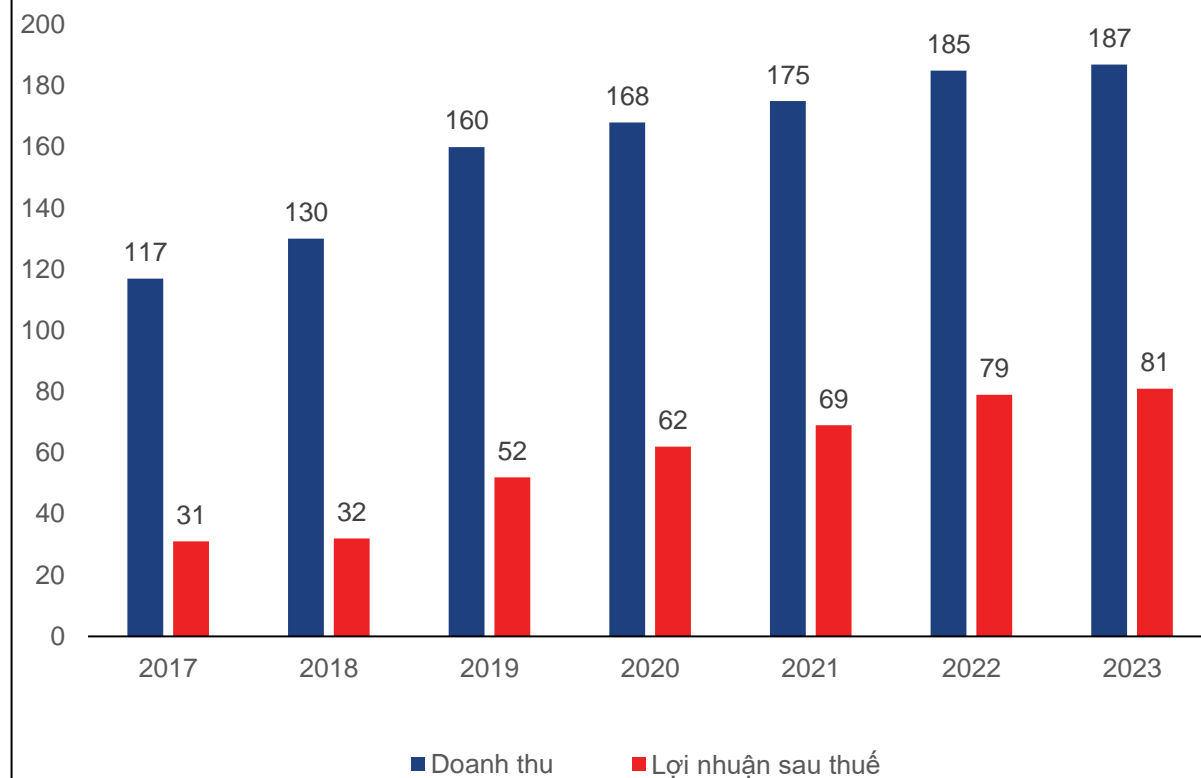
Hai nhà máy nước ở Cần Thơ sẽ có tăng trưởng tốt trong năm 2025 nhờ Cần Thơ vừa được tăng giá nước trong năm 2024



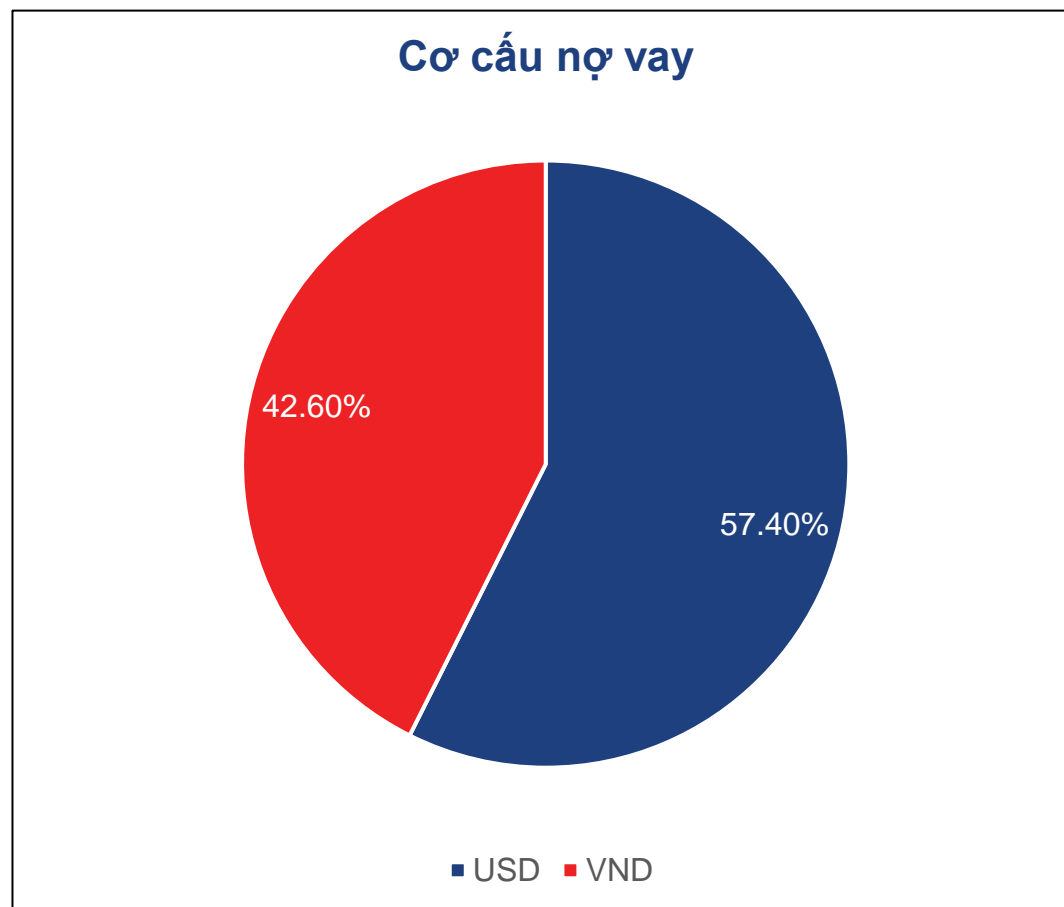
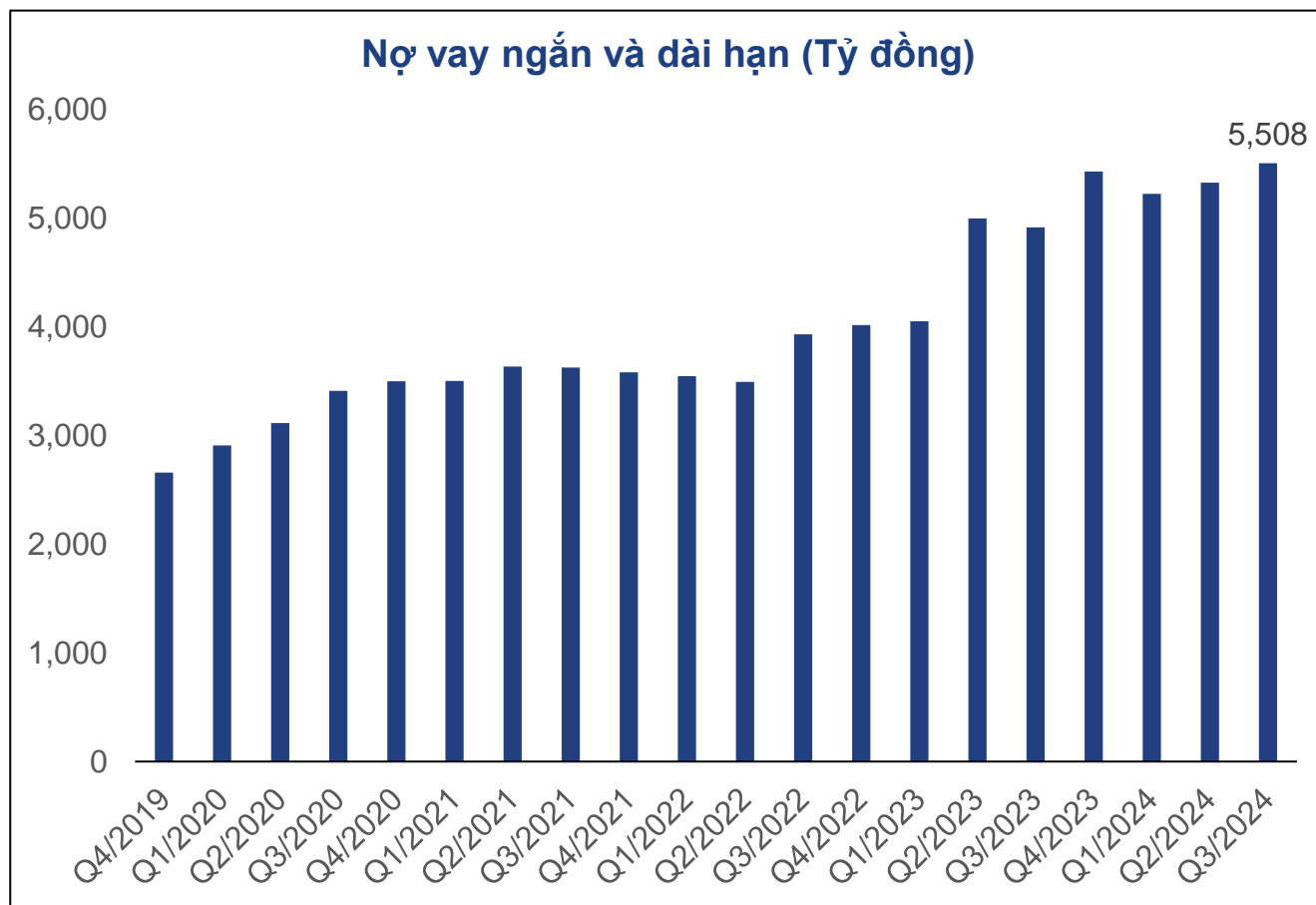
Kết quả kinh doanh công ty cổ phần nước Long An (Tỷ đồng)



Kết quả kinh doanh công ty cổ phần nước Vĩnh Long (Tỷ đồng)



- Chúng tôi cho rằng áp lực tỷ giá năm 2025 sẽ giảm dần khi Fed bắt đầu chu kỳ giảm lãi suất. Năm 2024, tỷ giá USD/VND tăng 4% khiến cho BWE lỗ tỷ giá lên đến hơn 70 tỷ (10% lợi nhuận sau thuế). Nếu tỷ giá năm 2025 đi ngang, BWE sẽ không còn lỗ tỷ giá nữa và lợi nhuận có thể tăng trưởng 10%-12% nhờ việc này.
- Tất cả các khoản vay bằng USD của BWE đều có lãi suất thả nổi. Tính đến tháng 11/2024, Fed đã giảm lãi suất 0.75% và sẽ tiếp tục giảm trong năm 2025. Do đó, với dư nợ USD lên đến 3000 tỷ, BWE có thể tiết kiệm chi phí lãi vay lên đến 50 tỷ/năm (7% lợi nhuận sau thuế)



- Giai đoạn 2021 – 2023, BWE phải vay các khoản vay với lãi suất cao, lên đến 10% - 11% để có nguồn vốn M&A các nhà máy nước ở tỉnh thành khác. Hiện nay, mặt bằng lãi suất đã giảm đi đáng kể so với giai đoạn đó, BWE đang cố gắng tái cấu trúc lại các khoản vay để có thể tối ưu hóa chi phí tài chính.
- Gần đây, công ty con của BWE là Biwase Long An đã phát hành thành công 700 tỷ trái phiếu kỳ hạn 10 năm, lãi suất 5.5%/năm.

29
11-2024

BIWASE Long An phát hành thành công trái phiếu BWLCH2434001 với lãi suất thấp kỷ lục 5,50%/Năm

Like

Share

BIWASE Long An phát hành thành công trái phiếu BWLCH2434001 với lãi suất thấp kỷ lục 5,50%/Năm

Công ty Cổ phần Nước BIWASE Long An đã phát hành thành công lô trái phiếu với mã BWLCH2434001, huy động tổng cộng 700 tỷ đồng, đánh dấu một cột mốc tài chính quan trọng thể hiện niềm tin mạnh mẽ từ phía nhà đầu tư và khẳng định vị thế tài chính vững chắc của công ty.

*** Chi tiết đợt phát hành trái phiếu:**

- Tổng giá trị huy động: 700 tỷ đồng.
- Mệnh giá trái phiếu: 100 triệu đồng/trái phiếu.
- Kỳ hạn: 10 năm, từ ngày 27/11/2024 đến ngày 27/11/2034.
- Lãi suất cố định: 5,5%/năm, mức lãi suất tốt nhất trên thị trường huy động nguồn vốn trái phiếu hiện nay.
- Xếp hạng của trái phiếu: AAA bởi nhiều tổ chức xếp hạng tín nhiệm quốc tế, mức cao nhất theo thang điểm xếp hạng tín nhiệm trái phiếu tại Việt Nam của FiiRatings.
- Mục đích phát hành trái phiếu: Số tiền huy động từ đợt phát hành trái phiếu này sẽ được sử dụng để đầu tư vào giai đoạn 3 của dự án Nhà máy nước Nhị Thành, nhằm tăng công suất từ 60.000 m³/ngày đêm lên 120.000 m³/ngày đêm.
- Lô trái phiếu này được bảo lãnh thanh toán bởi CGIF (Credit Guarantee and Investment Facility, một quỹ tín thác của Ngân Hàng Phát Triển Châu Á (ADB) với sự tư vấn bởi Công ty TNHH Chứng khoán Maybank.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số	2,546	3,025	3,135	3,484	3,526	3,896	4,424
Tăng trưởng doanh thu	15.8%	18.8%	3.6%	11.1%	1.2%	10.5%	13.8%
Lãi gộp	1,035	1,236	1,315	1,421	1,564	1,671	2,005
Tỷ suất lãi gộp	40.7%	40.9%	41.9%	40.8%	44.4%	42.9%	45.3%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A)	-416	-489	-470	-502	-584	-648	-701
SG&A/Doanh thu	-16.3%	-16.2%	-15.0%	-14.4%	-16.6%	-16.6%	-15.8%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	619	747	845	919	980	1,023	1,304
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	24.3%	24.7%	27.0%	26.4%	27.8%	26.3%	29.5%
Doanh thu tài chính	44	42	110	104	126	156	100
Chi phí tài chính	-129	-215	-79	-226	-395	-391	-280
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	540	596	864	838	762	813	1,124
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	21.2%	19.7%	27.6%	24.1%	21.6%	23.4%	25.4%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	476	535	755	747	682	730	1,012
Tăng trưởng LNST	46.5%	12.4%	40.0%	-0.8%	-9.3%	21.4%	38.6%
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	150,000,000	187,500,000	192,900,000	192,900,000	192,900,000	219,900,000	219,900,000
EPS cơ bản	3,173	3,170	3,938	3,852	3,494	3,320	4,602

CTCP XÂY DỰNG COTECTIONS (CTD)

Giá mục tiêu: 83,600 VNĐ (+24.6%)

Tóm tắt khuyến nghị (HSX:CTD)		MUA
Giá kỳ vọng (VND)		83,600
Giá thị trường ngày 17/12/2024 (VND)		67,000
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng (%)		24.6%
Khoảng giá 52 tuần (VND)		58,000 – 78,000
GTGD TB ngày (tỷ VND)		25 – 30 tỷ
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài		49%
Vốn hóa (tỷ VND)		6,436
P/E Trailing		19.2x
P/B		0.7x

Tổng quan doanh nghiệp

CTD hoạt động trong lĩnh vực thi công, xây lắp các công trình dân dụng, công nghiệp và cơ sở hạ tầng. CTD đã khẳng định vị thế vững vàng khi tham gia những dự án lớn, phức tạp và đạt được hiệu quả cao như: Landmark 81, nhà máy Vinfast, nhà máy Hòa Phát - Dung Quất.

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CTD với giá mục tiêu **83,600 VND (+28.0%)** dựa trên các catalyst:

- Hoạt động kinh doanh hồi phục trở lại
- Có lợi thế cạnh tranh trong xây dựng công nghiệp.
- Giảm bớt áp lực chi phí dự phòng khoản phải thu, từ đó cải thiện biên lợi nhuận.

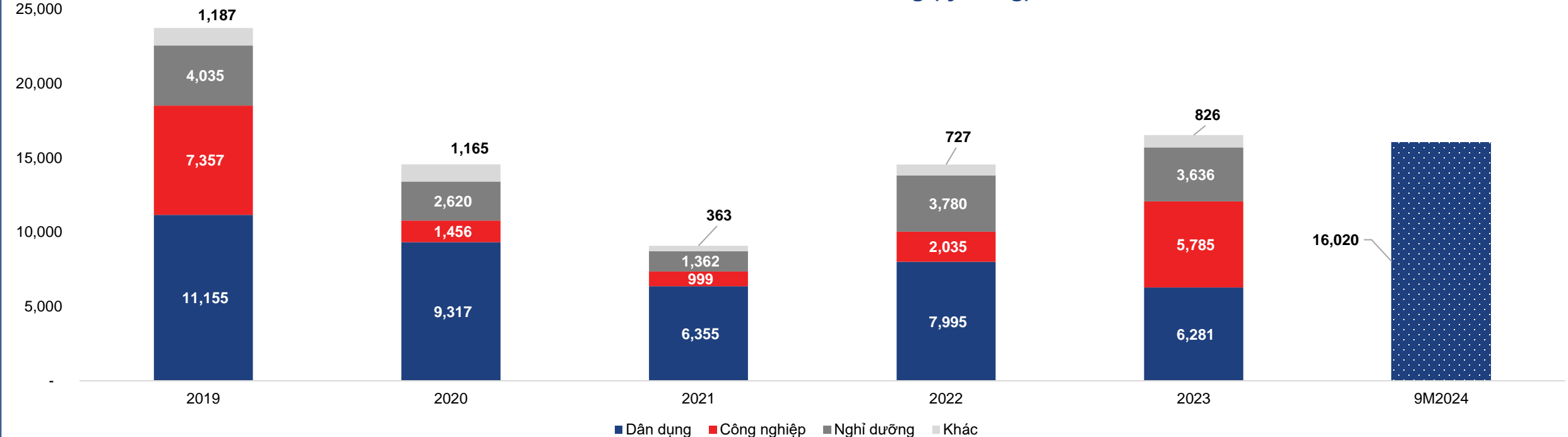
Rủi ro

- Rủi ro từ yếu tố thị trường chung.
- Áp lực trích lập dự phòng vẫn tiếp diễn trong những quý tới.
- Thị trường BĐS hồi phục chậm hơn so với kỳ vọng.

Cơ cấu cổ đông	
Kustochem	17.9%
CTTNHH Đầu tư MTV Thành Công	10.6%
The 8 th Pte.	10.4%
Bolat Duisenov & Talgat Turumbayev	3.4%
Khác	57.7%

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	14,558	9,078	14,537	16,528	21,053	24,758	27,471
Tăng trưởng DT	-38.7%	-37.6%	60.1%	13.7%	27.4%	17.6%	3.8%
LNST	334	24	21	188	365	458	509
Tăng trưởng LNST	-53.0%	-92.8%	-13.7%	807.4%	94.1%	25.4%	11.1%
EPS (VND)	4,219	303	263	1,814	3,520	4,415	4,908

Cơ cấu doanh thu theo các mảng (tỷ đồng)



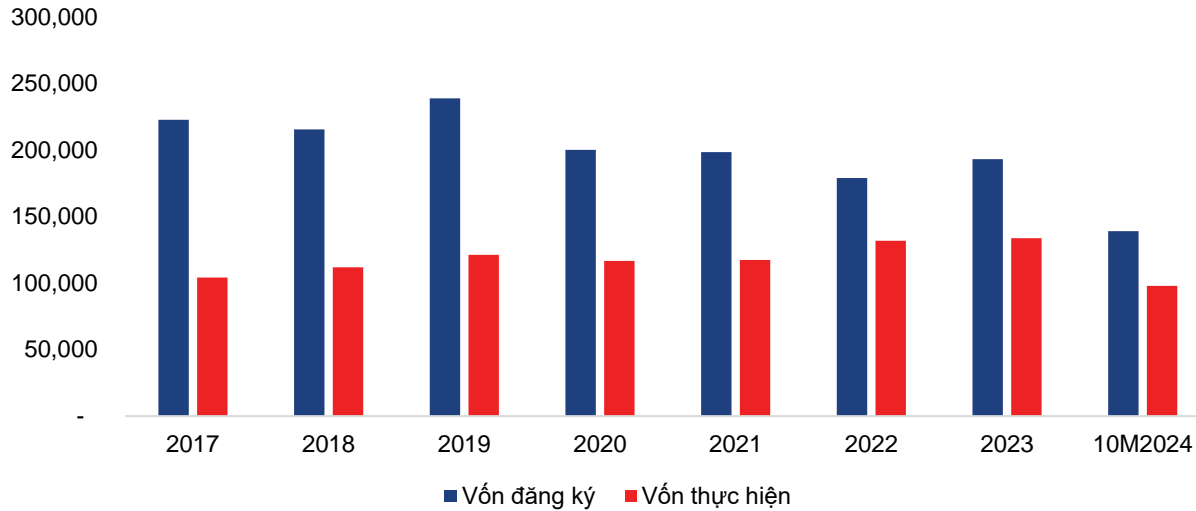
*Số liệu được trình bày theo năm tài chính kết thúc ngày 31/12 thay vì kết thúc ngày 30/6 như năm tài chính hiện hành của CTD.

Sự thay đổi trong cơ cấu cổ đông cùng với sự suy yếu của thị trường BĐS dân dụng khiến cấu trúc doanh thu của CTD cũng có sự thay đổi nhất định. Doanh thu mảng xây dựng dân dụng giảm từ mức 11,155 tỷ năm 2019 xuống còn 6,281 tỷ trong năm 2023. Chúng tôi nhận thấy, một số nhà phát triển BĐS trong nước như NLG, AGG, NVL vốn là khách hàng của CTD trước năm 2020 đã chuyển sang Ricons và Newtecons (công ty của cựu chủ tịch CTD Nguyễn Bá Dương). Tuy nhiên, CTD cũng giữ cho mình một số nhà phát triển BĐS lớn như Vinhomes, Masterise, CEO và một số tập đoàn nước ngoài khác. Trong đó, Vinhomes là nhà phát triển BĐS có số lượng quỹ đất cũng như công trình nhiều nhất Việt Nam. Bảo chứng cho mối hợp tác này là công trình Landmark 81 tại TPHCM do CTD làm chủ thầu, Tổ hợp sản xuất Ô tô VinFast.

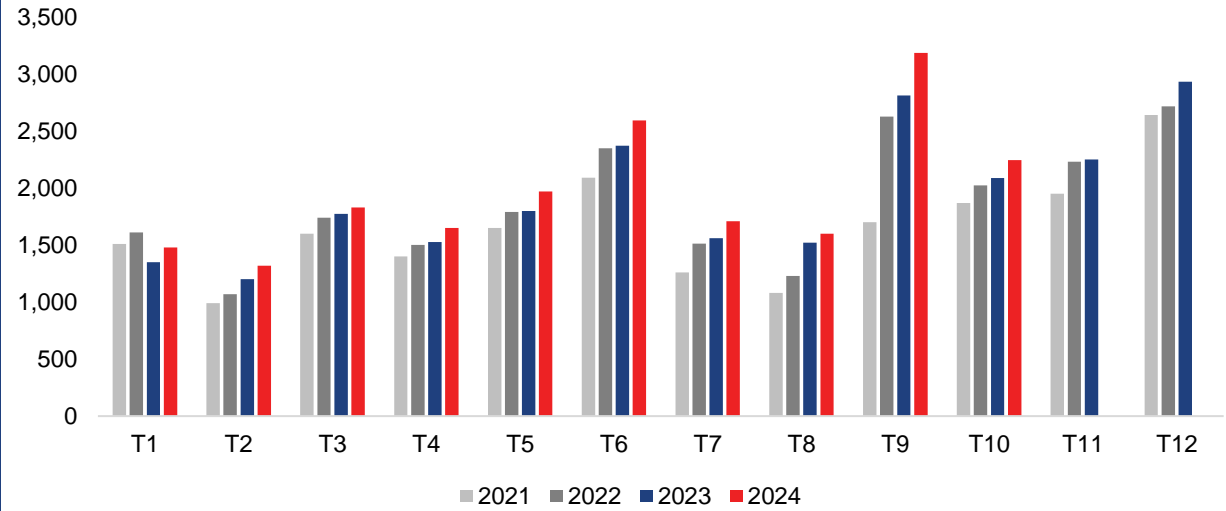
Thêm vào đó, mảng xây dựng công trình KCN của CTD có bước chuyển mình đáng kể khi doanh thu năm 2023 đạt 5,785 tỷ đồng. Một số dự án tiêu biểu có thể kể đến như nhà máy LEGO tại KCN VSIP III, Bình Dương; Tổ hợp sản xuất Ô tô VinFast – Hải Phòng; nhà xưởng FoxConn – Bắc Giang.

Sau cuộc tái cấu trúc, năng lực thi công của CTD có sự cải tiến đáng kể, đặc biệt ở mảng khu công nghiệp khi thực hiện xây dựng cho các doanh nghiệp FDI. Quy mô cũng như mối quan hệ tốt này sẽ giúp CTD có lợi thế cạnh tranh đáng kể trong làn sóng FDI.

Nguồn vốn FDI 2017-2024 (triệu USD)



Vốn đầu tư FDI giải ngân theo tháng



MỞ RỘNG THỰC THI NGUYÊN TẮC 3R

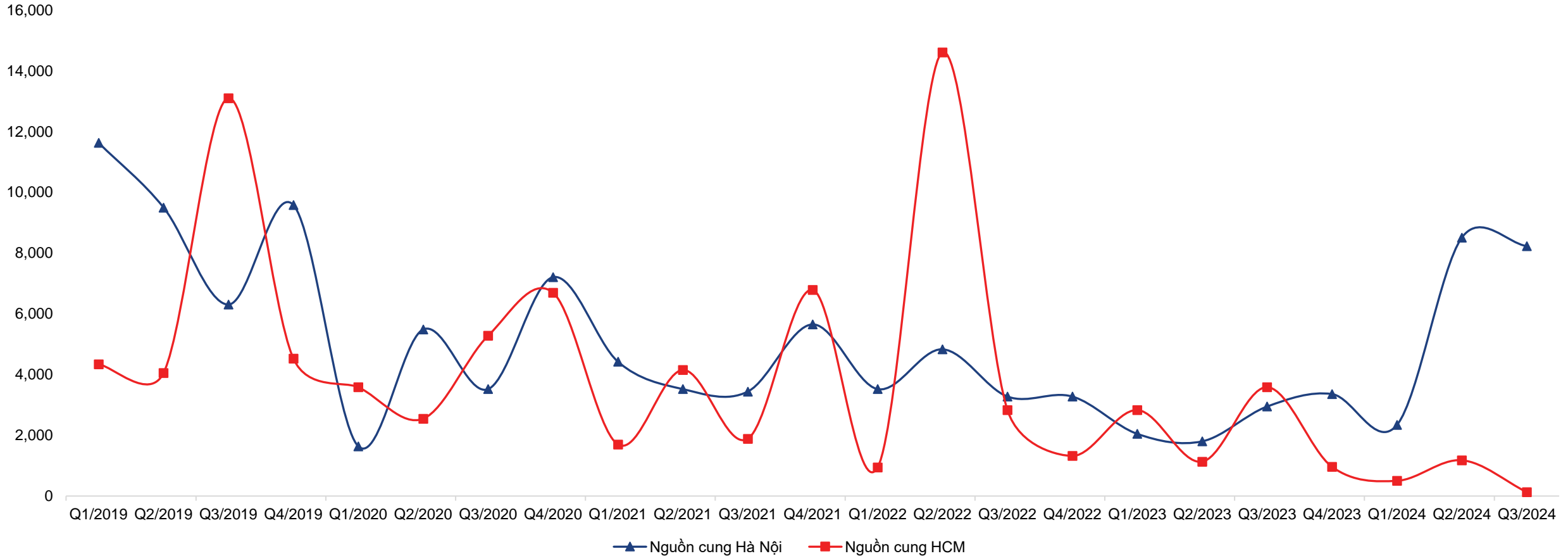


Việt Nam có sức hấp dẫn trong mắt các tập đoàn nước ngoài, đặc biệt trong những năm tới khi Tổng thống Donald Trump tái đắc cử. Một loạt thông tin trên các hãng thông tấn thế giới và dự báo của các chuyên gia trong thời gian gần đây cho thấy sẽ có cú hích vốn FDI vào VN trong thời "Donald Trump 2.0".

Cuối tháng 9, trong cuộc gặp với Tổng Bí thư Tô Lâm tại TP.New York (Mỹ), ông Tim Hughes, Phó chủ tịch cấp cao SpaceX, cho biết tập đoàn có kế hoạch đầu tư 1,5 tỉ USD tại VN. Việc dự án của các tỉ phú Mỹ tham gia mở rộng và đầu tư mới tại VN có ý nghĩa quan trọng trong thu hút các nhà đầu tư mới từ nước này.

CTD với việc thực hiện tốt mảng ESG trong công tác quản trị và kinh doanh chắc chắn sẽ có nhiều lợi thế cạnh tranh khi tiếp cận các dự án FDI mới trong tương lai, phù hợp với định hướng xây dựng công nghiệp của công ty này.

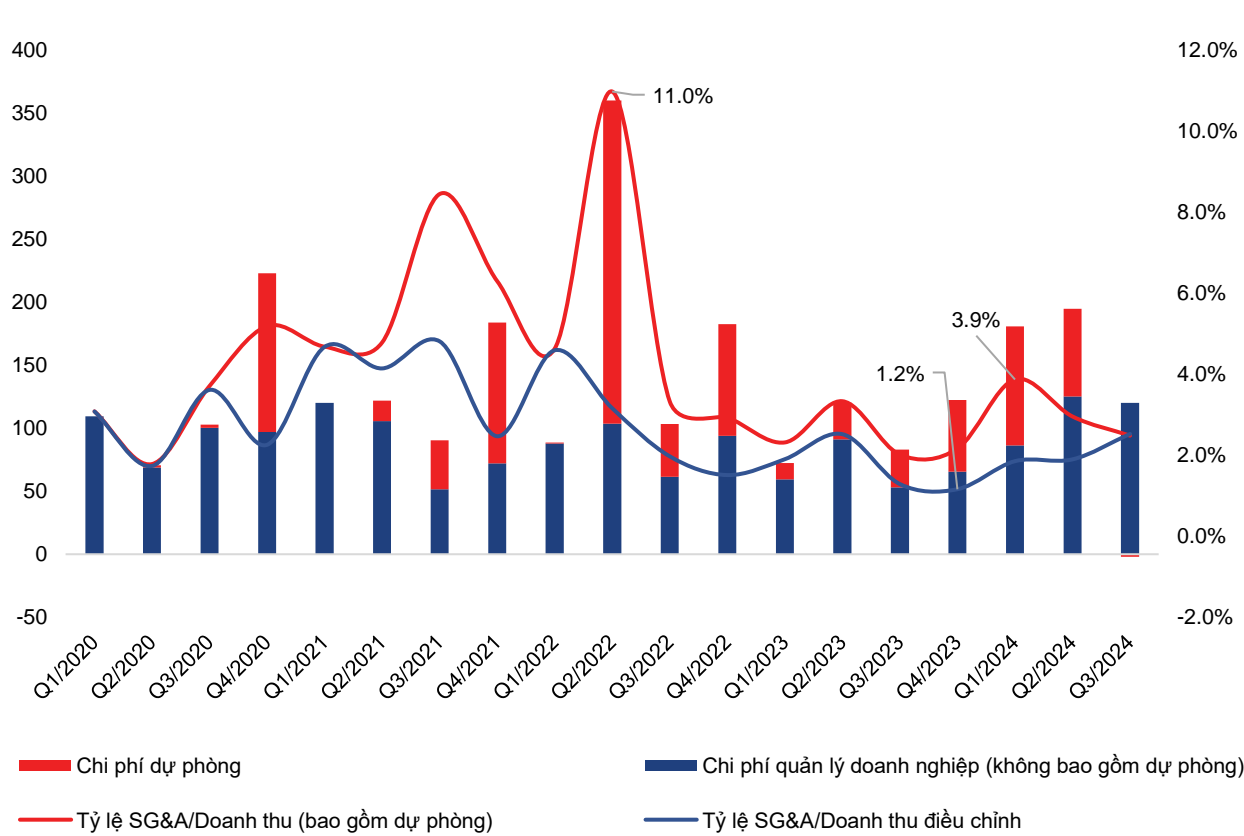
Nguồn cung căn hộ tại TPHCM và Hà Nội



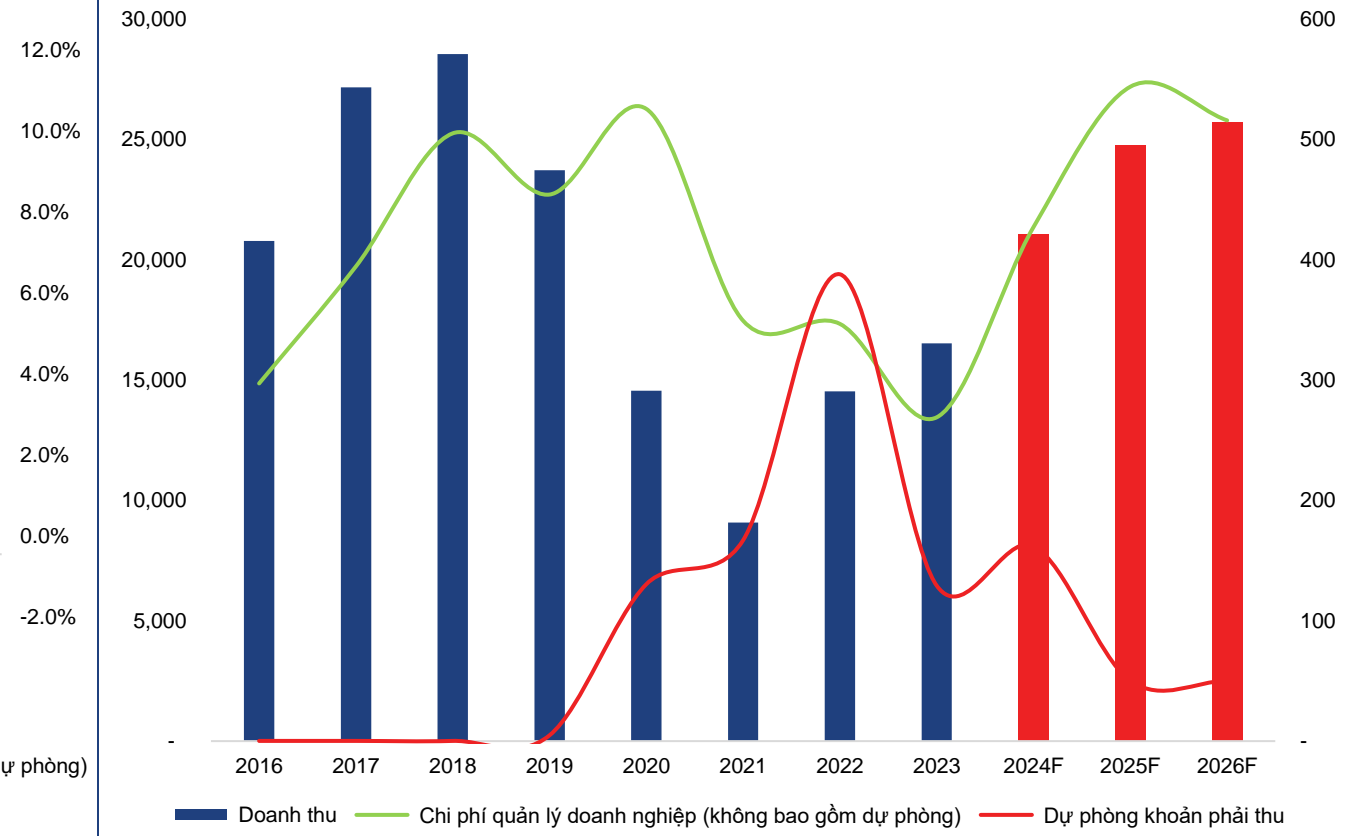
Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội đã có xu hướng bật tăng tốt trong Q2, Q3 năm nay. Tuy nhiên số lượng nguồn cung căn hộ mới tại TPHCM gần như đóng băng. Điều này do các nhà phát triển BĐS tại khu vực miền Nam nói chung đang gặp khó khăn.

Tuy nhiên các Khách hàng của CTD, trong đó có Vinhomes vẫn đã và đang triển khai những dự án của mình. Nổi bật có Vinhomes Grand Park (quận 9) đã khởi công từ tháng 02/2024 với số vốn đầu tư ~1 tỷ USD (CTD và HBC là nhà thầu xây dựng cho dự án này).

Chi phí dự phòng của CTD có xu hướng giảm dần



Chi phí SG&A của CTD theo năm



*Số liệu được trình bày theo năm tài chính kết thúc ngày 31/12 thay vì kết thúc ngày 30/6 như năm tài chính hiện hành của CTD.

Tính đến ngày 30/9/2024, CTD có gần 750 tỷ đồng nợ xấu liên quan nhóm VTP và đã được trích lập đủ 100%. Các khoản nợ xấu khác có giá trị ghi sổ 1,413 tỷ và đã được trích lập 605 tỷ đồng. Trong Q1/2025 (giai đoạn 1/7/2024 – 30/9/2024), CTD không phát sinh dự phòng các khoản phải thu mới, thậm chí được hoàn nhập 2 tỷ đồng.

Theo quan điểm của chúng tôi, áp lực dự phòng của CTD trong năm 2025, 2026 sẽ không còn nhiều nữa nhờ môi trường kinh doanh tốt lên, từ đó cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp này.

Đơn vị: tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	14,558	9,078	14,537	16,528	21,053	24,758	25,718
Giá vốn hàng bán	(13,702)	(8,803)	(14,050)	(16,102)	(20,148)	(23,669)	(24,548)
Lợi nhuận gộp	856	275	487	426	905	1,089	1,170
Biên lợi nhuận gộp	5.9%	3.0%	3.3%	2.6%	4.3%	4.4%	4.5%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	(656)	(516)	(735)	(398)	(589)	(594)	(566)
Thu nhập tài chính	228	277	381	348	232	232	233
Chi phí tài chính	(0)	(13)	(163)	(130)	(98)	(152)	(177)
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	-	(1)	(79)	(96)	(97)	(151)	(175)
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	428	38	35	244	450	576	661
LNST	334	24	21	188	365	458	509
Tăng trưởng LNST	-53.0%	-92.8%	-13.7%	807.4%	94.1%	25.4%	11.1%
EPS (VND)	4,219	303	263	1,814	3,520	4,415	4,908



CTCP ĐƯỜNG QUẢNG NGÃI (QNS)

Giá mục tiêu: 67,000 VNĐ (+28.8%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP		UPCOM: QNS
Ngành nghề kinh doanh	Tiêu dùng thiết yếu	
Vốn điều lệ (tỷ VND)	3,121	
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	15,793	
Tăng trưởng Doanh Thu 3 năm (%)	16%	
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	31%	
ROE	26%	
P/E Trailing (*)	6.6x	
EV/EBITDA (*)	3.8x	
Tỷ suất cổ tức	8%	

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Công ty TNHH MTV Thành Phát	15.1%
Ban Lãnh đạo & người liên quan	20.4%
Nhóm cổ đông Nutifood	7.8%
Nước ngoài	13.5%
Khác	43.2%

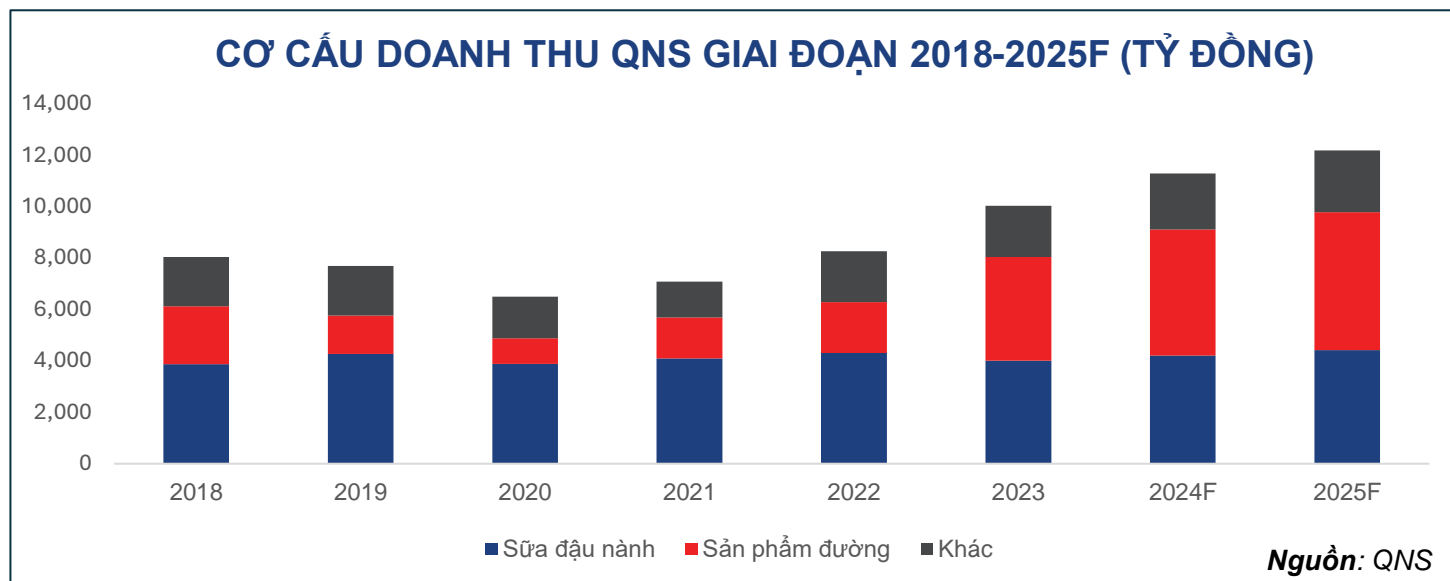
Cơ hội đầu tư

TCSC khuyến nghị **MUA** cổ phiếu QNS cho nhà đầu tư ưu tiên doanh nghiệp có nền tảng cơ bản vững mạnh, tăng trưởng kinh doanh ổn định và rủi ro giảm giá thấp, dựa trên các luận điểm sau:

- Mảng Sữa đậu nành bước vào giai đoạn hồi phục về sản lượng và biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện đáng kể vào 2025 nhờ giá đậu nành nguyên liệu sụt giảm.
- Mảng Đường dự kiến duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025, được hỗ trợ bởi việc mở rộng vùng nguyên liệu và giá đường ổn định dưới tác động của thuế chống bán phá giá.
- Dòng tiền lành mạnh và chính sách chi trả cổ tức hấp dẫn.
- Định giá QNS đang giao dịch ở vùng rất hấp dẫn so với lịch sử

Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS được xác định ở mức **67,000 VND (tiềm năng tăng giá +31%)** dựa trên định giá PE mục tiêu 8 lần.



(*) Đã được điều chỉnh cổ phiếu quỹ

ĐẦU VÀO

SẢN XUẤT

ĐẦU RA

MĂNG ĐƯỜNG
(40% doanh thu
42% Lợi nhuận
trước thuế 2023)



VÙNG NGUYÊN LIỆU
(90% đầu vào)
(30,000 ha; năng suất: 70 tấn/ha, chử đường:)

ĐƯỜNG THÔ NHẬP KHẨU
(~10% đầu vào)



NHÀ MÁY ĐƯỜNG AN KHÊ

- Đường RS: 18,000 TNM
- Đường RE: 1,000 TNM (TNM: tấn mía ngày)

Nhà máy Điện sinh khối
(phụ thuộc vào sản lượng bã mía)



Phục vụ nội bộ & Lưới điện quốc gia
(~3% lợi nhuận trước thuế 2023)

Bã Mía

Đường

Đường RS (90%)

Đường RE (10%)

- **Nội bộ** (~10% sản lượng)
Mãng sữa đậu nành, bánh kẹo...
- **Bên ngoài** (90% sản lượng)
các nhà sản xuất thực phẩm đồ uống,...

Mật rỉ

Nhà máy Ethanol
(dự án hình thành trong tương lai)

- **Cồn Ethanol, cồn công nghiệp...**

MĂNG SỮA
(38% doanh thu,
32% Lợi nhuận
trước thuế 2023)



VÙNG NGUYÊN LIỆU ĐẬU NÀNH (~30%)

ĐẬU NÀNH NHẬP KHẨU (~70%)



Chọn lọc nguyên liệu



Trích ly



Phối trộn



Tiệt trùng



Đóng gói

Công nghệ lõi

Tetra Alwin Soy

Xử lý tiệt trùng UHT

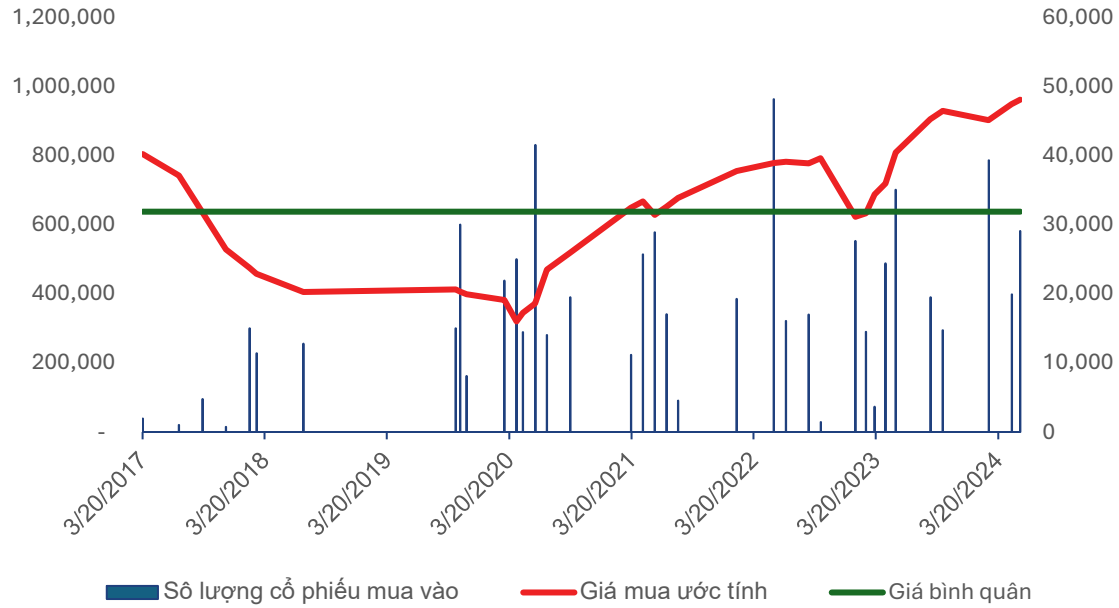
Đóng gói bao bì 6 lớp Tetra Park

- **Trong nước:** vị thế độc quyền, chiếm 87% thị phần sữa đậu nành.
- **Xuất khẩu:** Nhật Bản (thị trường chính), Hàn Quốc...

MĂNG KHÁC

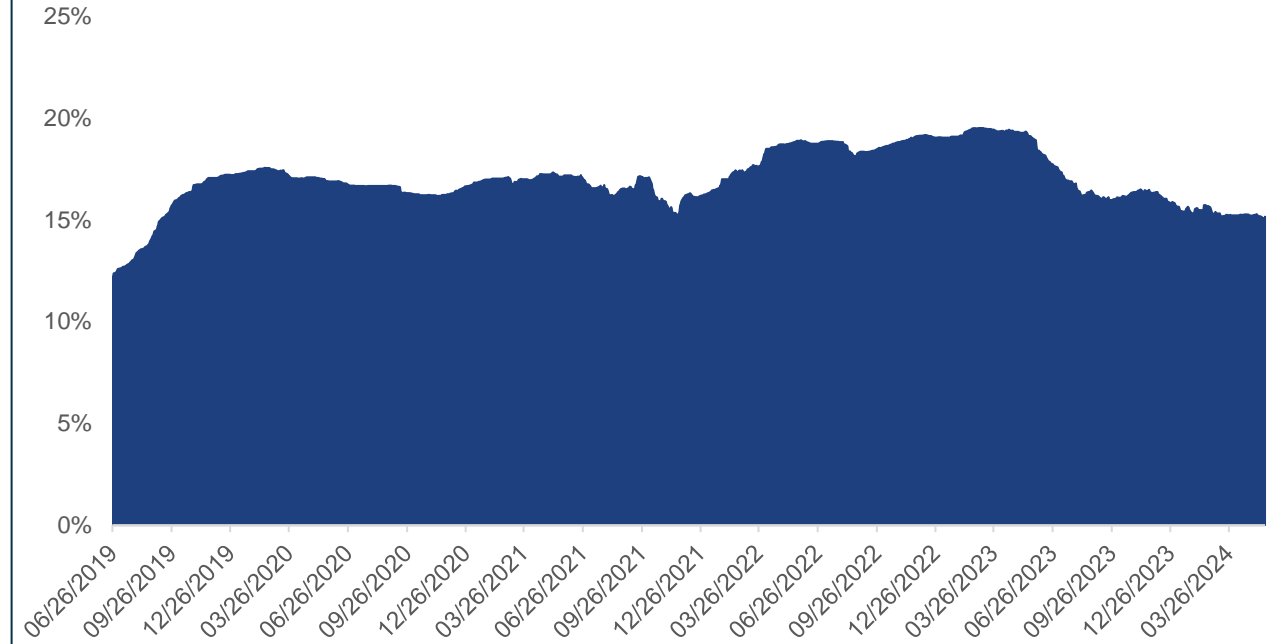
Bánh kẹo, bia, sữa trái cây...

THỐNG KÊ CÁC ĐỢT MUA VÀO CỦA ÔNG VÕ THÀNH ĐÀNG



Nguồn: QNS

TỶ LỆ SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI TẠI QNS

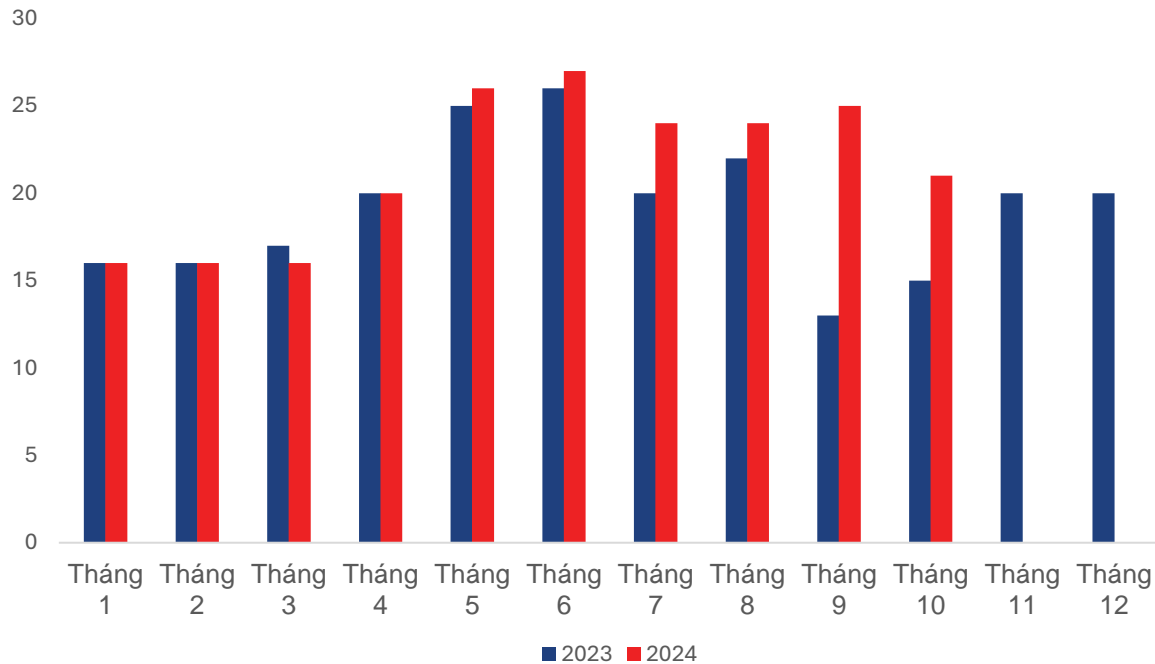


Nguồn: Fiinpro

- Ban lãnh đạo và các thành viên chủ chốt hiện tại nắm giữ hơn 20% cổ phần công ty và là đội ngũ đã gắn bó xuyên suốt với QNS kể từ trước khi QNS được Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn thực hiện cổ phần hóa vào năm 2005. Đặc biệt, Ông Võ Thành Đàng là lãnh đạo chủ chốt liên tiếp đăng ký mua vào cổ phiếu của QNS kể từ sau khi QNS lên sàn Upcom vào 2017.
- QNS có cơ cấu cổ đông phân tán, khi chưa có cổ đông nắm quyền kiểm soát công ty tuyệt đối. Bên cạnh đó, sở hữu nước ngoài tại QNS đạt đỉnh điểm 20% vốn hóa công ty vào giai đoạn 2022-2023 và về duy trì ổn định quanh ngưỡng 15% sau khi nhóm cổ đông VinaCapital rời ghế cổ đông lớn vào cuối năm 2023.

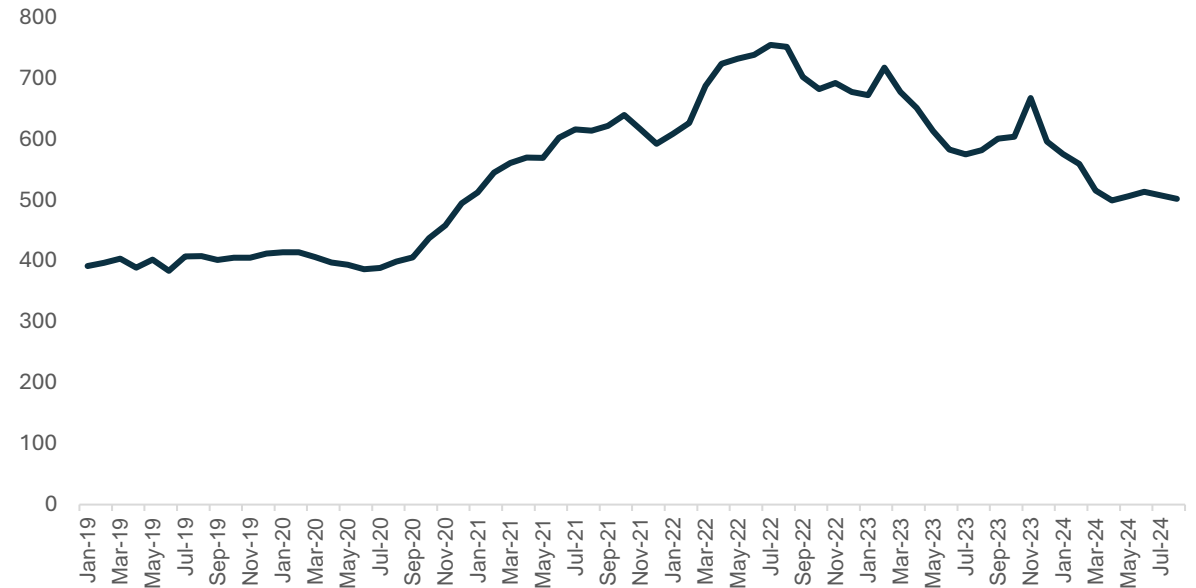
- **QNS** có lợi thế là đơn vị dẫn đầu trong thị trường sữa đậu nành hộp giấy với giá bán hợp lý và hệ thống phân phối rộng khắp. QNS hiện nay chiếm gần 90% thị phần sữa đậu nành hộp giấy tại Việt Nam.
- **Nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành** sau năm 2023 sụt giảm mạnh, chúng tôi cho rằng giai đoạn năm 2024 trở đi nhu cầu sữa đậu nành sẽ bắt đầu bước vào tiến trình hồi phục nhờ sức mua trở lại.
- **Giá đậu nành nguyên liệu** (chiếm 35% chi phí đầu vào mảng sữa) sụt giảm sẽ là nhân tố tác động tích cực lên biên lợi nhuận Mảng sữa của QNS trong năm 2025.
- **Cho năm 2025**, khi nhu cầu tiêu thụ sữa đậu nành đang tiếp tục hồi phục, chúng tôi dự báo QNS sẽ tiếp tục cải thiện biên lợi nhuận gộp lên mức 41% và có mức tăng trưởng LNST tăng đáng kể với cùng kỳ nhờ vào việc cải thiện giá bán và giá nguyên vật liệu đầu vào sụt giảm.

SẢN LƯỢNG ĐẬU NÀNH THEO THÁNG



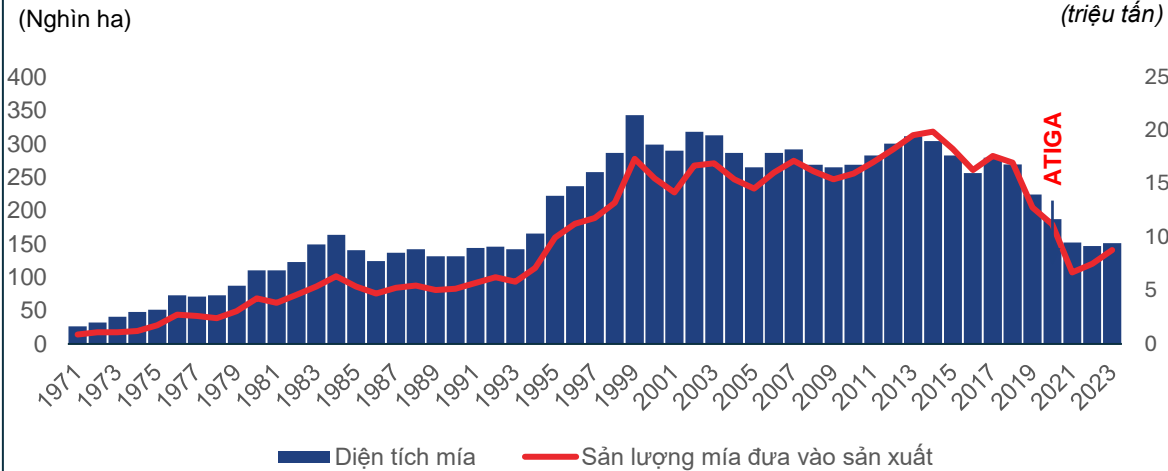
Nguồn: QNS

DIỄN BIẾN GIÁ ĐẠU NÀNH NGUYÊN LIỆU NHẬP KHẨU (USD/TẤN)



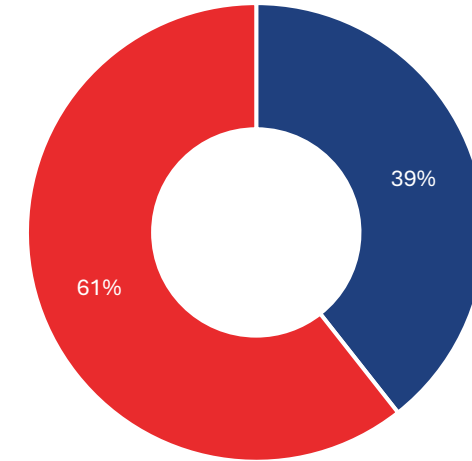
Nguồn: GSO

NĂNG LỰC CUNG ỨNG TRONG NƯỚC ĐANG DẦN HỒI PHỤC SAU THUẾ CHỐNG BÁN PHÁ GIÁ



Nguồn: VSSA

DỰ ĐỊA PHỤC HỒI CỦA ĐƯỜNG NỘI ĐỊA CÒN RẤT LỚN



■ Năng lực cung ứng đường nội địa
 ■ Đường nhập khẩu

Nguồn: VSSA, USDA

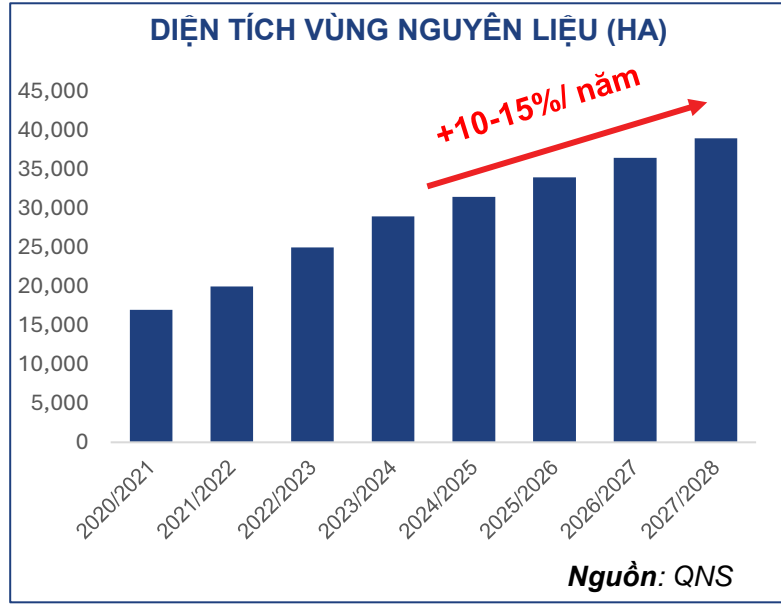
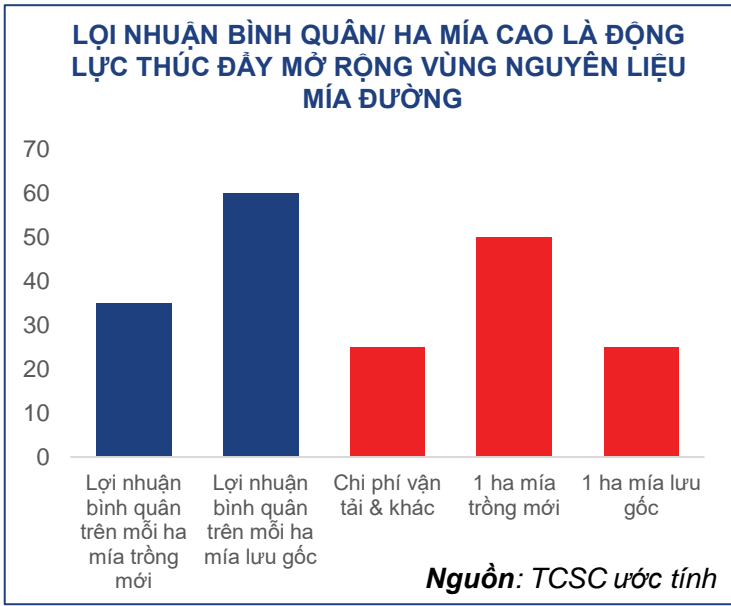
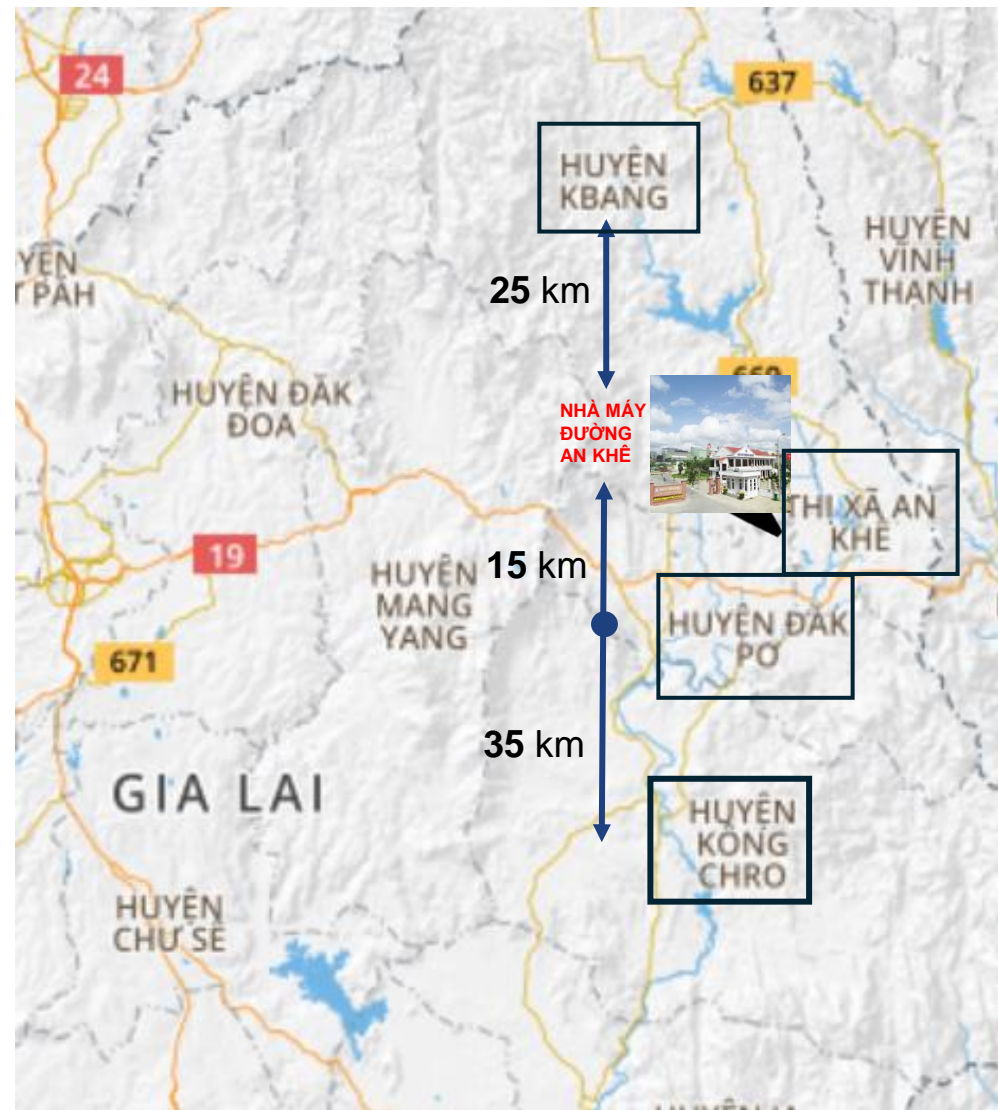
1. Vùng nguyên liệu mía đường trong nước đã sụt giảm rất nhiều: Cho đến năm 2021 tổng diện tích trồng mía cả nước giảm xuống chỉ còn ½ so với 2 năm trước đó và gần ½ nhà máy đường đã phải đóng cửa vì thiếu mía nguyên liệu. Theo ước tính, nếu như vào năm 2017, năng lực sản xuất của Việt Nam trong 1 niên vụ đáp được 75% nhu cầu tiêu thụ, thì cho đến năm 2022 chúng ta chỉ còn đáp ứng được 33% nhu cầu tiêu thụ đường của cả nước. Có 2 nguyên nhân chính dẫn đến thực trạng trên:

- Thị trường đường trong nước bị lép vế so với lượng đường nhập lậu giá rẻ (ước tính giá rẻ hơn 10% đường nội địa) nhập khẩu vào Việt Nam.
- Đường giá rẻ từ các nước ASEAN tràn vào Việt Nam sau khi hiệp định ATIGA chính thức có hiệu lực vào 1/1/2020 (dỡ bỏ hạn ngạch nhập khẩu và giảm thuế nhập khẩu về 5%). Trong đó, chủ yếu là đường có nguồn gốc từ Thái Lan.

2. Sự hồi phục của ngành đường được hỗ trợ bởi nhà nước: Việt Nam lần thứ 2 chính thức áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với đường giá rẻ từ các nước ASEAN nhằm giải cứu ngành mía đường trong nước.

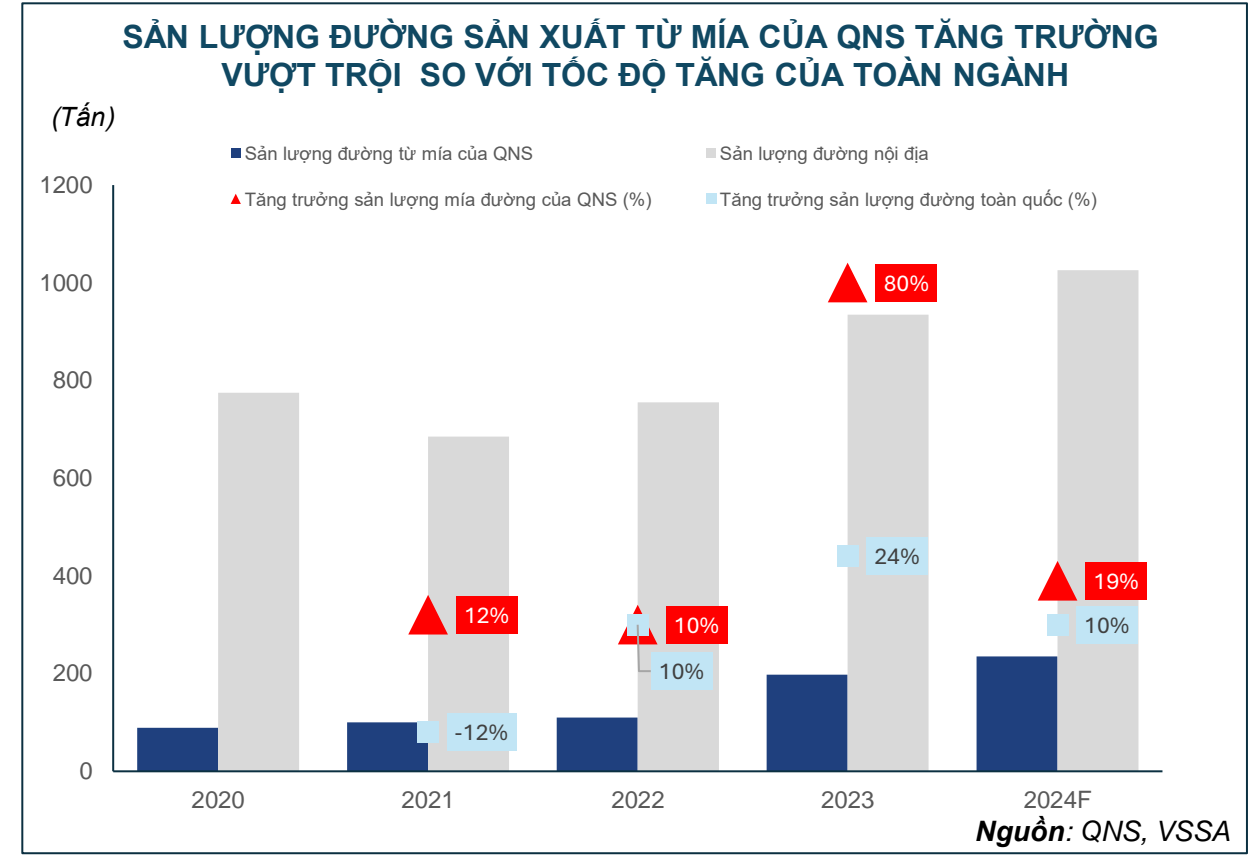
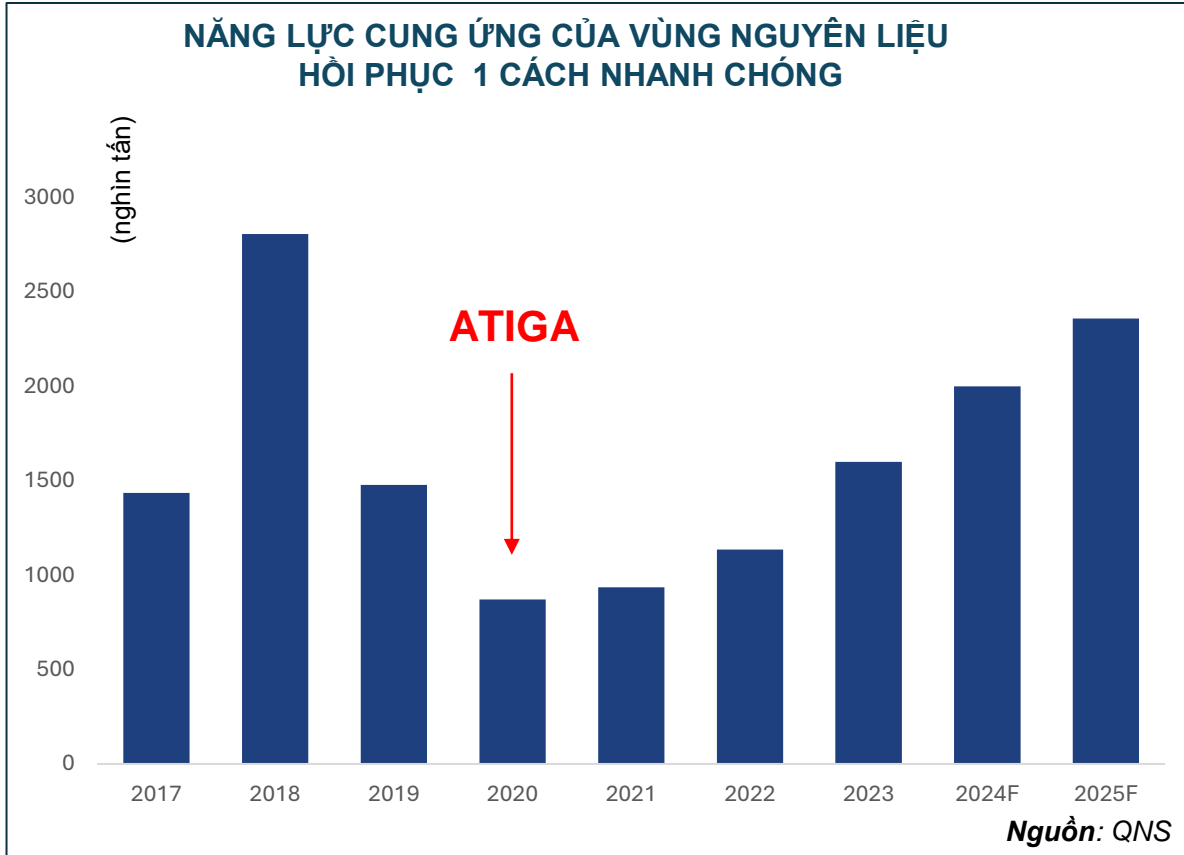
- Ngày 15/6/2021 Việt Nam chính thức áp thuế chống bán phá giá và trợ cấp với đường mía nhập khẩu từ Thái Lan ở mức 47,64%. Tuy nhiên, đường từ Thái Lan lại lẩn tránh thuế bằng cách chuyển đường sang các nước ASEAN để tiếp tục nhập vào Việt Nam.
- Để khắc phục tình trạng trên, ngày 9/8/2022 Việt Nam chính thức áp thuế chống lẩn tránh thuế đối với đường có nguồn gốc từ Thái Lan.

3. Các biện pháp thuế nhằm mục đích bảo hộ ngành mía đường trong nước sẽ là nền tảng chính giúp hồi phục vùng nguyên liệu trong nước và là điều kiện quan trọng giúp các nhà máy đường có kết quả kinh doanh khởi sắc trở lại trong các niên vụ tiếp theo.

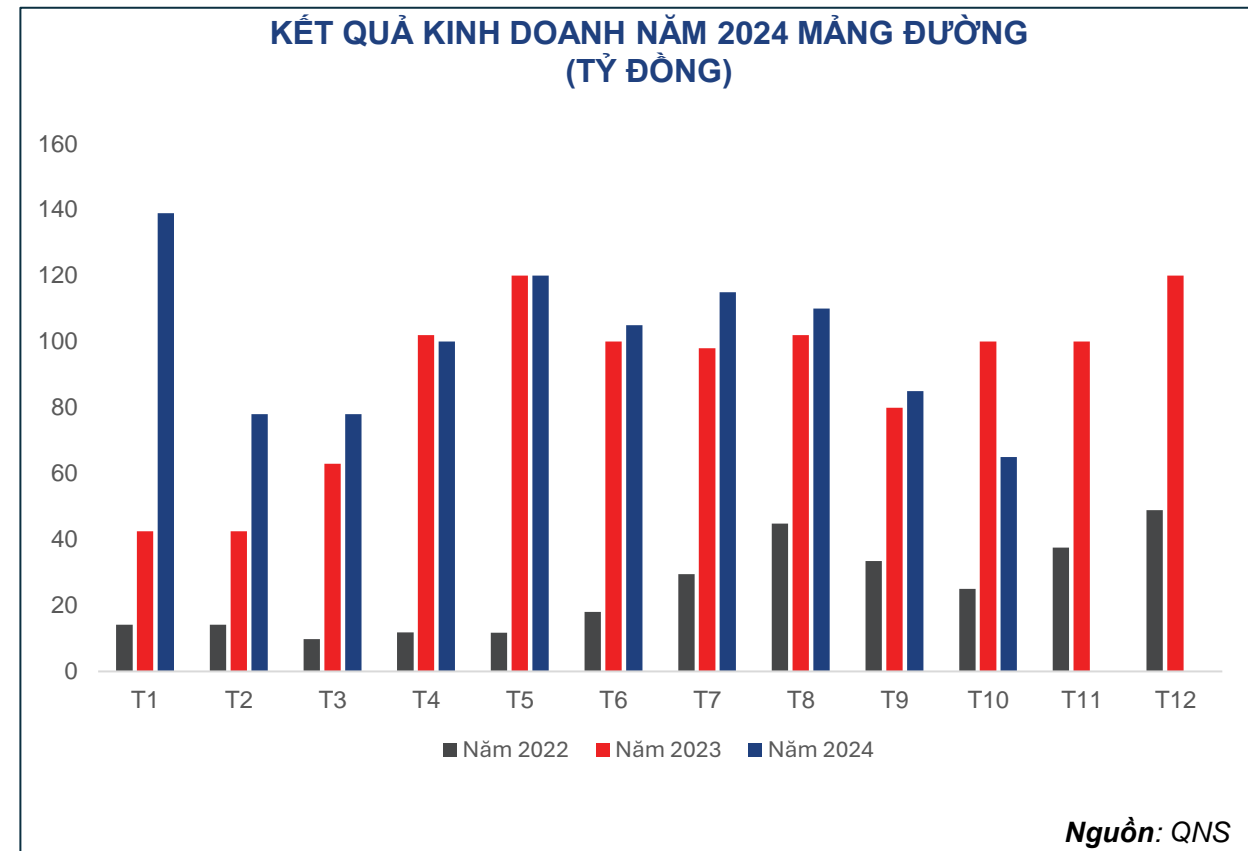
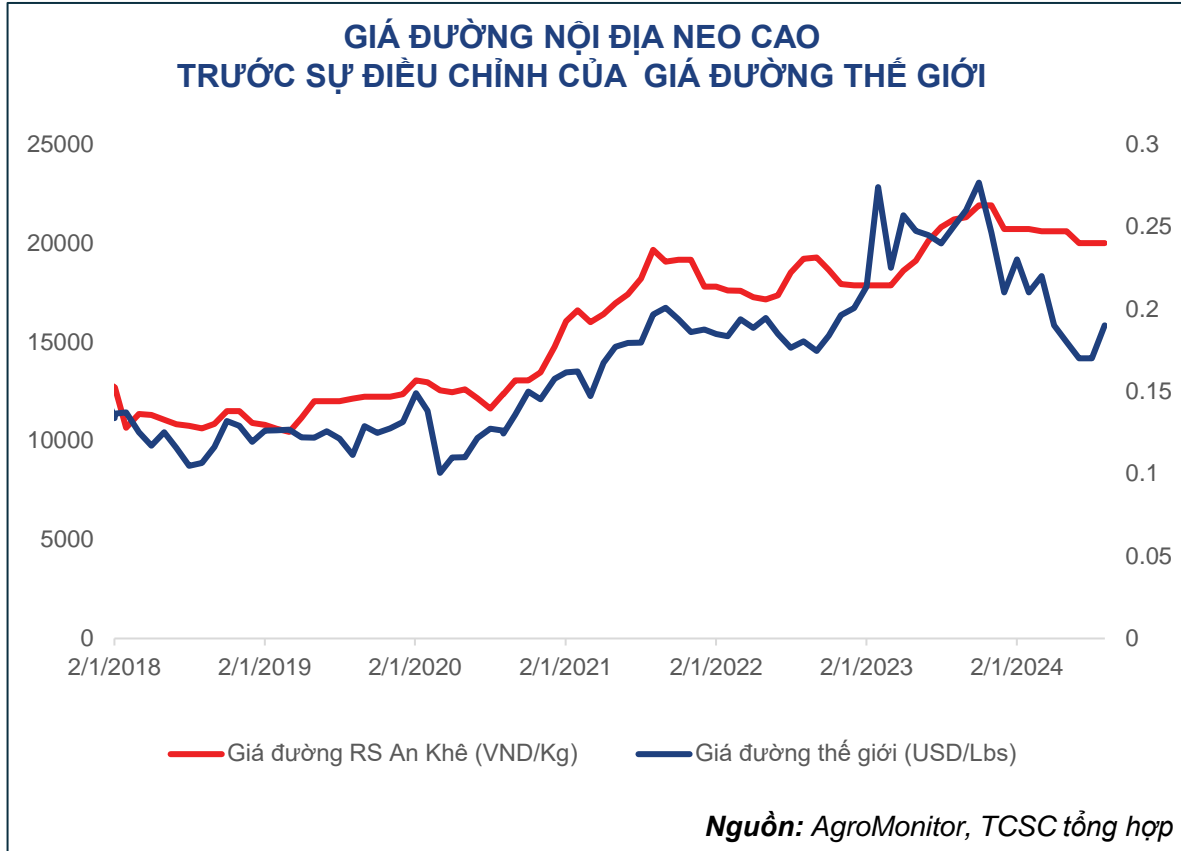


ĐẶC TÍNH VÙNG NGUYÊN LIỆU:

- **Vị trí & khí hậu:** Nằm tại vùng Đông Gia Lai, bao gồm 4 huyện An Khê, Kbang, Kông Chro, Đắk Pơ. Khu vực này có khí hậu nhiệt đới gió mùa và được chia làm 2 mùa rõ rệt là mùa mưa và mùa khô. Trong đó, mùa mưa thường bắt đầu từ tháng 5 và kết thúc vào tháng 10. Mùa khô từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau. Chúng tôi cho rằng, khí hậu này phù hợp và ủng hộ cho sự phát triển cho cây mía trong dài hạn tại khu vực này.
- **Tiềm năng mở rộng vùng nguyên liệu của QNS:** hiện tại 33,000 ha (tiềm năng mở rộng lên 40,000 ha, theo quy hoạch của UBND tỉnh Gia Lai)
- **Lợi ích kinh tế:** được miễn thuế thu nhập doanh nghiệp đối với thu nhập từ chế biến nông sản ở địa bàn có điều kiện kinh tế - xã hội đặc biệt khó khăn.
- **Tỷ lệ thất thoát mía nguyên liệu** (cạnh tranh từ nhà máy đường khác): 8-10%/năm, chủ yếu đến từ các nhà máy đường từ Phú Yên, Kon tum.... Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này sẽ không cao khi các nhà máy đường khác không có lợi thế về khoảng cách so với nhà máy đường An Khê (khoảng cách từ nhà máy đến vùng nguyên liệu < 50km).

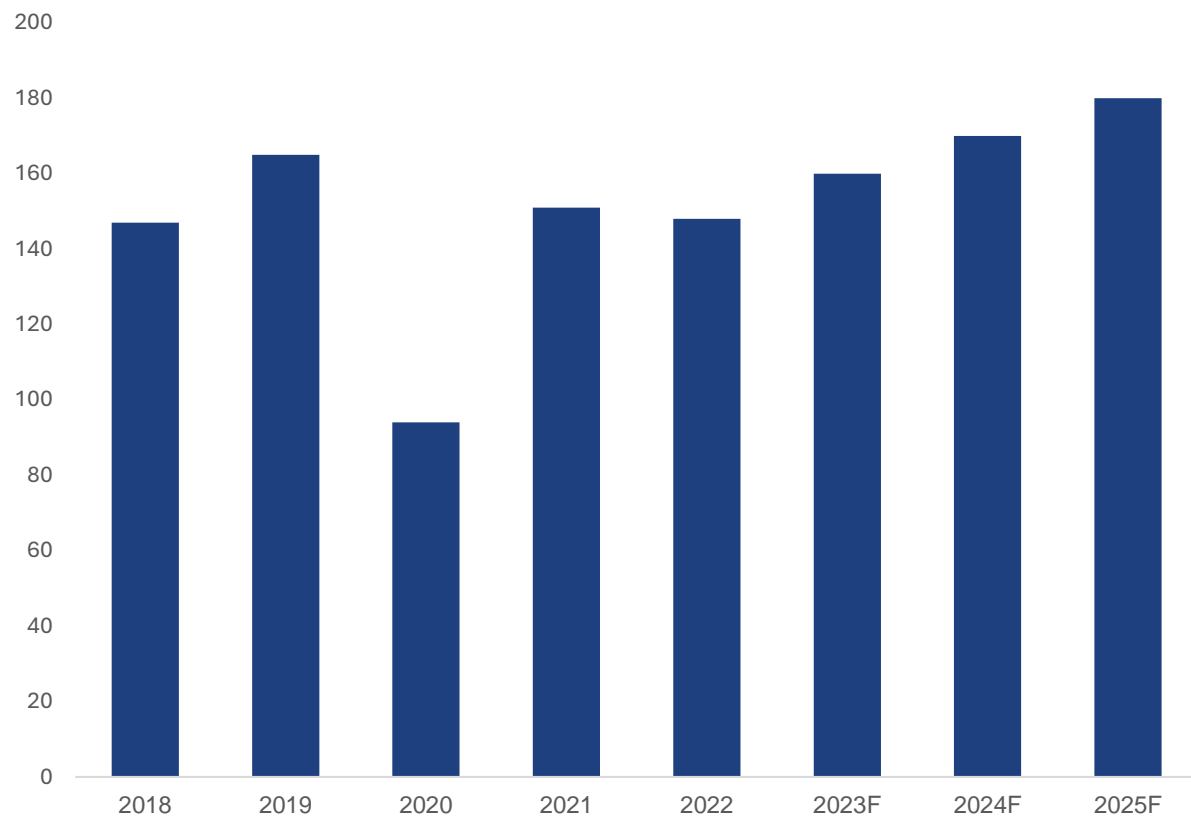


- Với năng lực hồi phục vùng nguyên liệu một cách nhanh chóng QNS sẽ có lợi thế rất lớn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong bối cảnh ngành mía đường trong nước đang dần hồi phục và giá đường nội địa đang neo ở một mức rất có lợi cho các nhà máy đường.



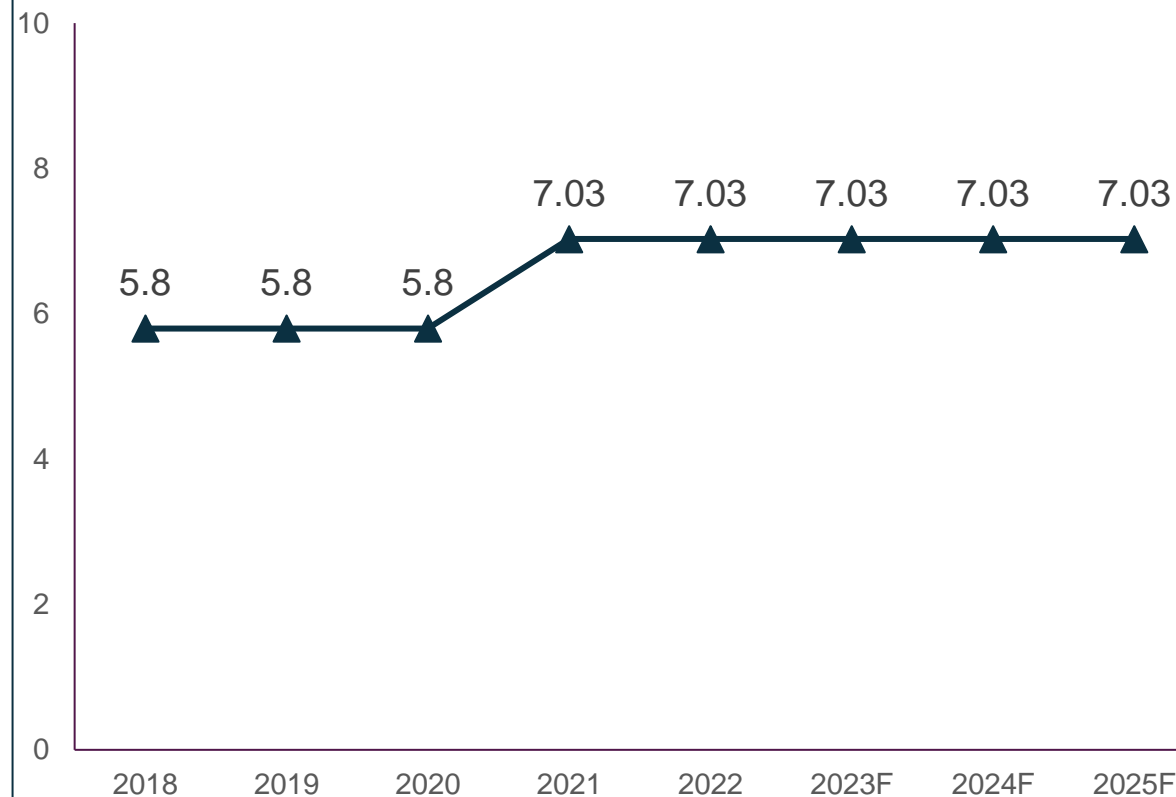
- **Giá đường được dự báo tiếp tục neo cao trong giai đoạn 2024-2025:** Giá đường nội địa duy trì ở mức cao là động lực chính giúp cho măng Đường của QNS hưởng lợi tích cực trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng có 2 động lực giúp giá đường nội địa neo cao trong bối cảnh giá đường thế giới đang điều chỉnh vì: **(1)** Thuế bảo hộ ngành đường nội địa tiếp tục gây sức ép lên đường nhập khẩu, trong khi hoạt động đường lậu đang bị kiểm soát chặt chẽ **(2)** Giá đường Việt Nam vẫn đang thấp hơn các nước trong khu vực ASEAN.
- **Sản lượng đường sẽ tiếp tục tăng trưởng 10-15%/năm** cho đến năm 2027 nhờ vào năng lực phát triển và dự địa mở rộng vùng nguyên liệu mía đường của QNS tại vùng mía An Khê, Gia Lai.

SẢN LƯỢNG ĐIỆN SINH KHỐI QUA CÁC NĂM CỦA QNS (TRIỆU KWH)



Nguồn: QNS. TCSC ước tính

GIÁ BÁN ĐIỆN SINH KHỐI ĐỒNG PHÁT (USCENT/KWH)



Nguồn: QNS, TCSC ước tính

Năm 2025, chúng tôi kỳ vọng Mảng điện sinh khối của QNS có mức tăng trưởng tốt nhờ sản lượng ép mía tăng cao hơn.

TỶ LỆ TRÊN TỔNG TÀI SẢN	2019	2020	2021	2022	2023	Q4/2024	Q1/2024	Q2/2024	Q3/2024
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	31.8%	33.5%	41.5%	43.8%	53.5%	53.5%	53.8%	53.1%	56.5%
Khoản phải thu	3.1%	2.9%	3.9%	5.7%	5.5%	5.5%	4.8%	6.1%	7.2%
Hàng tồn kho	7.3%	9.2%	8.3%	9.2%	8.0%	8.0%	13.7%	13.8%	7.7%
Tài sản cố định	45.9%	41.6%	43.4%	38.1%	30.4%	30.4%	25.4%	24.9%	25.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	9.1%	10.1%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.7%
Đầu tư tài chính dài hạn	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Phải trả người bán	5.4%	4.2%	3.7%	4.7%	3.8%	3.8%	2.8%	3.4%	1.3%
Người mua trả tiền trước và doanh thu chưa thực hiện	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
Vay ngắn hạn	18.4%	18.8%	20.6%	18.5%	20.0%	20.0%	26.8%	24.3%	17.7%
Vay dài hạn	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Vốn chủ sở hữu	71.5%	72.2%	71.8%	72.7%	71.2%	71.2%	64.7%	65.4%	72.1%

- ✓ QNS nắm giữ vị thế tài chính lành mạnh với gần 57% tài sản là tiền mặt và các khoản tương đương tiền.
- ✓ QNS duy trì chính sách chi trả cổ tức hấp dẫn với tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm duy trì hàng năm quanh ngưỡng 70% EPS từ đó tạo nên mức yield từ 8 - 10% cho cổ phiếu QNS.

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY LỢI NHUẬN SAU THUẾ CỦA QNS NĂM 2025 THEO KỊCH BẢN GIÁ ĐƯỜNG VÀ SẢN LƯỢNG ĐƯỜNG (TẤN)

	250,000	255,000	260,000	265,000	270,000	275,000	280,000	285,000
17,000	1,841	1,847	1,854	1,860	1,866	1,872	1,950	1,950
18,000	2,039	2,049	2,058	2,069	2,079	2,090	2,148	2,148
19,000	2,236	2,250	2,264	2,278	2,293	2,306	2,345	2,345
20,000	2,434	2,451	2,470	2,488	2,506	2,524	2,543	2,543
21,000	2,630	2,653	2,674	2,697	2,719	2,741	2,740	2,740
22,000	2,828	2,854	2,880	2,906	2,932	2,958	2,937	2,937

(Tấn)

Nguồn: TCSC ước tính

MẢNG CỐT LỖI TIẾP TỤC ĐÓNG GÓP VÀO SỰ TĂNG TRƯỞNG CỦA QNS TRONG NĂM 2025



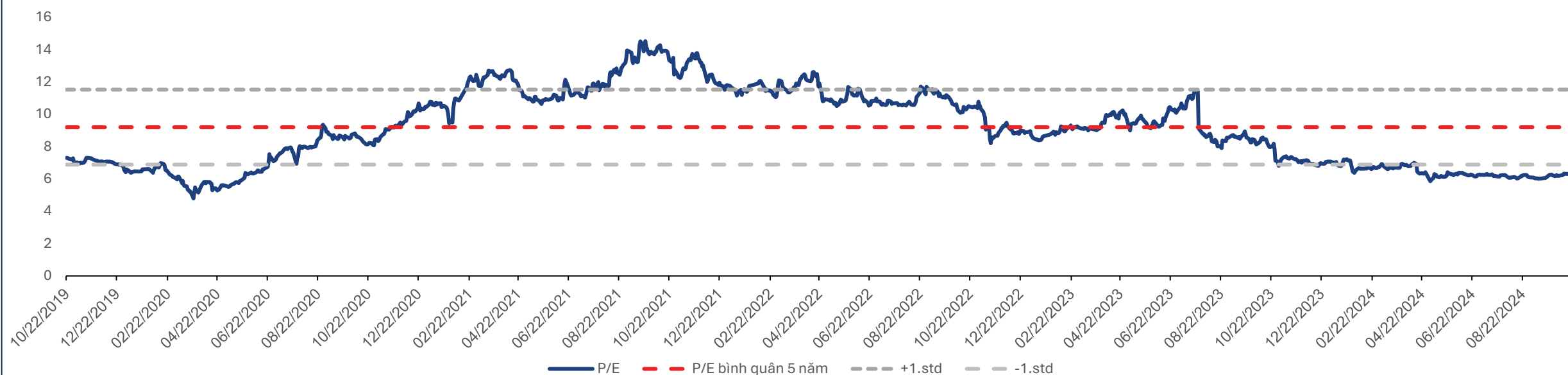
Nguồn: QNS, TCSC ước tính

Cho cả năm 2025, TCSC dự báo tổng doanh thu QNS đạt 12,297 tỷ VND (+ 9% YoY), lợi nhuận sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt 2,604 tỷ VND (+8% YoY).

Trong đó, ước tính của chúng tôi về các mảng cốt lõi như sau:

- (1) Mảng Đường: giá đường nội địa tiếp tục neo cao quanh ngưỡng 19 - 21,000/kg đường RS An Khê tại kho nhà máy. Sản lượng đường tiêu thụ của QNS tăng từ 10-15% so với năm 2024 căn cứ theo diện tích vùng nguyên liệu của niên vụ 2024/25
- (2) Mảng Sữa đậu nành: sản lượng hồi phục kể từ nửa cuối năm 2024 nhờ nhu cầu thị trường chung phục hồi.

ĐỊNH GIÁ PE LỊCH SỬ (*)



(*) Hệ số PE đã được điều chỉnh cổ phiếu quỹ

Nguồn: Fiiipro, TCSC

Mảng	Đóng góp 2025F	P/E hợp lý
Mảng sữa	45%	11.0x
Đường và các mảng khác	55%	6.0x
QNS	100%	8.0x

- Mức PE hợp lý cho QNS là 8x. Mảng sữa xứng đáng được định giá tại mức 11.0x, tương ứng chiết khấu 20% so với VNM vì quy mô và vị thế khiêm tốn hơn.

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6,522	7,734	8,259	10,021	11,283	12,171
+ Mạng đường	994	1,583	1,972	4,037	4,900	5,360
+ Mạng sữa	3,875	4,092	4,305	4,003	4,202	4,412
+ Khác	1,620	1,400	1,979	1,981	2,181	2,399
<i>Tăng trưởng DT</i>	-16%	13%	12%	21%	14%	9%
LNST	1,053	1,254	1,287	2,189	2,416	2,571
<i>Tăng trưởng LNST</i>	-18.5%	19.1%	2.5%	70.4%	10.4%	6.4%
EPS (VND)	3,459	4,117	4,219	7,264	8,017	8,382
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,000	3,000	3,000	4,000	4,500 (*)	4,500(*)

(*) TCSC dự báo

Cho năm 2025, giá trị hợp lý của cổ phiếu QNS được TCSC xác định ở mức **67,056 VND** dựa trên định giá PE mục tiêu 8 lần. Chúng tôi kỳ vọng Mạng sữa đậu nành sẽ tiếp tục hồi phục vào năm 2025 và mạng đường sẽ tiếp tục duy trì tăng trưởng nhẹ, giúp P/E Forward của QNS về 5.9x. Từ đó, tạo nên tiềm năng tăng giá **31%** cho cổ phiếu QNS.

CTCP ĐẦU TƯ SÀI GÒN VRG (SIP)

Giá mục tiêu: 117,000 VNĐ (+38.5%)

Tổng quan doanh nghiệp		UPCOM: SIP
Ngành nghề kinh doanh		KCN & BĐS
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)		2.105
Vốn hóa thị trường		17.348
Tăng trưởng EBIT 3 năm (%)		17%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)		18%
ROE		30%
Cổ tức 2023		16% tiền mặt
PE Trailing		14.6x
Cơ cấu cổ đông		
CTCP Đầu tư và Phát triển Đô Thị An Lộc		19,93%
Trần Mạnh Hùng (Chủ tịch HĐQT)		10,26%
CTCP KCN Nam Tân Uyên		9,06%
Lư Thanh Nhã (Tổng giám đốc)		7,52%
Phạm Hồng Hải & Người liên quan		4,38%
GVR		1,77%
Nguyễn Thanh Tùng		1,7%
Khác		45,39%

Luận điểm đầu tư

- Thuộc top các CĐT có tổng quỹ đất KCN lớn nhất cả nước với vị trí đẹp và giá thuê tốt. Năm 2025 kỳ vọng khởi công cao tốc TPHCM – Mộc Bài sẽ tác động tích cực đến giá thuê tại KCN Phước Đông - KCN lớn nhất của SIP.
- Doanh nghiệp hiếm hoi được cấp phép phân phối điện trong KCN. Mảng điện, nước có tiềm năng tăng trưởng lớn trong tương lai theo diện tích cho thuê.
- Tài chính mạnh, tiền mặt nhiều và các khoản đầu tư chất lượng.
- Câu chuyện đại chúng hóa cổ phiếu.

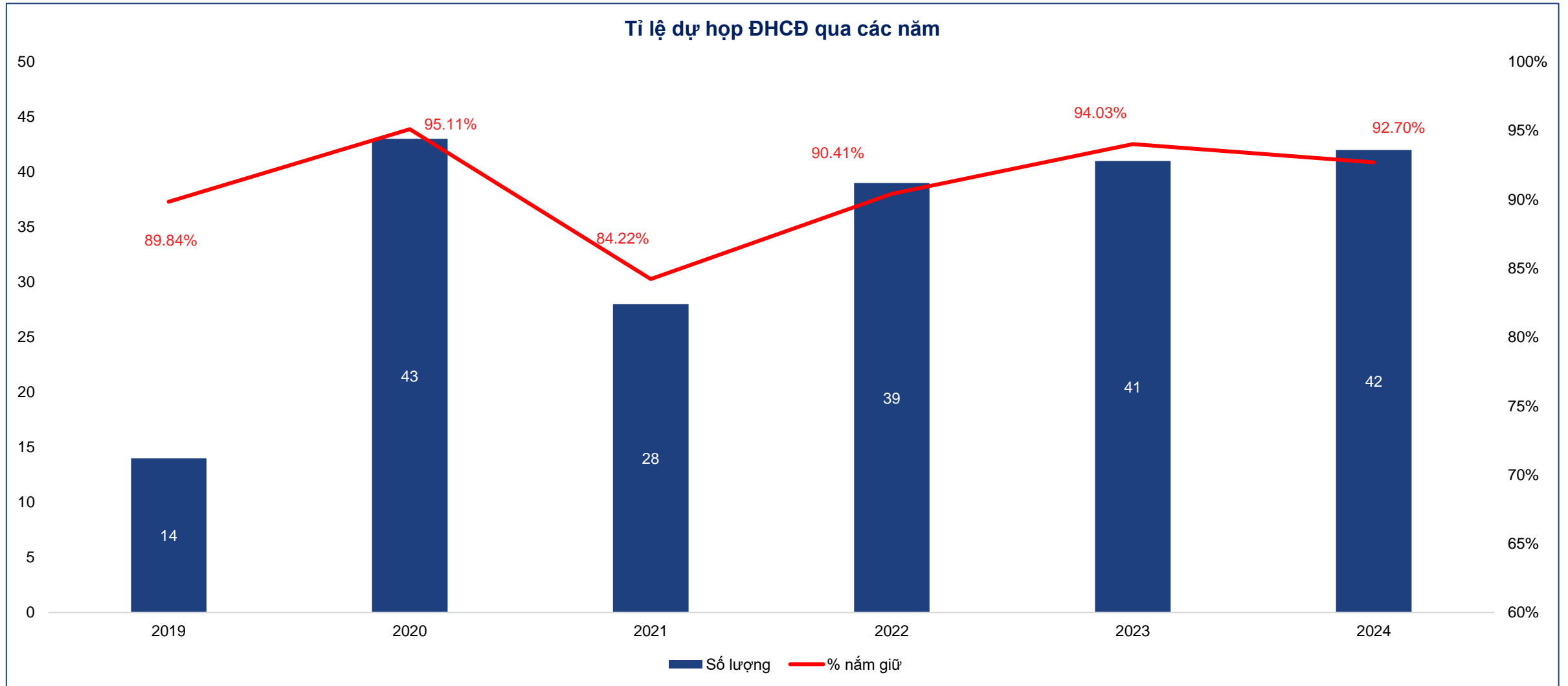
Rủi ro

Yếu tố quản trị doanh nghiệp

Định giá

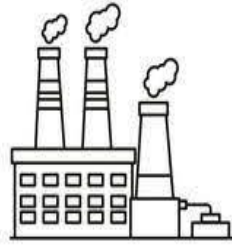
Giá trị hợp lý của cổ phiếu SIP được xác định ở mức **117.000 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá SOTP. cộng thêm tỷ suất cổ tức 3% cổ phiếu đang có upside 45%.

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	5.083	5.577	6.035	6.673	7.867	8.806	9.527
<i>Tăng trưởng DT</i>	<i>17%</i>	<i>10%</i>	<i>8%</i>	<i>11%</i>	<i>18%</i>	<i>12%</i>	<i>8%</i>
LNST	1.026	833	977	956	1.113	1.240	1.465
<i>Tăng trưởng LNST</i>	<i>72%</i>	<i>-19%</i>	<i>17%</i>	<i>-2%</i>	<i>20%</i>	<i>11%</i>	<i>18%</i>
EPS (VNĐ)	12.917	8.970	10.530	4.695	5.817	5.896	6.968
<i>Tăng trưởng EPS</i>	<i>50%</i>	<i>-31%</i>	<i>17%</i>	<i>-55%</i>	<i>27%</i>	<i>1%</i>	<i>18%</i>





SAI GON VRG
Your trusted partner always



Khu công nghiệp



Điện, nước



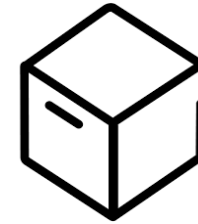
Cho thuê đất



Phí quản lý,
nước thải, rác



Bất động sản



Thành phẩm



Bao bì

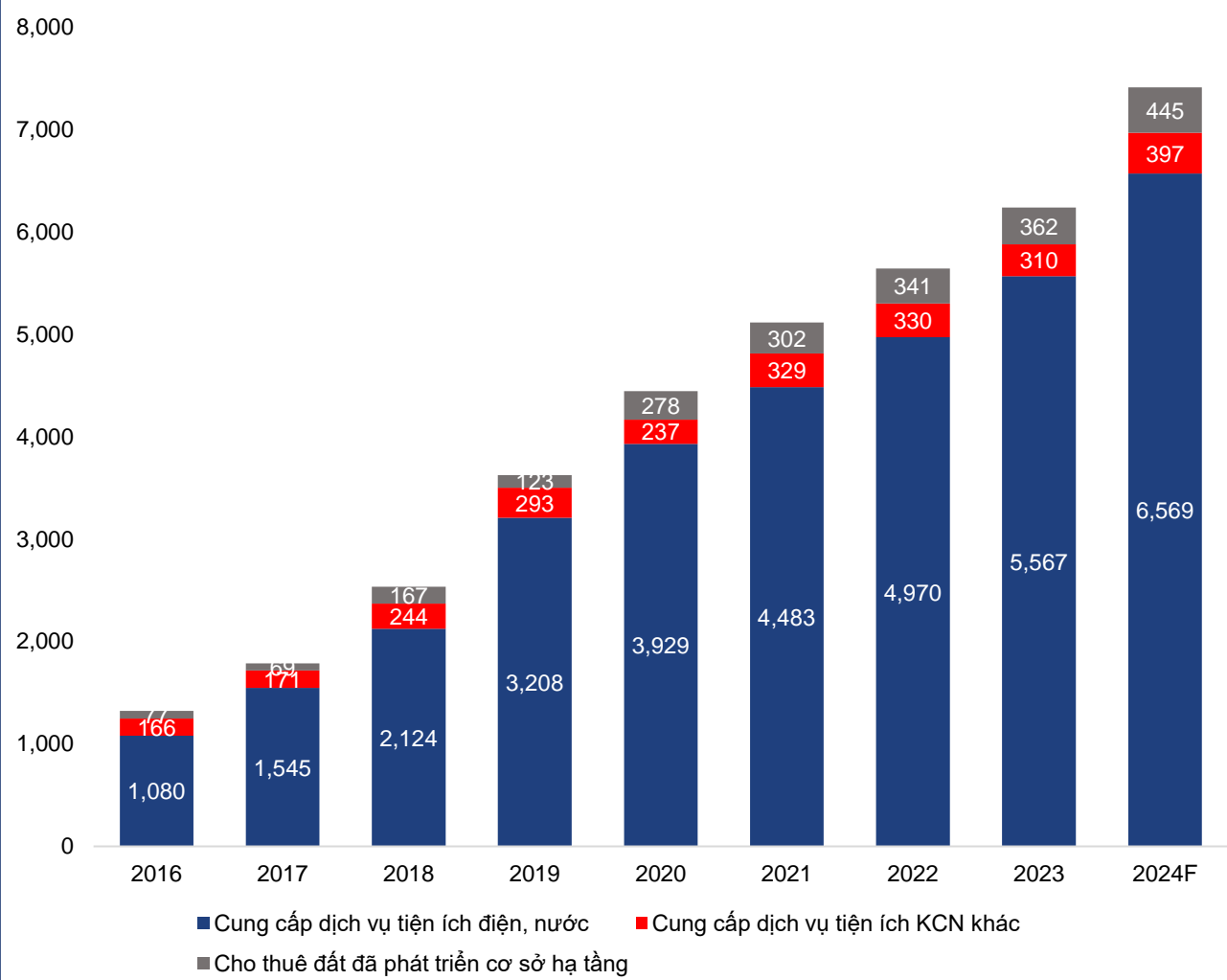


Mủ cao su

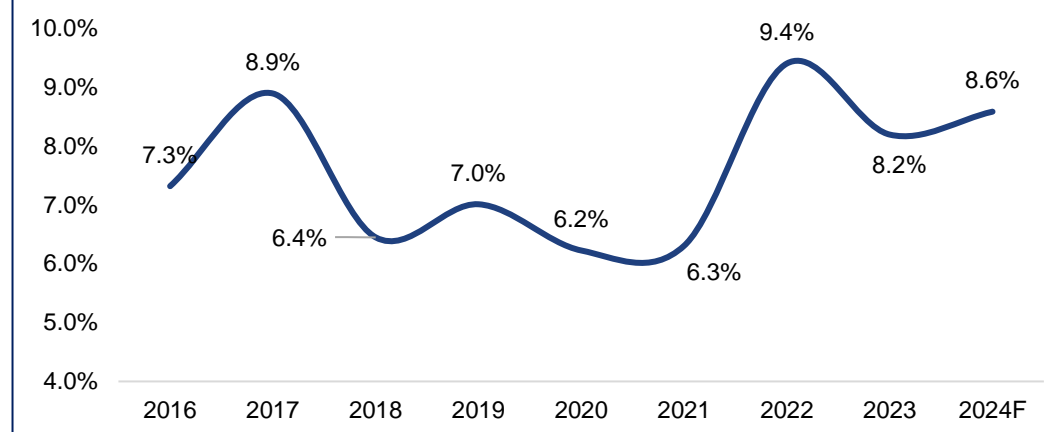


Cảng Thanh
Phước

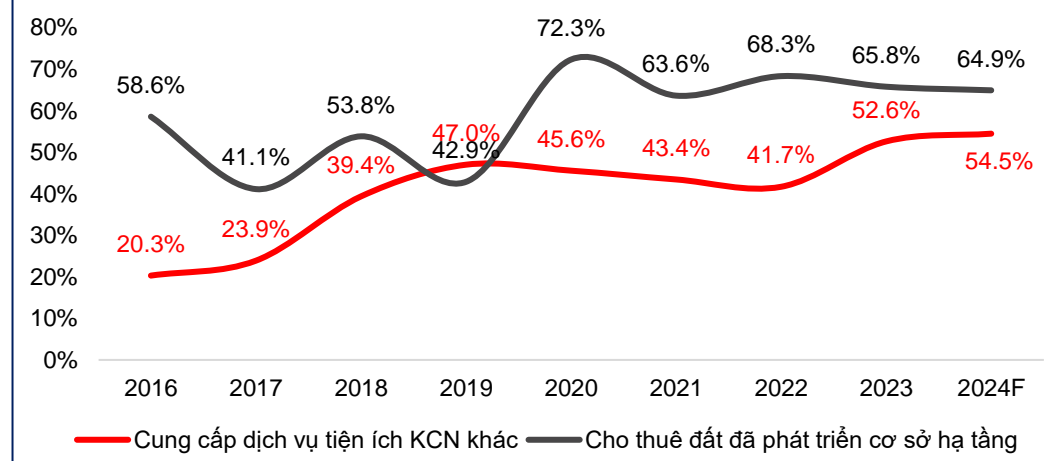
Doanh thu các mảng kinh doanh cốt lõi của SIP



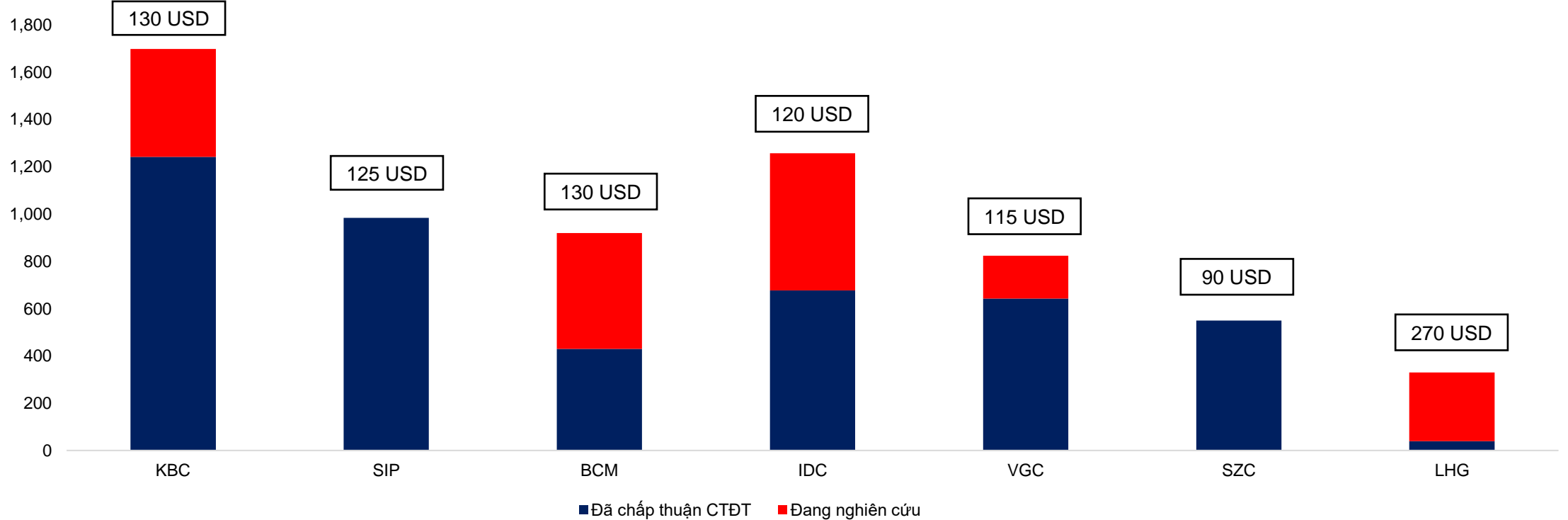
Biên lãi gộp cung cấp điện, nước



Biên lãi gộp cho thuê đất và các dịch vụ tiện ích KCN khác



Diện tích thương phẩm còn lại (bao gồm cả sẵn sàng cho thuê và đang GPMB) của một số doanh nghiệp niêm yết (ha) và giá cho thuê mới trung bình

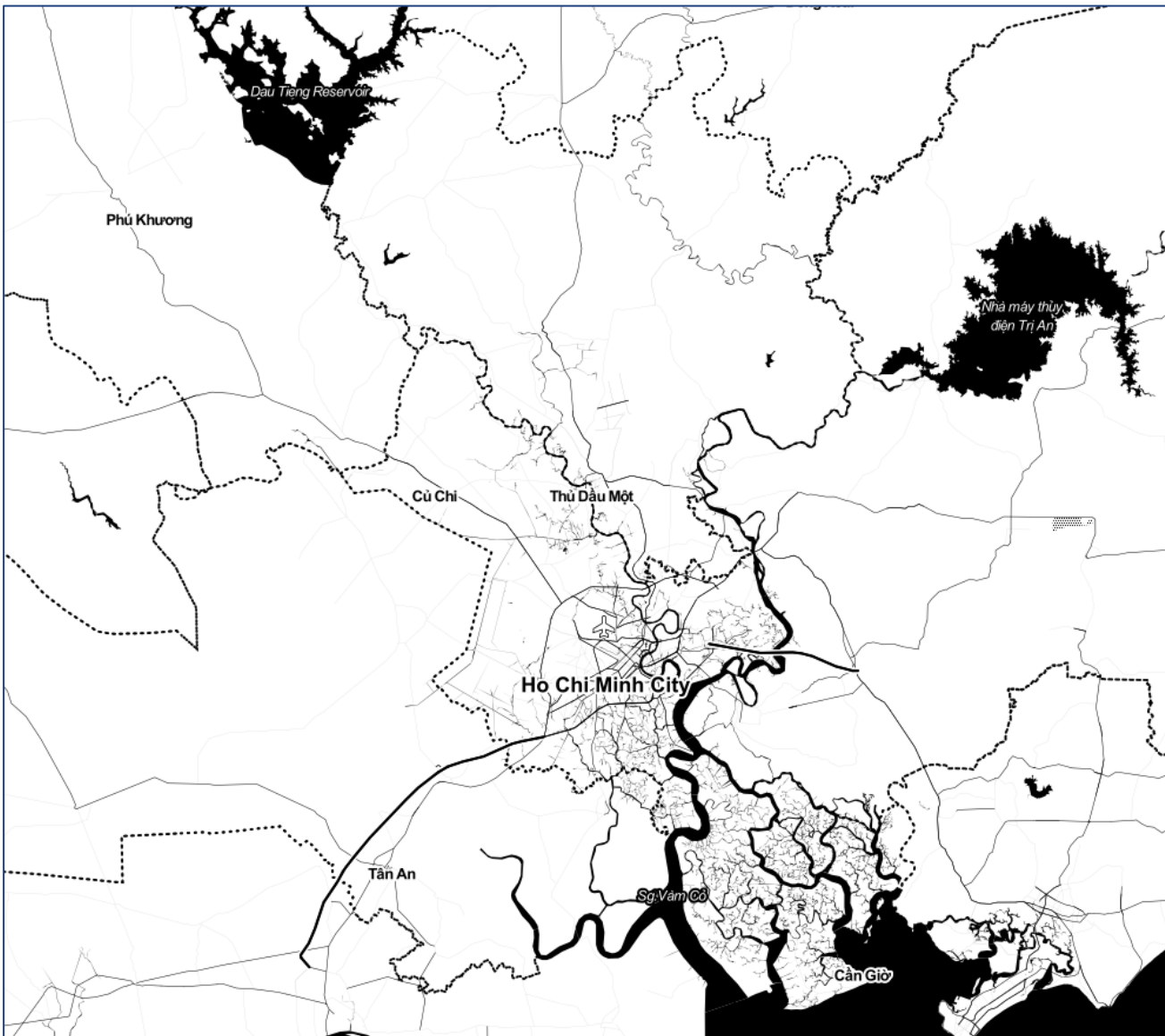


Doanh nghiệp	KBC	SIP	BCM	IDC	VGC	SZC	LHG
Vốn hóa tính tới 14/12/2024 (tỷ VNĐ)	21.378	17.348	70.070	18.546	19.683	7.730	1.828

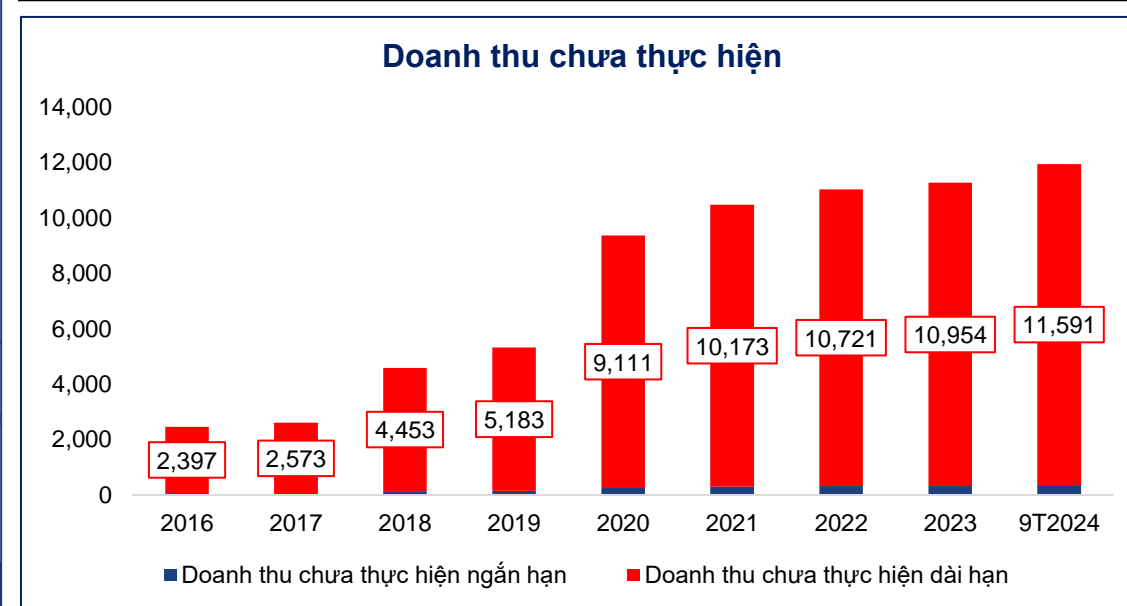
*Giá trung bình được TCSC ước tính dựa trên giá thuê và tỷ trọng của từng KCN trên tổng diện tích thương phẩm còn lại.

**Hình ảnh mang tính chất tham khảo vì giá trị quỹ đất không chỉ phụ thuộc vào diện tích mà còn phải xét đến vị trí, chất lượng dịch vụ, uy tín CĐT..v.v.

Nguồn: TCSC tổng hợp



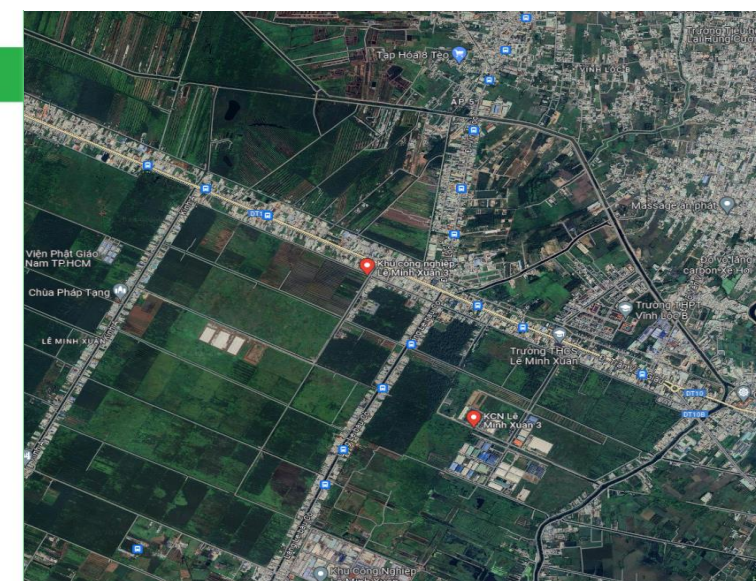
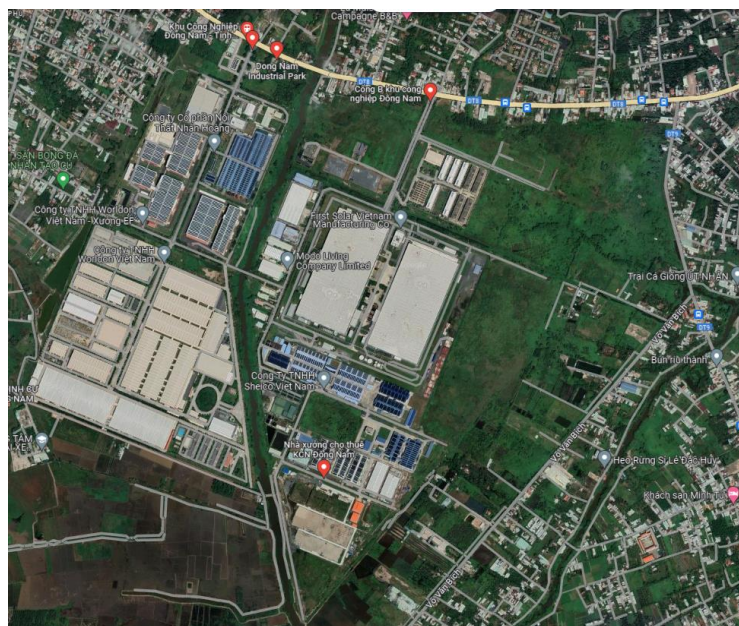
Tên KCN	Diện tích thương phẩm (ha)	Lấp đầy	Thương phẩm còn lại (ha)	Giá cho thuê mới đất KCN (USD/m2/chu kỳ)
Phước Đông	1.718	55%	760	80
Đông Nam	194	88%	24	260
Lê Minh Xuân 3	156	32%	106	280
Lộc An – Bình Sơn	361	72%	94	230 - 240
Tổng	2.429		984	



2 KCN có vị trí đắc địa tại TPHCM nhưng không cần phải đầu tư thêm quá lớn do đã cơ bản hoàn thành công tác đền bù GPMB và nghĩa vụ tài chính. Chỉ còn chi phí xây dựng hạ tầng cho các diện tích thuê mới.

KCN Đông Nam			
Diện tích (ha)	287	Năm hoạt động	2008
TMĐT (Tỷ VNĐ)	1.963	Thời gian còn lại	35 năm
Thương phẩm	206	Sở hữu của SIP	100%
Lắp đầy	88%	Diện tích còn lại (ha)	25
NAV	664	Giá thuê (USD/m2/ki)	280

KCN Lê Minh Xuân 3			
Diện tích (ha)	231	Năm hoạt động	2014
TMĐT (Tỷ VNĐ)	2.065	Thời gian còn lại	41 năm
Thương phẩm	155	Sở hữu của SIP	100%
Lắp đầy	32%	Diện tích còn lại (ha)	105
NAV	2.765	Giá thuê (USD/m2/ki)	260



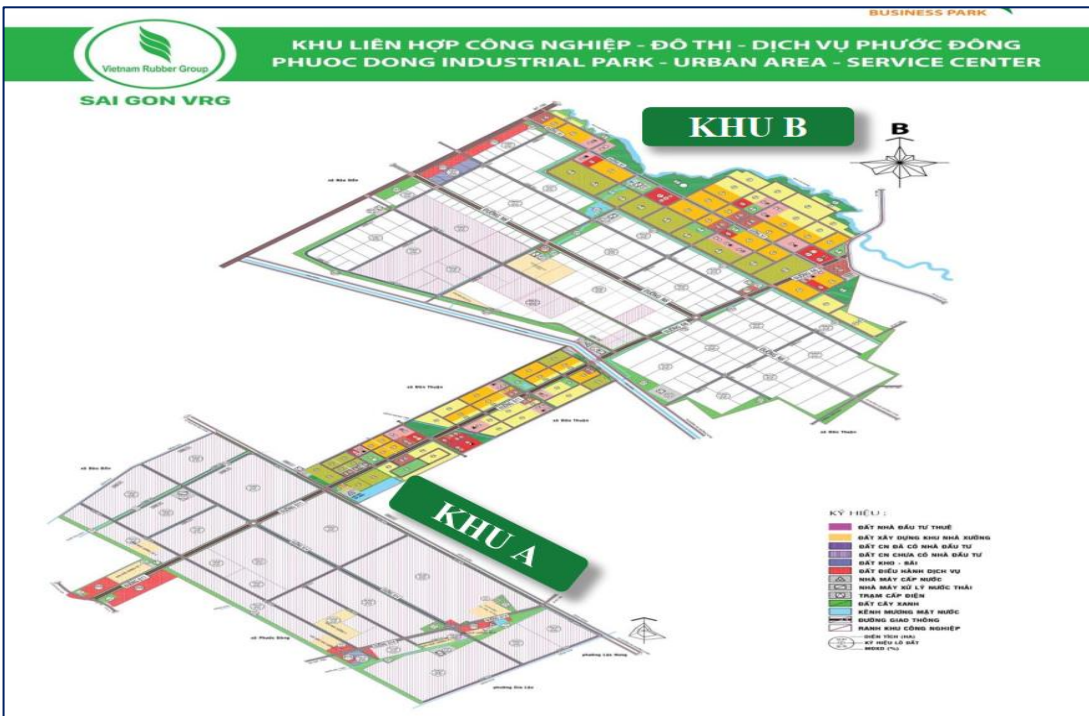
Diện tích thương phẩm còn lại (A) (B) (C)



KCN Lộc An Bình Sơn			
Diện tích (ha)	498	Năm hoạt động	2010
TMĐT (Tỷ VNĐ)	1.984	Thời gian còn lại	37 năm
Thương phẩm	361	Sở hữu của SIP	69%
Lắp đầy	72,5%	Diện tích còn lại (ha)	99
NAV	2.853	Giá thuê (USD/m2/ki)	230

- KCN này có vị trí rất đắc địa chỉ cách sân bay Long Thành trong bán kính 5km, rất thích hợp làm các kho bãi Logistic. Bên cạnh đó, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu cũng đi sát qua KCN này.
- Tiến độ sân bay Long Thành và hệ thống giao thông kết nối đang được đẩy nhanh sẽ giúp giá thuê và nhu cầu thuê tại đây tăng trưởng rất tích cực



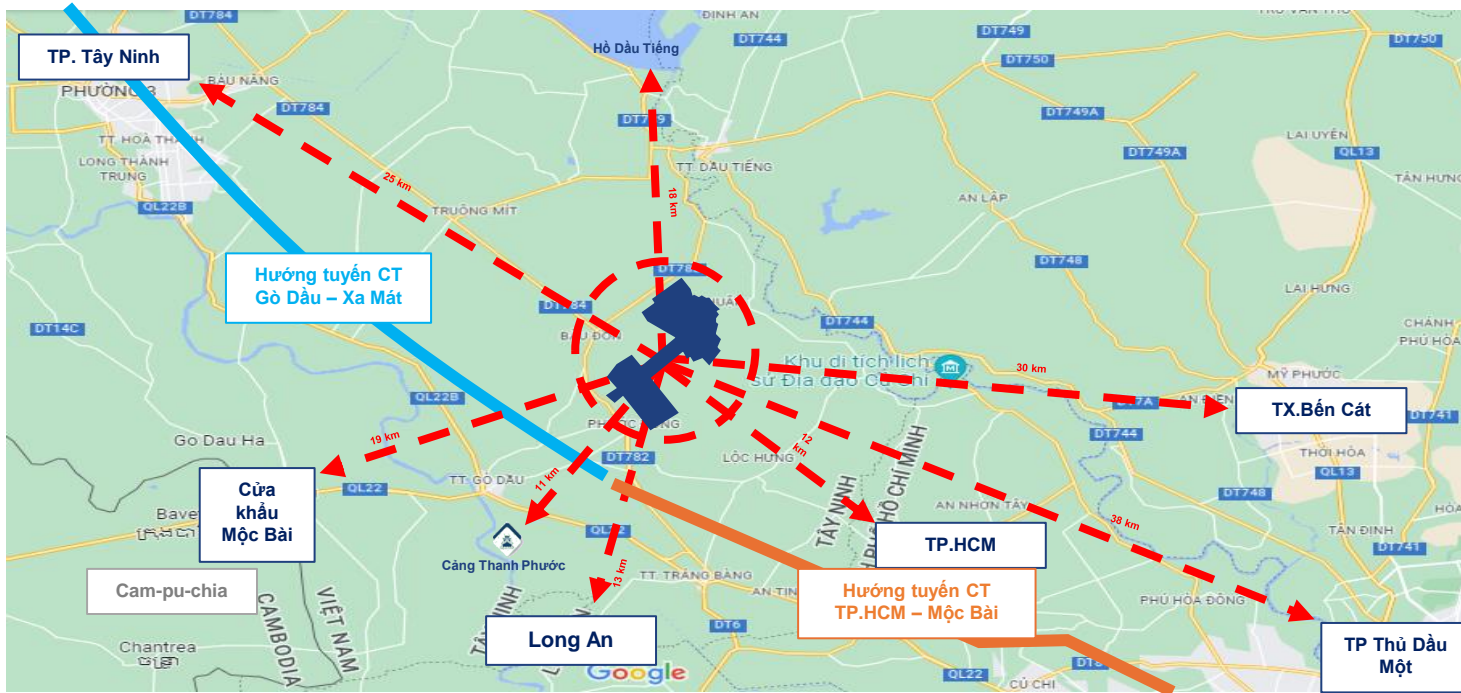


KCN Phước Đông còn 956 ha phải thu hồi GPMB, tính tới thời điểm hiện tại đã hoàn thành 98% công tác kiểm kê nhưng chưa duyệt phương án bồi thường cuối cùng. Trong mô hình định giá đang giả định lấy theo phương án cũ với giá đền bù + nộp tiền đất khoảng 3 tỷ/ha.

Khu A				
Diện tích (ha)	1.014	Năm hoạt động	2008	
TMĐT (Tỷ VNĐ)	2.603	Thời gian còn lại	35 năm	
Thương phẩm	817	Sở hữu của SIP	100%	
Lấp đầy	95%	Diện tích còn lại (ha)	43	
Khu B				
Diện tích (ha)	1.175	Năm hoạt động	2008	
<i>Giai đoạn 2</i>	615			
<i>Giai đoạn 3</i>	560			
TMĐT (Tỷ VNĐ)	3.303	Thời gian còn lại	35 năm	
Thương phẩm	911	Sở hữu của SIP	100%	
<i>Giai đoạn 2</i>	510			
<i>Giai đoạn 3</i>	401			
Lấp đầy	17%	Diện tích còn lại (ha)	760	
<i>Giai đoạn 2</i>	30%			355
<i>Giai đoạn 3</i>	Chưa cho thuê			405

Giả định worse case	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Diện tích cho thuê (ha)	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
Giá (USD/m2/chu kỳ)	80	82	85	87	90	93	96	98	101	104	108	111	114	117	121
Tốc độ tăng giá	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Doanh thu	1,019	1,055	1,092	1,130	1,170	1,211	1,253	1,297	1,343	1,390	1,439	1,490	1,542	1,596	1,652
Chi phí đầu tư thêm	(477)	(477)	(477)	(477)											
SG&A + Maintenance	(83)	(88)	(92)	(97)	(98)	(100)	(102)	(103)	(105)	(107)	(109)	(111)	(113)	(115)	(118)
Thuế	(140)	(148)	(155)	(162)	(170)	(178)	(187)	(195)	(204)	(213)	(222)	(232)	(242)	(253)	(263)
NAV	5.024														

- Cao tốc TP.HCM – Mộc Bài được thực hiện theo phương thức đối tác công tư (Hợp đồng BOT) đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư tại Quyết định số 760/QĐ-TTg ngày 2/8/2024. Dự án có 4 thành phần: (1) Dự án thành phần 1 đầu tư xây dựng đường cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh - Mộc Bài (giai đoạn 1) theo phương thức đối tác công tư (Hợp đồng BOT) có tổng mức đầu tư khoảng 10.421 tỷ đồng, bao gồm vốn nhà đầu tư khoảng 9.943 tỷ đồng, chiếm 95,41% và vốn Ngân sách Nhà nước (Ngân sách Thành phố Hồ Chí Minh) khoảng 478 tỷ đồng, chiếm 4,59%; (2) Dự án thành phần 2 đầu tư xây dựng đường gom dân sinh, cầu vượt ngang đường cao tốc có tổng mức đầu tư: khoảng 2.422 tỷ đồng, đầu tư theo phương thức đầu tư công. (3) Dự án thành phần 3 bồi thường, hỗ trợ, tái định cư cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh - Mộc Bài đoạn qua Thành phố Hồ Chí Minh có tổng mức đầu tư khoảng 5.270 tỷ đồng; đầu tư theo phương thức đầu tư công. (4) Dự án thành phần 4 bồi thường, hỗ trợ, tái định cư cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh - Mộc Bài đoạn qua tỉnh Tây Ninh có tổng mức đầu tư khoảng 1.504 tỷ đồng; đầu tư theo phương thức đầu tư công. Hiện nay dự án thành phần 4 đang được Tây Ninh đẩy mạnh với công tác cắm mốc đầu và công tác đấu thầu tìm kiếm đơn vị xác định giá đất đền bù cũng đã được thực hiện vào ngày 11/12/2024. Trước đó vào ngày 6/11/2024, UBND TP.HCM cũng đã có văn bản gửi các nhà đầu tư về sự quan tâm đối với dự án đường cao tốc TP.HCM - Mộc Bài với thời điểm nộp hồ sơ quan tâm thực hiện dự án kéo dài kể từ ngày 6/11 đến ngày 31/12. Dự kiến công tác GPMB tại Tây Ninh sẽ được hoàn thành trước tháng 5/2025 để kịp khởi công cao tốc trong khi dự án thành phần 3 sẽ chi trả giai đoạn 1 vào tháng 4/2025. Toàn tuyến cao tốc dự kiến hoàn thành vào 12/2027.
- Bên cạnh đó, cao tốc Gò Dầu – Xa Mát đã được SunGroup lập nghiên cứu tiền khả thi và khả năng cao đơn vị này sẽ quyết tâm thực hiện nhằm hỗ trợ cho các dự án du lịch tâm linh tại đây.
- Tương lai khi 2 tuyến cao tốc được hình thành giúp kết nối hạ tầng khu vực này tốt hơn rất nhiều, giải tỏa 1 phần áp lực cho QL22. Từ đó, hỗ trợ đáng kể cho giá thuê đất của KCN Phước Đông.



TT	Tên Khu công nghiệp	Diện tích theo quy hoạch (ha)	Diện tích đất thực hiện (ha)	Diện tích đất có thể cho thuê (ha)	Diện tích đất đã cho thuê (ha)	Tỷ lệ lấp đầy (%)	Diện tích đất còn lại có thể cho thuê (ha)
1	2	3	4	5	6	7=6/5	8=5-6
1	KCN Trảng Bàng	190	189,10	137,75	133,26	96,74	4,49
2	KCX & CN Linh Trung III	203	202,67	134,76	131,48	97,57	3,28
3	KCN Thành Thành Công	760	760	525,82	467,35	88,88	58,47
4	KCN Phước Đông	2.183	2.189,11	1.717,77	945,27	55	772,5
5	KCN Chà Là	42	42,19	33,35	32,51	97,48	0,84
Tổng cộng		3.385,19	3.383,07	2.540,1	1.709,87	67	839,58

Bảng 1. Cơ cấu nhà đầu tư trong KCN Phước Đông theo quốc gia (2021)

Quốc gia	Số lượng
Trung Quốc	19
Hàn Quốc	9
Đài Loan	5
Việt Nam	5
Anh	2
Nhật Bản	2



Dệt, may
(có nhuộm)



Lốp xe



Nhựa



Chế biến Cao su

Bảng 2. Một số dự án đầu tư lớn trong KCN Phước Đông

Công ty	Quốc tịch	Vốn đầu tư	Ngành nghề
Công ty TNHH BROTEX Việt Nam	Trung Quốc	800 triệu USD	Xơ sợi nhuộm
Công ty TNHH SAILUN Việt Nam	Trung Quốc	550 triệu USD	Lốp xe
Công ty TNHH GAIN LUCKY Việt Nam	Anh Quốc	480 triệu USD	Dệt nhuộm
Công ty TNHH JIN JU (VN) TIRE	Trung Quốc	300 triệu USD	Lốp xe
Công ty TNHH ACTR	Trung Quốc	280 triệu USD	Lốp xe
Công ty TNHH BILLION Việt Nam	Trung Quốc	220 triệu USD	Sợi Polyester, hạt pet chip
Công ty TNHH LUTHAI Việt Nam	Trung Quốc	211 triệu USD	Dệt sợi, dệt màu
Công ty TNHH GLOBAL HANTEX	Hàn Quốc	200 triệu USD	Dệt kim
Công ty TNHH ILSHIN Việt Nam	Hàn Quốc	177 triệu USD	Xơ sợi

Phân phối điện lưới

	2020	2021	2022	6T2023
Sản lượng (Triệu Kwh)	2,160	2,476	2,565	1,353
Doanh thu (Tỷ VNĐ)	3,772	4,284	4,703	2,385
Giá vốn (Tỷ VNĐ)	3,618	4,107	4,408	2,237
Lãi gộp (Tỷ VNĐ)	154	177	295	149
Tỷ suất lãi gộp	4.1%	4.1%	6.3%	6.2%



Điện mặt trời

	KCN Đông Nam	KCN Phước Đông	KCN Lê Minh Xuân 3	KCN Lộc An Bình Sơn	Tổng
Số lượng dự án	32	27	6	10	75
Công suất lắp đặt (kWp)	19,440	20,125	4,325	5,864	49,754
<i>a. Đã đóng điện</i>	<i>18,082</i>	<i>16,332</i>	<i>2,035</i>	<i>4,858</i>	<i>41,307</i>
<i>b. Đang thi công</i>	<i>1,358</i>	<i>3,793</i>	<i>2,290</i>	<i>1,006</i>	<i>8,447</i>



	2020	2021	2022	6T2023
Sản lượng (Triệu kWh)	6.0	20.4	46.3	34.4
Doanh thu (Tỷ VNĐ)	10.4	36.4	82.9	61.7
Giá vốn (Tỷ VNĐ)	6.2	21.8	47.3	36.5
Lãi gộp (Tỷ VNĐ)	4.2	14.6	35.6	25.2
Tỷ suất lãi gộp	40.4%	40.1%	42.9%	40.8%



Đường dây 500kV

Trạm (500/220kV)

Trạm (220/110kV)

Trạm (110/22kV) tại KCN


SIP mua điện từ thanh cái 110kV sau đó hạ áp bán lại với giá ở cấp 22kV và nhỏ hơn theo các quy định.

Đường dây trung thế đi nổi

Nhà máy sản xuất






Quang điện nổi - 476 kWp
KCN Phước Đông - Cổ Châu, Tây Ninh

Ngoài ra, đang đẩy mạnh điện mặt trời trên mái các nhà xưởng và mặt nước. Hiện nay, công suất tại KCN Phước Đông còn khá nhỏ, vẫn còn nhiều dư địa phát triển.

Trạm hạ áp (22/0,4kV)


Cáp ngầm hạ thế

Chiếu sáng

Hồ Dầu Tiếng

Nước mặt qua Kênh Đông

3 nhà máy nước công suất tối đa 120.000 m3/ngày đêm


Các cấp đường ống

Nhà máy sản xuất


	KCN Đông Nam	KCN Phước Đông
Nhà máy cấp nước sạch số 1	10.000	10.000
Nhà máy cấp nước sạch số 2		15.000
Nhà máy cấp nước thô		80.000
Tổng công suất	10.000	105.000

Các KCN khác sẽ mua ngoài

1. KCN Lê Minh Xuân 3: Nước sạch được cấp từ Nhà máy nước SAWACO Bình Chánh, công suất 300.000 m³/ngày-đêm.
2. KCN Lộc An – Bình Sơn: Nước sạch được cấp từ Nhà máy cấp nước Nhơn Trạch, công suất 100.000 m³/ngày-đêm.

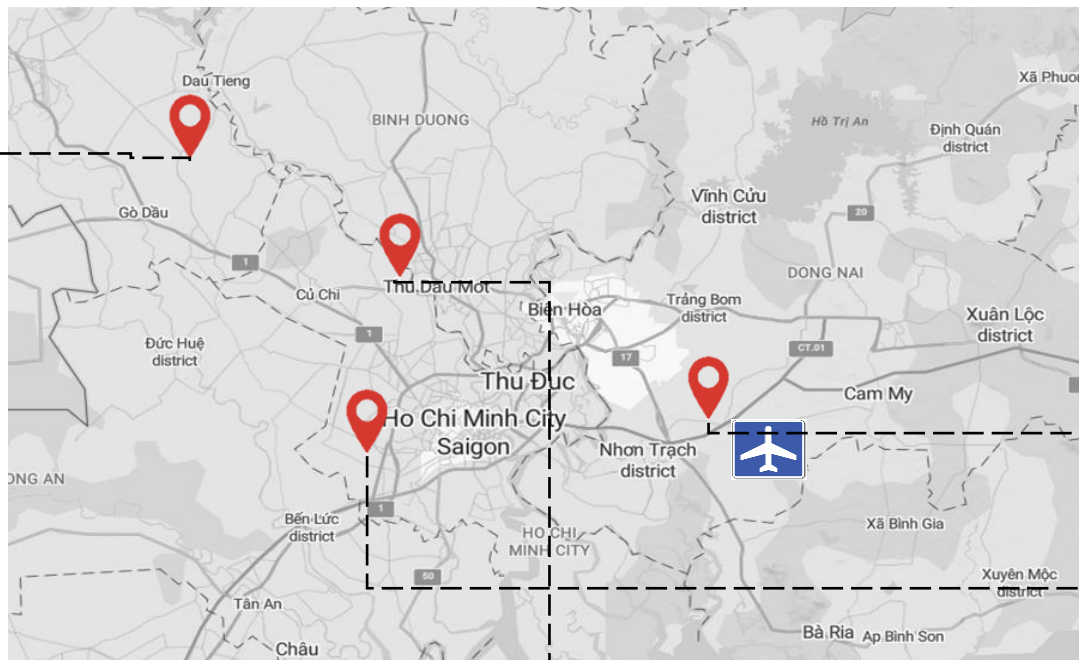
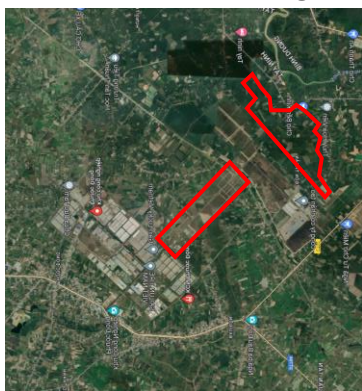
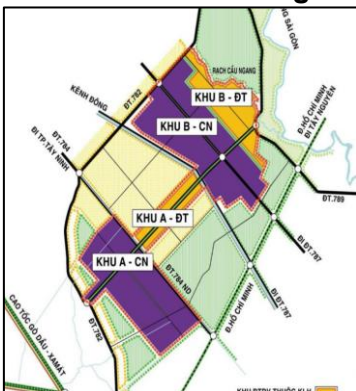
	2020	2021	2022	6T2023
Sản lượng (triệu m ³)	25	28	31	15
Doanh thu (Tỷ VNĐ)	147	163	184	92
Giá vốn (Tỷ VNĐ)	60	63	74	43
Lãi gộp (Tỷ VNĐ)	87	99	110	49
Tỷ suất lãi gộp	59.0%	61.0%	59.9%	53.5%

Mảng nước mỗi năm doanh thu khoảng 200 tỷ và lãi gộp 100 tỷ



KCN Phước Đông

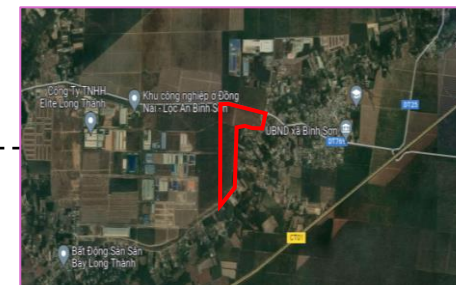
KDC Phước Đông



KCN Lộc An – Bình Sơn

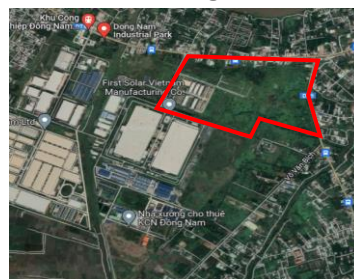


KDC Lộc An – Bình Sơn



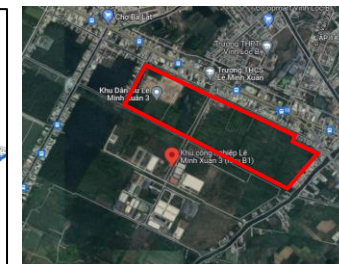
KCN Đông Nam

KDC Đông Nam



KCN Lê Minh Xuân 3

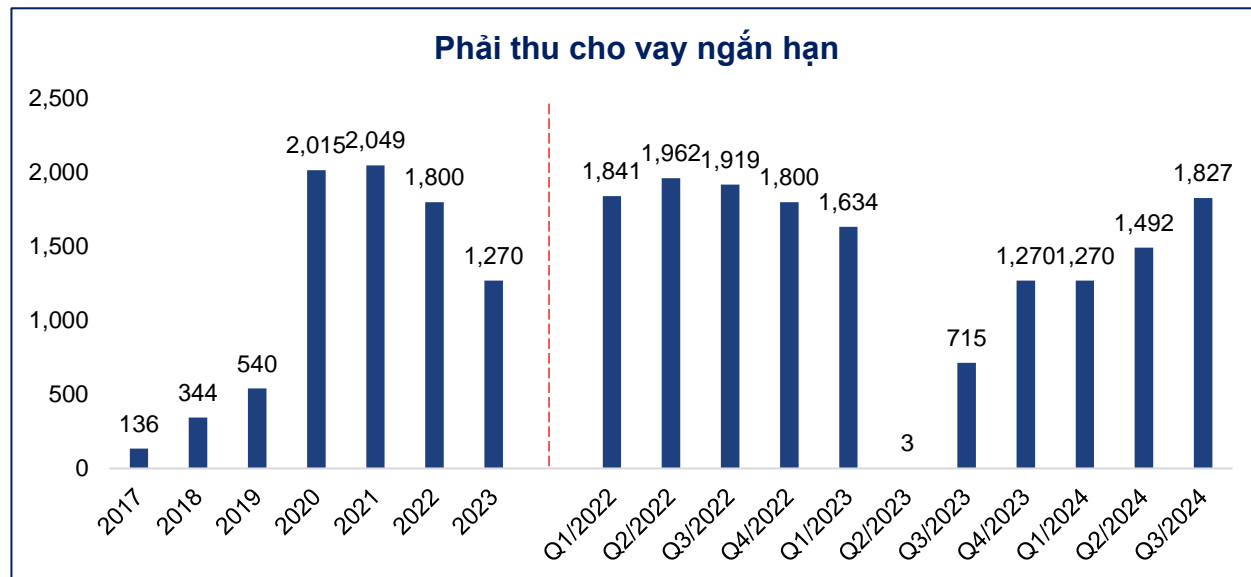
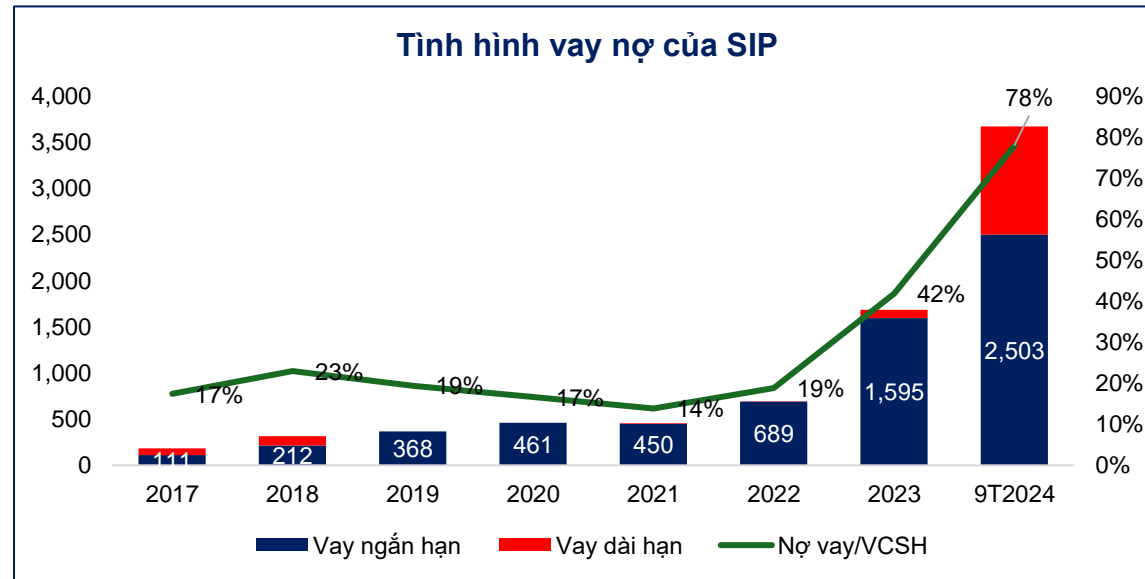
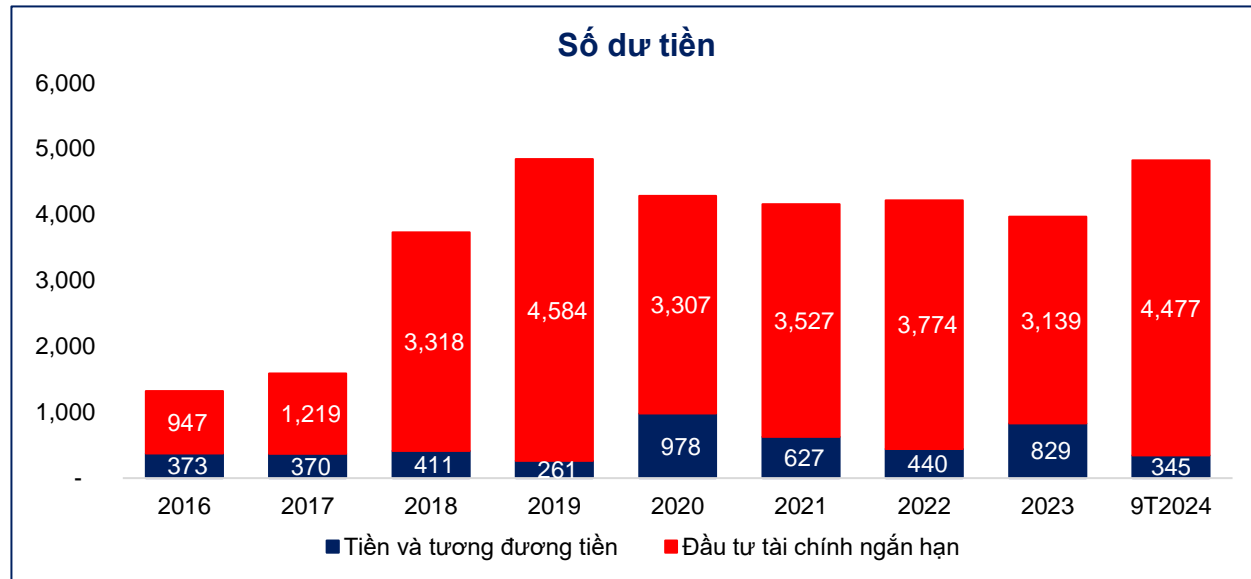
KDC Lê Minh Xuân 3



Khu dân cư	Diện tích (ha) *
Lộc An – Bình Sơn	40
Đông Nam	56
Lê Minh Xuân 3	80
Phước Đông	648
Tổng	824

* Theo quy hoạch

Nguồn: SIP, TCSC tổng hợp



Công ty liên kết	% nắm giữ	Giá trị sổ sách	Giá trị thị trường (tại 14/12/2024)
NTC	24,87%	704 tỷ VNĐ	1.259 tỷ VNĐ
VRG	23,4%	220 tỷ VNĐ	156 tỷ VNĐ
Khoáng sản Fico Tây Ninh	20,68%	18 tỷ VNĐ	N/A

- Nợ vay có xu hướng tăng lên nhưng không quá lo ngại do nguồn tiền nhân rồi SIP cho vay CTCK với lãi suất cao trong khi đi vay ngắn hạn với lãi suất tốt hơn. Bên cạnh đó, VCSH cũng đang bị đánh giá thấp do phần doanh thu chưa thực hiện đang được phân loại là nợ.
- Trong kịch bản NTC cho thuê đất được 50 ha trong năm 2025 với giá 170 USD/m², SIP có thể thu về lợi nhuận từ công ty liên kết khoảng 200 tỷ.

Nguồn: SIP, TCSC tổng hợp

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Worst case	Base Case	Best Case	Ghi chú thêm
Cho thuê đất KCN	DCF	9,646	13,732	15,107	SIP hiện còn 984 ha thương phẩm, và vào thời điểm cuối năm 2024 hầu hết trong số đó đều là đất đã được GPMB.
Bán đất KDC	DCF	1,442	1,530	5,606	Diện tích đất đô thị của SIP hơn 800 ha. Trong đó, các kịch bản định giá hiện chỉ tính đến Khu A – Đô thị Phước Đông đã có sổ đỏ cho toàn bộ 250 ha (trong đó 111 ha thương phẩm), hình thức giao đất trả tiền 1 lần. Hiện đang triển khai GD1 có diện tích 98,5 ha.
Dịch vụ điện, nước	P/E	3,204	4,083	4,083	Mảng điện nước mang lại lợi nhuận ước tính trong khoảng 380 - 400 tỷ/năm. Dòng tiền đều đặn và có tiềm năng phát triển theo diện tích cho thuê
Phí quản lý, nước, rác thải	P/E	777	777	777	
Các mảng khác	P/E	116	116	116	
Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn	BV	6,649	6,649	6,649	
Các khoản đầu tư		1,434	1,434	1,434	
<i>NTC (tính đến ngày 14/12/2024)</i>	<i>MV</i>	<i>1,259</i>	<i>1,259</i>	<i>1,259</i>	
<i>VRG (tính đến ngày 14/12/2024)</i>	<i>MV</i>	<i>156</i>	<i>156</i>	<i>156</i>	
<i>Fico Tây Ninh</i>	<i>BV</i>	<i>18</i>	<i>18</i>	<i>18</i>	
Nợ vay	BV	3,674	3,674	3,674	
Giá trị SOTP		19,595	24,647	30,099	
Số lượng CP	triệu	211	211	211	
Giá trị nội tại CP	VNĐ	93,088	117,089	142,987	
Giá hiện tại (14/12/2024)	VNĐ	82,400	82,400	82,400	
Upside		12.97%	42.10%	73.53%	

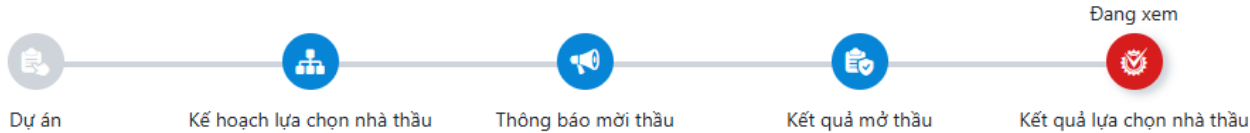
Ghi chú: WACC = 12,9%; g = 3%

Worst case: Mảng KCN Giả định giá thuê đất KCN tăng từ 3-5%, Mảng KDC định giá Phước Đông GD1 98,5ha, Điện nước: P/E 8x

Base case: Mảng KCN Giả định tốc độ cho thuê trung bình, giá thuê đất KCN tăng từ 5-10%, Mảng KDC định giá Phước Đông GD1 98,5ha, Điện nước: P/E 10x

Best case: Mảng KCN Giả định tốc độ cho thuê nhanh, giá thuê đất KCN tăng từ 5-15%, Mảng KDC định giá toàn bộ khu A KĐT Phước Đông 250ha, Điện nước: P/E 10x

Lập xác định giá đất cụ thể dự án: Đầu tư xây dựng đường cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh - Mộc Bài đoạn thị xã Trảng Bàng, tỉnh Tây Ninh



Chia sẻ [f](#) [t](#) [g](#)

Tim thấy: **08:15 11/12/2024**

Đây là lần cập nhật đầu tiên [Cập nhật lại](#)

Mã TBMT	IB2400454983-00
Đã xem	3
Số KHLCNT	PL2400252627
Tên gói thầu	Lập xác định giá đất cụ thể dự án: Đầu tư xây dựng đường cao tốc Thành phố Hồ Chí Minh - Mộc Bài đoạn thị xã Trảng Bàng, tỉnh Tây Ninh
Bên mời thầu	CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY DỰNG VÀ DỊCH VỤ ĐỨC TÍN
Chủ đầu tư	Phòng Tài nguyên và Môi trường thị xã Trảng Bàng
Hình thức dự thầu	Đấu thầu qua mạng
Giá gói thầu	825.781.311 VND
Ngày đăng tải	08:13 11/12/2024

Thủ tướng cũng giao Bộ Kế hoạch và Đầu tư, TPHCM khẩn trương hoàn thành các thủ tục triển khai Trung tâm tài chính quốc tế TPHCM trong tháng 12/2024, cơ bản hình thành Trung tâm trong quý I/2025.

Về việc xây dựng khu thương mại tự do và Trung tâm công nghiệp điện gió ngoài khơi tại Bà Rịa - Vũng Tàu, giao Bộ Công Thương và UBND tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu phối hợp thúc đẩy triển khai.

Thủ tướng Phạm Minh Chính cũng chỉ đạo các bộ, ngành liên quan phối hợp với các địa phương rà soát, thúc đẩy các dự án liên kết vùng và kết nối Cảng hàng không quốc tế Long Thành, trong đó có dự án kết nối Cảng hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất và Cảng hàng không quốc tế Long Thành; **khẩn trương hoàn thành thủ tục trong quý I/2025 để khởi công xây dựng đường bộ cao tốc Bình Phước - Đắk Nông, TPHCM - Mộc Bài (Tây Ninh);** nghiên cứu xây dựng các tuyến đường sắt TPHCM - Lộc Ninh, Biên Hoà - Vũng Tàu, kết nối với Cảng Thị Vải - Cái Mép, Cảng Cần Giờ; nhất trí xây dựng cao tốc TPHCM - Mỹ Thuận theo hình thức hợp tác công tư, triển khai xây dựng quy mô 8 làn đường...

CTCP PHÁT TRIỂN HẠ TẦNG KỸ THUẬT (IJC)

Giá mục tiêu: 25,000 VNĐ (+83%)

Tóm tắt khuyến nghị		MUA
Giá kỳ vọng 1 năm (VND)		25,000
Giá thị trường 14/12/2024 (VND)		13,700
Tỷ suất lợi nhuận (%)		83.2%
Khoảng giá 52 tuần (VND)		10,300 – 16,550
Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND)		50
Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%)		49%
Tỉ lệ sở hữu nước ngoài		4.79%
Cơ cấu cổ đông		
Becamex IDC		49,76%
TNHH Quản lý quỹ Bảo Việt		6,58%
Nước ngoài		4,79%
Khác		38,87%

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu IJC, đây là cổ phiếu thích hợp cho những nhà đầu tư dài hạn với các luận điểm đầu tư chính như sau:

- Quý đất có vị trí đẹp và giá trị tại khu vực trung tâm và vùng công nghiệp sôi động tại Bình Dương.
- Góp vốn và sở hữu một phần đáng kể lợi ích tại Khu công nghiệp - đô thị - dịch vụ lớn nhất cả nước.
- So với chu kỳ trước IJC đang bắt đầu cuộc chơi mới với một vị thế và sức khỏe tài chính tốt hơn.
- Trong ngắn hạn, mở bán Sunflower 2 với kết quả tích cực sẽ là bước đệm tốt cho IJC.
- Về dài hạn, đây là một cổ phiếu hiếm có, hài hòa giữa những mảng kinh doanh mang lại dòng tiền đều như thu phí, nhà hàng – khách sạn & văn phòng với lợi ích từ các mảng có tính đột biến cao như BĐS dân cư và Khu công nghiệp tại khu vực kinh tế sôi động bậc nhất phía Nam trong bối cảnh hạ tầng cải thiện mạnh mẽ và đô thị hóa là tất yếu.

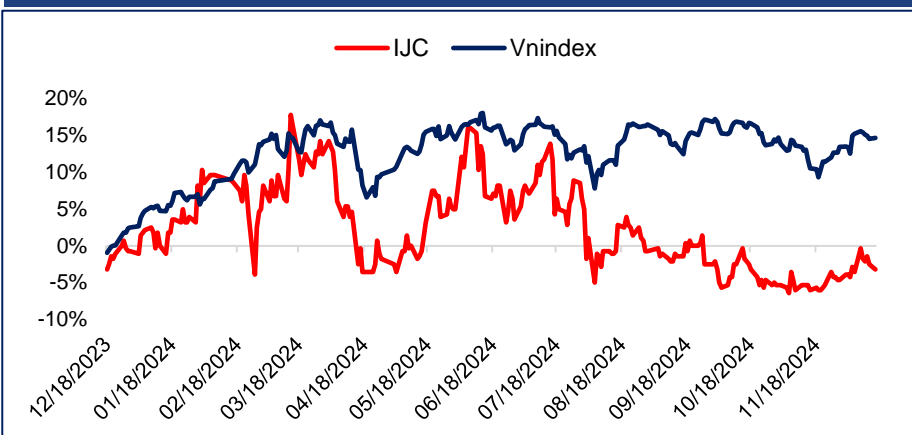
Rủi ro

- Doanh số bán hàng không tốt như dự kiến do thị trường không thuận lợi hoặc do cấu trúc sản phẩm của doanh nghiệp không còn phù hợp trong tình hình mới.
- Tiềm năng lớn, nhưng quá trình phản ánh vào giá cổ phiếu có thể không như kì vọng. Bên cạnh đó, vận động của giá cổ phiếu IJC trong ngắn hạn thường khó lường và có tính biến động cao.
- Cổ tức không quá tốt, giá cổ phiếu chưa có “biên an toàn” thật sự rõ ràng.

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	2,141	2,602	1,968	1,494	1,671	1,867
Tăng trưởng DT	34%	22%	-24%	-24%	12%	12%
LNST	370	621	511	395	509	553
Tăng trưởng LNST	30%	68%	-18%	-23%	29%	9%
EPS (VND)	2,543	2,348	1,914	1,458	2,019	2,196
Tăng trưởng EPS	36%	-8%	-18%	-24%	38%	9%

Tổng quan doanh nghiệp		HOSE: IJC
Ngành nghề kinh doanh		BDS
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)		5.018
Vốn hóa thị trường		5.137
Tăng trưởng EBIT 3 năm (%)		-1%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)		3%
ROE		6%
Cổ tức 2023		7% tiền mặt
PE Trailing		15x

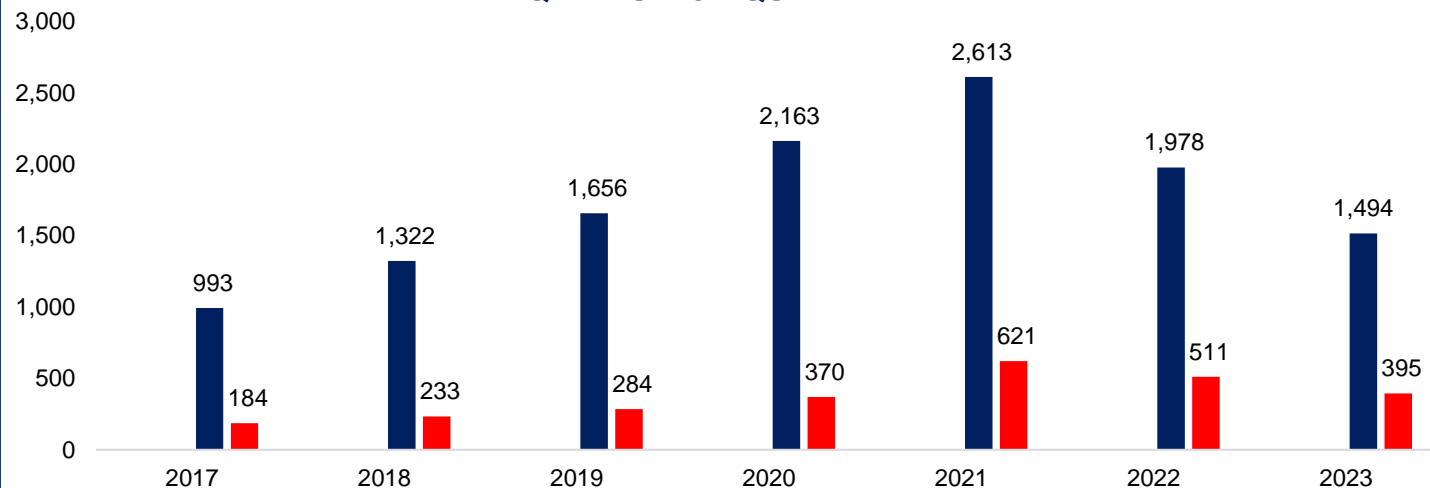
Tỷ suất lợi nhuận quá khứ

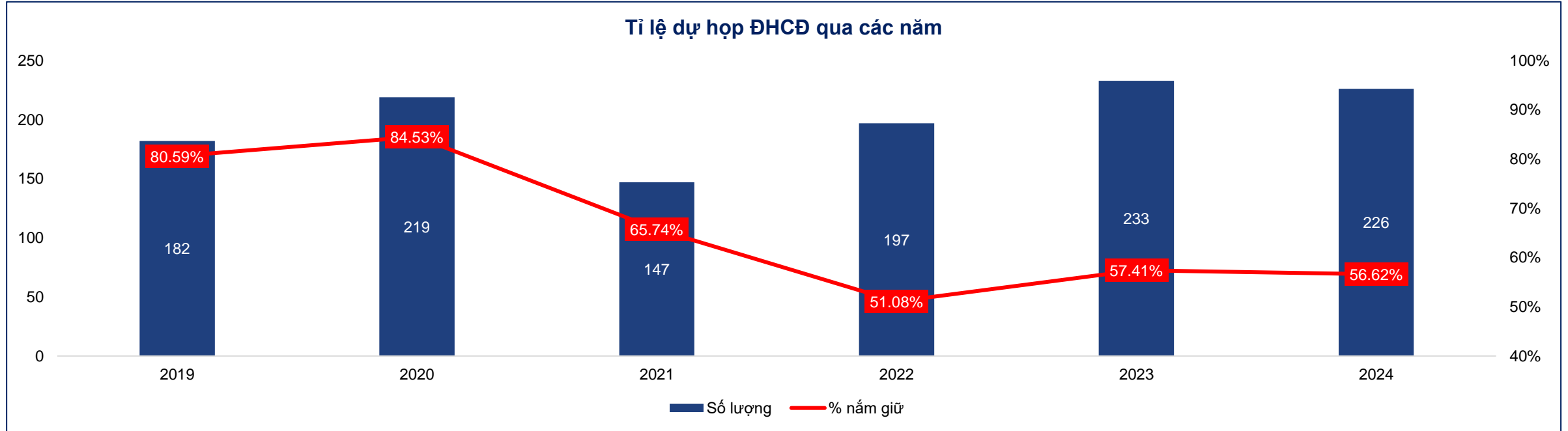


Lịch sử hoạt động

- Thành lập năm 2006, hoạt động chính là xây dựng.
- Năm 2008, CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật (Becamex IJC) tiếp nhận dự án QL13 trực thuộc Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp Becamex, thêm mảng kinh doanh thu phí đường bộ.
- Ngày 5/4/2010 chính thức niêm yết trên sàn HOSE.
- Giai đoạn 2011 – 2014, tập trung phát triển thêm mảng BĐS nhờ được giao các dự án tại thành phố mới Bình Dương.
- Cũng trong năm 2011, IJC kinh doanh thêm mảng khách sạn.

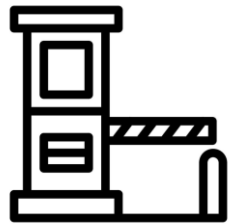
KQKD CỦA IJC QUA CÁC NĂM



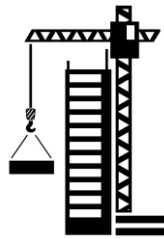


Ngày	Số cổ phiếu trước	Số cổ phiếu sau	Chi tiết
05/04/2010		54.838.905	Niên yết lần đầu
18/4/2011	54.838.905	274.194.525	Chào bán cổ đông hiện hữu, tỉ lệ 1:4
11/11/2016	274.194.525	137.097.323	Hoàn trả vốn góp để giảm VDL
18/12/2020	137.097.323	217.097.323	Chào bán ra công chúng thông qua đấu giá cổ phần, kết quả trung bình 12.570 đồng/cp (giá khởi điểm 12.000 đồng/cp)
3/2/2023	217.097.323	251.832.509	Cổ tức cổ phiếu 100:16
27/02/2024	251.832.509	377.748.384	Chào bán cho cổ đông hiện hữu, giá 10.000đ/cp

- Thanh khoản bình quân mỗi phiên của IJC khá cao.
- Từ đợt chào bán ra công chúng năm 2020 tỷ lệ sở hữu của Becamex đã giảm đáng kể. Trong đợt bán đó đã có 31 nhà đầu tư cá nhân và 2 nhà đầu tư tổ chức đăng kí mua nhưng số liệu cụ thể không được công bố.



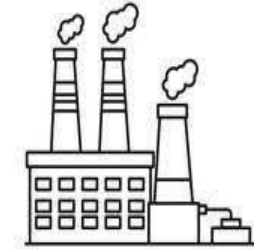
Thu phí giao thông



Xây dựng cầu
đường



Bất động sản,
khách sạn

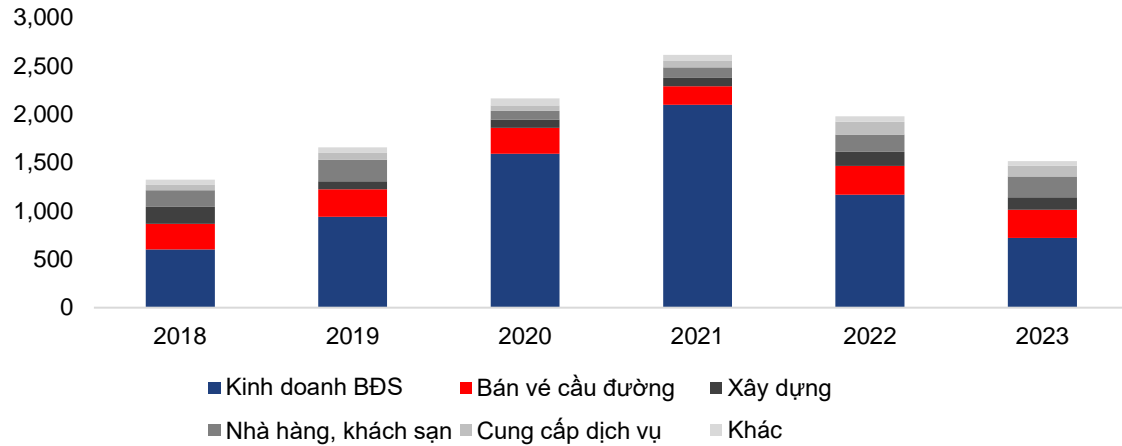


Khu công nghiệp

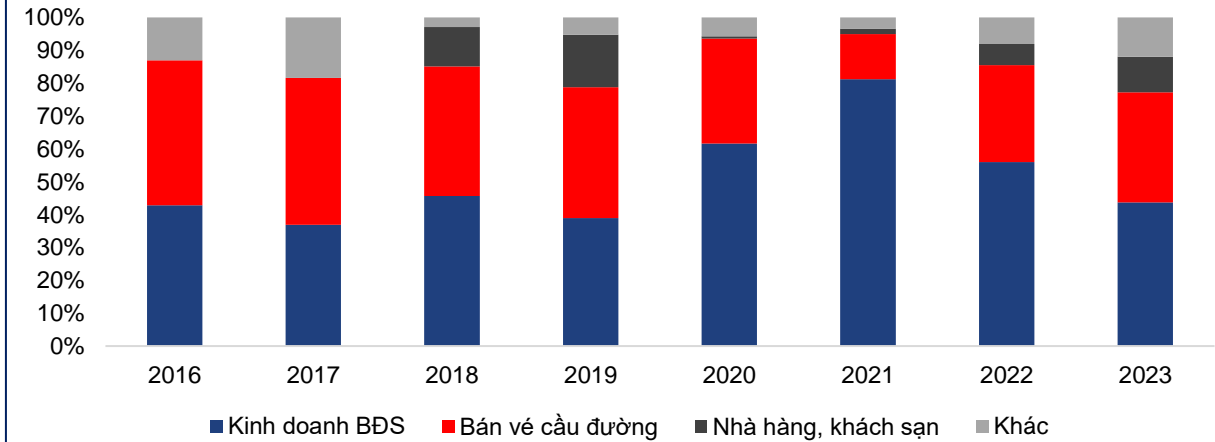
Mảng truyền thống của công ty

Liên doanh, liên kết

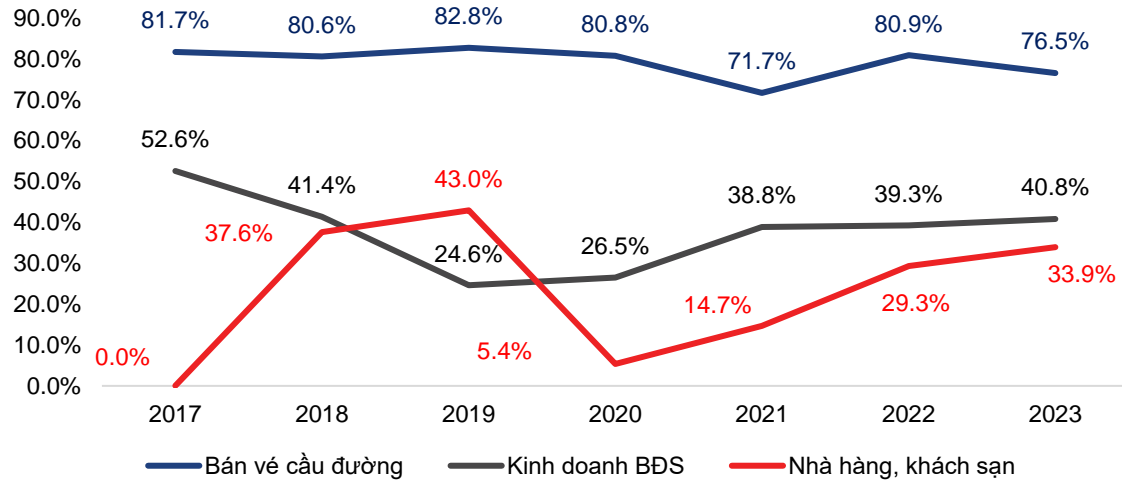
Diễn biến doanh thu của IJC



Cơ cấu lợi nhuận gộp



Biên lợi nhuận gộp của các mảng chính

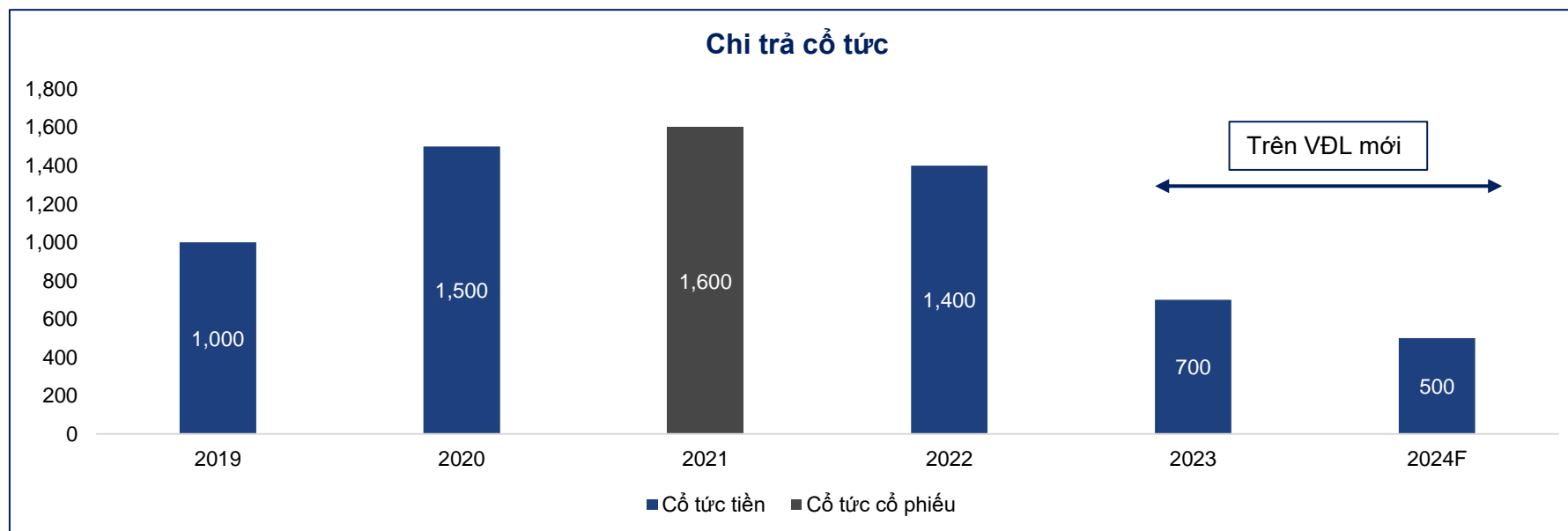


Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Bán vé cầu đường	186	208	214	237	218	138	241	225
Kinh doanh BĐS	181	172	249	231	422	814	459	294
Nhà hàng, khách sạn	0	0	65	95	5	16	53	72
Cho thuê VP	40	53	12	30	-2	12	47	40

• Đóng góp chính vào lợi nhuận là các mảng Thu phí, BĐS và Nhà hàng – Khách sạn - Cho thuê văn phòng

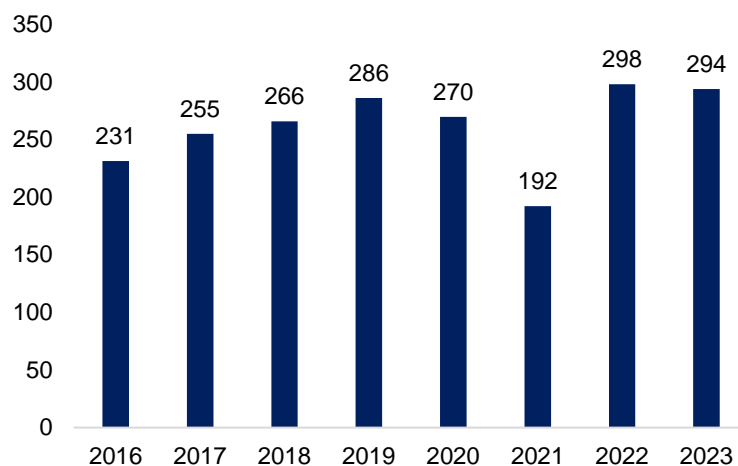
DOANH THU							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	
Kế hoạch	1,226	2,080	3,074	2,829	1,634	2,206	
Thực hiện	1,625	2,167	2,627	2,002	1,494		
Tỷ lệ hoàn thành	132.5%	104.2%	85.5%	70.8%	93.5%	0.0%	

LNST							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	
Kế hoạch	252	250	622	685	500 (trước thuế)	511	
Thực hiện	284	370	621	511	494 (trước thuế)		
Tỷ lệ hoàn thành	112.7%	148.0%	99.8%	74.6%	98.8%	0.0%	

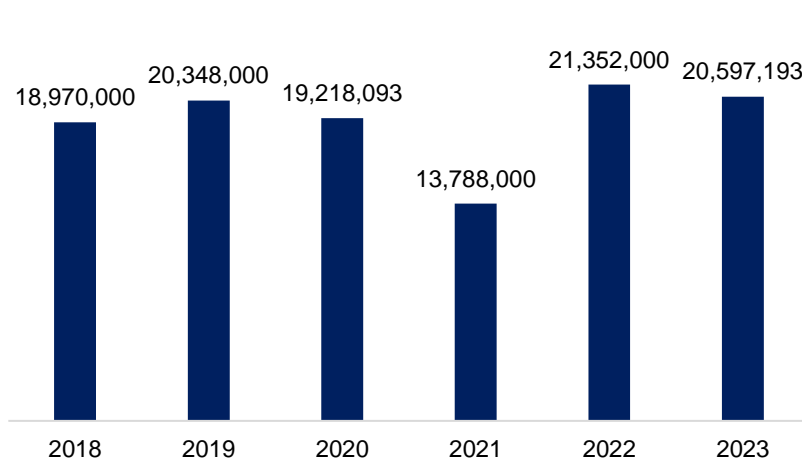


- IJC hoàn thành khá sát kế hoạch kinh doanh qua các năm.
- Cổ tức tiền mặt khá đều, tại mức giá 13.000 - 14.000 đồng/cp, tỷ suất cổ tức rơi vào khoảng 3-4%.

Doanh thu thu phí qua các năm

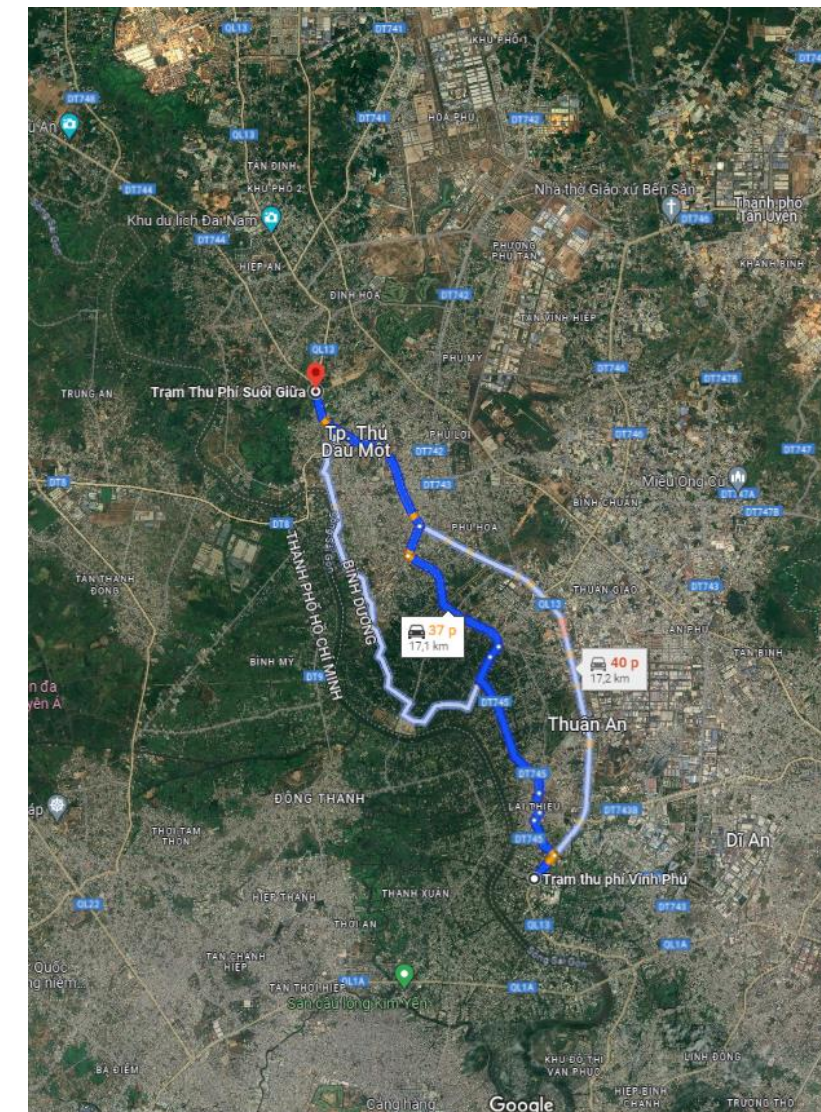


Lưu lượng xe thông qua các trạm thu phí IJC



- Theo Hợp đồng đã ký trước đây, toàn tuyến nâng cấp QL 13 của 2 Hợp đồng là 65Km (từ cầu Vĩnh Phú đến giáp tỉnh Bình Phước) sẽ có 3 trạm thu phí, tuy nhiên UBND tỉnh chỉ cho khai thác 2 trạm như hiện nay.
- Thực hiện theo yêu cầu của UBND tỉnh Bình Dương, Becamex IDC đang nghiên cứu hoàn thiện trình UBND tỉnh phương án điều chỉnh kéo dài thu phí các trạm BOT lên đến 50 năm (đến năm 2054) nhằm hoàn vốn cho dự án nâng cấp mở rộng QL13 mới.
- Hiện tại các trạm thu phí biên lãi gộp lên đến gần 80%. Đây là dòng tiền đều đặn và quan trọng cho IJC. Nếu chỉ xét riêng dòng tiền về từ đây đến năm 2037 giá trị của 2 trạm thu phí rơi vào khoảng 1.500 tỷ.

Trạm thu phí	Tên dự án	Số Hợp đồng BOT	Địa điểm xây dựng	Hiệu lực hợp đồng
Trạm 1: Suối Giữa Trạm 2: Vĩnh Phú	Nâng cấp, mở rộng QL13 – tỉnh Bình Dương (Đoạn từ Km1 + 248 đến Km28 + 178)	HĐ số 819/HĐ.BOT.UB ngày 14/3/2002	Từ Km1 + 248 đến Km28 + 178 (Gần cầu Vĩnh Bình, Thuận An đến dải hoa sen KCN Tân Định, Bến Cát)	35 năm, từ 2002 - 2037
	Nâng cấp, mở rộng QL13 – tỉnh Bình Dương (Đoạn từ Km28 + 00 đến Km65 + 355)	HĐ số 221/HĐ.BOT.UB ngày 15/01/2004	Từ Km28+000 đến Km65 + 355 (từ dải vệ tinh Tân Định, Bến Cát đến giáp ranh tỉnh Bình Phước)	33 năm, từ 2004 - 2037



STT	Dự án	Vị trí	Lô đất	Tỉ lệ sở hữu	Số căn còn lại ước tính	NSA	Giá bán đợt gần nhất
1	Dự án căn hộ chung cư IJC AROMA (Khối C,D)	Thành phố mới Bình Dương	N5	100%	384	27.267	23 – 25 triệu/m2 (Block A, B)
2	Dự án KDC IJC Hòa Lợi	Thành phố mới Bình Dương	HL.F1-F16	100%	442	78.295	21 – 22 triệu/m2 (Lô F6 – F9)
3	Dự án tái định cư Hòa Lợi	Thành phố mới Bình Dương	G5, G7, G8, G9, G23, G24, G27, Lô (A,B,C)	100%	N.a	108.920	N.a
4	Prince Town 2	Thành phố mới Bình Dương	P1, P2, P3	100%	314	36.364	30 - 35 triệu/m2 (Prince Town 1 shophouse)
5	Sunflower mở rộng	Thành phố mới Bình Dương	N4, N6	100%			
5.1	<i>Phần đất biệt thự</i>		N6		94	37.656	22 triệu/m2 đất và 5 triệu/m2 nhà 25 triệu/m2 đất và 5 triệu/m2 nhà (Sunflower 1 GD1 và GD2)
5.2	<i>Đất chung cư Sunflower</i>		N4		1,344	67.760	N.a
6	KDC 5C Bàu Bàng	Huyện Bàu Bàng, Bình Dương		100%	915	143.424	10 -15 triệu/m2
Tổng diện tích kinh doanh (m2)							
Đất nền						404,659	
Đất chung cư						94,466	

Tình hình đầu tư dự án	Diện tích đất	Tổng mức đầu tư dự kiến	Giá trị quyền sử dụng đất	Giá trị xây dựng	Đã đầu tư đến 31/12/2023
Dự án căn hộ chung cư IJC AROMA	21.388	1.580	235	1.345	667
Tái định cư Hòa Lợi	108.920	876	560	316	~700
Prince Town 2	36.364	1.400	400	1.000	560
Sunflower mở rộng	52.728	3.000	580	2.420	898
Khu dân cư IJC Hòa Lợi	146.882	1.800	588	1.212	1.002
KDC 5C Bàu Bàng	143.424	377	377	-	377

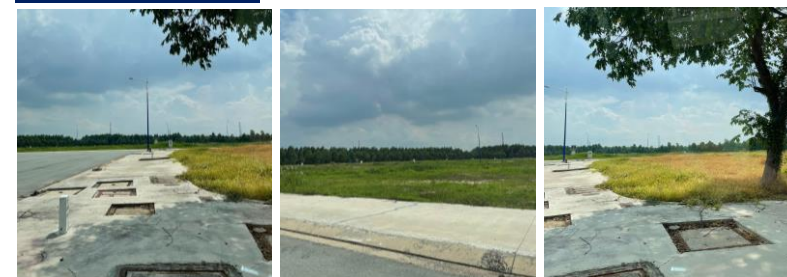
- Nếu áp giá đất thận trọng bình quân 20 triệu/m2 cho các lô đất thuộc thành phố mới (không tính chung cư) và 10 triệu/m2 cho đất nền Bàu Bàng giá trị quỹ đất của IJC sau khi trừ thuế, phí đang xấp xỉ bằng vốn hóa của cổ phiếu IJC vào thời điểm cuối tháng 11/2024.



- 1 Sunflower 1
- 2 Sunflower 2 (Biệt thự)
- 3 Sunflower 2 (Chung cư)

- 4 Chung cư IJC Aroma
- 5 Prince Town 1&2
- 6 Khu tái định cư Hòa Lợi (Dự án KDC IJC Hòa Lợi F1 – F16 và Khu tái định cư Hòa Lợi các lô G của IJC thuộc dự án này)


Hiện trạng Sunflower 1

Hiện trạng Sunflower 2


Sunflower 1	Thông số
Diện tích	76.607 m ² – Lô N7, N8
Thời gian bắt đầu	2010
GFA	53.746 m ²
Số căn	99 căn biệt thự
Tổng vốn đầu tư	1.265 tỷ
Tình trạng	Đã bán hết. Tiếp tục hoàn thiện một số hạng mục như thoát nước, đèn, viễn thông.

Sunflower 2	Thông số
Diện tích	100.724 m ² – Lô N4, N6
Thời gian bắt đầu	2015
GFA	52.738 m ²
Số căn	94 căn biệt thự, 1.344 căn chung cư
Tổng vốn đầu tư	3.000 tỷ (dự kiến)
Tình trạng	Hoàn thiện hạ tầng Lô N6, dự kiến mở bán N6 vào Q3/2024. Giá bán dự kiến 30 - 35 triệu/m ² cho đất, đơn giá nhà phụ thuộc vào điều kiện thực tế



Khu tái định cư Hòa Lợi	Thông số
Thời gian thực hiện	2014 - 2028
Tổng NSA	108.920
Số căn	450 căn
Tổng vốn đầu tư	1.040 tỷ

Các lô tại dự án	Số căn	Diện tích xây dựng (m ²)	NSA của IJC (m ²)
G5	50	8.095	25.807
G7	75	11.911	
G8	51	8.470	
G9	81	12.420	
G23, G24	85	~ 11.000	
G27	108	~ 18.000	16.846
Lô (A, B, C)	N.a	N.a	66.267

- Các lô đất G5, G7, G8, G9, G23, G24 vị trí đẹp nhưng theo số liệu công bố của IJC hiện tại không sở hữu toàn bộ mà đang có 170 căn với diện tích kinh doanh NSA **25.807m²**. Các căn tại lô G sẽ chiều cao xây dựng cho phép từ 1-6 tầng với mật độ xây dựng 90%. Tương lai các lô G9, G24 sẽ là các Shophouse rất tiềm năng ngay mặt tiền đường Lê Lợi.
- Trước mắt sẽ triển khai lô G27 với 108 căn diện tích NSA **16.846m²**, lô đất này đã được IJC hoàn thành tiền sử dụng đất 337 tỷ vào năm 2021.
- Khu A, B, C đã lấp đầy tương đối khá, phần kinh doanh của IJC chủ yếu tập trung tại phân khu C và phân khu B (đoạn giáp đường N23) với tổng diện tích kinh doanh NSA khoảng **66.267m²**.



Phân lô	Số căn	Diện tích GFA (m2)
HL F1	115	19,081
HL F2	95	17,292
HL F5	117	25,396
HL F6	66	10,716
HL F7	68	11,086
HL F8	94	11,086
HL F9	94	14,797
HL F10	95	9,848
HL F11	36	6,611
HL F12	65	10,882
HL F16	60	9,580
905	146,375	

Khu dân cư IJC Hòa Lợi	Thông số
Thời gian thực hiện	2014 - 2028
GFA	149.409 m2
Số căn	905 căn
Tổng vốn đầu tư	1.800 tỷ
Tình trạng	<p>Đã xây dựng 10 căn lô HL – F1, HL – F2; 153 căn lô HI – F5, HL – F11 và 192 căn lô HL – F6, HL – F7, HL – F8, HL – F9.</p> <p>Đã hoàn thành tiền sử dụng đất một phần. Đã gia hạn thời gian đầu tư.</p> <p>Tính đến đầu năm 2023, IJC còn gần 80.000m2 có thể kinh doanh tại đây. Một số căn đã xây dựng nhưng chưa bán được thì IJC đã sử dụng để cho thuê, kết chuyển từ hàng tồn kho sang BĐS đầu tư. Hiện nay BĐS đầu tư đang thể hiện 475 tỷ từ dự án này.</p>

- Dự án này là một phần của Khu tái định cư Hòa Lợi bao gồm các lô E và F. Tuy nhiên, các lô E đã được IJC chuyển nhượng hết chỉ giữ lại phát triển các lô từ F1 – F16.
- Dự án này các căn diện tích 150m2 có giá khoảng 4 tỷ đồng đã bao gồm nhà, dễ tiếp cận hơn với đại bộ phận dân cư quanh các KCN.



Giá bán tham khảo một số đợt bán trước đây (đơn giá chưa VAT):

STT	Dự án	Diện tích (m2)	Số căn	Giá đất	Giá nhà
1	Hòa lợi F6	8.331	54	20.909.000	1.181.818.000
2	Hòa lợi F7	5.005	31	20.909.000	1.181.818.000
3	Hòa lợi F8	6.822	47	21.818.000	1.181.818.000
4	Hòa lợi F9	7.388	47	21.818.000	1.181.818.000

Khu nhà phố Prince Town 1 (Lô P6)



Prince Town I	Thông số
Thời gian	2010
Diện tích	22.142
Số căn	146 căn diện tích 100m2 và 112m2. Trong đó lô P6 - A xây dựng shophouse còn 2 lô P6 - B, P6 - C bán đất nền
Tình trạng	Đã bán hết. Giá bán 4,3 – 5,2 tỷ/căn



Prince Town II	Thông số
Thời gian thực hiện	2014 - 2027
Diện tích	69.062 m2
Số căn	314
Giá bán dự kiến	Theo phương án dự kiến giá đất 35tr/m2 và giá nhà 2,5 tỷ/căn, tổng 5,5 tỷ/căn.
Tổng vốn đầu tư	1.400 tỷ
Tình trạng	Xong hạ tầng cơ bản, dự án này có thể nghiên về phương án triển khai sau Sunflower 2 trong giai đoạn 2026 – 2027.

Phối cảnh chung cư IJC Aroma khi hoàn thiện



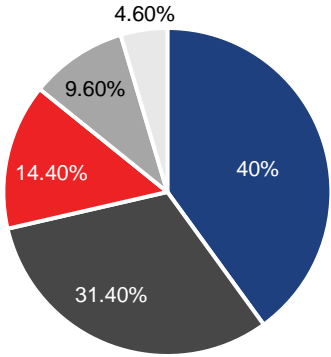
Stt	Hạng mục	Đơn vị	Số lượng	Tình trạng
1	Khối A	Căn	116	Đã xong
2	Khối B	Căn	116	Đã xong
3	Khối C	Căn	192	Chưa triển khai
4	Khối D	Căn	192	Chưa triển khai
5	Khối E (TMDV)	m2	12.112	Chưa triển khai
6	Kios	Căn	56	Đã xong
		m2	2.125	

Các hạng mục Block C&D	Mô tả
Diện tích sàn xây dựng	40.994 m2
Diện tích thông thủy	27.267 m2
Dự kiến hoàn thành thủ tục pháp lý	Q4/2025
Xây dựng, mở bán, nghiệm thu	2026 – Q2/2028
Bàn giao	Q3/2028 - 2029

Quy hoạch sử dụng đất	Diện tích (m2)	Tỷ lệ	Hiện trạng (m2)
Đất xây dựng công trình	9.806	46%	4.020
Đất sân vườn, xây xanh, cảnh quan	4.581	21,5%	4.579
Đất giao thông nội bộ	5.099	23,9%	5.078
Đất vỉa hè, tam cấp, hàng rào	1.851	8,6%	1.925
Đất trống	-	-	5.735
Tổng	21.338	100%	21.338

- Giai đoạn 1 (2010 – 2014): Đã triển khai xây dựng 2 Block A, B (17 tầng) với 232 căn hộ và 56 kios thương mại. Đã bán 218 căn với giá bán bình quân 23 – 25 triệu đồng/m2.
- Giai đoạn 2: Triển khai đầu tư và hoàn thiện các hạng mục: Block C, D (24 tầng) với 384 căn hộ có diện tích từ 70 – 152m2 và một Block E (3 tầng). Giá bán dự kiến >35 triệu đồng/m2.
- Hiện IJC đã thanh toán đủ tiền đất của lô N5 cho BCM với số tiền 234 tỷ.

Cơ cấu cổ đông của Becamex Bình Phước sau khi hoàn thành tăng vốn



- Becamex IDC
- CTCP Quản lý công nghiệp và xúc tiến đầu tư
- CTCP Tư vấn và dịch vụ đầu tư
- IJC
- CTCP Tư vấn, dịch vụ đầu tư Đệ Nhất

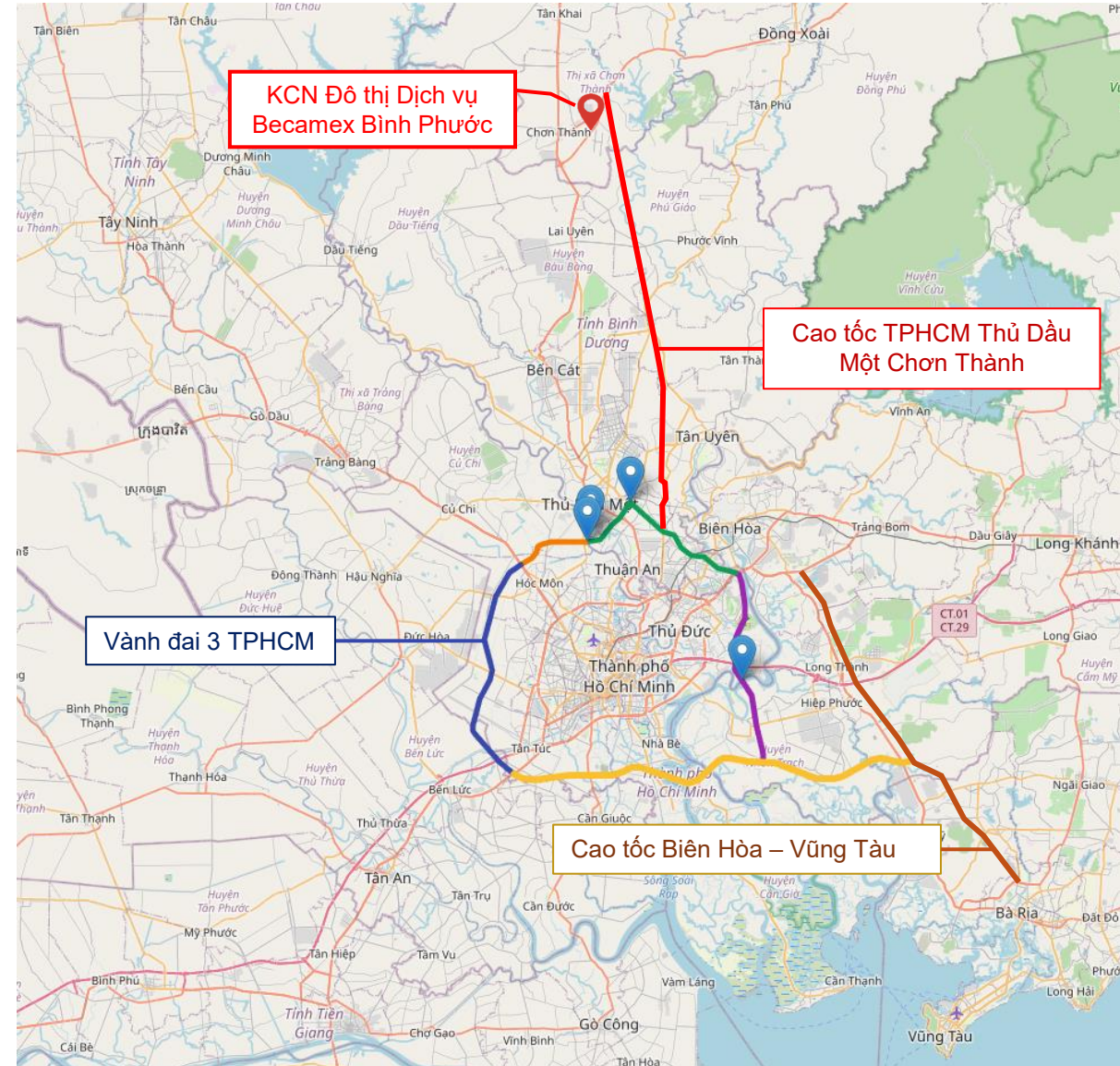
Tình hình thay đổi VDL của Becamex BP

VDL 31/12/2023	1.136
VDL tăng thêm	658
VDL mới	1.794

*Theo nghị quyết HĐQT ngày 26/5/2023, IJC sẽ mua 55 triệu cp của CTCP Phát triển hạ tầng Becamex Bình Phước với giá trị 666 tỷ tương ứng sở hữu hơn 31%. Tính đến 30/9/2024 IJC đã góp đủ tiền và sở hữu hơn 31% của BCM Bình Phước.

	Diện tích (ha)	
Tổng quy mô dự án	4.633	Đây là tổ hợp KCN Đô thị Dịch vụ lớn nhất Việt Nam .
Khu công nghiệp	2.448	KCN lớn thứ 2 cả nước sau KCN Deep C.
Đất thương phẩm	1.798	Tính đến cuối năm 2023 đã được giao đất với diện tích 1.084 ha. Phân khu A đã cho thuê khoảng 300ha với 59 doanh nghiệp.
Đất khác	650	Bao gồm đường giao thông, cây xanh, công trình khác
Khu dân cư	2.185	Diện tích đã đền bù cho phần dân cư chưa có con số chính xác nhưng lãnh đạo chia sẻ lên tới gần 80%.

- Việc gián tiếp sở hữu 31% của 4.633 ha đất KCN và đô thị là một con số không hề nhỏ, điều này sẽ tác động rất lớn đến chất lượng tài sản và kết quả kinh doanh của IJC trong thời gian tới.
- Với việc dịch chuyển KCN về các tỉnh miền Tây gặp khó khăn do nền đất yếu và chi phí san lấp rất cao, chúng tôi cho rằng các tỉnh Đông Nam Bộ vẫn sẽ là nơi thu hút mạnh dòng vốn FDI trong các năm tới, đặc biệt là với một tỉnh đang có lợi thế về tự nhiên và tư duy rất tốt như Bình Phước.



STT	Thành phần đất	Diện tích (m2)	Tỷ lệ
I	Khu công nghiệp	24.316.249	100%
1	Đất nhà máy, xí nghiệp	16.833.793	69,23%
2	Đất Kho tàng bến bãi	1.154.135	4,75%
3	Đất khu hành chính, dịch vụ	721.338	2,97%
4	Đất giao thông	2.578.112	10,6%
5	Đất cây xanh	2.694.226	11,08%
6	Đất hạ tầng kĩ thuật (Xử lý nước thải, Trạm điện, hành lang điện, kênh, suối..)	334.645	1,38%
II	Đất khác		100%
1	Đất hành lang đường điện 220kv		83,72%
2	Đất đường Hồ Chí Minh		16,28%
III	Tổng diện tích (I + II)	24.482.732	

Tổng quan về tiến độ xây dựng: Tính đến cuối năm 2023, công tác giải phóng mặt bằng đã đạt gần 70% trên tổng diện tích toàn dự án. Thời gian tới CTCP Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật Becamex - Bình Phước sẽ tiến hành xây dựng hạ tầng giao thông và cơ sở hạ tầng theo tiến độ, giải phóng mặt bằng để thu hút nhà đầu tư.

Tiến độ đưa công trình vào khai thác

- Tổng số dự án đã thu hút: 59 dự án. Trong đó 21 dự án đã đi vào hoạt động sản xuất kinh doanh, 13 dự án đang xây dựng và 25 dự án chưa xây dựng
- Tổng diện tích đất đã cho thuê; 299 ha;
- Tổng vốn đầu tư đã đăng ký: 879.87 triệu USD;
- Tổng số lao động trong dự án: 6.731 lao động

Việc đầu tư được dự kiến thực hiện theo 04 giai đoạn như sau :

- **Giai đoạn 1 (2015-2022):** thực hiện 17,76% tổng diện tích đất công nghiệp, đất kho tàng bến bãi, đất khu hành chính dịch vụ (332,3 ha). Lập các thủ tục đầu tư, rà phá bom mìn trong năm đầu tiên, đền bù giải phóng mặt bằng và đóng tiền sử dụng đất khoảng 50% diện tích trong năm thứ ba, 50% trong năm thứ tư và thứ sáu; Xây dựng hệ thống hạ tầng, thời gian xây dựng cơ bản là 8 năm. Vốn đầu tư cho giai đoạn 1 khoảng 726 tỷ đồng.
- **Giai đoạn 2 (2023-2027):** thực hiện 62,24% tổng diện tích đất công nghiệp, đất kho tàng bến bãi, đất khu hành chính dịch vụ (1.164,5 ha). Lập các thủ tục đầu tư, rà phá bom mìn trong năm đầu tiên; Đền bù giải phóng mặt bằng, đóng tiền sử dụng đất và xây dựng hệ thống hạ tầng mỗi năm khoảng 20% diện tích, thời gian xây dựng cơ bản là 5 năm. Vốn đầu tư cho giai đoạn 2 khoảng 4.103 tỷ đồng.
- **Giai đoạn 3 (2028-2031):** thực hiện 15% tổng diện tích đất công nghiệp, đất kho tàng bến bãi, đất khu hành chính dịch vụ (280,6 ha). Lập các thủ tục đầu tư, rà phá bom mìn trong năm đầu tiên; Đền bù giải phóng mặt bằng, đóng tiền sử dụng đất và xây dựng hệ thống hạ tầng mỗi năm khoảng 25% diện tích, thời gian xây dựng cơ bản là 4 năm. Vốn đầu tư cho giai đoạn 3 khoảng 1.002 tỷ đồng.
- **Giai đoạn 4 (2032-2035):** thực hiện 5% tổng diện tích đất công nghiệp, đất kho tàng bến bãi, đất khu hành chính dịch vụ (93,5 ha). Lập các thủ tục đầu tư, rà phá bom mìn trong năm đầu tiên; Đền bù giải phóng mặt bằng, đóng tiền sử dụng đất trong 2 năm đầu tiên; Xây dựng hệ thống hạ tầng mỗi năm khoảng 25% diện tích, thời gian xây dựng cơ bản là 4 năm. Vốn đầu tư cho giai đoạn 4 khoảng 334 tỷ đồng.

Các chỉ tiêu do Becamex BP xây dựng tiền khả thi

Tổng doanh thu	65.503 tỷ
Tổng chi phí	24.011 tỷ
Trả lãi vay ngân hàng	3.890 tỷ
Thu nhập ròng sau thuế	46.355 tỷ
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.589 tỷ
Tỷ suất hoàn vốn nội bộ IRR	35,9%
Thời gian hoàn vốn	8 năm 10 tháng

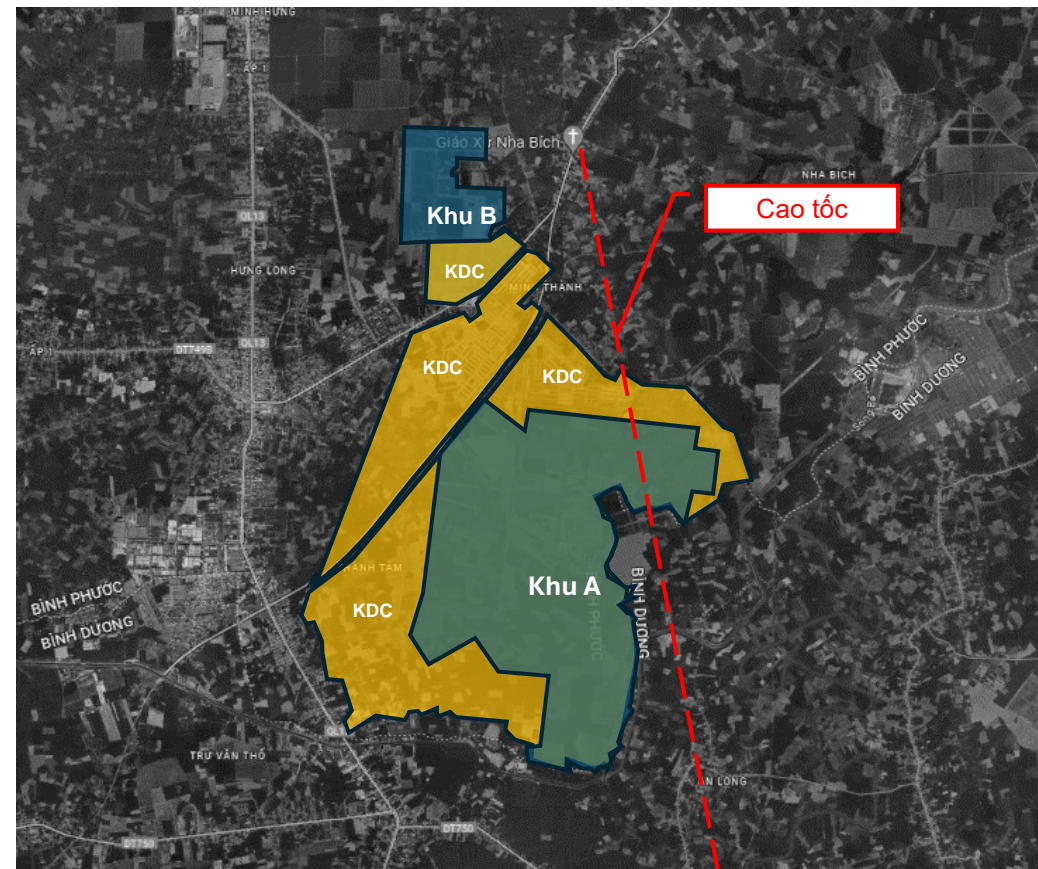
STT	Thành phần đất	Diện tích (m2)		
		Khu A	Khu B	Tổng cộng
I	Khu công nghiệp	21.260.969	3.055.280	24.316.249
1	Đất nhà máy, xí nghiệp	14.475.030	2.357.762	16.833.793
1.1	Đất CN ít ô nhiễm	8.141.140	865.600	9.006.704
1.2	Đất CN ô nhiễm	6.333.890	1.493.163	7.827.053
2	Đất Kho tàng bến bãi	1.154.135	0	1.154.135
3	Đất khu hành chính, dịch vụ	678.498	42.840	721.338
4	Đất giao thông	2.276.709	301.403	2.578.112
5	Đất cây xanh	2.362.052	332.174	2.694.226
6	Đất hạ tầng kĩ thuật và xử lý nước thải	314.545	20.100	334.645
II	Đất ngoài dân dụng	123.242	43.241	166.483
III	Tổng diện tích (I + II)	21.384.211	3.098.520	24.482.732

Khu A:

- Khu A-KCN Becamex Bình Phước có diện tích 21.384.211,31 m² (~2.138 ha). Dự án triển khai theo hình thức cuốn chiếu. Đến cuối năm 2022, cơ sở hạ tầng giao thông hoàn thành khoảng 60%, thu gom nước mưa đạt 49% và nước thải hoàn thành 51%, diện tích cây xanh đã trồng 60%. Tiến độ hoàn thành chung hạ tầng của Khu A theo cập nhật mới nhất của chúng tôi đang là 70%. Vì hình thức cuốn chiếu nên quá trình san nền và làm hạ tầng sẽ phụ thuộc vào tiến độ đền bù GPMB, giao thuê đất và tính tiền sử dụng đất của Tỉnh Bình Phước. Trong năm 2023, UBND Tỉnh đã giao đất thêm 4 đợt tại khu A diện tích 350 ha, lũy kế gần 1.100 ha.

Khu B:

- Khu B-KCN Becamex Bình Phước có diện tích 3.098.520,29 m² (~310ha).
- Khu đất dự án đã được giải tỏa đền bù, toàn bộ đất trống đã được san nền bằng phẳng, cơ sở hạ tầng giao thông, thu gom nước mưa, nước thải và cây xanh đã hoàn thành 100%.



STT	Công ty thuê tại khu A	Lĩnh vực sản xuất	Diện tích (m2)
1	Công ty TNHH CPV Food	Nhà máy ấp trứng CPV Food	50.136
2	Công ty TNHH Hayat Kimya Việt Nam	Nhà máy sản xuất tả trẻ em các loại, băng vệ sinh và khăn ướt	320.057
3	Công ty TNHH Hồng Tín Bình Phước	Nhà máy sản xuất bê tông thương phẩm, cấu kiện bê tông đúc sẵn	31.978
4	Công ty TNHH Tian Yuan	Gia công sản xuất các cấu kiện kim loại, sản xuất xe đẩy hàng, kệ chứa hàng, tủ sắt. Gia công các sp từ nhựa, SX đồ nội thất	30.020
5	Công ty TNHH Sản xuất kết cấu thép Hồng Tín	Nhà máy sản xuất, gia công khung, kèo thép định hình, sản xuất cơ khí tiêu dùng	13.264
6	Công ty TNHH Bách Đạt Việt Nam	Sản xuất vải không dệt PP, vải không dệt xam kim, vải không dệt bonder, bao bì từ plastic; màng nylon (bao gồm nylon phân hủy sinh học và nylon thường); hàng dệt may (trừ tẩy nhuộm); gia công cắt, ép vải; sản xuất màn cửa, rèm cửa các loại.	100.319
7	Công ty TNHH Kaidi Electrical International Việt Nam	Sản xuất các loại linh kiện điện tử; Sản xuất máy tính và thiết bị ngoại vi máy tính, sản phẩm điện dân dụng; sản xuất máy điện, máy phát điện, máy biến áp, thiết bị phân phối và điều khiển điện; Sản xuất các loại dây điện; Sản xuất thiết bị điện khác; Sản xuất motor, thanh trượt dùng cho sofa; Sản xuất pin Sản xuất đồ gỗ tủ, giường và các loại đồ gỗ nội thất khác	120.901
8	Công Ty TNHH đồ gỗ da TENG	Sản xuất đồ gỗ tủ, giường và các loại đồ gỗ nội thất khác	12.540
9	Công ty TNHH Đồ Gỗ Home Joy	Sản xuất đồ gỗ tủ, giường và các loại đồ gỗ nội thất khác	12.561
10	Công ty cổ phần kim tín MDF Chơn Thành	Sản xuất ván nhân tạo	103.480
11	Công ty cổ phần phát triển công nghiệp kim tín Chơn Thành	Sản xuất ván nhân tạo	206.376
12	Finetech Research And Innovation Corporation	Sản xuất thiết bị y tế	15.200
	Tổng		1.016.831

STT	Công ty thuê tại khu B	Lĩnh vực sản xuất	Diện tích (m2)
1	Công ty TNHH HCM Vina	Nhà máy sản xuất và gia công các sản phẩm sợi cacbon, quy mô 3.000.000 m/năm (tương đương 500 tấn/năm); tấm sợi cacbon, quy mô 28.000.000 m2/năm (tương đương 1.000 tấn/năm); các sản phẩm từ vải sợi thủy tinh quy mô 499 tấn/năm	45.000
2	Công ty TNHH HAM Vina	Nhà máy sản xuất và gia công các sản phẩm sợi thủy tinh với quy mô 499 tấn/năm	25.000
3	Công ty TNHH Yong Sung	Nhà máy sản xuất dụng cụ cá vớ quy mô 700.000 sản phẩm năm tương đương với 210 tấn/ năm	15.000
4	Công ty TNHH Leoch Banery (Việt Nam)	Nhà máy sản xuất ắc quy ô tô với quy mô 2.015 MWh/năm, sản xuất phụ tùng, bộ phận liên quan cho ắc quy với công suất 294.052.512 chỉ tiêu năm	35.990
5	Công ty TNHH Leoch Super Power (Việt Nam).	Nhà máy sản xuất Pin VRLA kích cỡ nhỏ với quy mô 786.240 KWh/năm; Pin VRLA kích cỡ vừa và lớn với quy mô 336.960KWh/năm	32.863
6	Công ty CP Chăn nuôi C.P Việt Nam	Nhà máy thức ăn chăn nuôi Bình Phước, công suất 432.000 tấn sản phẩm/năm	90.000
7	Công ty TNHH CPV Food	Nhà máy thức ăn chăn nuôi, công suất 600.000 tấn sản phẩm/năm	107.975
8	Công ty TNHH CPV Food	Nhà máy chế biến thực phẩm, công suất 36.000 tấn sản phẩm/năm	256.815
9	Công ty TNHH May mặc Darlon	Nhà máy của Công ty TNHH May mặc Darlon quy mô: Sản xuất quần áo thể thao với quy mô 3.500.000 sản phẩm/năm, quần áo bơi với quy mô 1.500.000 sản phẩm/năm	15.000
10	Công ty TNHH Misung Vina	Sản xuất dụng cụ cá (Pat máy câu, gá bắt máy, bao đựng cần, khoen cần), sản xuất gậy chụp hình	12.975
11	Công ty TNHH Năng lượng GPPD	Nhà máy sản xuất pin kẽm mangan tính kiềm không chứa thủy ngân, phụ kiện pin kẽm mangan tính kiềm không chứa thủy ngân với quy mô 600,000,000 sản phẩm/năm (tương đương 8,895 tấn sản phẩm/năm)	30.000
12	Công ty TNHH Công nghiệp Hong Yang	Nhà máy sản xuất nguyên liệu đồ dùng trong nhà (mây giả) - công suất 5.000 tấn/năm; các loại dây ruy băng (dùng cho ba lô, vật liệu đồ dùng trong nhà) - công suất 2.500 tấn/năm; dây thừng đi bộ (dây giày, vật liệu đồ dùng trong nhà) - công suất 2.500 tấn/năm	10.500
13	Công ty TNHH Young Eun Vina	Nhà máy sản xuất Công ty TNHH Young Eun Vina, quy mô sản xuất, gia công keo dán công nghiệp với quy mô 1.800 tấn/năm	19.920
14	Công ty TNHH công nghiệp Chin Hsiung VN	Sản xuất sợi làm vải may mặc	18.200
15	Công ty TNHH DMR Việt Nam	Sản xuất, sửa chữa, miếng đệm cao su, khuôn kim loại dùng cho máy đào (máy xúc)	14.300
16	Công ty TNHH River Runs	Sản xuất dụng cụ cá (cần câu và lưỡi), phụ liệu gia cường bằng sợi carbon (CFRP)	12.974
17	Công ty TNHH HCM Vina	Sản xuất và gia công sợi cacbon, tấm sợi cacbon. Sản xuất và gia công sợi thủy tinh và các sản phẩm từ thủy tinh	22.700
18	BRILLIANT FORTUNE VENTURES LIMITED	Sản xuất máy móc	9.000
19	Công ty TNHH STR Việt Nam	Sản xuất quần áo lót, khăn tắm	20.160
20	Công ty TNHH Brilliant Fortune Venture	Sản xuất máy móc	9.000
21	Công ty TNHH kỹ thuật Viet Good	Sản xuất, lắp ráp, sửa chữa, bảo trì công trình cơ điện của tất cả bộ phận cơ điện thang máy và các loại thang máy nhẹ; thang máy khách, thang máy nhà ở, thang máy lồng kính	10.724
22	Công ty TNHH YUXIN VIỆT NAM	Sản xuất gia công các loại linh kiện máy cắt cỏ	30.000
23	Công ty TNHH Hải Long Bình Phước	thức ăn cho gia súc (lợn, bò): 100.000 tấn/năm, thức ăn cho gia cầm (gà, vịt, cút): 300.000 tấn/năm	40.000

- Trên đây là một số doanh nghiệp đang thuê đất tại KCN Becamex Bình Phước. Có thể thấy hạ tầng của KCN có thể đáp ứng nhu cầu thuê đất khá đa dạng đến từ nhiều ngành nghề khác nhau.
- Các ngành nghề thu hút đầu tư tại KCN có thể theo dõi thêm tại Phụ Lục.

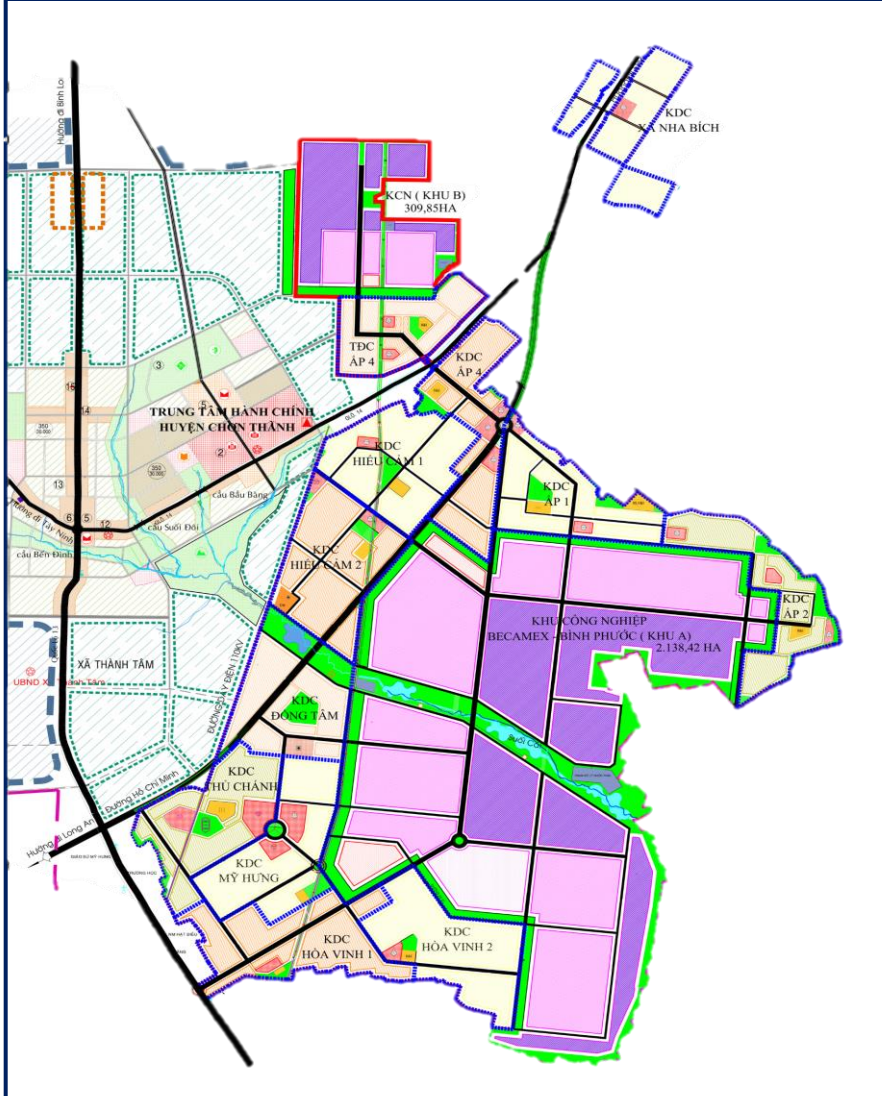


Hướng tuyến cao tốc TPHCM – TDM – Chợn Thành:

- Dự án có điểm đầu xuất phát từ đường vành đai 3 TP.HCM ở địa bàn tỉnh Bình Dương, đi trùng với đường ĐT 743, ĐT 747 đến trước cầu Khánh Vân (phường Khánh Bình, TP Tân Uyên). Tiếp đó, chuyển hướng rẽ trái tách khỏi đường hiện tại, đi men Suối Cái và song song đường ĐH.409 (thuộc TP Tân Uyên). Tuyến cắt đường ĐT 747A, sau đó đi song song với đường ĐT 741 lên xã An Long, huyện Phú Giáo đến tỉnh Bình Phước.
- Dự án đoạn qua Bình Dương có tổng mức đầu tư 17.400 tỉ đồng, thực hiện theo hình thức BOT. Trong đó, vốn do nhà đầu tư huy động là 8.878 tỉ đồng. Vốn ngân sách tham gia khoảng 8.530 tỉ đồng (bao gồm giải phóng mặt bằng và khoảng 246 tỉ đồng hỗ trợ chi phí xây dựng).
- Điểm cuối của cao tốc này sẽ rất gần KCN Becamex Bình Phước, giao thương về khu vực TPHCM và các cảng sẽ được rút ngắn đáng kể. Nhất là sau khi đồng bộ với tuyến cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu hoàn thành việc trung chuyển hàng hóa đến các cảng sẽ cực kì thuận lợi khi đi theo tuyến cao tốc TPHCM – TDM – Chợn Thành, Vành Đai 3, Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu.
- Triển vọng từ cao tốc này sẽ giúp KCN Becamex Bình Phước cải thiện mạnh mẽ cả về **tiền độ cho thuê** và **giá thuê**. Đây là một catalyst phải theo dõi sát sao đối với cổ phiếu IJC.

	Chiều dài	Mô tả	Vốn	Dự kiến khởi công
Đoạn Bình Dương	52,2 km	Đoạn từ đường Vành đai 3 TP.HCM đến cầu Khánh Vân dài khoảng 7,7 km hiện giữ nguyên hiện trạng do đã được đầu tư thuộc dự án đường tỉnh 743 và đường tỉnh 747B. Đầu tư xây mới khoản 31 km còn lại theo tiêu chuẩn cao tốc cấp 1 với 4 làn xe.	17.400 tỷ (trong đó xây dựng 9.223 tỷ)	Sớm nhất trong tháng 11/2024.
Đoạn Bình Phước	6,6 km	Tách thành 1 dự án riêng Đoạn này do tỉnh Bình Phước thực hiện bằng đầu tư công, ngân sách trung ương hỗ trợ.	1.785 tỷ	Phấn đấu trong năm 2024.

Vị trí phân bố các khu dân cư của KCN Đô thị Dịch vụ Becamex Bình Phước

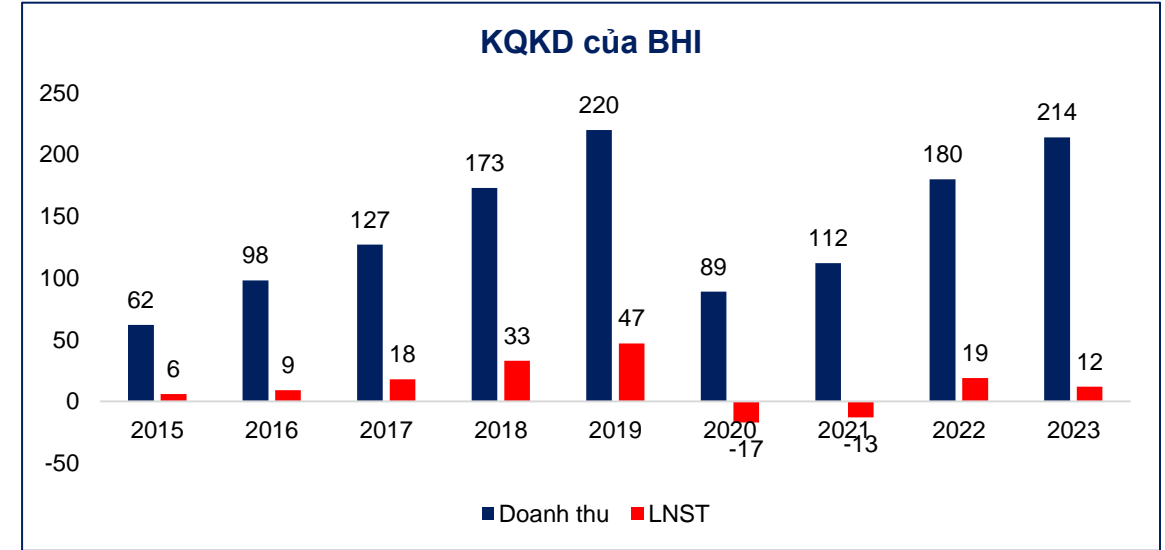
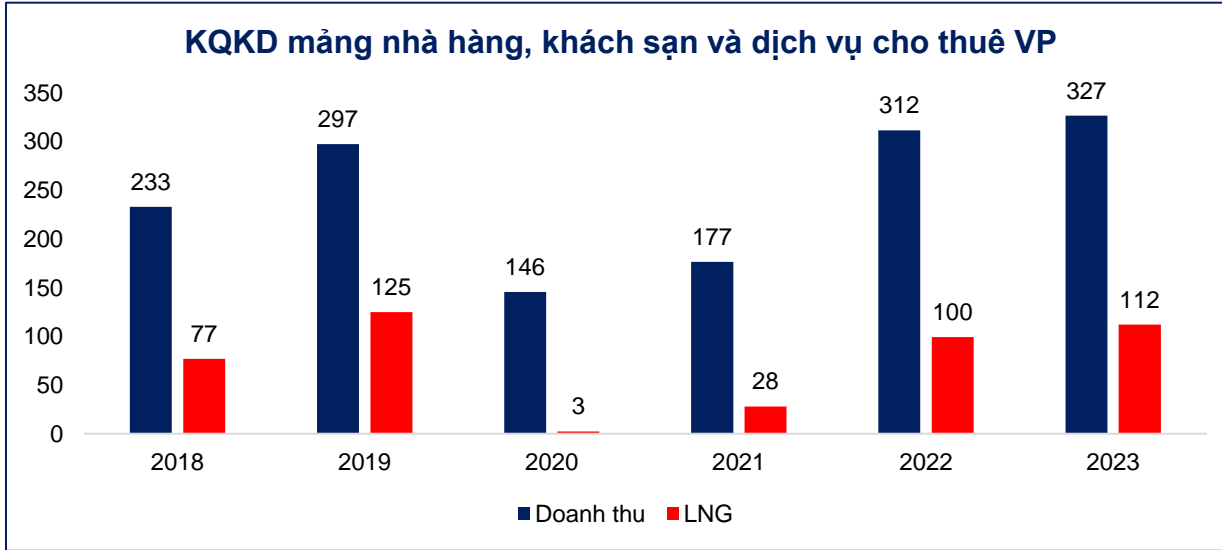


Khu nhà trọ công nhân và shophouse thương mại thuộc khu Tái định cư Ấp 4 bên cạnh Khu B - KCN

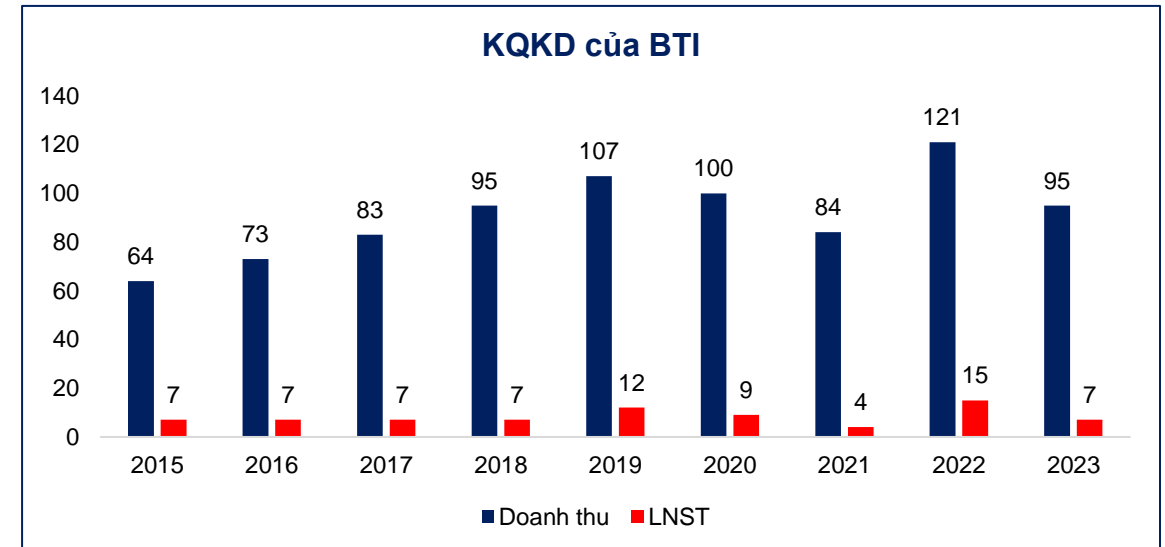


STT	Tên khu dân cư	Diện tích (m2)
1	Khu tái định cư Ấp 4	1.377.711
2	Khu dân cư Ấp 1	1.753.423
3	Khu dân cư Ấp 2	1.660.536
4	Khu dân cư Ấp 4	1.791.223
5	Khu dân cư Hiếu Cảm 1	1.916.178
6	Khu dân cư Hiếu Cảm 2	2.099.384
7	Khu dân cư Đồng Tâm	2.074.972
8	Khu dân cư Thủ Chánh	1.910.915
9	Khu dân cư Mỹ Hưng	1.942.783
10	Khu dân cư Hòa Vinh 1	2.024.121
11	Khu dân cư Hòa Vinh 2	1.962.832
12	Khu dân cư xã Nha Bích	1.336.000
Tổng diện tích KDC		21.850.078

- Hiện nay theo quan sát của chúng tôi Khu tái định cư Ấp 4 và các khu dân cư gần đường CT02 hoặc khu vực dân cư hiện hữu như KDC Ấp 4, KDC Hiếu Cảm 1, 2 đã được triển khai làm hạ tầng khá đồng bộ.
- Khu tái định cư Ấp 4 đã bàn giao về cho tỉnh Bình Phước quản lý.
- Trong ngắn hạn, với việc diện tích lấp đầy của KCN chưa quá tốt và hạ tầng giao thông vẫn chưa kết nối đầy đủ nên BĐS dân cư chưa phải là trọng tâm phát triển. Tuy nhiên, trong dài hạn đi kèm với sự phát triển của tổ hợp KCN Đô thị Dịch vụ này và lợi thế gần các nút giao đường bộ lớn của khu vực, phần đất dân cư lên tới 2.000ha sẽ mang lại lợi ích rất lớn cho CTCP Phát triển hạ tầng kỹ thuật Becamex Bình Phước nói chung và IJC nói riêng.
- Chúng tôi **chưa định giá** cấu phần dân cư của Becamex Bình Phước trong báo cáo này.



- Mảng nhà hàng, khách sạn và văn phòng có sự phục hồi tốt từ sau dịch Covid – 19.
- IJC đang sở hữu 100% 3 công ty con trong mảng này đó là BHI, BTI và WTC với các BĐS đầu tư có vị trí rất đẹp tại Bình Dương:
- ❖ **Công ty TNHH MTV Khách sạn Becamex (BHI)** hiện đang vận hành 2 khách sạn tại khu vực TP Thủ Dầu Một và TP Mới Bình Dương:
 - + Khách sạn Becamex Hotel Thủ Dầu Một: 172 phòng tiêu chuẩn 3 sao, tọa lạc tại 230 Đại Lộ Bình Dương, P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, Bình Dương.
 - + Khách sạn Becamex Hotel New City: 323 phòng tiêu chuẩn 4 sao, tọa lạc tại lô B2, Hùng Vương, P. Hòa Phú, TP. Thủ Dầu Một, Bình Dương.
- ❖ **Công ty TNHH MTV Thương mại Becamex (BTI)** đang sở hữu 15.000m2 diện tích sàn cho thuê tại 4 tầng của Becamex Tower, tọa lạc tại 230 Đại Lộ Bình Dương, P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, Bình Dương. Tuy nhiên, IJC đã chuyển nhượng 4 tầng thương mại này vào Q3/2024.
- ❖ **Công ty Công ty TNHH MTV WTC Bình Dương** sở hữu trung tâm triển lãm thương mại quốc tế tại tổ hợp World Trade Center 811 Đường Hùng Vương, Phường Hòa Phú, TP. Thủ Dầu Một, Bình Dương. Công ty này mới thành lập năm 2023 với doanh thu và LNST lần lượt là 28 tỷ và 7 tỷ.



Khách sạn Becamex Hotel New city



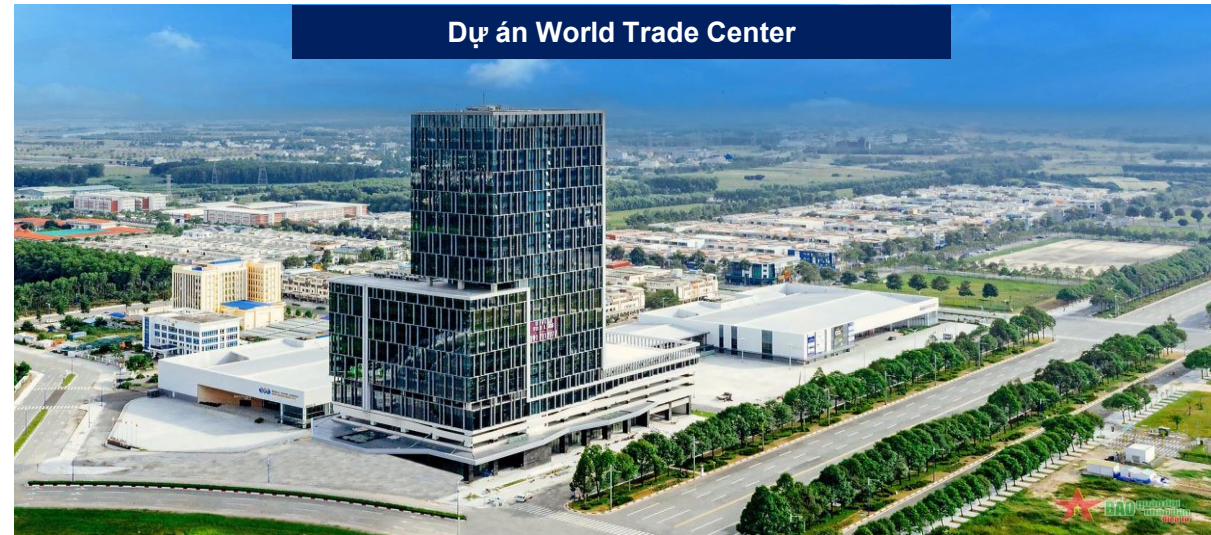
Khách sạn Becamex Thủ Dầu Một

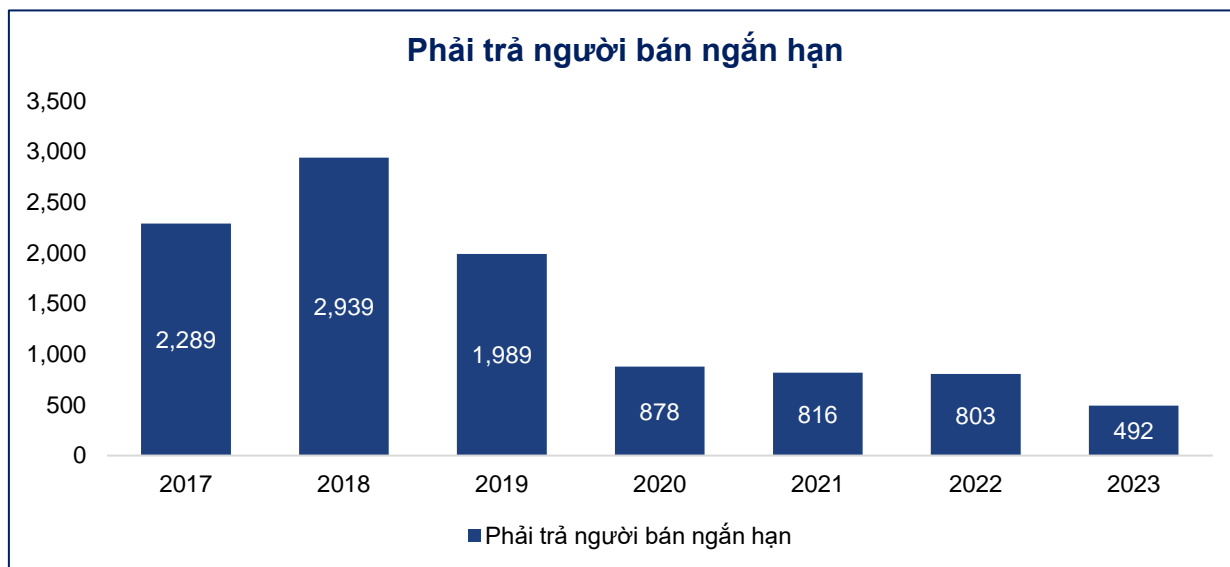
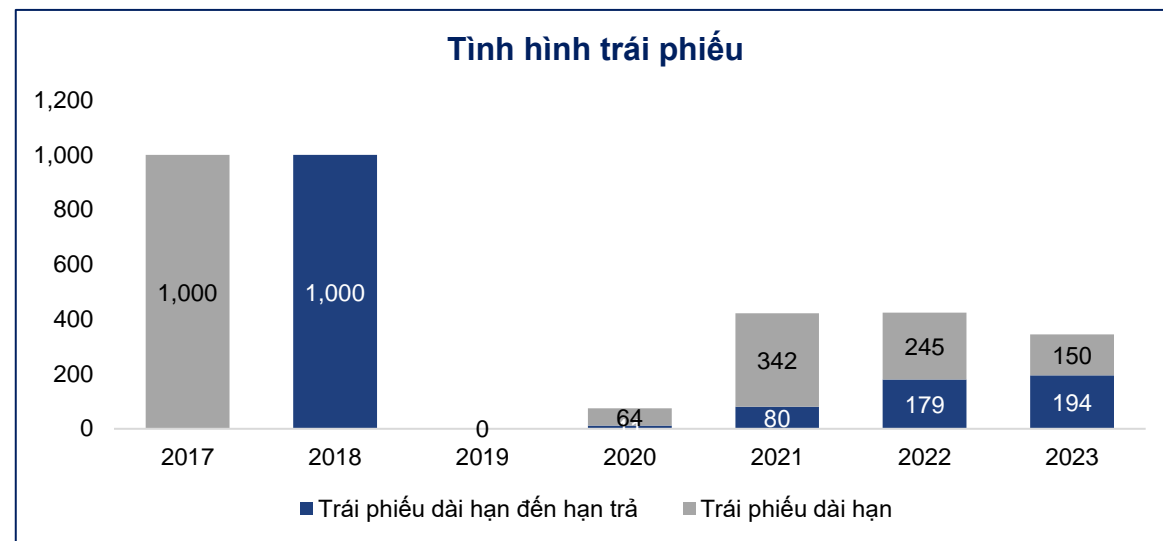
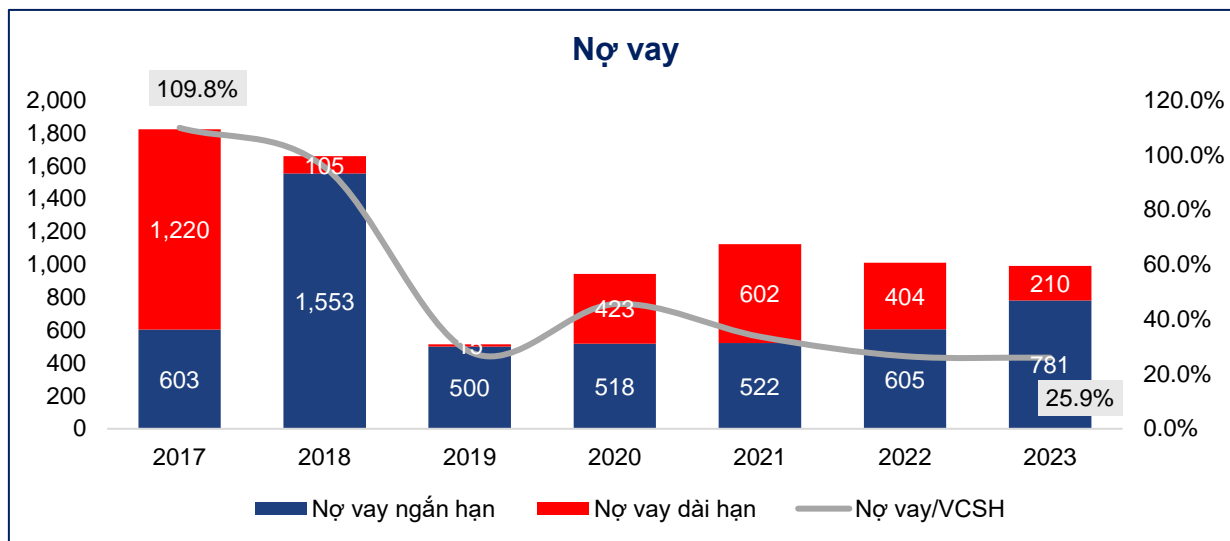


Becamex Tower tại đại lộ Bình Dương

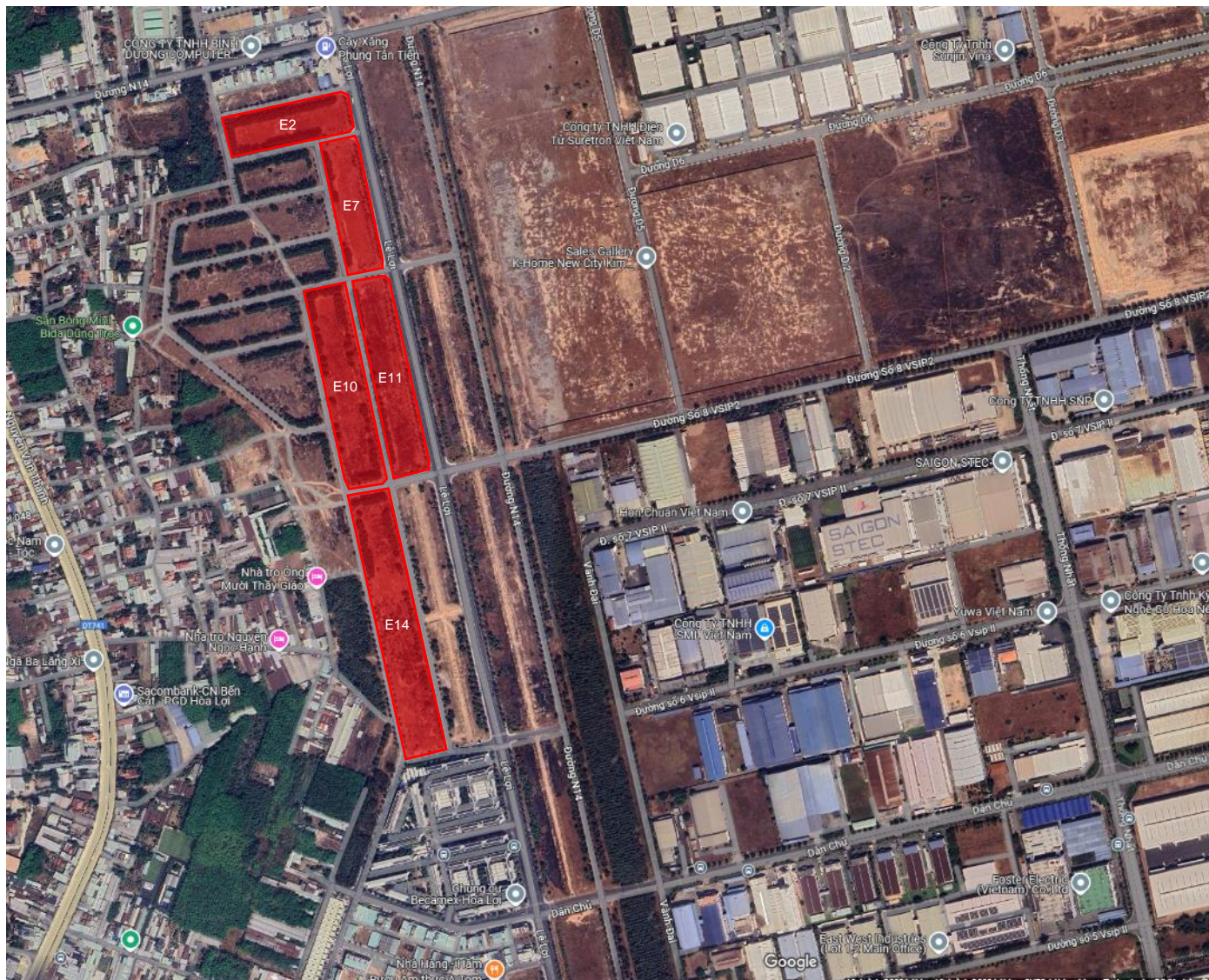


Dự án World Trade Center





- Áp lực trái phiếu đã qua đi, nợ vay giảm về mức hợp lý hơn khi chưa có nhu cầu triển khai dự án trong bối cảnh BĐS gặp khó.
- Các khoản tiền đất phải trả cho BCM khi nhận chuyển nhượng các dự án đã giảm khi IJC hoàn tất thanh toán và không còn đáng kể.
- Nhìn chung, IJC có tình hình tài chính cải thiện hơn nhiều so với giai đoạn trước.



- Trong Q2/2024 IJC đã nhận chuyển nhượng thêm 590 lô đất tại khu tái định cư Hòa Lợi từ BCM, tuy nhiên đến Q3 vẫn chưa thanh toán đầy đủ.
- Đây là một quỹ đất khá đẹp đối diện các khu công nghiệp lớn nhưng do chúng tôi vẫn chưa rõ IJC nhận chuyển nhượng các lô đất này tạm thời để giúp BCM booking doanh thu hay là có ý định sẽ sở hữu và kinh doanh lô đất này lâu dài nên chưa đưa vào định giá.

15. Phải trả người bán

15a. Phải trả người bán ngắn hạn

<i>Phải trả các bên liên quan</i>	Số cuối kỳ	Số đầu năm
Tổng Công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp - CTCP	1.411.842.964.515	428.272.500.838
Công ty Cổ phần Công nghệ & Truyền thông Việt Nam	2.901.352.219	21.479.243.940
Công ty Cổ phần Kinh doanh và Phát triển Bình Dương	541.635.391	2.770.361.564
Trường Đại học Quốc tế Miền Đông	128.115.000	128.115.000
Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Kỹ thuật Becamex – Bình Phước	-	5.840.200.000
Phải trả các nhà cung cấp khác	18.308.030.981	63.241.469.494
Công ty Cổ phần Đầu tư và Xây dựng Bình Dương ACC	4.361.278.495	3.815.283.045
Công ty TNHH Tư vấn và Kỹ thuật Bách Phương	-	4.172.026.410
Các nhà cung cấp khác	13.946.752.486	55.254.160.039
CỘNG	1.430.150.995.496	491.513.970.332

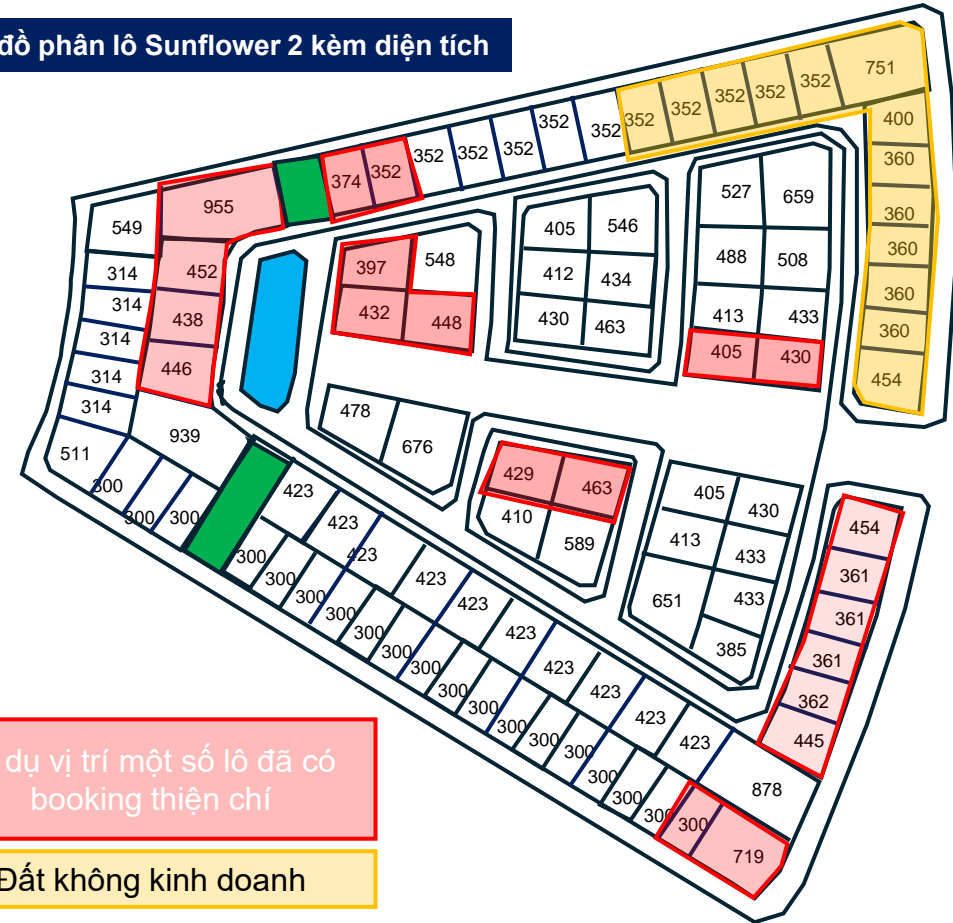
15b. Phải trả người bán dài hạn

Phải trả tiền nhận chuyển nhượng quyền sử dụng đất Công ty Cổ phần Kinh doanh và Phát triển Bình Dương.

Phối cảnh Sunflower 2



Bản đồ phân lô Sunflower 2 kèm diện tích



- Dự án Sunflower 2 là dự án chính của IJC trong giai đoạn tới. Theo thông tin cập nhật gần nhất của chúng tôi khoảng 30 lô đất đã có booking thiện chí, tuy nhiên vì chưa xin được giấy phép mở bán nên vẫn phải đang chờ kí hợp đồng.
- Dự án này phải hoàn thiện nhà thô trước khi bàn giao nên trước mắt chỉ hỗ trợ doanh số và dòng tiền, doanh thu lợi nhuận phải chờ đến 2026-2027 mới phản ánh vào kết quả kinh doanh của IJC



TTTM WTC Gateway

WTC Gateway - một khu phức hợp trung tâm thương mại tại dự án thành phố mới Bình Dương sẽ có diện tích 170.000m². Khu phức hợp này khi hoàn thành sẽ trở thành trung tâm thương mại có diện tích lớn nhất Việt Nam hiện nay.

11 Diện tích, dân số và mật độ dân số năm 2022 phân theo đơn vị hành chính cấp huyện Area, population and population density in 2022 by district

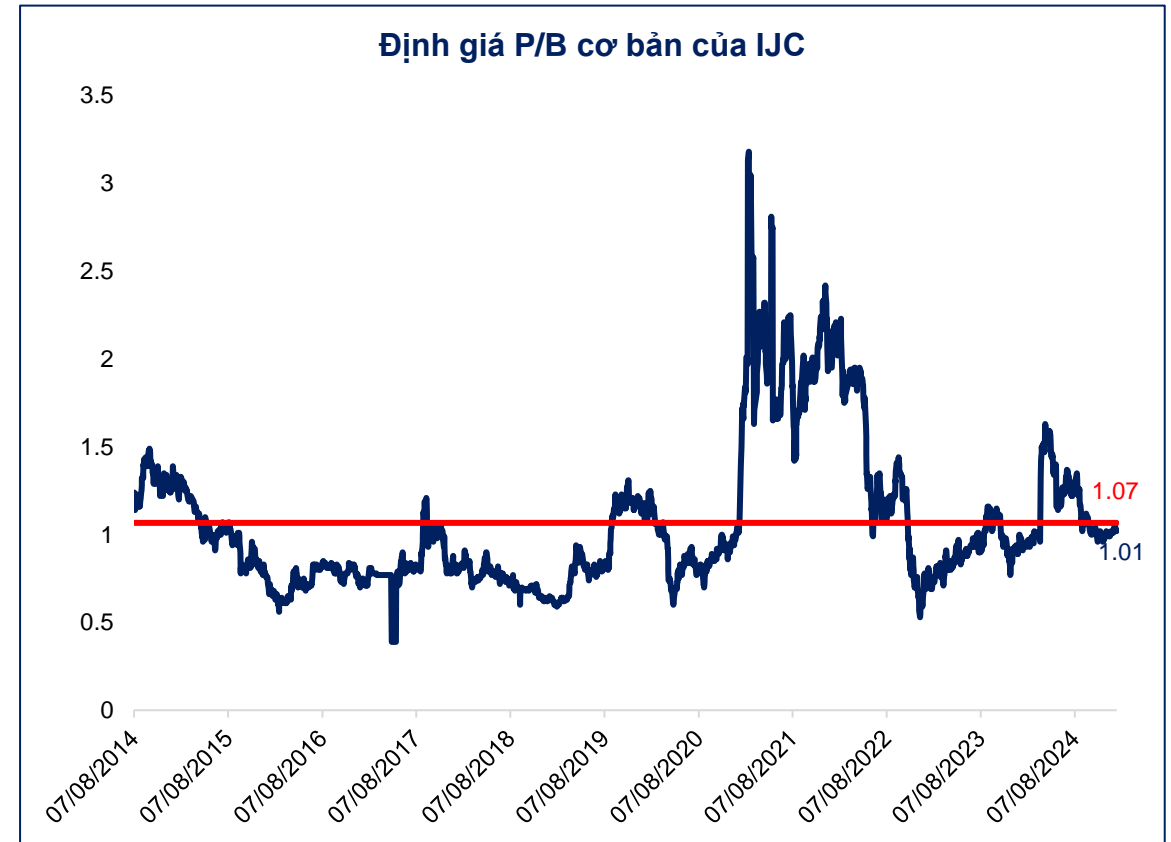
	Diện tích Area (Km ²)	Dân số trung bình Average population (Person)	Mật độ dân số Population density (Person/km ²)
TỔNG SỐ - TOTAL	2.694,64	2.763.124	1.025
Thành phố Thủ Dầu Một Thu Dau Mot city	118,91	339.489	2.855
Huyện Bàu Bàng Bau Bang district	340,02	117.370	345
Huyện Dầu Tiếng Dau Tieng district	721,10	122.019	169
Thị xã Bến Cát Ben Cat town	234,35	365.605	1.560
Huyện Phú Giáo Phu Giao district	544,44	104.975	193
Thị xã Tân Uyên Tan Uyen town	191,76	499.925	2.607
Thành phố Dĩ An Di An city	60,05	506.481	8.434
Thành phố Thuận An Thuan An city	83,71	620.778	7.416
Huyện Bắc Tân Uyên Bac Tan Uyen district	400,30	86.482	216



Chúng tôi có quan điểm tích cực về mảng BĐS của IJC tại thành phố mới Bình Dương. Tuy nhiên, cũng phải nhìn nhận thẳng thắn rằng Bình Dương là một địa phương còn một số hạn chế lớn:

- ❖ Hạn chế về mặt hạ tầng khi không có cảng biển, sân bay, đường sắt. Do đó, các tuyến đường bộ phải được tập trung phát triển, cụ thể như các dự án: Nâng cấp mở rộng QL13, Mỹ Phước Tân Vạn, Vành Đai 4 (Thủ Biên – Sông Sài Gòn) và Cao tốc TPHCM-Thủ Dầu Một-Chơn Thành. Trong chiến lược phát triển đó, các vấn đề về vốn, đền bù GPMB và quản lý dự án cần được làm hiệu quả, quyết liệt.
- ❖ Bên cạnh đó, đối với khu vực Thành phố mới Bình Dương nói riêng các tiện ích, trường học, bệnh viện, điểm vui chơi, giải trí hiện nay vẫn còn khá ít để thu hút dân về ở trong khi mặt bằng giá đang khá cao. Ngoài đối tượng chuyên gia, chưa có nhiều động lực thật sự hấp dẫn để thu hút dân cư từ các khu vực khác của Bình Dương lựa chọn khu vực này để sinh sống. Những dự án tạo điểm nhấn như TTTM WTC Gateway vẫn còn đang nằm trên giấy và cần nhiều thời gian để triển khai.
- ❖ Thiếu những nhà phát triển BĐS lớn trong nước và quốc tế. Những dự án như Garden City của Becamex Tokyuu hay mới đây là dự án Sycamore của Capital land là một làn gió tích cực cho thị trường BĐS Bình Dương, tuy nhiên vẫn cần thêm nhiều nhà phát triển BĐS đến với Bình Dương với những triết lý đa dạng để thay đổi diện mạo của thành phố. Tất nhiên, điều này cũng quay lại câu chuyện đến từ nội tại, tiềm năng của khu vực này có đủ hấp dẫn để thu hút các nhà đầu tư hay không.

SOTP		Giá trị	Ghi chú
Lợi ích từ KCN	DCF	2,865	31% lợi ích từ cấu phần Khu công nghiệp tại KCN Đô thị Dịch Vụ Becamex Bình Phước
Bán đất KDC	DCF	6,525	Bao gồm 40ha đất thương phẩm nhà ở thấp tầng (26 ha tại thành phố mới và 14ha tại Bàu Bàng) và 95.000m2 thương phẩm của 2 chung cư.
Nhà hàng, khách sạn	P/E (6x)	240	LNST 2024F của BHI, BTI và WTC
Thu phí BOT	DCF	1,483	Giả định tốc độ tăng trưởng lưu lượng xe 3%/năm và lộ trình tăng giá thu phí thêm 1 lần vào năm 2030. Chúng tôi lưu ý đây là kịch bản tích cực vì chưa tính đến việc: (1) đầu tư QL13 và vành đai 4 (2) thay đổi lộ trình thu phí tới 2054 theo phương án hoàn vốn mới (3) Lưu lượng xe giảm khi các tuyến đường mới hình thành.
Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn	BV	178	
Các khoản đầu tư	BV	517	
Nợ vay	BV	(562)	
SOTP value		11,247	
Số lượng cp	triệu	378	
Giá trị nội tại cp	VND	29,779	



- Hiện cổ phiếu đang được định giá quanh P/B 1 lần, với tầm nhìn 1-2 năm, cổ phiếu IJC tại vùng giá này vẫn rất hấp dẫn so với giá trị tài sản đang nắm giữ và triển vọng KQKD cải thiện. Chúng tôi khuyến nghị NĐT dài hạn có thể tích lũy cổ phiếu IJC qua các đợt điều chỉnh của thị trường trong vùng giá 13.000 – 14.000 đồng/cp, hạn chế mua đuổi.

CTCP VẬN TẢI XĂNG DẦU VIPCO (VIP)

Giá mục tiêu: 19,000 VNĐ (+34.3%)

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

HSX: VIP

Ngành nghề kinh doanh	Vận tải
Vốn điều lệ (tỷ VND)	685
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	904
Tiền mặt ròng (tỷ VND)	789
Tăng trưởng Doanh Thu 3 năm (%)	6%
ROE	7.5%
P/E	13.7x
P/B	0.7x
EV/EBITDA	0.7x
Cổ tức tiền mặt	7.1%

Cơ cấu cổ đông

Công ty cổ phần vận tải thủy Petrolimex	51.0%
TM holding	6.5%
Khác	42.5%

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

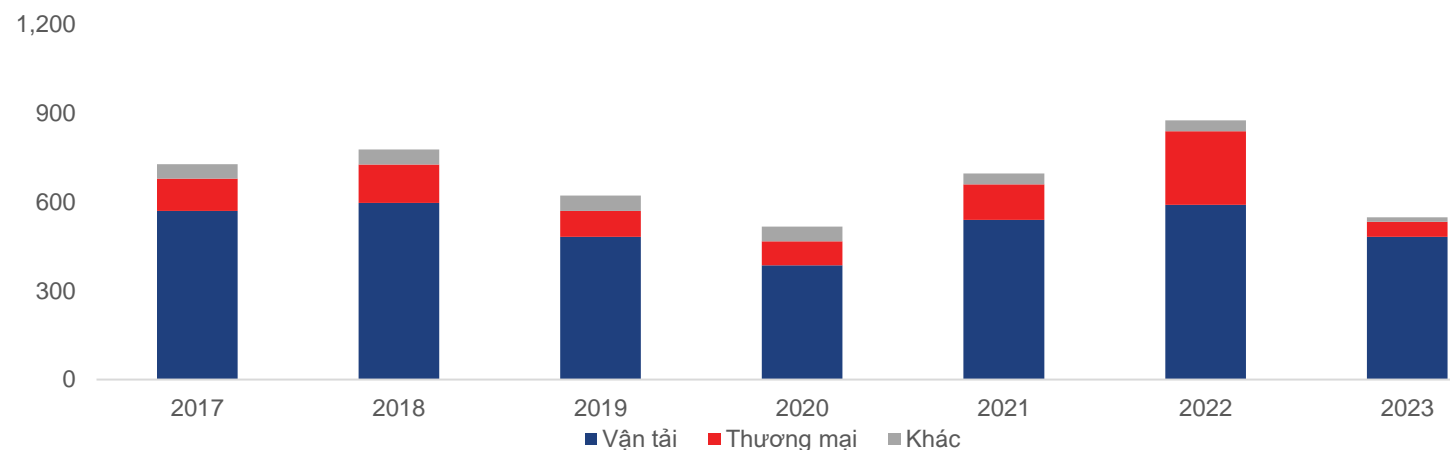
VIP là công ty con của CTCP vận tải thủy Petrolimex, chịu trách nhiệm về mảng vận tải dầu sản phẩm và thương mại xăng dầu.

Luận điểm đầu tư

1. Định giá rẻ, cơ cấu tài chính lành mạnh & chính sách cổ tức hấp dẫn
2. Sở hữu đội tàu viễn dương lớn và cơ hội thanh lý tàu cũ giá cao

TCSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VIP với giá mục tiêu **18,964 VND/CP (tiềm năng tăng giá 35%)**, tương đương với mức EV/EBITDA mục tiêu 3 lần và PB 1 lần. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá rủi ro giảm giá cổ phiếu là thấp khi VIP có lịch sử chi trả cổ tức cao và mức cổ tức tối thiểu cho năm 2024 là 1,000 VND/CP.

CƠ CẤU DOANH THU CỦA VIP GIAI ĐOẠN 2017 – 2023 (TỶ VND)



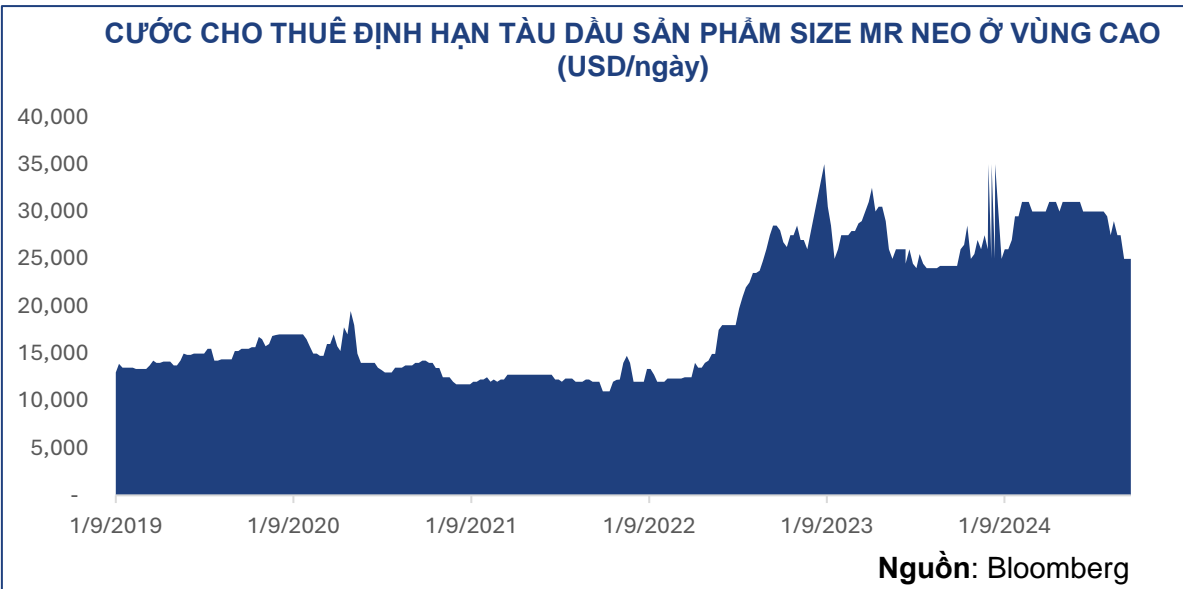
Nguồn: VIPCO

SỰ THAY ĐỔI DÒNG CHẢY VẬN TẢI DẦU THÔ/DẦU SẢN PHẨM SAU CUỘC CHIẾN NGA VÀ UKRAINE

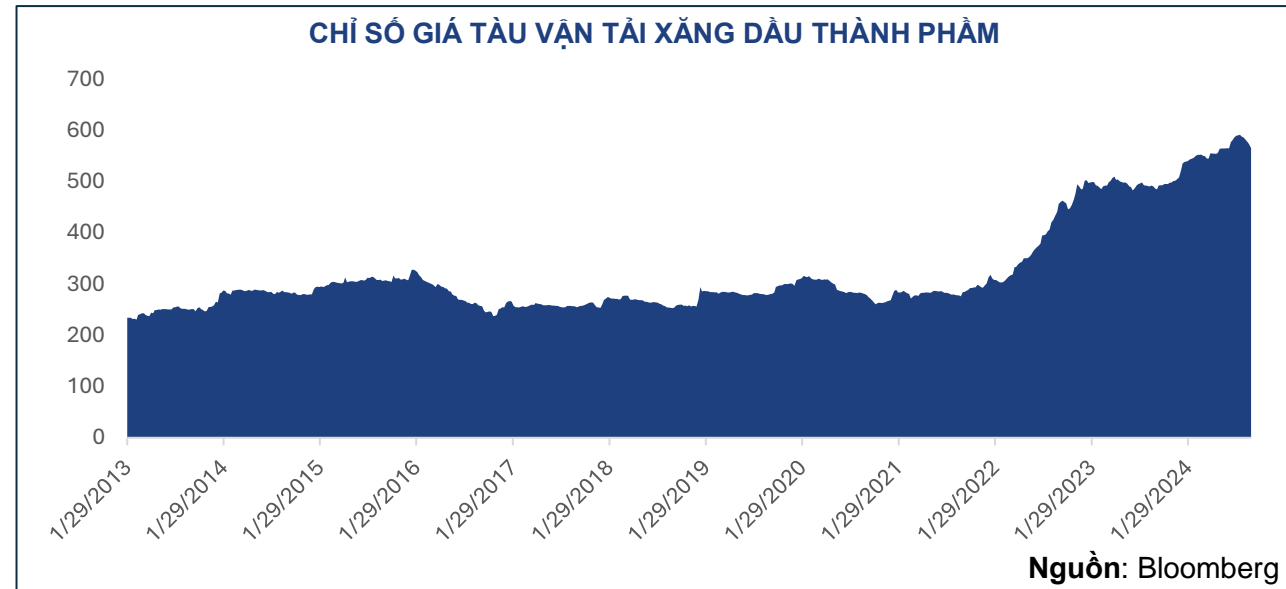


- Thị trường tàu chở dầu hiện đang gặp nhiều thuận lợi, chủ yếu nhờ cuộc xung đột Nga - Ukraine, đã dẫn đến sự thay đổi trong cơ cấu các tuyến đường vận chuyển. Sự thay đổi này làm gia tăng tấn hải lý (khối lượng hàng hóa luân chuyển), từ đó tạo ra nhu cầu cao hơn cho dịch vụ vận tải.
- Thời gian vận chuyển từ vùng Viễn Đông của Nga hoặc qua Biển Baltic tới châu Âu đã kéo dài từ 7 ngày lên 30-45 ngày, gây ra tình trạng thiếu tàu nghiêm trọng do khoảng cách xa gấp 3-4 lần so với trước đây.
- Từ đó, tạo điều kiện cho giá cước vận tải và giá tàu neo cao trong giai đoạn 2022-2024.

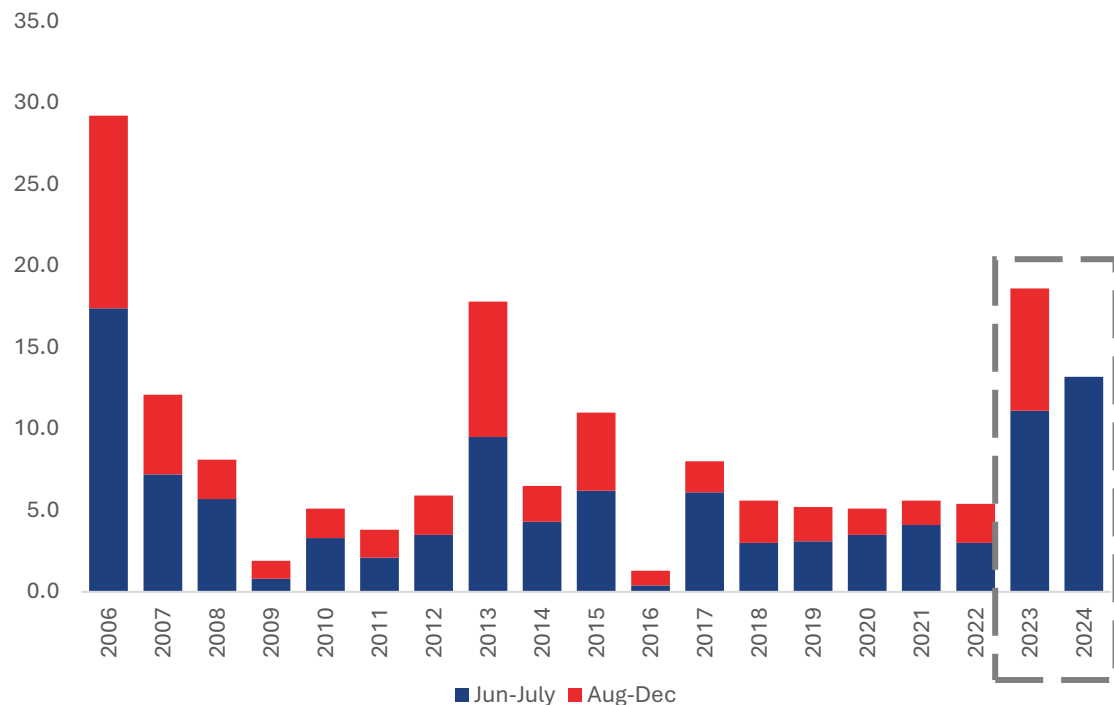
CƯỚC CHO THUÊ ĐỊNH HẠN TÀU DẦU SẢN PHẨM SIZE MR NEO Ở VÙNG CAO (USD/ngày)



CHỈ SỐ GIÁ TÀU VẬN TẢI XĂNG DẦU THÀNH PHẨM

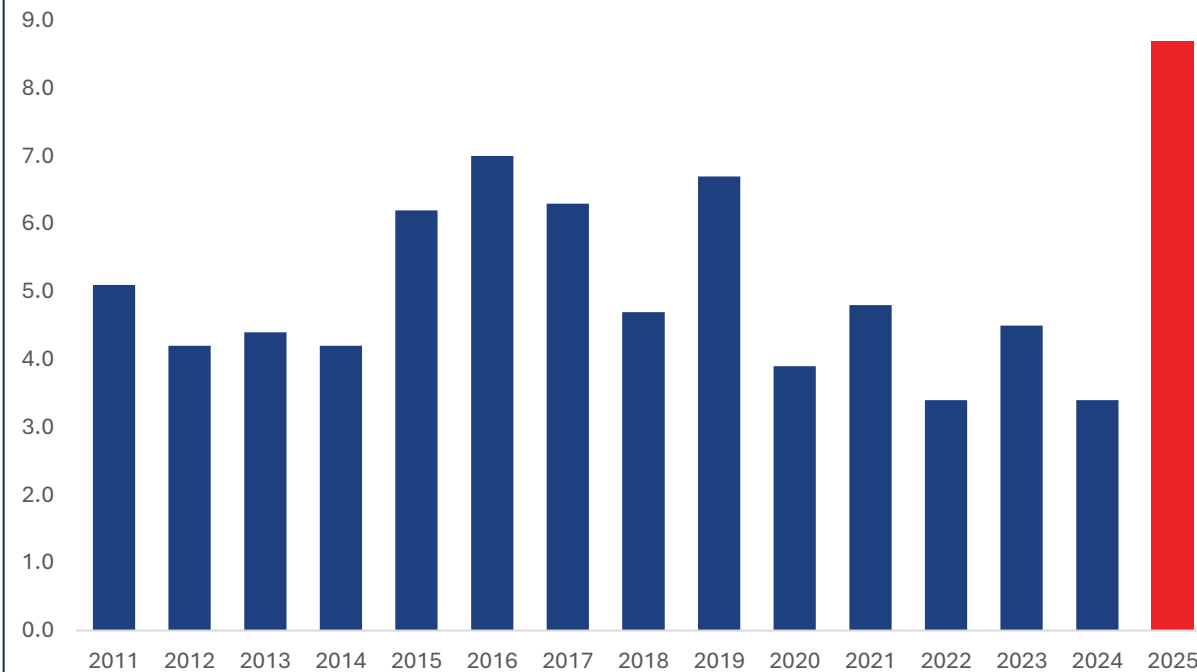


ĐƠN ĐẶT HÀNG TÀU DẦU SẢN PHẨM MỚI ĐẠT KỶ LỤC 18 NĂM (TRIỆU DWT)



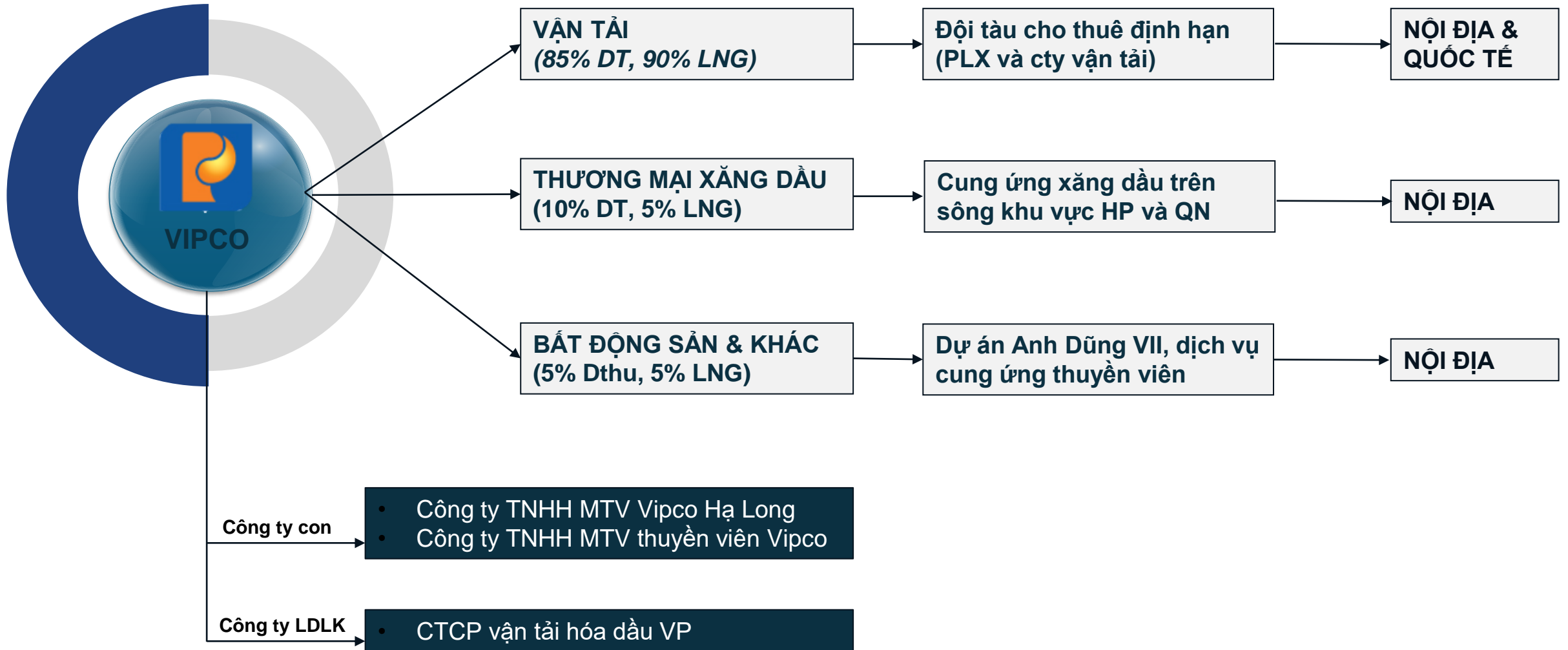
Nguồn: Clarksons Research

TRỌNG TẢI TÀU SẢN PHẨM BÀN GIAO 2025 ĐẠT KỶ LỤC 15 NĂM (TRIỆU DWT)



Nguồn: Clarksons Research

- Trọng tải của các tàu chở dầu sản phẩm mới được bàn giao trên toàn cầu dự kiến sẽ đạt mức kỷ lục vào năm 2025, gấp 2,5 lần so với năm 2023. Đồng thời, trọng tải tàu mới được đặt đóng cũng tiếp tục gia tăng trong giai đoạn 2023 - 2024. Điều này sẽ tạo nên áp lực lớn về việc dư cung tàu trong khoảng giai đoạn từ 2025 đến 2027 trên thị trường tàu chở dầu sản phẩm.
- Là công ty con vận chuyển xăng dầu thành phẩm cho Petrolimex, VIPCO sở hữu lợi thế vượt trội với đầu ra ổn định, không chịu ảnh hưởng từ biến động ngành. Đây chính là nền tảng giúp VIPCO giữ vững vị thế cạnh tranh, ngay cả khi thị trường vận tải gặp khó khăn.





ĐỘI TÀU VẬN TẢI XĂNG DẦU

Cho thuê định hạn

- Giá thuê cố định theo 1 khoản thời gian nhất định (6T-1N)
- Không phát sinh chi phí dầu & cảng phí.

Cho thuê định hạn/ thuê theo chuyến

- Phát sinh chi phí dầu & cảng phí

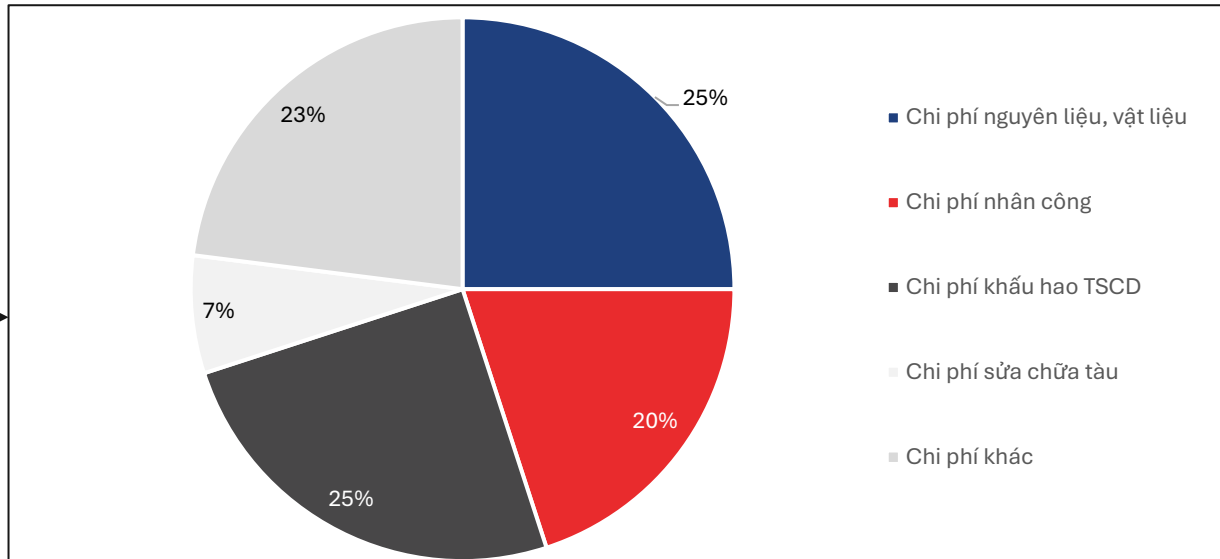
TẬP ĐOÀN MẸ (51%)

Vận tải xăng từ NMLD Bình Sơn, Nghi Sơn & nhập khẩu từ Hàn Quốc, Malaysia, Singapore

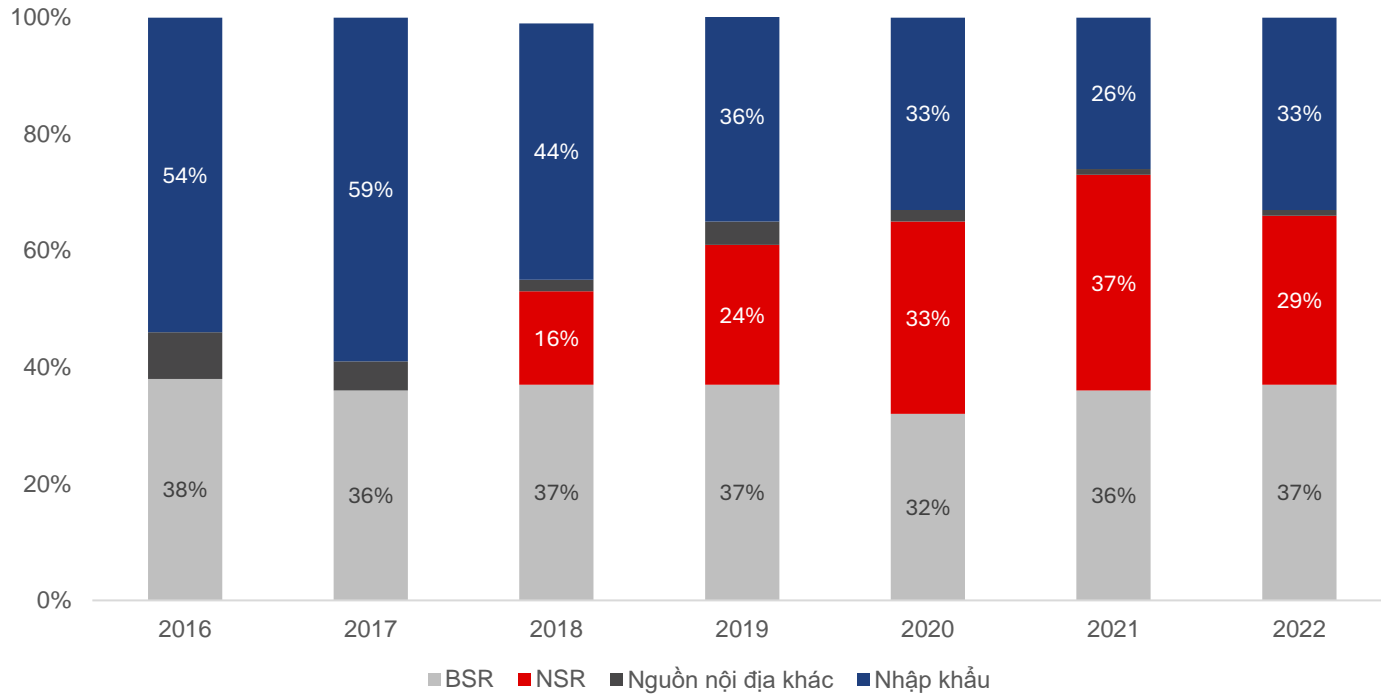
CÔNG TY VẬN TẢI

Tham gia vận tải các tuyến nội địa và quốc tế.

Cơ cấu chi phí

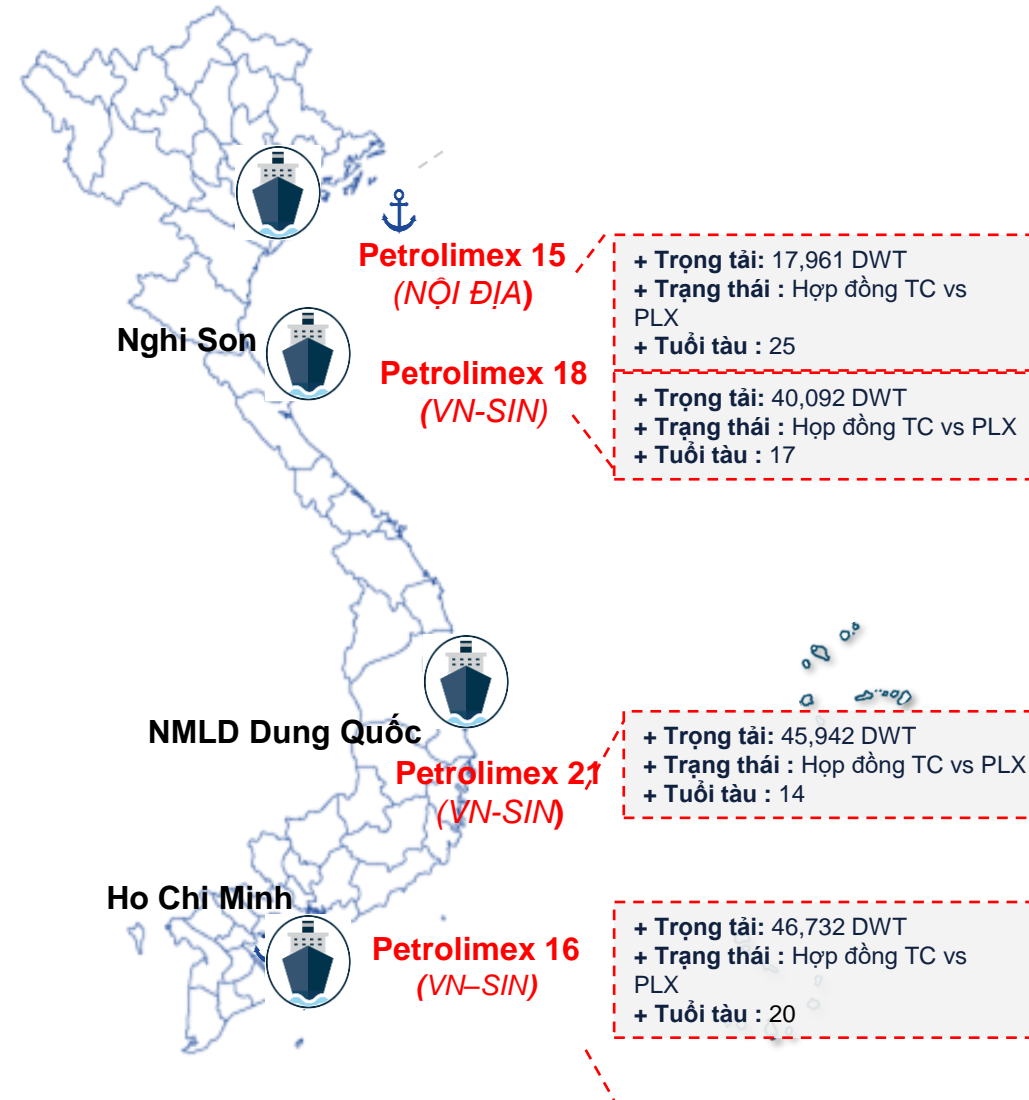


CƠ CẤU NGUỒN CUNG XĂNG DẦU NỘI ĐỊA ĐANG THAY ĐỔI

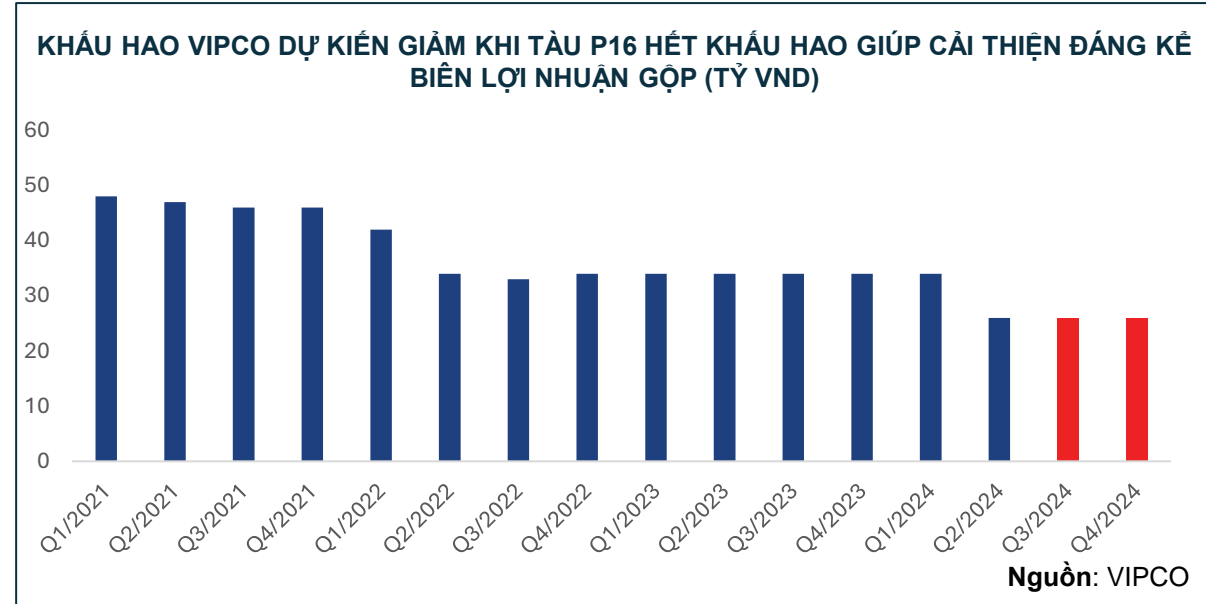


Nhu cầu nhập khẩu xăng dầu thành phẩm giảm mạnh sau khi nhà máy lọc dầu Bình Sơn và Nghi Sơn đi vào hoạt động, dẫn đến sự sụt giảm đáng kể trong hoạt động vận tải quốc tế của VIPCO. Do đó, chúng tôi cho rằng nhu cầu đầu tư đội tàu mới là chưa cấp thiết trong bối cảnh nhu cầu vận tải tiếp tục suy giảm. Trong khi đó, vận tải nội địa chỉ phù hợp với đội tàu kích thước nhỏ <20,000 DWT)

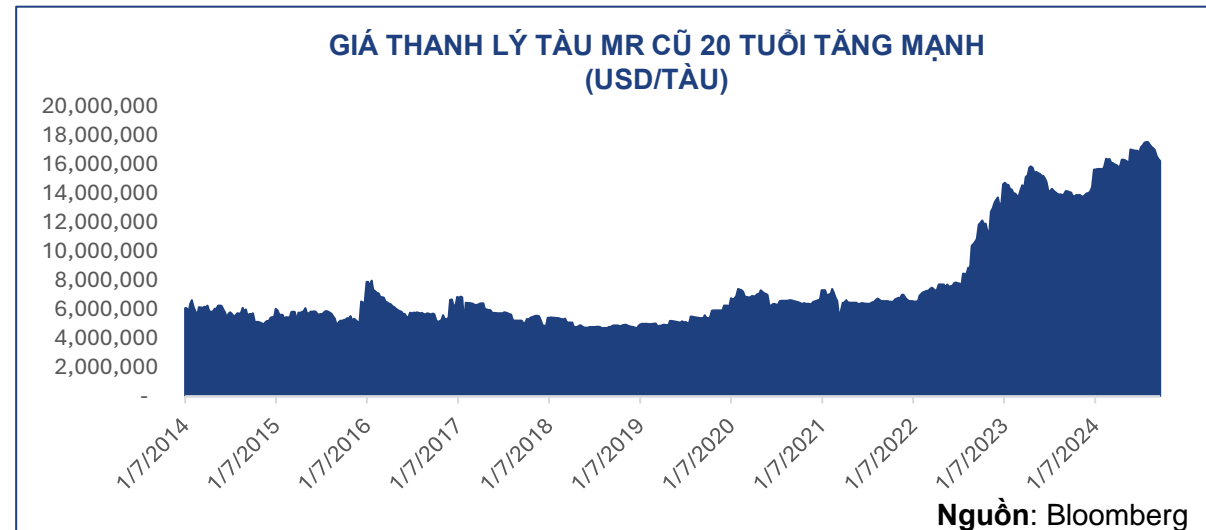
ĐỘI TÀU HOẠT ĐỘNG TẠI KHU VỰC NỘI ĐỊA VÀ QUỐC TẾ



Tên tàu	Tình trạng	Trọng tải DWT	Năm sản xuất	Tuổi tàu	Khấu hao
PETROLIMEX 15	Cho PLX thuê định hạn	17,961	1999	24	Đã hết khấu hao
PETROLIMEX 18	Cho PLX thuê định hạn	40,092	2007	16	Hết khấu hao vào 2027
PETROLIMEX 21	Cho PLX thuê định hạn	45,942	2010	13	Hết khấu hao vào 2030
PETROLIMEX 16	Cho PLX thuê định hạn	46,732	2004	19	Hết khấu hao vào Quý I/ 2024
PETROLIMEX 10	Đã thanh lý 2022	37,256	2003	20	Hết khấu hao vào quý I/2022

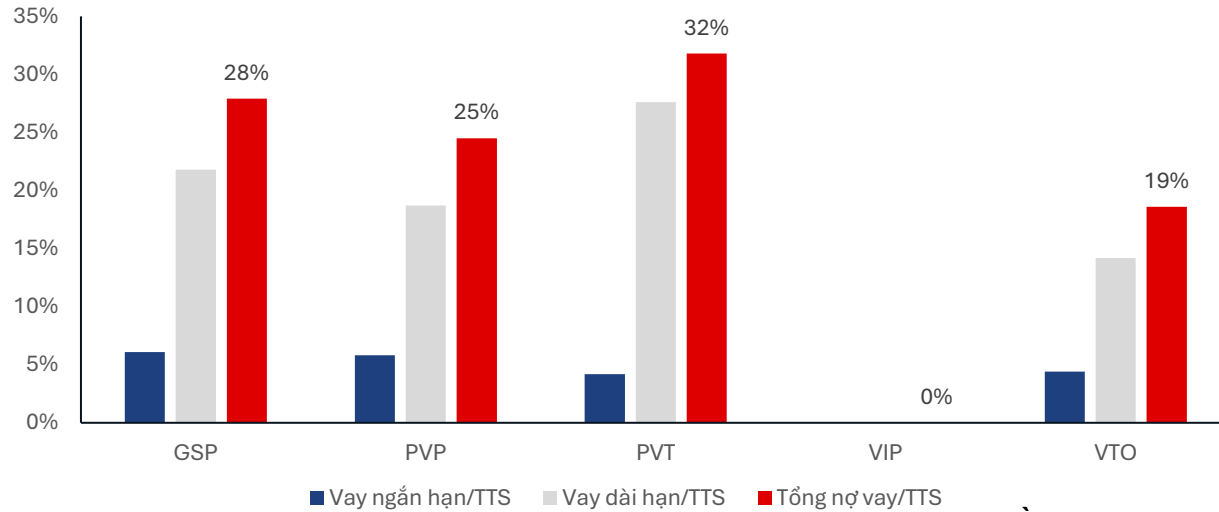


THÔNG SỐ	TÀU PETROLIMEX 16
Trọng tải DWT	46,732
Năm sản xuất	2004
Năm mua tàu	2009
Tuổi tàu	20
Giá mua (VND)	516 tỷ
Khấu hao hàng năm (VND)	34.4 tỷ
Thời gian khấu hao	Bắt đầu từ Quý II /2009 - Quý I/2024 (15 năm)
Giá trị thanh lý ước tính (VND)	350 tỷ



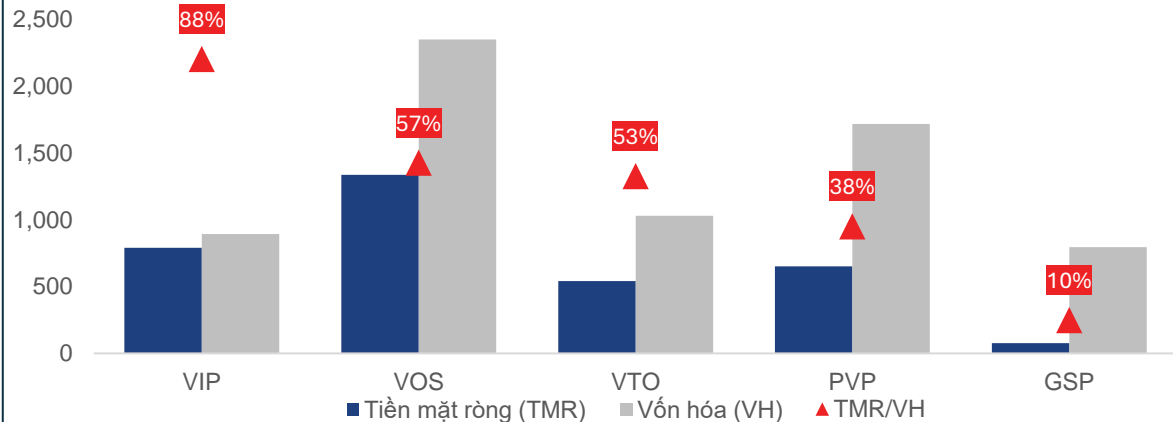
TƯƠNG QUAN SO SÁNH GIỮA VIP VÀ VTO

VIPCO CÓ CƠ CẤU TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH NHẤT NGÀNH



Nguồn: Bloomberg

TIỀN MẶT RÒNG/ VỐN HÓA (TỶ VND)



Nguồn: TCSC tổng hợp

	VTO	VIP
Vốn hóa (tỷ VND)	1,022	903
EV (tỷ VND)	387	115
EBITDA (tỷ VND)	340	170
Tổng trọng tải đội tàu (DWT)	162,391	150,727
Tuổi tàu bình quân	11	19
Nguyên giá đội tàu (tỷ VND)	4,163	1,793
Giá trị đội tàu còn lại (tỷ VND)	499	331
BV Adjust (VND)	23,989	25,280
PB Adjust (lần)	0.54	0.51
PB hiện tại (lần)	0.95	0.73
EV/EBITDA	1.1	0.7

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số	579	631	729	778	621	517	682	876	550	520	590
Tăng trưởng doanh thu	-16.5%	9.0%	15.5%	6.7%	-20.2%	-16.7%	31.9%	28.4%	-37.2%	-5.5%	0.7%
Lãi gộp	144	126	184	200	126	81	47	154	117	138	150
Tỷ suất lãi gộp	24.9%	20.0%	25.2%	25.7%	20.3%	15.7%	6.9%	17.6%	21.3%	26.5%	25.4%
Chi phí bán hàng & Quản lý doanh nghiệp (SG&A)	-49	-62	-59	-58	-75	-64	-53	-53	-62	-66	-62
SG&A/Doanh thu	-8.5%	-9.8%	-8.1%	-7.5%	-12.1%	-12.4%	-7.8%	-6.1%	-11.3%	-12.7%	-10.5%
Lợi nhuận hoạt động (EBIT)	95	64	125	142	51	17	-6	101	55	72	88
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	16.4%	10.1%	17.1%	18.3%	8.2%	3.3%	-0.9%	11.5%	10.0%	13.8%	14.9%
EBITDA	225	217	303	320	207	168	181	244	190	183	194
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	69	102	99	107	48	80	21	309	108	106	113
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	11.9%	16.2%	13.6%	13.8%	7.7%	15.5%	3.1%	35.3%	19.6%	20.4%	19.2%
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	53	81	79	81	37	64	10	248	87	85	90
<i>Trong đó: lợi nhuận từ hoạt động khác (thanh lý tài, BĐS)</i>	<i>7.2</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>40</i>	<i>32</i>	<i>174</i>	<i>1</i>		
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ (đã loại bỏ thu nhập khác)	46	80	77	80	36	24	-22	74	86	85	90
Tăng trưởng LNST	-75.8%	52.8%	-2.5%	2.5%	-54.3%	73.0%	-84.4%	2380.0%	-64.9%	-5.7%	9.8%
EPS cơ bản (VND/CP)	828	1,223	1,153	1,182	540	934	146	3,620	1,270	1,197	1,314
DPS (VND/CP)	500	800	800	800	500	600	500	1200	1000	1000	1000
Payout ratio	60%	65%	70%	68%	95%	64%	311%	33%	79%	80%	80%

(Đơn vị: tỷ đồng)

ĐỊNH GIÁ EV/EBITDA

EV (tỷ VND) **115**

Vốn hóa (tỷ VND) 904

Nợ vay (tỷ VND) 0

Tiền (tỷ VND) 789

Dòng tiền (tỷ VND) **170**

EBIT (tỷ VND) 42

Khấu hao (tỷ VND) 128

EV/EBITDA hiện tại **0.68**

EV/EBITDA mục tiêu **3**

Giá mục tiêu (VND/CP) **19,000**



❖ ĐỊNH GIÁ

- TCSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu VIP với giá mục tiêu **19,000 VND/CP (tiềm năng tăng giá +34.3%)**, tương đương với mức EV/EBITDA mục tiêu 3 lần và PB 1 lần. Bên cạnh đó, chúng tôi đánh giá rủi ro giảm giá cổ phiếu là thấp khi VIP có lịch sử chi trả cổ tức cao (Tỷ suất cổ tức từ 8 - 10%/năm) và mức cổ tức tối thiểu cho năm 2024 là 1,000 VND/CP.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC 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 TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC 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, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong 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 hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

PHẠM HOÀNG ÂN

Phó phòng phân tích

(028) 38 27 05 27, ext 8700

An.ph@tcsc.vn

PHẠM TIẾN THẮNG

Chuyên viên phân tích

Bán lẻ, F&B, Logistics & CNTT

(028) 38 27 05 27, ext 8702

Thang.pt@tcsc.vn

ĐINH KIẾN VƯƠNG

Chuyên viên phân tích

Ngân hàng & Kinh tế vĩ mô

(028) 38 27 05 27, ext 8705

Vuong.dk@tcsc.vn

NGUYỄN PHƯƠNG TIẾN PHÁT

Chuyên viên phân tích

Dệt may, Hóa chất, Gỗ & Thủy sản

(028) 38 27 05 27, ext 8701

Phat.npt@tcsc.vn

ĐỖ HOÀNG PHÚC

Chuyên viên phân tích

Vật liệu xây dựng

(028) 38 27 05 27, ext 8407

Phuc.dh@tcsc.vn

TRẦN MINH QUÂN

Nhân viên phân tích

Dầu khí

(028) 38 27 05 27, ext 8704

Quan.tm@tcsc.vn

TRẦN ANH KHOA

Nhân viên phân tích

Bán lẻ

(028) 38 27 05 27, ext 8706

Khoa.ta@tcsc.vn

TRẦN LỰC

Nhân viên phân tích

Vận tải, cảng biển & mía đường

(028) 38 27 05 27, ext 8703

Luc.t@tcsc.vn