

Triển vọng 2025

Đường dốc, chân trời hừng sáng



Kinh tế vĩ mô	Tìm kiếm cơ hội trong bối cảnh bất định về kinh tế toàn cầu	3
	Kinh tế: Khai phá tiềm năng giữa làn sóng bất định	5
	Áp lực tỷ giá xuất hiện trong năm 2025	12
	Thống kê vĩ mô	14
Chiến lược đầu tư	Tập trung vào xu hướng tăng dài hạn	15
	Nhìn lại thị trường trong năm 2024	17
	Chờ tín hiệu phá vỡ	20
Triển vọng ngành	Tổng quan ngành	26
	Điện	28
	Thủy sản	30
	Bán lẻ	32
	Hàng không	33
	Ngân hàng	35
	Bất động sản	36
	Dầu khí	37

Triển vọng 2025
Đường dốc, chân trời hừng sáng

Kinh tế vĩ mô

Tìm kiếm cơ hội trong bối cảnh bất định về kinh tế toàn cầu

- Kinh tế: Khai phá tiềm năng giữa làn sóng bất định
- Áp lực tỷ giá xuất hiện trong năm 2025

Kinh tế vĩ mô

Tìm kiếm cơ hội trong bối cảnh bất định về kinh tế toàn cầu

Xuất khẩu: cơ hội và thách thức

Năm 2025, xuất khẩu Việt Nam được kỳ vọng sẽ nổi bật nhờ sự phục hồi mạnh mẽ sang Trung Quốc. Dù xuất khẩu sang Hoa Kỳ có thể chậm lại do thuế cao hơn, Việt Nam vẫn có thể tận dụng mức thuế tăng nhẹ và chi phí lao động cạnh tranh để thu hút các tập đoàn đa quốc gia đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Cùng với chính sách nới lỏng của Trung Quốc, nhu cầu tăng cao hứa hẹn cải thiện triển vọng xuất khẩu Việt Nam

Áp lực tỷ giá xuất hiện trong năm 2025

Tỷ giá USDVND dự kiến sẽ đối mặt với biến động đáng kể, được thúc đẩy bởi sự trở lại của Donald Trump trong nhiệm kỳ thứ hai và các chính sách ưu tiên đồng USD mạnh hơn. Những diễn biến này có thể gia tăng áp lực lên tỷ giá và khiến thị trường ngoại hối trong nước trở nên dễ tổn thương hơn. Tuy nhiên, các yếu tố hỗ trợ khác — như khả năng nâng hạng thị trường của Việt Nam và duy trì thặng dư thương mại — được kỳ vọng sẽ góp phần ổn định tỷ giá và giảm thiểu biến động tỷ giá trong năm tới.

Vốn đầu tư nước ngoài là điểm nhấn trong tăng trưởng

Bất chấp những bất ổn toàn cầu, triển vọng thu hút FDI vào Việt Nam vẫn là một điểm sáng trong năm 2025. Trước nguy cơ gia tăng căng thẳng thương mại, nhiều doanh nghiệp toàn cầu đang tìm kiếm giải pháp giảm thiểu rủi ro, và Việt Nam tiếp tục nổi lên như một trung tâm sản xuất ưu tiên. Nhờ vị trí địa lý chiến lược, chi phí lao động cạnh tranh và lực lượng lao động trẻ, Việt Nam không chỉ hấp dẫn trong việc đa dạng hóa chuỗi cung ứng mà còn hứa hẹn dòng vốn FDI ổn định và bền vững trong thời gian tới.

Chỉ số kinh tế Việt Nam

	T6/24	T7/24	T8/24	T9/24	T10/24	T11/24	Corr. ¹
FDI %n/n	9.4	9.5	5.3	13.2	7.6	-6.7	-0.16
Tổng mức bán lẻ %n/n	8.9	8.6	8.4	7.1	9.4	8.8	-0.18
Xuất khẩu %n/n	13.1	20.2	14.5	11.0	10.3	8.2	-0.16
Nhập khẩu %n/n	14.7	25.0	12.4	11.5	13.8	9.8	-0.07
Cán cân thương mại (Tỷ USD)	3.2	2.4	4.5	2.3	2.0	1.1	-0.10
Chỉ số giá tiêu dùng %t/t	0.17	0.48		0.29	0.33	0.13	-0.07
Tín dụng %n/n	15.3	15.3	15.7	16.1	16.6	15.8	-0.23
USDVND %t/t	0.02	-0.81	-1.48	-1.24	2.91	0.16	-0.39
PMI(Điểm)	54.7	54.7	52.4	47.3	51.2	50.8	-0.25
VNINDEX %t/t	-1.2	0.7	2.6	0.8	-1.8	-1.1	1.00

Nguồn: SBV, GSO, Bloomberg, KIS

¹ Tương quan với tỷ suất sinh lãi hàng tháng của VNINDEX;

Xanh = tăng tốc; Vàng = giảm tốc; Đỏ = giảm

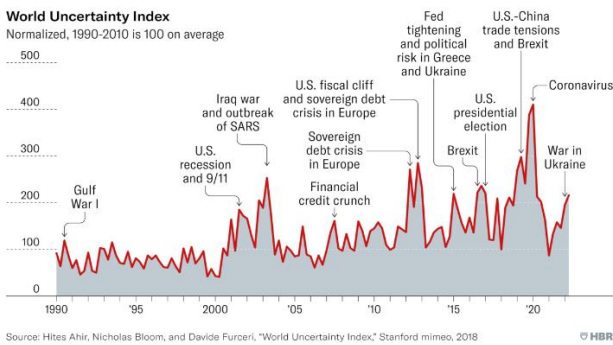
I. Kinh tế: Khai phá tiềm năng giữa làn sóng bất định

Dự báo kinh tế toàn cầu năm 2025 không mấy lạc quan, đặc biệt khi Donald Trump trở lại Nhà Trắng, làm gia tăng sự khó đoán trong chính sách đối nội và đối ngoại của Mỹ – nền kinh tế lớn nhất thế giới. Tuy vậy, Việt Nam lại có nhiều cơ hội để phát huy các lợi thế cạnh tranh và chiến lược phát triển của mình. Năm tới, kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng ấn tượng ở mức 7%, nhờ sự bứt phá mạnh mẽ của các yếu tố quan trọng như đầu tư, tiêu dùng và chi tiêu công, tất cả đều được kỳ vọng sẽ tăng trưởng vượt bậc trong năm 2025.

Hình 1. Chỉ số bất ổn toàn cầu

Economic Uncertainty Is Rising

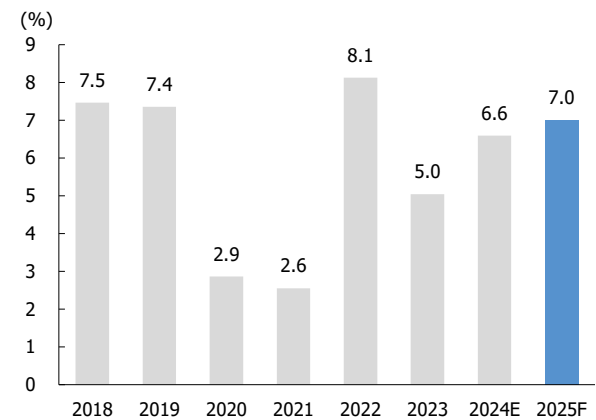
The World Uncertainty Index, a measure of economic uncertainty, has been consistently rising since 2016, with its biggest spike during the beginning of Covid-19.



Source: Hites Ahir, Nicholas Bloom, and Davide Furceri, "World Uncertainty Index," Stanford mimeo, 2018

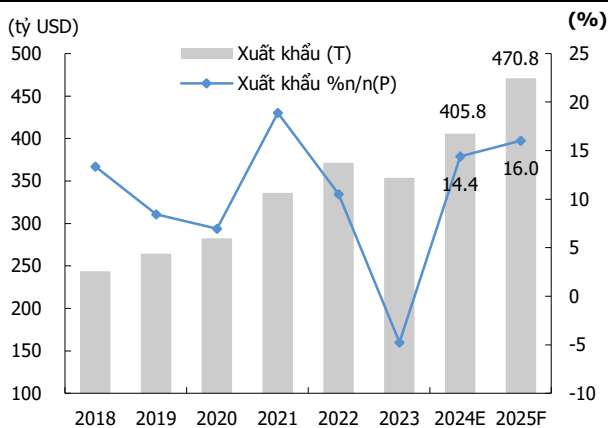
Nguồn: Harvard Business Review, KIS Research

Hình 2. Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam



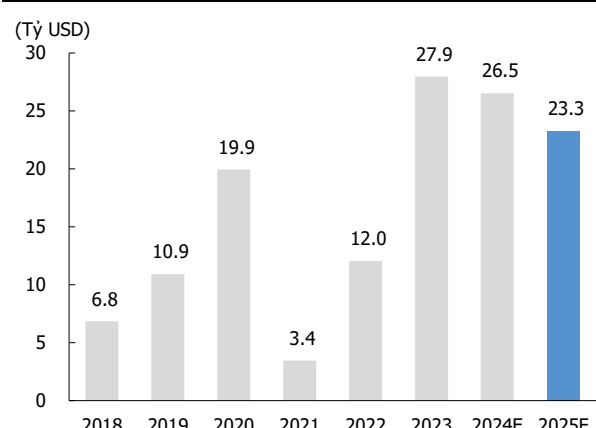
Nguồn: TCHQ, TCTK, KIS Research

Hình 3. Xuất khẩu của Việt Nam



Nguồn: TCHQ, TCTK, KIS Research

Hình 4. Cán cân thương mại của Việt Nam

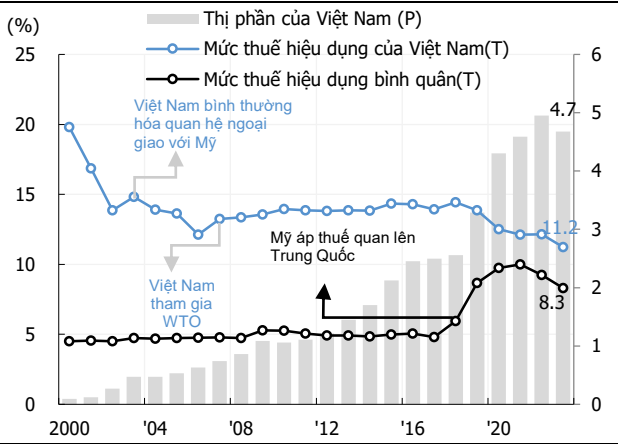


Nguồn: TCHQ, TCTK, KIS Research

Giá trị xuất khẩu của Việt Nam có thể tăng tốc trong năm 2025 với mức tăng trưởng 16,0% so với cùng kỳ, trong đó, sự phục hồi ấn tượng của hoạt động xuất khẩu sang Trung Quốc sẽ đóng góp lớn nhất vào kết quả này. Tuy nhiên, xuất khẩu sang Mỹ dự kiến sẽ chững lại trong năm 2025 do tác động từ mức thuế quan cao hơn. Dù vậy, các doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam vẫn có cơ hội chiếm lĩnh thị phần lớn hơn tại thị trường Mỹ nhờ mức tăng thuế có thể nhẹ hơn dự đoán và lợi thế chi phí lao động cạnh tranh. Những yếu tố này giúp Việt Nam trở thành điểm đến hấp dẫn cho các tập đoàn đa quốc gia (MNCs) đang

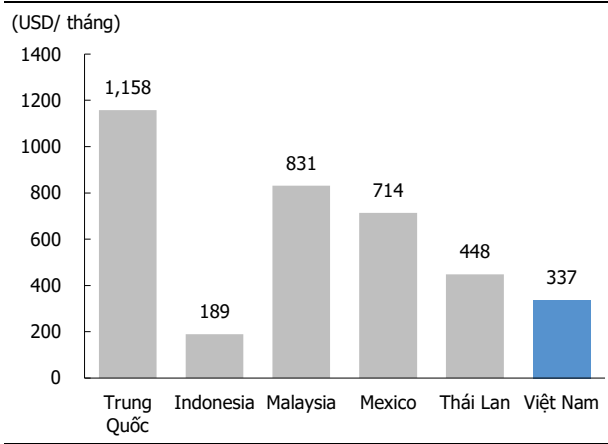
cần nhắc chuyển dịch sản xuất. Nhờ đó, tác động tiêu cực từ việc tăng thuế của Mỹ đối với xuất khẩu và các ngành liên quan của Việt Nam được dự báo sẽ ở mức vừa phải.

Hình 5. Nhập khẩu của Mỹ: thuế và thị phần theo quốc gia



Nguồn: USITC, KIS Research

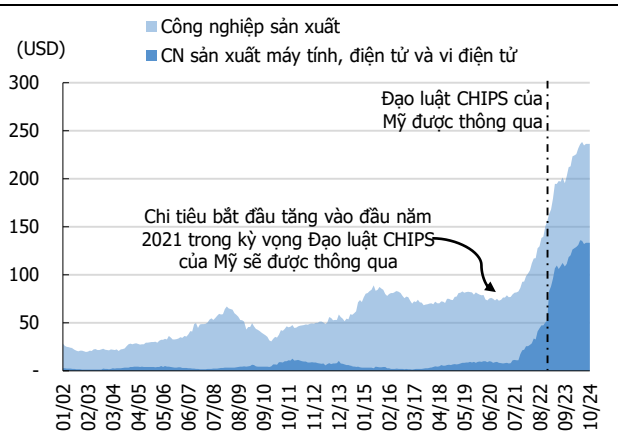
Hình 6. Mức lương trong ngành sản xuất



Nguồn: CSIS, PII, The Book, KIS Research

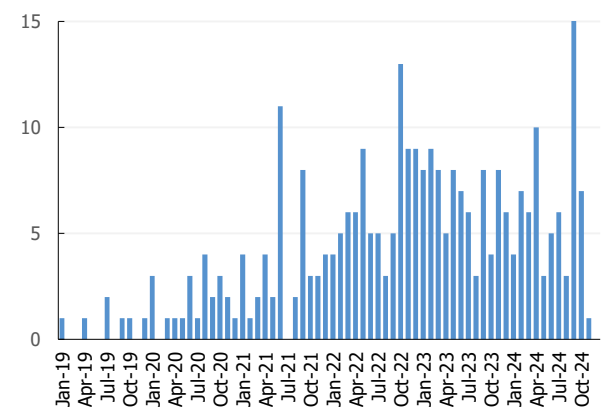
Xem xét các chính sách thuế quan tiềm năng trong nhiệm kỳ thứ hai của Trump, nhiều khả năng các chính sách này sẽ tập trung vào các ngành chiến lược như chất bán dẫn và xe điện nhằm củng cố vị thế dẫn đầu của Mỹ trong các công nghệ cao. Hướng đi này tương tự với các sáng kiến từ chính quyền Biden, chẳng hạn như Đạo luật CHIPS, nhằm thu hút các nhà sản xuất chip lớn như TSMC và Intel thiết lập nhà máy tại Mỹ. Các chính sách thúc đẩy sản xuất nội địa và đầu tư vào chuỗi cung ứng xe điện – bao gồm sản xuất, công suất pin và nguyên liệu thô – cũng được dự đoán sẽ là chiến lược trọng tâm. Với vai trò như một trung tâm lắp ráp trong các chuỗi cung ứng ở châu Á, khả năng cao Việt Nam sẽ không trở thành mục tiêu chính trong các chính sách thương mại của Trump.

Hình 7. Chi tiêu xây dựng chip của Mỹ



Nguồn: PII, KIS Research, FRED

Hình 8. Các dự án liên quan đến xe điện của Mỹ được công bố theo tháng



Nguồn: The Book, KIS Research

Chúng tôi dự báo doanh số bán hàng cho khách hàng Trung Quốc sẽ phục hồi vào năm tới. Tại cuộc họp Bộ Chính trị vừa qua, các nhà lãnh đạo hàng đầu của Trung Quốc đã phát tín hiệu thay đổi chính sách từ “thận trọng” sang “nói lỏng vừa phải” nhằm thúc đẩy nền kinh tế, động thái này đã nhận được phản ứng tích cực từ thị trường. Đây là một phần trong nỗ lực của chính phủ

nhằm giải quyết tình trạng tiêu dùng nội địa ảm đạm và thị trường bất động sản trì trệ tại nền kinh tế lớn thứ hai thế giới. Các nhà đầu tư kỳ vọng sẽ có thêm các biện pháp kích thích được công bố trong năm tới, đặc biệt khi các đợt tăng thuế của Trump có thể cản trở tăng trưởng xuất khẩu của Trung Quốc. Trong bối cảnh đó, chúng tôi nhận thấy triển vọng lạc quan hơn cho doanh số bán lẻ của Trung Quốc, điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu mạnh hơn trong năm 2025.

Bảng 1. Chính sách tài khóa của Trung Quốc năm 2024

Date	Policy Measure	Summary
05/2024	Phát hành trái phiếu kho bạc đặc biệt	Trung Quốc bắt đầu phát hành 1 nghìn tỷ nhân dân tệ (138 tỷ USD) trái phiếu kho bạc đặc biệt dài hạn để kích thích nền kinh tế, với kỳ hạn 20, 30 và 50 năm.
06/2024	Chương trình trợ cấp hàng tiêu dùng	Chuyển hướng nguồn vốn từ trái phiếu kho bạc siêu dài hạn để hỗ trợ chương trình đổi hàng tiêu dùng, phân bổ khoảng 150 tỷ nhân dân tệ (20,7 tỷ USD) nhằm thúc đẩy nhu cầu hộ gia đình bằng cách trợ cấp việc thay thế các thiết bị gia dụng, xe hơi và các hàng hóa khác.
09/2024	Phát hành trái phiếu chính phủ để kích cầu tiêu dùng	Công bố kế hoạch phát hành khoảng 2 nghìn tỷ nhân dân tệ (284 tỷ USD) trái phiếu chính phủ để kích cầu tiêu dùng trực tiếp, đánh dấu sự chuyển hướng đáng kể từ tăng trưởng dựa vào đầu tư sang tăng trưởng dựa vào tiêu dùng.
12/2024	Chính sách tiền tệ "tương đối nới lỏng"	Chuyển sang chính sách tiền tệ linh hoạt hơn, giảm lãi suất và yêu cầu dự trữ để tăng thanh khoản và khả năng tiếp cận tín dụng.
12/2024	Chiến lược điều chỉnh tỷ giá nhân dân tệ để đối phó rủi ro thương mại	Cần nhắc cho phép nhân dân tệ suy yếu một cách chiến lược nhằm đối phó với các rào cản thương mại tiềm tàng từ Mỹ và bảo vệ khả năng cạnh tranh xuất khẩu.

Nguồn: TCTK, KIS Research

Thống đốc Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBC) ngày 3 tháng 12 đã nhấn mạnh lập trường sẵn sàng hỗ trợ trong việc thực thi các chính sách tiền tệ năm 2025 nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Trong năm 2024, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc đã thực hiện các biện pháp phù hợp với định hướng của chính phủ để giải quyết khó khăn liên quan đến tâm lý tiêu dùng ảm đạm và thị trường bất động sản trì trệ. Đáng chú ý, PBC đã gỡ bỏ mức sàn lãi suất thế chấp vào tháng 5 và giảm tỷ lệ trả trước tối thiểu xuống còn 15% cho cả mua nhà lần đầu và lần thứ hai. Bên cạnh các chính sách tài khóa chủ động để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 5%, các chính sách tiền tệ "ngược chu kỳ" được kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng và đầu tư của Trung Quốc trong năm tới.

Bảng 2. Chính sách tiền tệ của PBC năm 2024

Chỉ tiêu	Ngày công bố	Nội dung
Thanh khoản và hoạt động cho vay	15/01/2024	Thực hiện các hoạt động MLF trị giá 995 tỷ nhân dân tệ với lãi suất 2,5%, vượt mức đáo hạn 779 tỷ nhân dân tệ.
	18/02/2024	Bơm 500 tỷ nhân dân tệ thông qua các hoạt động MLF kỳ hạn 2,5%.
	15/03/2024	Thực hiện các hoạt động MLF trị giá 387 tỷ nhân dân tệ với lãi suất 2,5%, thay thế các khoản đáo hạn 481 tỷ nhân dân tệ.
Điều chỉnh lãi suất	15/01/2024	Thực hiện các hoạt động MLF trị giá 995 tỷ nhân dân tệ với lãi suất 2,5%, vượt mức đáo hạn 779 tỷ nhân dân tệ.
	25/01/2024	Giảm lãi suất cho vay ngân hàng đối với phát triển nông thôn và doanh nghiệp nhỏ 0,25%.
	22/07/2024	Giảm lãi suất SLF: kỳ qua đêm từ 2,55% xuống 2,35%, kỳ 7 ngày xuống 2,7%, kỳ 1 tháng xuống 3,05%.
Lãi suất cơ bản cho vay (LPR)	27/09/2024	Giảm lãi suất SLF: kỳ qua đêm còn 2,35%, kỳ 7 ngày xuống 2,25%, kỳ 1 tháng xuống 2,85%.
	22/01/2024	Giữ nguyên LPR kỳ 1 năm ở mức 3,45% và LPR kỳ 5 năm ở mức 4,20%.
	20/02/2024	Giảm LPR kỳ 5 năm thêm 25 điểm cơ bản xuống 3,95%.
Tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR)	22/07/2024	Giảm LPR kỳ 1 năm xuống 3,35% và LPR kỳ 5 năm xuống 3,85%.
	05/02/2024	Giảm tỷ lệ RRR thêm 0,5 điểm phần trăm, bao gồm cả các tổ chức đã ở mức 5%.
Chính sách bất động sản và thế chấp	27/09/2024	Thực hiện giảm thêm 0,5% RRR để tăng thanh khoản hệ thống.
	17/05/2024	Bỏ mức sàn cho lãi suất thế chấp và giảm lãi suất cho vay bất động sản thêm 0,25%.
	24/09/2024	Thống nhất mức thanh toán trước 15% cho cả nhà ở lần đầu và nhà ở lần hai.
	28/09/2024	Điều chỉnh cơ chế định giá cho các khoản vay thế chấp hiện có để giảm lãi suất.

Nguồn: PBC, KIS Research

Từ góc độ chuỗi giá trị toàn cầu, triển vọng xuất khẩu của Việt Nam được dự báo sẽ hưởng lợi từ sự cải thiện trong tồn kho và doanh số của các thương hiệu quốc tế lớn. Chẳng hạn, Adidas AG – một tập đoàn hàng đầu trong ngành giày dép và đồ thể thao với hoạt động sản xuất đáng kể tại Việt Nam – dự kiến sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu 9,2% so với cùng kỳ vào năm 2025. Đáng chú ý hơn, số dư tồn kho của Adidas, một chỉ số dự đoán doanh số bán hàng tương lai cho các nhà sản xuất, được kỳ vọng sẽ tăng 6,72% so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu tăng trưởng vẫn duy trì mạnh mẽ. Ngược lại, doanh thu tài khóa năm 2025 của Nike được dự báo sẽ giảm mạnh 7,39% YoY. Nguyên nhân chính đến từ sự suy yếu trong phân khúc thời trang thường ngày, những bất ổn kinh tế vĩ mô tại Trung Quốc và châu Âu, cùng với việc công ty áp dụng các chiến lược quản lý nhượng quyền mạnh tay. Tuy nhiên, mức tồn kho của Nike được kỳ vọng sẽ ổn định vào năm tới, với mức giảm nhẹ hơn nhiều sau các đợt giảm giá quyết liệt trong năm nay để xử lý hàng tồn kho dư thừa. Sự cải thiện này có khả năng thúc đẩy các đơn đặt hàng trong tương lai cho Feng Tay – một nhà sản xuất giày dép Đài Loan hoạt động hoàn toàn tại Việt Nam. Theo ước tính của Bloomberg, doanh thu của Feng Tay dự kiến sẽ tăng 6,31% YoY, phản ánh nhu cầu gia tăng từ các khách hàng lớn của họ.

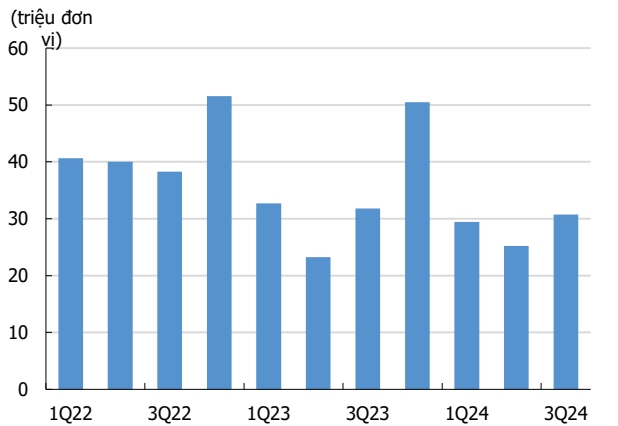
Bảng 3. Triển vọng năm 2025 của các công ty trong chuỗi giá trị toàn cầu có liên quan đến Việt Nam

Sản phẩm	Công ty	2024E	2025F
Điện thoại	Samsung	Doanh thu: 213.48 tỷ USD (+7.67%YoY) Tồn kho: 35.39 tỷ USD (-11.29%YoY)	Doanh thu: 231.88 tỷ USD (+8.62%YoY) Tồn kho: 36.88 tỷ USD (+4.36%YoY)
	Foxconn	Doanh thu: 210.24 tỷ USD (+6.34%YoY) Tồn kho: 26.82 tỷ USD (+12.23%YoY)	Doanh thu: 264.10 tỷ USD (+25.62%YoY) Tồn kho: 35.32 tỷ USD (+31.69%YoY)
	Luxshare	Doanh thu: 36.42 tỷ USD (+11.22%YoY) Tồn kho: 5.24 tỷ USD (+24.93%YoY)	Doanh thu: 42.38 tỷ USD (+16.36%YoY) Tồn kho: 5.93 tỷ USD (+13.25%YoY)
Giày dép	Nike	Doanh thu: 51.36 tỷ USD (+0.28%YoY) Tồn kho: 7.52 tỷ USD (-11.06%YoY)	Doanh thu: 47.57 tỷ USD (-7.39%YoY) Tồn kho: 7.36 tỷ USD (-2.06%YoY)
	Adidas	Doanh thu: 24.43 tỷ USD (+5.43%YoY) Tồn kho: 4.68 tỷ USD (-6.42%YoY)	Doanh thu: 26.81 tỷ USD (+9.73%YoY) Tồn kho: 5.00 tỷ USD (+6.72%YoY)
	Feng Tay	Doanh thu: 2.75 tỷ USD (-0.02%YoY) Tồn kho: 0.26 tỷ USD (-7.88%YoY)	Doanh thu: 2.94 tỷ USD (+6.92%YoY) Tồn kho: 0.27 tỷ USD (+6.31%YoY)
May mặc	Makalot	Doanh thu: 1.11 tỷ USD (+6.82%YoY)	Doanh thu: 1.22 tỷ USD (+10.08%YoY)
	Hansae	Doanh thu: 1.27 tỷ USD (-2.93%YoY)	Doanh thu: 1.32 tỷ USD (+3.74%YoY)

Nguồn: Bloomberg, KIS Research

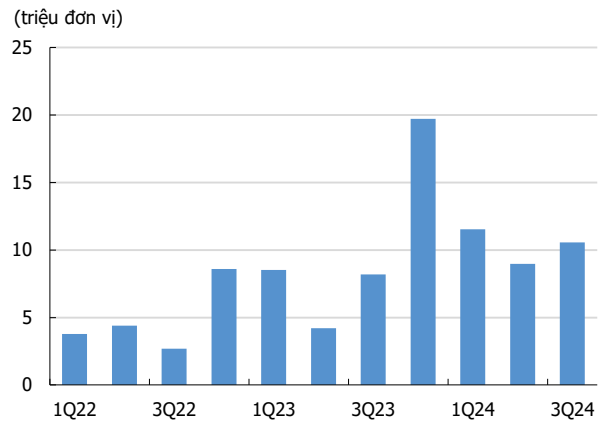
Về lĩnh vực điện thoại thông minh, Foxconn – nhà cung cấp chính của Apple – đã đầu tư vào Việt Nam từ năm 2007 và dự kiến sẽ hưởng lợi từ chu kỳ thay thế iPhone được thúc đẩy bởi trí tuệ nhân tạo (AI) trong năm 2025, với doanh thu được dự báo tăng 25,62% so với cùng kỳ. Luxshare, một nhà cung cấp quan trọng khác của Apple, đã đầu tư 504 triệu USD vào các nhà máy tại Việt Nam tính đến năm 2023 và dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận 16,36% vào năm 2025, nhờ vào sự mở rộng hoạt động kinh doanh liên quan đến iPhone và tăng cường năng lực sản xuất. Triển vọng lạc quan của hai công ty này sẽ làm nổi bật hiệu suất sản xuất công nghiệp và xuất khẩu của Việt Nam trong năm tới.

Hình 9. Đơn hàng điện thoại thông minh của Foxconn



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

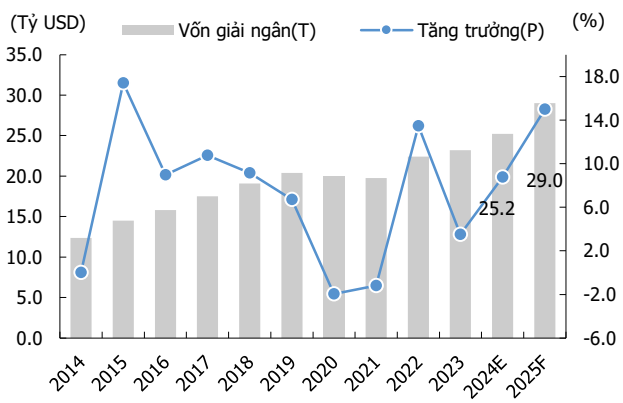
Hình 10. Giao hàng điện thoại thông minh của Luxshare



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

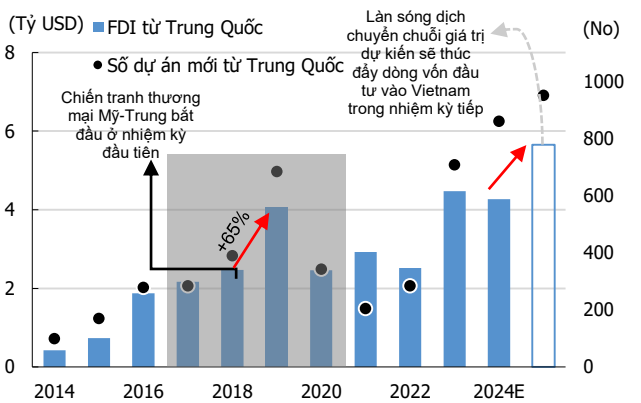
Chúng tôi kỳ vọng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) về vốn đăng ký lần giải ngân sẽ có sự tăng trưởng, lần lượt là 15% và 10% so với cùng trong 2025, dựa trên kỳ vọng các công ty đa quốc gia sẽ dịch chuyển cơ sở sản xuất của họ từ Trung Quốc, cũng như từ các hiệp định thương mại của Việt Nam.

Hình 11. Giải ngân FDI của Việt Nam



Nguồn: MPI, TCTK, KIS Research

Hình 12. FDI của Việt Nam từ Trung Quốc



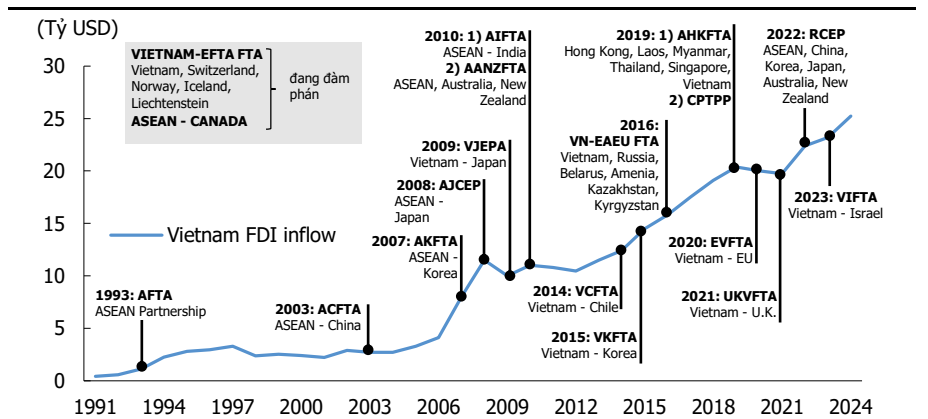
Nguồn: MPI, TCTK, KIS Research

Chúng tôi dự báo việc đăng ký và giải ngân đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) năm 2025 sẽ tăng trưởng lần lượt 15% và 10% so với cùng kỳ, chủ yếu được thúc đẩy bởi hai lý do chính là các tập đoàn đa quốc gia (MNCs) chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc và việc tận dụng các hiệp định thương mại tự do (FTA) của Việt Nam. Giữa bối cảnh căng thẳng thương mại gia tăng, các tập đoàn đa quốc gia đang đa dạng hóa mạng lưới sản xuất để giảm thiểu rủi ro. Việt Nam, với môi trường đầu tư ổn định, vị trí chiến lược và cơ sở hạ tầng ngày càng cải thiện, đã trở thành điểm đến quan trọng. Đặc biệt, Goertek, nhà cung cấp của Apple từ Trung Quốc, đã đầu tư hơn 600 triệu USD vào Việt Nam và có kế hoạch mở rộng thêm, trong khi Quanta, một tập đoàn công nghệ Đài Loan, đã tăng gấp đôi số vốn đầu tư lên 120 triệu USD. Những động thái này làm nổi bật vai trò ngày càng tăng của Việt Nam như một trung tâm sản xuất công nghệ cao. Xu hướng này không chỉ diễn ra trong ngành điện tử mà còn mở rộng sang dệt may và giày dép. Steve Madden đang giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc và mở rộng sản xuất sang Việt Nam và các quốc gia khác, trong khuôn khổ chiến lược đa dạng hóa dài hạn. Tương tự, Stella International đã chuyển sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam từ năm 2018, áp dụng chiến lược “China-

plus-one". Năm 2020, công ty này đã mở rộng hoạt động tại Việt Nam với một nhà máy sản xuất giày thể thao mới, khẳng định vai trò của Việt Nam như một trung tâm sản xuất quan trọng. Khi căng thẳng thương mại gia tăng, Việt Nam vẫn là điểm đến hàng đầu cho các tập đoàn đa quốc gia muốn đa dạng hóa chuỗi cung ứng và giảm thiểu rủi ro thuế quan.

Các hiệp định thương mại tự do (FTA) của Việt Nam đã nâng cao sức hấp dẫn của quốc gia đối với FDI thông qua việc cải thiện khả năng tiếp cận thị trường toàn cầu. Kể từ những năm 1990, các thỏa thuận với ASEAN, Nhật Bản, Hàn Quốc và EU đã giảm thuế và củng cố mối quan hệ kinh tế. Với chi phí lao động cạnh tranh và vị trí chiến lược, Việt Nam hiện nay đã trở thành một trung tâm sản xuất và xuất khẩu. Các FTA gần đây với Vương quốc Anh và Israel, cùng với các cuộc đàm phán đang diễn ra với EFTA, ASEAN-Canada và UAE, càng củng cố vị thế của Việt Nam như một điểm đến FDI hàng đầu, thúc đẩy tăng trưởng bền vững.

Hình 13. FDI của Việt Nam: Các cột mốc FTA

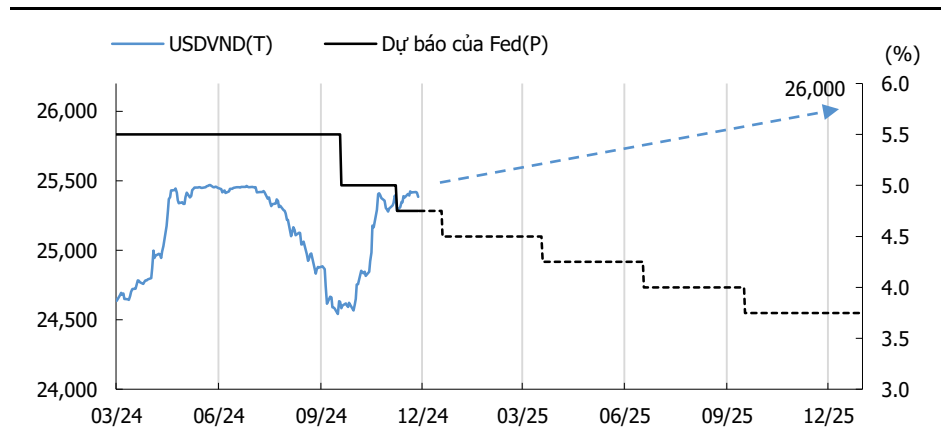


Nguồn: MPI, WTOCenter, KIS Research

II. Áp lực tỷ giá xuất hiện trong năm 2025

Dự báo của chúng tôi cho năm 2025 cho thấy tỷ giá USDVND sẽ tăng nhẹ khoảng 2%, đạt mức 26,000 vào cuối năm, chủ yếu do áp lực gia tăng từ việc Donald Trump quay trở lại Nhà Trắng. Chúng tôi kỳ vọng mức dao động hạn chế trong nửa đầu năm, trong khoảng từ 25,500 đến 25,750, trước khi ghi nhận sự tăng mạnh hơn trong nửa cuối năm. Về mặt tích cực, các yếu tố như sức hấp dẫn của các loại tài sản tại Mỹ, sự phát triển của tiền điện tử, và tốc độ giảm lãi suất của Fed chậm lại sẽ hỗ trợ dự báo này. Ngược lại, thịnh dư thương mại mạnh có khả năng tăng nguồn cung và làm giảm áp lực tăng lên tỷ giá hối đoái.

Hình 14. Diễn biến tỷ giá dự kiến trong năm 2025

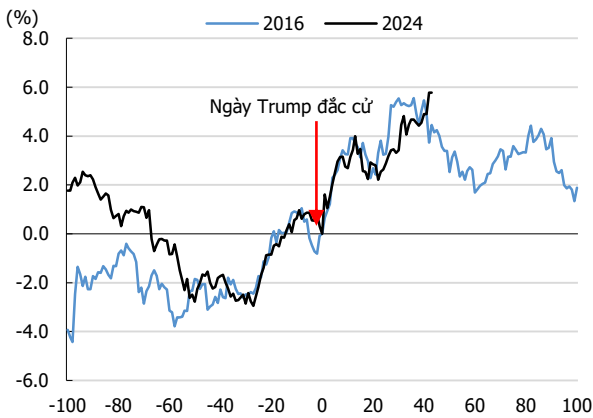


Nguồn: KIS

Sức hấp dẫn của các kênh đầu tư tại Mỹ đã thu hút dòng vốn toàn cầu vào các tài sản rủi ro và tiền điện tử, tiếp tục củng cố vị thế của USD. Các chính sách "Nước Mỹ trên hết" của Donald Trump dự kiến sẽ nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Mỹ thông qua các biện pháp cắt giảm thuế và nới lỏng quy định, từ đó gia tăng lợi nhuận và khuyến khích sự hồi hương của hoạt động sản xuất cũng như dòng vốn. Những chuyển biến này đang thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nội địa, cải thiện triển vọng thị trường và củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Nhờ đó, các điều kiện thuận lợi này đã tạo nên một đợt tăng mạnh trên thị trường chứng khoán, với các chỉ số lớn của Mỹ liên tục đạt mức cao kỷ lục, được hỗ trợ bởi kỳ vọng lợi nhuận được cải thiện. Đồng thuận thị trường cũng đã điều chỉnh dự báo cho chỉ số S&P 500 lên mức 6,500 vào năm 2025, tăng đáng kể so với dự báo 6,200 vào nửa đầu năm 2024.

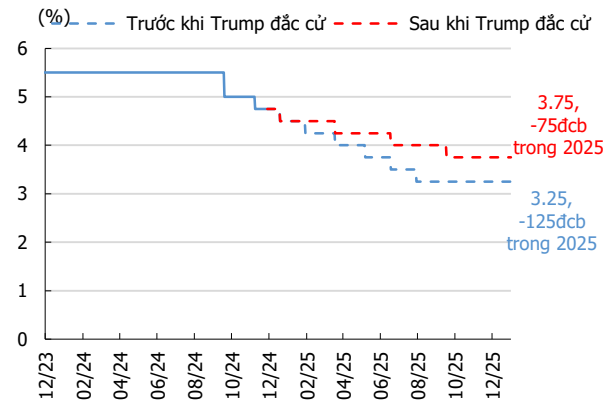
Hơn nữa, quan điểm ủng hộ tiền điện tử của Trump, bao gồm kế hoạch xây dựng chiến lược quốc gia về tiền điện tử, đã gia tăng sự quan tâm toàn cầu đối với tài sản kỹ thuật số. Kết quả là, giá Bitcoin đã tăng gần 40% kể từ khi ông đắc cử, phản ánh sự lạc quan về tương lai của tiền điện tử dưới chính quyền của ông. Điều này đã nâng cao sức hấp dẫn của các loại tiền kỹ thuật số, thu hút dòng vốn lớn từ toàn cầu vào thị trường Mỹ. Đổi lại, dòng vốn này đã củng cố vị thế của USD và tạo thêm áp lực lên tỷ giá hối đoái toàn cầu.

Hình 15. Diễn biến của DXY trước và sau ngày ông Trump đắc cử



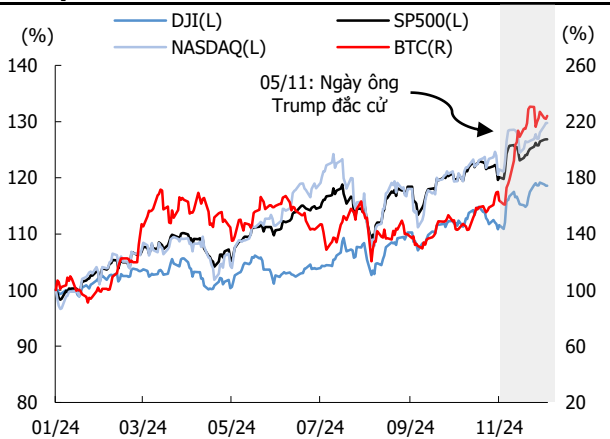
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 16. Lộ trình lãi suất của Fed đã thay đổi



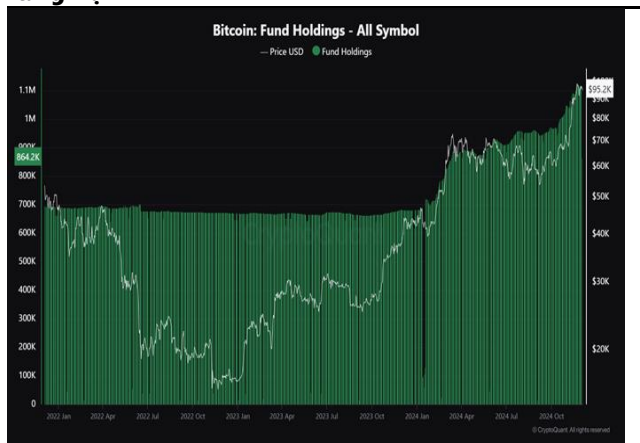
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 17. Các loại tài sản có rủi ro ở Mỹ tăng khi ông Trump đắc cử



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 18. Nhu cầu về tiền điện tử BTC của các quỹ ETF tăng mạnh



Nguồn: CryptoQuant, KIS Research

Lộ trình cắt giảm lãi suất của Fed chậm hơn dự kiến có thể tiếp tục củng cố sức mạnh của đồng bạc xanh. Các chính sách tài khóa mở rộng được dự đoán dưới thời Donald Trump có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhanh chóng và làm gia tăng thâm hụt ngân sách tại Mỹ, từ đó tiềm ẩn nguy cơ lạm phát – một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến các quyết định lãi suất của Cục Dự trữ Liên bang (Fed). Do đó, Fed được kỳ vọng sẽ giảm tốc độ cắt giảm lãi suất nhằm kiểm soát lạm phát, hạn chế lợi ích tiềm năng của tỷ giá USD/VND từ mức lãi suất thấp hơn tại Mỹ trong giai đoạn đầu năm 2025. Dựa trên dữ liệu Implied Overnight Rate – chỉ số phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về lãi suất tại Mỹ – dự báo về mức cắt giảm lãi suất của Fed trong năm 2025 đã giảm đáng kể với số lần cắt dự kiến hiện chỉ còn 2, giảm so với 4 đợt theo dự báo vào tháng 9. Ngoài ra, tốc độ cắt giảm lãi suất cũng được kỳ vọng sẽ chậm hơn, với mỗi đợt điều chỉnh trong năm 2025 diễn ra một cách thận trọng hơn so với trước đây. Thay vì các đợt cắt giảm nhanh chóng, liên tiếp trong nửa đầu năm 2025 và sau đó chậm lại, các đợt điều chỉnh dự kiến sẽ diễn ra đều đặn trong suốt cả năm. Kết quả là, lãi suất tại Mỹ nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025, tiếp tục củng cố sức mạnh của đồng USD và tạo áp lực trực tiếp lên tỷ giá USD/VND trong năm tới.

Thống kê vĩ mô

	T7/24	T8/24	T9/24	T10/24	T11/24	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	2020	2021	2022	2023
Tăng GDP thực (%)						6.72	5.66	6.93	7.40	2.91	2.58	8.02	5.05
FDI đăng ký (USD bn)	2.82	2.53	4.26	2.48	4.12	16.40	6.18	9.01	9.59	28.53	31.15	27.72	36.61
GDP bình quân (USD)										3,521	3,725	4,110	4,285
Tỷ lệ thất nghiệp (%)						2.28	2.24	2.29	2.24	2.48	3.22	2.32	2.26
Xuất khẩu (tỷ USD)	35.92	37.59	34.05	35.59	33.73	96.53	93.06	98.2	108.6	282.7	335.7	371.85	355.5
Nhập khẩu (tỷ USD)	33.80	33.06	31.76	33.60	32.67	90.17	84.98	94.0	99.7	263	331.1	360.65	327.5
Tăng trưởng XK (%)	19.11	14.54	10.70	10.09	8.16	8.80	16.98	13.59	15.82	7.02	18.74	10.61	-4.4
Tăng trưởng NK (%)	24.73	12.38	11.06	13.56	9.81	8.01	13.88	20.65	17.19	3.81	25.9	8.35	-8.9
Lạm phát (%)	4.36	3.45	2.63	2.68	2.77	3.54	3.77	4.39	3.48	3.24	1.84	3.15	3.25
USD/VND	25,320	24,860	24,093	25,282	25,346	24,260	24,786	25,458	24,093	23,126	22,790	23,650	23,784
Tăng trưởng tín dụng (%)	15.1	14.9	14.6	16.6	15.8	10.82	11.6	13.5	15.3	12.17	12.97	12.87	11.09
TPCP 10 năm (%)	2.79	2.83	2.66	2.70	2.76	2.23	2.59	2.81	2.66	2.01	2.11	5.08	2.39

Nguồn: TCTK, Bloomberg, FIA, IMF

**Khái niệm

- * Tỷ giá lãi suất trúng thầu = tỷ giá đặt thầu cao nhất của mỗi nhóm, 2.80%
- * Hệ số hấp thụ = giá đặt thầu / giá gọi thầu, 28.57%
- * Tỷ lệ "bid to offer" = giá chào thầu / giá đặt thầu, 0.62%
- * DXY = Chỉ số giá USD Index, ~108.0
- * OMO = Nghiệp vụ thị trường mở
- * Kỳ hạn = Khoảng thời gian đến ngày thanh toán
- * ON =lãi suất liên ngân hàng qua đêm, ~3.90%

Triển vọng 2025
Đường dốc, chân trời hừng sáng

Chiến lược đầu tư

Tập trung vào xu hướng tăng dài hạn

I. Nhìn lại thị trường trong năm 2024

- Tăng trưởng bền vững với nhiều sự phân hoá
- Bức tranh hiệu suất các ngành
- Cơ hội và thách thức cho dòng vốn quỹ

II. Chờ tín hiệu phá vỡ

- Hiệu ứng tháng Giêng
- Nâng hạng thị trường theo FTSE
- Tính chu kỳ của thị trường chứng khoán

Chiến lược

Tập trung vào xu hướng tăng dài hạn

Tăng trưởng bền vững với nhiều sự phân hoá

Thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2024 cho thấy sự phục hồi và tăng trưởng đáng kể, bất chấp các biến động trong năm. Sau khởi đầu mạnh mẽ với ba tháng tăng trưởng liên tiếp, thị trường ghi nhận sự phân hóa rõ rệt từ quý 2, với các tháng tăng giảm đan xen. Nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn tiếp tục giữ vai trò dẫn dắt, trong khi các ngành như Bán lẻ nổi bật với mức tăng trưởng vượt trội. Ngược lại, ngành Bất động sản gặp nhiều thách thức và gần như đi ngang, phản ánh những khó khăn về pháp lý và tín dụng. Dù vậy, thị trường chung vẫn duy trì được đà tăng trưởng ổn định, cho thấy sự quan tâm mạnh mẽ của nhà đầu tư đối với các ngành có tiềm năng phục hồi cao.

Cơ hội và thách thức cho dòng vốn quỹ

Thị trường chứng khoán Việt Nam chứng kiến sự phân hóa rõ nét trong dòng vốn đầu tư tại khu vực Đông Nam Á. Mặc dù chịu ảnh hưởng từ biến động lãi suất toàn cầu và môi trường kinh tế quốc tế khiến Việt Nam đối mặt với áp lực thoái vốn lớn trong nửa đầu năm, song áp lực này dần hạ nhiệt vào các giai đoạn quan trọng trong nửa cuối năm.

Chờ tín hiệu phá vỡ

Mặc dù đà tăng của thị trường chứng khoán đã chậm lại trong những tháng cuối năm 2024, với ngưỡng 1,300 điểm đóng vai trò là kháng cự mạnh cho VN-Index. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng vào năm 2025, thị trường sẽ tiếp tục xu hướng tăng và sớm vượt qua mốc 1,300 điểm. Động lực tăng trưởng này sẽ được thúc đẩy bởi (1) Sự hồi phục của nền kinh tế. (2) Hiệu ứng tháng Giêng. (3) Triển vọng nâng hạng thị trường. (4) Các chu kỳ của thị trường chứng khoán.

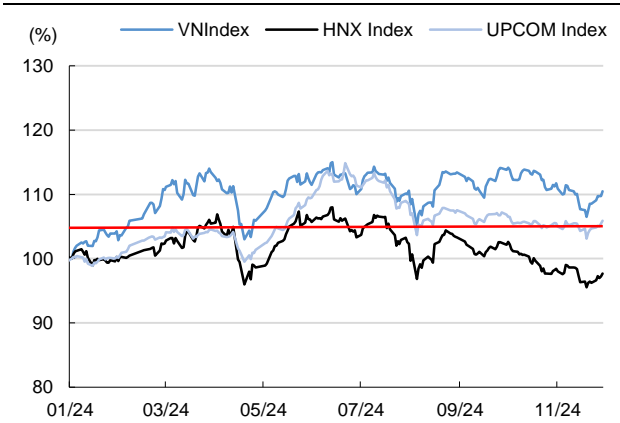
I. Nhìn lại thị trường trong năm 2024

1. Tăng trưởng bền vững với nhiều sự phân hoá

Thị trường chứng khoán Việt Nam khởi đầu năm 2024 với ba tháng tăng trưởng liên tiếp, trong đó tháng 2 ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng nhất trong năm, đạt 7.6%. Tuy nhiên, sự thay đổi đã diễn ra trong quý 2 khi VNIndex thể hiện sự phân hóa rõ rệt với các tháng tăng và giảm xen kẽ nhau. Đáng chú ý, tháng 4 ghi nhận mức giảm mạnh nhất năm, ở mức -5.8%, nhưng ngay sau đó, thị trường nhanh chóng phục hồi với mức tăng 4.3% trong tháng 5. Giai đoạn nửa cuối năm 2024, thị trường tiếp tục duy trì sự phân hóa nhẹ, dao động trong khoảng từ -1.8% đến 2.6%. Tính chung cả năm, VNIndex vẫn đạt mức tăng trưởng đáng kể 14.2% so với đầu năm, đây là con số ấn tượng nhất kể từ năm 2022 đến nay. Bên cạnh đó, HNXIndex và UPCOMIndex cũng duy trì đà tăng trưởng nhưng với tốc độ giảm dần so với năm 2023, lần lượt đạt 2.0% và 7.9% so với đầu năm.

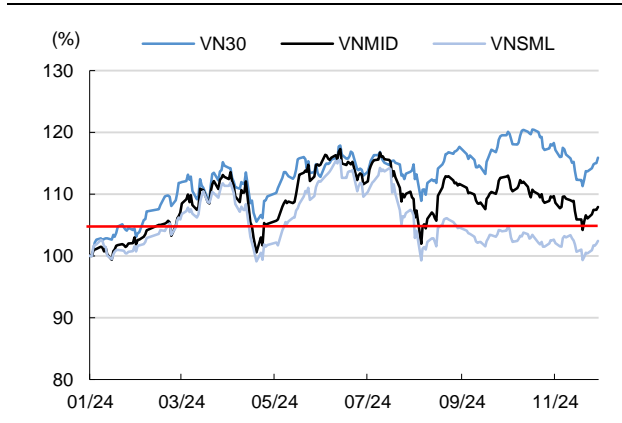
Nhìn lại toàn bộ năm 2024, thị trường chứng khoán Việt Nam đã vượt qua nhiều biến động để duy trì đà tăng trưởng bền vững. Bên cạnh đó, sự hỗ trợ từ các yếu tố vĩ mô tích cực như chính sách tiền tệ linh hoạt, đầu tư công được đẩy mạnh,... là những yếu tố then chốt giúp thị trường phục hồi và tăng trưởng.

Hình 19. Tăng trưởng của các chỉ số chính tại Việt Nam



Nguồn: Fiinpro, KIS Research
Ghi chú: Bắt đầu từ 01/24 = 100

Hình 20. Tăng trưởng của nhóm chỉ số chính của HOSE



Nguồn: Fiinpro, KIS Research
Ghi chú: Bắt đầu từ 01/24 = 100

1. Bức tranh hiệu suất các ngành

Nhìn chung, hầu hết các ngành đều có tỷ suất sinh lợi tốt trong năm 2024, ngoại trừ 2/23 ngành đi ngược xu hướng chung. Ngành Bán lẻ dẫn đầu với mức tăng trưởng vượt trội 57.8% so với đầu năm, gần như đạt mức cao nhất trong tất cả các ngành. Đây là minh chứng cho sự phục hồi mạnh mẽ của tiêu dùng nội địa và sự chuyển đổi tích cực trong chiến lược kinh doanh của các doanh nghiệp bán lẻ. Theo sau là ngành Dược & Sinh học với mức tăng trưởng 55.4% so với đầu năm.

Bên cạnh đó, ngành Ngân hàng ghi nhận sự cải thiện đáng kể, đạt mức tăng trưởng 24.2% so với đầu năm, so với mức tăng 19.5% của năm 2023. Trong khi đó, ngành Chứng khoán, dù tốc độ tăng trưởng đã giảm mạnh so với năm

2023 (100.9%), vẫn đạt mức tăng trưởng ấn tượng 11.4% so với đầu năm. Ở hướng ngược lại, ngành Bất động sản gần như đi ngang với mức tăng trưởng khiêm tốn 0.4% so với đầu năm. Điều này phản ánh những thách thức còn tồn tại về pháp lý và tín dụng dù đã có những nỗ lực hỗ trợ từ chính sách.

Bảng 4: Hiệu quả sinh lời của các chỉ số chủ đạo và các ngành

TT	Chỉ số. Ngành	Tỷ suất sinh lời theo tháng trong năm 2024											2024 YTD	2023
		11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1		
a. Chỉ số														
1	VNINDEX	(1.1)	(1.8)	0.5	2.6	0.5	(1.3)	4.3	(5.8)	2.5	7.6	3.0	14.2	12.0
2	HNX Index	(0.8)	(3.6)	(0.8)	0.9	(0.9)	(2.3)	7.2	(6.5)	3.0	2.7	(0.8)	2.0	11.9
3	UPCOM Index	0.4	(1.3)	(0.3)	(0.9)	(2.5)	1.7	8.0	(3.1)	1.0	3.4	0.7	7.9	22.8
4	VN30 Index	(2.0)	(1.0)	1.6	2.5	1.6	0.2	2.9	(4.3)	2.5	8.5	3.1	19.5	12.2
b. Ngành														
1	Ngân hàng	(2.1)	(0.7)	3.1	2.8	4.8	(1.7)	(0.8)	(4.6)	0.7	9.2	9.1	24.8	19.5
2	Khác	9.6	5.3	(3.2)	(1.9)	(9.4)	18.5	21.1	8.5	9.9	8.5	9.2	75.6	12.4
3	Bất động sản	(0.6)	(2.6)	0.5	5.5	(0.1)	(3.0)	1.9	(9.0)	3.5	4.8	(1.9)	0.4	0.7
4	Nguyên vật liệu	(1.5)	(2.7)	1.4	(0.2)	(3.2)	(1.0)	12.9	(8.1)	5.8	15.4	1.8	26.3	47.7
5	Thực phẩm & Đồ uống	(0.7)	(2.4)	(1.4)	2.5	1.8	(0.8)	7.0	(5.8)	(0.4)	6.5	(2.9)	5.8	(10.2)
6	Dịch vụ Tiện ích	(0.4)	(3.4)	(6.5)	1.9	0.3	0.9	10.0	(7.2)	1.7	3.0	0.2	2.6	(0.6)
7	Hàng hóa vốn	(0.2)	(2.7)	(0.3)	(0.4)	(1.7)	(2.8)	11.6	(8.3)	6.4	4.8	(0.1)	9.3	49.5
8	Dịch vụ Tài chính	(5.1)	(5.7)	1.6	5.9	(4.5)	(6.7)	7.1	(11.7)	7.9	7.2	3.8	11.4	100.9
9	Vận tải	9.6	2.8	(0.8)	0.8	(9.5)	6.0	17.4	6.3	3.0	3.7	(0.6)	26.2	11.2
10	Năng lượng	(5.0)	(8.6)	(2.5)	3.9	6.9	(2.6)	17.9	(4.9)	1.7	4.6	(0.4)	24.0	34.2
11	Phần mềm & dịch vụ	6.3	1.1	(0.6)	4.3	(1.9)	10.7	10.8	5.9	6.5	13.1	(0.8)	57.9	46.1
12	Bán lẻ	(6.7)	(2.1)	(2.9)	8.1	1.1	(0.5)	13.4	6.1	9.5	7.2	5.2	57.8	15.5
13	Bảo hiểm	7.7	1.4	(5.2)	(0.4)	(3.8)	0.9	14.2	(5.4)	1.4	4.7	2.3	6.9	(5.5)
14	Tiêu dùng không thiết yếu	(0.0)	(3.1)	(2.4)	2.2	1.4	0.1	6.4	(5.1)	9.2	1.5	4.2	18.2	7.7
15	Dược & sinh học	6.4	(1.9)	3.1	(1.2)	8.3	2.5	9.5	(0.4)	3.6	4.2	2.9	55.4	23.8
16	Phần cứng & thiết bị	0.3	(7.3)	(0.8)	3.5	(2.8)	(5.3)	10.0	(10.2)	17.0	2.9	2.9	15.7	32.6
17	Dịch vụ thương mại	13.7	1.8	1.1	(3.8)	0.6	4.5	5.7	(2.8)	5.2	(1.0)	(4.2)	12.5	23.2
18	Ô tô & phụ tùng	3.4	(9.8)	(4.6)	(2.1)	(6.7)	(1.0)	21.1	(5.1)	2.3	4.4	13.3	23.9	15.1
19	Dịch vụ tiêu dùng	(1.5)	(1.9)	(2.4)	(3.2)	(5.6)	4.9	4.5	(4.9)	(0.7)	0.9	4.5	(3.2)	(7.7)
20	Hàng hóa cá nhân	(5.8)	(5.5)	(1.8)	(6.3)	7.2	(0.4)	10.3	1.4	3.5	7.3	19.3	39.0	37.2
21	Thiết bị & DV y tế	(5.6)	1.6	(3.2)	1.3	(3.3)	10.8	5.4	(10.2)	3.5	9.2	2.8	17.4	(6.4)
22	Truyền thông & giải trí	2.6	8.0	0.4	(4.4)	2.2	1.2	0.2	(8.9)	(0.9)	4.9	(9.7)	(21.3)	78.8
23	Dịch vụ viễn thông	0.0	2.4	4.7	(2.4)	(3.1)	8.9	15.3	(5.6)	4.2	1.3	4.4	29.2	(21.8)

Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Ghi chú: Phân loại theo GICS cấp 2: Nhóm ngành; và dữ liệu được thống kê dựa trên tất cả các cổ phiếu được niêm yết trên cả 3 sàn HOSE, HNX và UPCOM

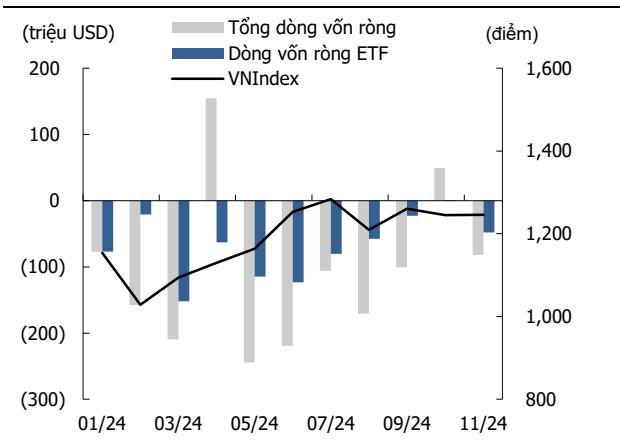
2. Cơ hội và thách thức cho dòng vốn quỹ

Áp lực rút vốn mạnh ở các quốc gia Đông Nam Á. Trong năm 2024, Việt Nam và Thái Lan là hai khu vực chịu áp lực thoái vốn lớn nhất khu vực Đông Nam Á, với giá trị rút vốn lần lượt đạt 1,155 triệu USD và 814 triệu USD. Ngược lại, Malaysia và Singapore trở thành điểm sáng khi thu hút dòng tiền đầu tư ròng, lần lượt đạt 94 triệu USD và 87 triệu USD.

Tại Việt Nam, áp lực rút vốn mạnh mẽ nhất được ghi nhận trong hai tháng 5 và 6, với giá trị thoái vốn ròng lần lượt là 244 triệu USD và 218 triệu USD. Tuy nhiên, lực cầu đầu tư đã quay trở lại rõ nét vào các tháng 4 và 10, với giá trị hút ròng lần lượt là 154 triệu USD và 49 triệu USD. Đây là hai thời điểm Việt Nam dẫn đầu khu vực Đông Nam Á về giá trị bơm ròng, cho thấy tín hiệu tích cực trong việc hấp dẫn dòng vốn ngoại trong những giai đoạn then chốt.

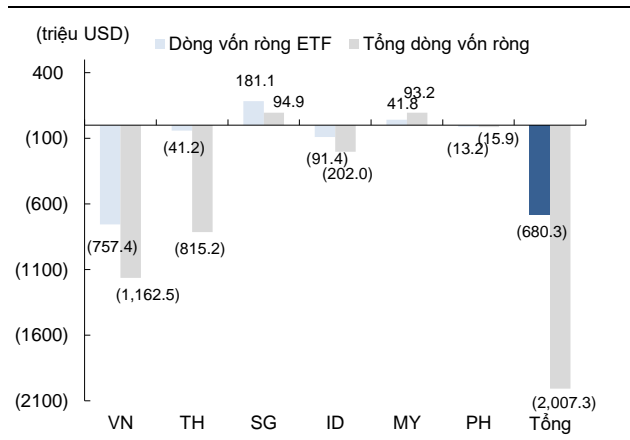
Diễn biến ETF ở khu vực Đông Nam Á. Trong năm 2024, các quỹ ETF tại khu vực Đông Nam Á ghi nhận sự phân hóa rõ nét trong dòng vốn đầu tư. Việt Nam và Indonesia là hai quốc gia chịu áp lực rút vốn lớn nhất, với tổng giá trị thoái vốn lần lượt đạt 757 triệu USD và 91 triệu USD. Ở chiều ngược lại, Singapore và Malaysia nổi bật khi thu hút giá trị bơm ròng, lần lượt đạt 181 triệu USD và 41 triệu USD.

Hình 21. Giá trị ròng dòng vốn quỹ tại Việt Nam



Nguồn: KIS Research, Fiinpro

Hình 22. Tổng dòng vốn ròng các quốc gia Đông Nam Á



Nguồn: Bloomberg, KIS Research
 Ghi chú: VN: Việt Nam, TH: Thái Lan, SG: Singapore, ID: Indonesia, MY: Malaysia và PH: Philippines

II. Chờ tín hiệu phá vỡ

Tuy đà tăng của thị trường chứng khoán chững lại trong các tháng cuối năm 2024 và ngưỡng 1,300 điểm đang là kháng cự mạnh với chỉ số VN-Index. Nhưng chúng tôi cho rằng trong năm 2025, thị trường sẽ tiếp tục duy trì xu hướng tăng và sớm vượt được ngưỡng 1,300 điểm nhờ vào: (1) sự phục hồi của nền kinh tế (được trình bày trong phần Ví mô), (2) hiệu ứng tháng Giêng, (3) triển vọng nâng hạng thị trường, và (4) tính chu kỳ của thị trường chứng khoán.

1. Hiệu ứng tháng Giêng

Hiệu ứng tháng Giêng mô tả xu hướng giá cổ phiếu thường tăng trong tháng 1. Có nhiều cách lý giải cho hiện tượng này, như xu hướng bán cổ phiếu của nhà đầu tư vào cuối năm để hiện thực hóa lợi nhuận hoặc tận dụng ưu đãi thuế, sau đó quay lại mua vào tháng 1 năm sau. Nhưng dù lý giải theo cách nào, hiện tượng này vẫn thường xuyên xuất hiện trên thị trường chứng khoán toàn cầu và Việt Nam.

Cụ thể, để kiểm chứng hiệu ứng tháng Giêng trên VN-Index, chúng tôi sử dụng tỷ suất sinh lợi vượt trội. Tỷ suất sinh lợi vượt trội được tính bằng tỷ suất sinh lợi hàng tháng trừ đi tỷ suất sinh lợi trung bình của năm. Ví dụ, nếu tỷ suất sinh lợi trong tháng 11/2023 là 6.4% và tỷ suất sinh lợi trung bình trong năm 2023 của VN-Index là 1%, thì tỷ suất sinh lợi vượt trội sẽ là 5.4%. Việc sử dụng tỷ suất sinh lợi vượt trội nhằm loại bỏ xu hướng tăng dài hạn của thị trường chứng khoán, giúp dễ nhận biết xu hướng trong các tháng.

Bảng dưới thể hiện tỷ suất sinh lợi vượt trội từ năm 2001 đến 2023 và tỷ lệ các tháng có tỷ suất sinh lợi vượt trội dương. Bảng này cũng chia thời gian thành các giai đoạn khác nhau để xem xét, như từ năm 2001-2023, 2011-2020, và 2014-2023 để đánh giá liệu hiệu ứng có bền vững hay không. Kết quả cho thấy hiệu ứng tháng Giêng tồn tại trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Bảng 5. Thống kê lợi nhuận bất thường theo từng tháng trong năm của VN-Index

Phân A: Lợi nhuận bất thường theo từng tháng trong năm													
Năm	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Trung bình năm
2001	17.8	1.6	5.6	18.1	24.8	22.7	(16.6)	(35.4)	(13.0)	5.4	9.8	(19.5)	1.1
2002	(9.8)	(5.9)	6.8	6.2	1.4	(0.4)	(0.2)	(0.9)	(2.9)	(0.4)	2.2	5.1	(2.1)
2003	(5.2)	(3.7)	(10.9)	5.7	0.6	0.8	(3.1)	(1.7)	(1.6)	(1.5)	21.1	2.7	(0.8)
2004	25.3	18.5	3.4	(7.7)	(7.8)	(4.0)	(7.6)	(5.6)	(2.7)	(3.3)	(4.3)	1.2	3.0
2005	(4.6)	(1.3)	2.7	(2.2)	(2.9)	(1.1)	(2.6)	1.5	11.6	4.1	(0.8)	(3.3)	2.1
2006	(6.2)	17.3	21.2	10.5	(17.2)	(12.1)	(25.8)	8.5	(0.5)	(10.6)	16.0	11.0	7.7
2007	36.8	7.5	(7.6)	(15.5)	15.3	(7.0)	(13.2)	(1.7)	13.5	(0.0)	(10.5)	(6.4)	1.8
2008	(0.4)	(12.8)	(13.5)	9.7	(12.1)	5.0	21.6	29.9	(8.0)	(15.4)	(0.7)	8.9	(8.6)
2009	(7.7)	(22.8)	10.4	10.8	24.2	5.1	0.3	13.3	2.4	(2.8)	(18.0)	(5.7)	3.8
2010	(2.4)	3.3	0.6	8.8	(6.3)	0.1	(2.4)	(7.7)	0.0	(0.2)	(0.0)	7.5	(0.2)
2011	8.0	(7.0)	2.6	6.8	(9.6)	5.3	(3.6)	7.5	3.2	1.1	(6.9)	(5.0)	(2.6)
2012	9.0	7.8	2.7	6.1	(10.8)	(3.0)	(3.2)	(5.8)	(2.2)	(2.4)	(4.1)	8.1	1.4
2013	14.3	(2.8)	1.8	(5.0)	7.6	(8.9)	0.6	(5.6)	2.5	(0.7)	0.4	(2.3)	1.7
2014	9.6	4.7	0.2	(2.9)	(3.4)	2.2	2.5	6.2	(6.6)	(0.3)	(6.4)	(4.4)	0.7
2015	5.1	2.4	(7.5)	1.5	0.8	3.6	4.2	(9.6)	(0.9)	7.5	(6.1)	0.5	0.5
2016	(7.0)	1.4	(0.8)	5.5	2.2	1.1	2.0	2.3	0.5	(2.6)	(2.7)	(1.2)	1.2
2017	1.6	(1.4)	(1.7)	(4.0)	(0.5)	1.9	(2.4)	(3.4)	(0.6)	0.8	10.1	0.3	3.3
2018	13.6	2.1	5.2	(9.8)	(6.7)	(0.3)	0.4	4.3	3.6	(9.3)	2.1	(2.9)	(0.8)
2019	1.4	5.4	1.0	(0.7)	(2.6)	(1.7)	3.8	(1.4)	0.7	(0.4)	(3.4)	(1.6)	0.6
2020	(3.7)	(7.0)	(26.1)	14.9	11.2	(5.7)	(4.4)	9.3	1.5	1.1	7.2	8.9	1.2
2021	(6.9)	8.0	(0.6)	1.4	4.6	3.5	(9.6)	(0.9)	(1.8)	5.0	(0.2)	(1.2)	2.6
2022	2.0	4.0	3.4	(5.1)	(2.2)	(4.1)	4.0	9.4	(8.3)	(5.9)	5.2	(0.7)	(3.3)
2023	9.4	(8.7)	2.9	(2.4)	1.5	3.2	8.2	(0.9)	(6.7)	(11.9)	5.4	2.3	1.0
2024	2.2	6.7	1.7	(6.7)	3.5	(2.1)	(0.4)	1.7	(0.5)	(2.7)	(2.0)	(0.8)	0.8

Phân B: Lợi nhuận bất thường trung bình

2001-2023	4.3	0.5	0.1	2.2	0.5	0.3	(2.1)	0.5	(0.7)	(1.9)	0.7	0.1
2011-2020	5.2	0.6	(2.3)	1.2	(1.2)	(0.5)	(0.0)	0.4	0.2	(0.5)	(1.0)	0.1
2014-2023	2.5	1.1	(2.4)	(0.2)	0.5	0.4	0.9	1.5	(1.9)	(1.6)	1.1	0.0

Phân C: Xác suất lợi nhuận bất thường dương theo từng tháng trong năm

2001-2023	56.5	56.5	65.2	56.5	47.8	52.2	43.5	43.5	43.5	30.4	43.5	47.8
2011-2020	80.0	60.0	60.0	50.0	40.0	50.0	60.0	50.0	60.0	40.0	40.0	40.0
2014-2023	70.0	70.0	50.0	40.0	50.0	60.0	70.0	50.0	40.0	40.0	50.0	40.0

Nguồn: KIS Research

Theo đó, tháng 1 hàng năm có lợi nhuận tốt nhất, khi tỷ suất sinh lợi vượt trội cao nhất và xác suất tháng 1 có lợi nhuận dương là cao nhất. Trong giai đoạn 2014-2023, có 7/10 năm tháng 1 đạt tỷ suất sinh lợi tốt nhất trong năm, với mức lợi nhuận cao hơn trung bình khoảng 2.5%. Hiện tượng này có sự nhất quán trong các giai đoạn từ 2001-2023 và 2011-2020. Mở rộng ra, chúng tôi nhận thấy giai đoạn tháng 1 đến tháng 2 hàng năm là thời gian có tỷ suất sinh lợi tốt nhất trong năm với xác suất tăng trưởng cao nhất.

2. Nâng hạng thị trường theo FTSE

FTSE phân chia các thị trường tài chính thành 4 nhóm, gồm: Thị trường phát triển, Thị trường mới nổi tiên tiến, Thị trường mới nổi loại 2, Thị trường cận biên (Developed Markets, Advanced Emerging Markets, Secondary Emerging Markets, và Frontier Markets). Thị trường chứng khoán Việt Nam hiện thuộc nhóm Thị trường cận biên (Frontier Markets) theo phân loại của FTSE. Tuy nhiên, Việt Nam đang trong quá trình nâng hạng lên nhóm Thị trường mới nổi loại 2 (Secondary Emerging Markets), khi đã nằm trong danh sách theo dõi của FTSE từ năm 2018.

Có 9 tiêu chí để được nâng hạng lên Thị trường mới nổi loại 2. Hiện tại, Việt Nam đã đạt 7/9 tiêu chí, với 2 tiêu chí được đánh giá là “hạn chế”, mà nguyên nhân chủ yếu nằm ở vấn đề Pre-Funding đối với nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, với việc Thông tư 68/2024/TT-BTC chính thức có hiệu lực từ tháng 11/2024, vấn đề Pre-Funding gần như đã được giải quyết. Vì thế, trong 2 kỳ đánh giá vào tháng 4 và tháng 10 năm 2025, chúng tôi kỳ vọng FTSE sẽ chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên nhóm Thị trường mới nổi loại 2. Nhiều khả năng, thị trường Việt Nam sẽ được nâng hạng vào tháng 10 năm 2025.

Nếu tỷ trọng cổ phiếu Việt Nam trong FTSE Emerging Markets Index dao động trong khoảng từ 0.6% đến 1.0%, dòng vốn chảy vào thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua các quỹ ETF có thể đạt mức từ 500 triệu USD đến 1 tỷ USD.

Bảng 6. Tiêu chí đánh giá thị trường của FTSE tính đến tháng 10 năm 2024

Tiêu chí	SEC EW	FW	Việt Nam (FM)
Thị trường và Môi trường Quản lý			
Các cơ quan quản lý thị trường chứng khoán chính thức chủ động giám sát thị trường (VD: SEC, FSA, SFC)	x	x	Đạt
Không phân đối, không có hạn chế đáng kể hoặc mức phạt cao cho việc đầu tư vốn và cho việc hồi hương vốn và thu nhập	x	x	Đạt
Thị trường chứng khoán			
Hoạt động môi giới - Đủ cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ môi giới chất lượng cao	x		Đạt
Chi phí giao dịch – Chi phí tiềm ẩn và chi phí xác định có tính hợp lý và cạnh tranh	x		Đạt
Tính minh bạch – thông tin chuyên sâu về thị trường/ khả năng hiển thị và quy trình báo cáo giao dịch kịp thời	x	x	Đạt
Bù trừ, Thanh toán và Lưu ký			
Thanh toán - Chi phí liên quan đến giao dịch thất bại	x	x	Hạn chế
Chu kỳ Thanh toán (DvP)	x	x	T+2
Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Trung ương	x		Đạt
Lưu ký – Đủ cạnh tranh để đảm bảo dịch vụ lưu ký chất lượng cao	x		Đạt

Nguồn: FTSE Russel, KIS Research

Ghi chú: FM: Thị trường cận biên (Frontier Market), SEC EW: Thị trường mới nổi loại 2 trong danh sách theo dõi (Secondary Emerging Watch), FW: Thị trường cận biên trong danh sách theo dõi (Frontier Watch)

3. Tính chu kỳ của thị trường chứng khoán

Sự tích lũy trong trung hạn. Mặc dù có sự tăng trưởng trong quý 1 năm 2024, nhưng xu hướng tăng của VNINDEX đã có sự chững lại khi kiểm định vùng 1,300 điểm trong năm 2024. Từ đây, chỉ số biến động trong vùng giá cố định với cận trên là ngưỡng 1,300 điểm và cận dưới là vùng 1,180-1,200 điểm, đây được xem là mẫu hình chữ nhật, một dạng mẫu hình tích lũy xu hướng.

Hình 23. Tích lũy trung hạn, mẫu hình chữ nhật



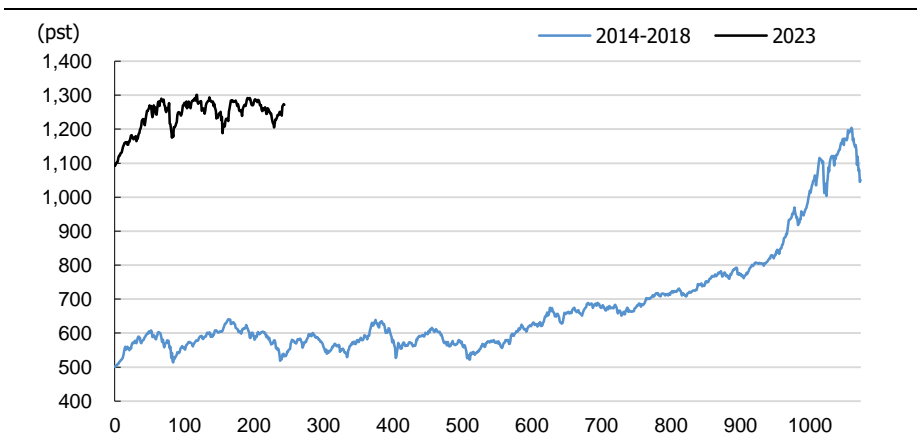
Nguồn: KIS Research

Dựa trên tín hiệu phá vỡ cận trên hoặc dưới, xu hướng trung hạn sẽ được xác nhận. Nếu vượt được ngưỡng 1,300 điểm thì xu hướng tăng sẽ được hình thành, ngược lại nếu phá vỡ vùng 1,180-1,200 điểm thì xu hướng giảm sẽ được hình thành. Mục tiêu giá sẽ là chiều cao của mẫu hình, tức chỉ số sẽ tăng 120 điểm hoặc giảm 120 điểm. Với sự hỗ trợ từ các yếu tố vĩ mô, khả năng chỉ số vượt được vùng 1,300 điểm là khá lớn, khi đó mục tiêu sẽ là vùng 1,400-1,450 điểm.

Sự tương đồng với giai đoạn 2014-2016. Trong quá khứ, chỉ số VNIndex cũng đã có giai đoạn biến động trong biên độ trong khung thời gian lớn. Cụ thể, trong năm 2014-2015, chỉ số VNIndex biến động từ vùng 510-640 điểm. Khi chỉ số vượt được vùng 640 điểm, xu hướng tăng trung hạn được hình thành và chỉ số sớm đạt mục tiêu giá của dạng mẫu hình này.

Bên cạnh đó, sau tín hiệu phá vỡ mẫu hình này, thị trường cũng bước vào một pha tăng trưởng dài hạn trong hơn 2 năm. Vì thế, chúng tôi cho rằng hai giai đoạn này có sự tương đồng nhất định và việc vượt được ngưỡng 1,300 sẽ là tín hiệu tích cực cho thấy xu hướng tăng trong dài hạn đã quay trở lại.

Hình 24. Diễn biến của VN-Index trong giai đoạn 2014-2016 và năm 2024



Nguồn: KIS Research

Chu kỳ 3 năm thứ 8. Chỉ số VN-Index bị chi phối bởi các chu kỳ 3 năm, tức sau 36 tháng chỉ số sẽ hình thành một đáy quan trọng. Chỉ số đã hoàn thành 7 chu kỳ 3 năm trong quá khứ. Hiện tại, chỉ số đang đi vào chu kỳ 3 năm thứ VIII, chu kỳ này có điểm bắt đầu là đáy tháng 11/2022. Dự kiến thời gian tạo đáy của chu kỳ này sẽ vào khoảng từ tháng 05/2025 đến 05/2026, dựa trên phương pháp của Raymond Merriman.

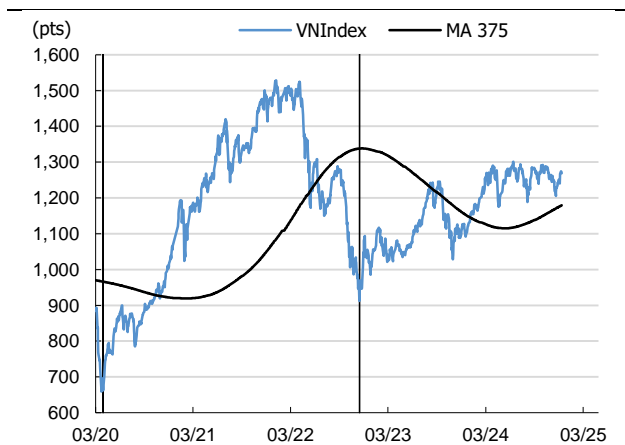
Chu kỳ 1 năm thứ ba. Các chu kỳ 3 năm thường được chia thành 3 chu kỳ con (chu kỳ 1 năm), với thời gian giữa 2 đáy sẽ là 12 tháng. Chu kỳ 3 năm thứ 8 đang được chia thành 3 chu kỳ con, với chu kỳ con đầu tiên được xác định từ tháng 11/2022 đến tháng 10/2023.

Với chu kỳ con thứ 2, đáy kết thúc có thể rơi vào (1) tháng 08/2024 hoặc (2) tháng 11/2024. Chúng tôi nghiêng về khả năng thứ (2), tức chu kỳ con thứ 2 bắt đầu từ tháng 10/2023 và kết thúc vào tháng 11/2024, do thời gian giữa 2 đáy sẽ là 12 tháng. Trong khi đó, với khả năng thứ (1), thời gian giữa 2 đáy vào khoảng 9 tháng. Điều này cho thấy chu kỳ bị co hẹp, mà sự co hẹp thường diễn ra ở các chu kỳ con cuối cùng hơn là các chu kỳ thứ nhất và thứ hai.

Nếu sử dụng đáy tháng 11/2024 làm đáy kết thúc cho chu kỳ con thứ 2, thì đáy chu kỳ con thứ 3 có thể được hình thành từ tháng 09/2025 đến tháng 01/2026. Kết hợp với thời gian tạo đáy của chu kỳ 3 năm, thì từ tháng 09/2025 - 01/2026 sẽ hình thành một đáy quan trọng và thị trường có thể điều chỉnh mạnh trong giai đoạn này.

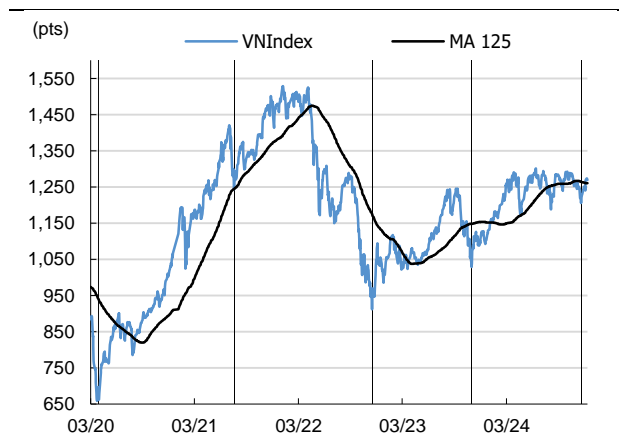
Dựa trên những phân tích trên, chúng tôi cho rằng thị trường có thể tăng trưởng trong nửa đầu năm 2025, sau đó sẽ chậm lại và hình thành một đỉnh trong nửa cuối năm 2025. Đồng thời, một nhịp điều chỉnh mạnh sẽ diễn ra trong giai đoạn này, với mức điều chỉnh có thể lớn hơn 20%.

Hình 25. Chu kỳ 3 năm trên chỉ số VNIndex



Nguồn: KIS Research

Hình 26. Chu kỳ 1 năm trên chỉ số VNIndex



Nguồn: KIS Research

Bảng 7. Đáy và thời gian hình thành của chu kỳ 3 năm

Chu kỳ 3 năm	Đáy bắt đầu	Đáy kết thúc	Thời gian (tháng)
I	10/24/2003	08/02/2006	33
II	08/02/2006	02/24/2009	30
III	02/24/2009	01/06/2012	34
IV	01/06/2012	12/17/2014	35
V	12/17/2014	07/11/2018	42
VI	07/11/2018	03/24/2020	20
VII	03/24/2020	11/15/2022	31
VIII	11/15/2022	05/2025 -05/2026*	30-42*

*Giai đoạn dự kiến hình thành chu kỳ 3 năm
 Nguồn: KIS Research

Bảng 8. Đáy và thời gian hình thành của chu kỳ 1 năm

Chu kỳ 3 năm	Chu kỳ 1 năm	Đáy bắt đầu	Đáy kết thúc	Thời gian (tháng)
V	13	12/17/2014	01/21/2016	13
	14	01/21/2016	12/06/2016	10
	15	12/06/2016	07/11/2018	19
VI	16	07/11/2018	01/03/2019	5
	17	01/03/2019	03/24/2020	14
VII	18	03/24/2020	07/19/2021	15
	19	07/19/2021	11/15/2022	15
	20	11/15/2022	10/31/2023	11
VIII	21	10/31/2023	11/19/2024*	12*
	22	11/19/2024*	09/2025- 01/2026*	10-14*

*Giai đoạn dự kiến hình thành chu kỳ 1 năm
 Nguồn: KIS Research

Triển vọng ngành

Đúng quỹ đạo

Tổng quan ngành.....	28
Điện.....	21
Thủy sản.....	22
Bán lẻ.....	23
Hàng không.....	24
Ngân hàng.....	18
Bất động sản.....	25
Dầu khí.....	25

Tổng quan triển vọng ngành

Ngành	Luận điểm đầu tư
Điện	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng điện dự kiến tăng ~11% trong năm 2025F 2025F - Sản lượng điện từ năng lượng tái tạo kỳ vọng tăng 10% n/n 2025F - Thủy điện hưởng lợi từ La Niña
Thủy sản	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu phục hồi nhưng đối mặt với áp lực cạnh tranh Thị trường Mỹ có thể là động lực chính cho mảng cá tra Nguy cơ dư cung có thể dẫn đến cạnh tranh về giá trong ngành tôm
Bán lẻ	<ul style="list-style-type: none"> Ngành bán lẻ có triển vọng tích cực Mảng bán lẻ ICT-CE và trang sức tiếp tục phục hồi Siêu thị mini sẽ bước vào giai đoạn mở rộng trong 2025F, đồng thời kỳ vọng duy trì biên lợi nhuận tích cực
Hàng không	<ul style="list-style-type: none"> Chính sách mở rộng được triển khai, chờ đợi triển vọng sôi động hơn trong năm 2025F Số lượng máy bay nằm đất đã đạt đỉnh từ ..., và trong 2025F các hãng hàng không đang bổ sung thêm ghế ngồi Các hãng hàng không có thể hưởng lợi từ nhu cầu tăng và sự trở lại của các máy bay đã nằm đất để hỗ trợ tăng trưởng
Nhà ở	<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu có thể phục hồi ở mức khiêm tốn trong năm 2025F Hoạt động cấp phép ảm lên nhưng kết quả phụ thuộc vào tình hình tài chính của các nhà phát triển Định giá ngành có thể đảo chiều tùy thuộc vào tâm lý thị trường
Ngân hàng	<ul style="list-style-type: none"> Ổn định kinh tế vĩ mô và phục hồi kinh tế thúc đẩy nhu cầu tín dụng. Một số dịch vụ ngân hàng tích hợp cũng trở nên sôi động hơn Áp lực lên NIM năm 2025F có thể đến từ chi phí vốn tăng và sự phục hồi chậm của các phân khúc có lợi suất tài sản cao Tỷ lệ nợ xấu cao có thể dần hạ nhiệt trong năm 2025 nhờ điều kiện kinh doanh cải thiện. Tuy nhiên, quỹ dự phòng mỏng có thể gây lo ngại
Dầu khí	<ul style="list-style-type: none"> Tiêu thụ khí khô nội địa dự kiến tiếp tục giảm LNG kỳ vọng bùng nổ từ nửa cuối 2025F Thăm dò và khai thác dầu khí có thể gặp thách thức với triển vọng giá dầu kém khả quan

Thủy điện lên ngôi

Tiện ích

Điện

Trung lập

► Điểm chính

- Sản lượng điện dự kiến tăng ~11% trong năm 2025F.
- 2025F - Sản lượng điện từ năng lượng tái tạo (NLTT) kỳ vọng tăng 10% n/n.
- 2025F - Thủy điện kỳ vọng hưởng lợi từ La Niña.

Luận điểm đầu tư

10T24 - Nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi khả quan

Theo dữ liệu từ EVN, tiêu thụ điện toàn quốc trong 10T24 tiếp tục xu hướng tăng, tăng 10% n/n đạt 260 tỷ kWh. Trong đó: sản lượng điện từ nhiệt điện tăng mạnh 18% n/n, nhờ chu kỳ El-Niño hoạt động mạnh trong 6T24. Trong khi đó, thủy điện ghi nhận tăng trưởng +12% n/n, đặc biệt sự tăng trưởng mạnh mẽ từ tháng 06 khi có sự trở lại của pha Trung tính. Bên cạnh đó, năng lượng tái tạo đạt 30 tỷ kWh, tăng 7% n/n nhờ sự tăng trưởng của cả điện gió (+10% n/n) và điện mặt trời (+5% n/n). Kém khả quan, sản lượng điện khí ghi nhận giảm mạnh 24% n/n.

2025F – Dự báo sản lượng thủy điện được thúc đẩy nhờ hiện tượng La-Niña

EVN ước tính tổng sản lượng điện tiêu thụ năm 2025 sẽ đạt 345 tỷ kWh (+11% n/n), dựa trên kỳ vọng tăng trưởng GDP ~7.5% trong năm sau.

- Theo kế hoạch huy động nguồn của EVN, sản lượng *thủy điện* dự kiến đạt 82 tỷ kWh (-10% n/n). Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sản lượng có thể đạt 102 tỷ kWh (+12% n/n). Hệ số công suất (CF) dự báo sẽ tăng mạnh lên 49% trong 2025F (+3%p n/n), nhờ vào (1) Xác suất 50% La-Niña sẽ xảy ra và có thể kéo dài đến 2T25, và chuyển sang pha Trung tính trong 2H25F; (2) dữ liệu lịch sử cho thấy trong những năm chuyển chuyển từ chu kỳ El-Niño sang La-Niña, hệ số công suất của các nhà máy thủy điện thường tăng ~2-3%.
- Sản lượng từ nhóm *nhiệt điện than* dự báo sẽ tăng 12% n/n (Kế hoạch sản lượng của EVN: +17% n/n), nhờ vào nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng 11% trong 2025F và bổ sung 660MW từ đơn vị 01 của Vũng Áng II. Hệ số công suất của nhiệt điện dự kiến tăng lên 62%, +5đpt n/n.
- Sản lượng từ nguồn *năng lượng tái tạo* ước tính sẽ tăng 10% n/n, CF dự báo sẽ đạt 20% (+1đpt n/n), nhờ vào (a) sự gia tăng liên tục của nhu cầu tiêu thụ điện; (b) bổ sung công suất từ các dự án điện gió chuyển tiếp và các thỏa thuận mua điện trực tiếp (DPPA) trong 2025F.
- Ngoài ra, theo kế hoạch của EVN *nhiệt điện khí* ước tính tăng 18%. Tuy nhiên, theo chúng tôi, sản lượng điện khí khả năng sẽ giảm 9% n/n trong 2025F, với hệ số công suất (CF) giảm xuống 29% (-3đpt n/n). Điều này chủ yếu do (i) sự mở rộng công suất năng lượng tái tạo trong hệ thống, giảm sự phụ thuộc vào nguồn năng lượng chi phí cao như điện khí. Ngoài ra, (ii) sản lượng điện khí dự kiến giảm phần nào do các nhà máy BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 hết hạn hợp đồng BOT.

Bên cạnh đó, giá khí tự nhiên dự báo vẫn duy trì ở mức cao, dù cho giá FO dự kiến giảm khoảng 8% trong 2025F, theo dữ liệu từ Bloomberg. Hơn nữa, nguồn cung khí trong nước đang tiếp tục suy yếu, dẫn đến phải huy động các nguồn khí có chi phí

cao như Sao Vàng - Đại Nguyệt. Cả hai yếu tố này có thể tiếp tục gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp của các nhà máy điện khí trong 2025F.

Biến động có thể do tình hình thủy văn thay đổi và các chính sách mới

Động lực cải thiện hoạt động của các nhà máy thủy điện chủ yếu dựa trên khả năng suy giảm của hiện tượng El-Niño. Tuy nhiên, dự báo thời tiết luôn là một vấn đề khó khăn, ngay cả trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, trong 2024 – 2025F, việc thúc đẩy hoạt động các dự án điện gió và DPPA phụ thuộc lớn vào quan điểm của Chính phủ và Bộ Công Thương trong việc hoàn thiện các chính sách hỗ trợ phát triển nguồn điện.

Tiêu dùng

Thủy sản

Trung lập

► Điểm chính

- Nhu cầu hồi phục nhưng đối mặt với áp lực cạnh tranh.
- Thị trường Mỹ có thể là động lực chính cho mảng cá tra.
- Nguồn cung dư thừa có thể dẫn đến rủi ro cạnh tranh về giá.

Vượt qua thử thách

Luận điểm đầu tư

Nhu cầu hồi phục nhưng đối mặt với áp lực cạnh tranh

Theo dữ liệu từ Tổng cục Hải quan, kim ngạch xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong 10T24 đã phục hồi lên 8.2 tỷ đô (+11% n/n). Trong đó, hai sản phẩm xuất khẩu chủ lực là tôm và cá tra, lần lượt đạt 3.2 tỷ đô (+13% n/n) và 1.7 tỷ đô (+9% n/n). Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ sự phục hồi mạnh mẽ về sản lượng xuất khẩu, trong khi giá bán bình quân duy trì ở mức thấp.

Bước qua năm 2025F, theo dự báo sơ bộ của Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), tổng giá trị xuất khẩu thủy sản có thể tăng 10% n/n, nhờ vào sự phục hồi liên tục từ các thị trường lớn. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại về rủi ro cạnh tranh từ các quốc gia cung cấp thủy sản khác, điều này có thể ảnh hưởng đến việc phục hồi của giá bán, đặc biệt là đối với tôm và cá tra.

Thị trường Mỹ có thể là động lực chính cho mảng cá tra

Trong 10T24, mặc dù gặp khó khăn ở các thị trường Trung Quốc và EU, xuất khẩu cá tra của Việt Nam đã được bù đắp bởi sự phục hồi mạnh mẽ tại thị trường Mỹ. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu đã tăng vọt lên 97,000 tấn (+41% n/n), trong khi giá bán của cá tra đạt USD3.03/kg trong tháng 10/2024, so với USD2.8/kg đầu năm 2024.

Trong 2025F, chúng tôi dự phóng động lực tăng trưởng chính của cá tra có thể đến từ chính sách thương mại mới của Mỹ dưới nhiệm kỳ của tổng thống Trump, với khả năng áp thuế cao hơn đối với cá rô phi Trung Quốc (+60% so với mức thuế cơ bản toàn cầu từ 10~20%). Sự thay đổi chính sách này có thể tạo cơ hội cho cá tra chiếm lĩnh thêm thị phần trong dài hạn. Trong khi đó, giá bán cá tra dự kiến sẽ tăng trong 1H25F nhờ vào nhu cầu nhập hàng cao trước khi mức thuế mới được áp dụng, sau đó sẽ quay lại mức bình thường trong 2H25F.

Ngược lại, triển vọng xuất khẩu cá tra sang Trung Quốc và EU vẫn gặp phải một số thách thức do (1) nhu cầu tiêu dùng trì trệ ở Trung Quốc, và (2) lo ngại về nguồn cung cá minh thái của Nga dư thừa (+7% tổng hạn ngạch trong 2025F), điều này có thể kéo dài cuộc chiến về giá.

Về chi phí nguyên liệu, giá bột đậu nành (nguyên liệu chính trong thức ăn chăn nuôi thủy sản) dự kiến sẽ giảm. Theo dữ liệu từ Agromonitor, giá bột đậu nành giảm là nhờ vào thời tiết thuận lợi ở Mỹ và Brazil, hỗ trợ cho thu hoạch vụ mùa mới thuận lợi trong 2025F. Do đó, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp cá tra niêm yết trong 2025F có thể ổn định.

Nguy cơ dư cung có thể dẫn đến cạnh tranh về giá trong mảng tôm

Trong 2025F, chúng tôi dự đoán động lực tăng trưởng chính của mảng tôm có thể đến từ các thị trường Nhật Bản và EU, nhờ vào sự phục hồi nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm thực phẩm giá trị cao như tôm, qua

đó thúc đẩy sản lượng xuất khẩu. Trong khi đó, thị trường Mỹ có thể hồi phục chậm hơn do nhu cầu chưa phục hồi hoàn toàn đối với các sản phẩm thủy sản trong kênh bán lẻ.

Về giá bán tôm trong 2025F, chúng tôi kỳ vọng sẽ có ít đà tăng trưởng ở các thị trường EU và Mỹ do dự báo nguồn cung tôm từ Ecuador và Ấn Độ sẽ tăng, sẽ gia tăng áp lực cạnh tranh. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán tôm sẽ tăng nhẹ ở Nhật Bản, nhờ vào áp lực cạnh tranh thấp hơn, song song đó, chính sách tăng lương cùng với sự tăng giá của đồng Yên, đều là hai yếu tố này đóng góp quan trọng vào sự phục hồi sức mua.

Tuy nhiên, nguồn cung tôm nguyên liệu đang thu hẹp do mùa mưa lớn và dịch bệnh phức tạp trong 4Q24. Điều này có thể dẫn đến sự tăng giá tôm nguyên liệu đầu vào trong 1H25F, và có thể ảnh hưởng tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp. Chúng tôi dự báo tình hình này sẽ có thể giảm bớt từ 2H25F trở đi.

Tiêu dùng

Bán lẻ

Không xếp hạng

► Điểm chính

- Ngành bán lẻ có triển vọng tích cực.
- Mạng bán lẻ điện tử, điện máy (ICT-CE) và trang sức tiếp tục phục hồi.
- Siêu thị mini sẽ bước vào giai đoạn mở rộng trong 2025F, đồng thời duy trì biên lợi nhuận tích cực.

Chương mới

Luận điểm đầu tư

Nhìn chung, ngành bán lẻ có triển vọng tích cực

Trong 2025F, chúng tôi kỳ vọng ngành bán lẻ sẽ có triển vọng tích cực. (1) Mạng bán lẻ điện tử - điện máy và trang sức sẽ tiếp tục cải thiện nhờ vào sự phục hồi của cầu tiêu dùng. (2) Các chuỗi siêu thị mini sẽ bước vào giai đoạn mở rộng mới sau quá trình tối ưu chuỗi cung ứng. (3) Đối với các chuỗi nhà thuốc hiện đại, chúng tôi cho rằng mô hình này có thể đang bước vào giai đoạn cuối của quá trình tăng trưởng nhanh, và sẽ tiếp nối bởi giai đoạn hợp nhất thị phần giữa các đối thủ trong ngành. (4) Các trung tâm tiêm chủng sẽ tiếp tục mở mới nhờ vào tỷ lệ bao phủ vaccine tại Việt Nam còn thấp.

Bán lẻ ICT-CE dự báo tiếp tục phục hồi

Trong 9T24, chỉ số niềm tin người tiêu dùng (CCI) đã có phần cải thiện so với năm 2023 nhờ vào tình hình kinh tế tốt hơn. Kết quả là, tổng doanh thu của 4 chuỗi bán lẻ ICT-CE niêm yết đã phục hồi lên khoảng 87% so với doanh thu năm 2022 (so với khoảng 83% trong năm ngoài). Trong 2025F, chúng tôi kỳ vọng sức mua của người tiêu dùng sẽ tiếp tục phục hồi nhờ vào triển vọng kinh tế tích cực, từ đó thúc đẩy sự phục hồi của các nhà bán lẻ ICT-CE. Trong đó, điện thoại di động sẽ là nhân tố thúc đẩy chính, trong khi hầu hết các ngành hàng điện máy khác kỳ vọng sẽ tăng trưởng một chữ số, ngoại trừ máy điều hòa do tác động của La-Nina.

Nhu cầu trang sức bán lẻ tăng cao

Trong 9T24, nhu cầu bán lẻ trang sức đã bắt đầu phục hồi (doanh thu trang sức bán lẻ của PNJ tăng 16.9% n/n). Tuy nhiên, so với năm 2022, doanh thu bán lẻ trang sức trên mỗi cửa hàng của PNJ vẫn đang thấp hơn, điều này cho thấy sức mua đối với các sản phẩm xa xỉ và tiêu dùng không thiết yếu vẫn chưa hoàn toàn phục hồi. Do đó, trong 2025F, với triển vọng kinh tế lạc quan hơn, chúng tôi tin rằng người tiêu dùng sẽ chi tiêu nhiều hơn cho sản phẩm trang sức. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng các nhà bán lẻ trang sức có thương hiệu sẽ tiếp tục hưởng lợi từ sự chuyển dịch của người tiêu dùng từ các sản phẩm vàng không thương hiệu.

Siêu thị mini sẽ bước vào giai đoạn mở rộng

Hai nhà bán lẻ siêu thị mini (BHX và WCM) đã có thể mở rộng và đạt được LNST tích cực. Trong 2025F, chúng tôi tin rằng BHX và WCM sẽ ưu tiên việc mở rộng thay vì lợi nhuận để giành lấy thị phần. Bán lẻ bách hóa hiện đại ở Việt Nam vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng khi kênh này chỉ chiếm 12.2% giá trị thị trường bán lẻ bách hóa, so với khoảng 50% ở Thái Lan và Indonesia. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo BHX và WCM sẽ mở thêm khoảng 300 và 400 cửa hàng sau khi tập trung tối ưu hóa chuỗi giá trị trong năm 2024, đồng thời duy trì LNST dương.

Vận tải

Hàng không

Không xếp hạng

► Điểm chính

- Chính sách mở rộng được triển khai, chờ đợi triển vọng sôi động hơn trong năm 2025F.
- Số lượng máy bay nằm đất đã đạt đỉnh, các hãng hàng không đang bổ sung thêm ghế ngồi.
- Các hãng hàng không có thể hưởng lợi từ nhu cầu tăng và sự trở lại của các máy bay đã nằm đất để hỗ trợ tăng trưởng.

Chờ nhu cầu nội địa phục hồi

Luận điểm đầu tư

Đường băng sôi động hơn nhờ kinh tế thuận lợi

Trong 9T24, số lượng hành khách hàng không giảm 9% n/n, tuy nhiên luân chuyển hành khách tăng 8% n/n nhờ vào sự phục hồi của du lịch quốc tế. HVN và VJC được hưởng lợi nhờ mảng này, với tổng doanh thu trong 9T24 tăng 22% n/n và vượt mức trước đại dịch 28%. KQKD ấn tượng này hỗ trợ bởi (1) cạnh tranh giảm đi, (2) tăng trưởng lưu lượng khách quốc tế, và (3) giá vé tăng.

Trong 2025F, chúng tôi dự báo rằng (a) giá vé có thể giảm khi nguồn cung gia tăng và các máy bay đang dừng khai thác sẽ dần hoạt động lại, và (b) người tiêu dùng có thể chi tiêu nhiều hơn cho việc di chuyển và du lịch nhờ vào nền kinh tế tốt hơn. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngành hàng không sẽ sôi động hơn khi luân chuyển khách nội địa phục hồi. Đặc biệt chúng tôi nhấn mạnh sự tăng trưởng doanh thu của các hãng hàng không trong 2025F khả năng sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào số lượng hành khách vận chuyển, chứ không chỉ đơn thuần được hỗ trợ từ giá vé cao như trong năm 2024. Tuy nhiên, với bản chất ngành hàng không sử dụng đòn bẩy hoạt động rất cao, trong bối cảnh nhu cầu nội địa hiện tại yếu đi do giá cao khiến các hãng hàng không có thể phải chọn tăng lượng ghế cung ứng và đánh đổi biên lợi nhuận giảm hơn trong ngắn hạn lấy luân chuyển hành khách cao hơn. Do đó, tăng trưởng chậm hoặc suy giảm trong lưu lượng hành khách so với kỳ vọng sẽ là một rủi ro lớn đối với các hãng hàng không trong 2025F.

Kế hoạch mở rộng gặp khó khăn, nhưng số lượng máy bay ngừng hoạt động đã đạt đỉnh

Tốc độ sản xuất của Airbus và Boeing đang chậm so với kế hoạch sản xuất do gián đoạn chuỗi cung ứng và giám sát đảm bảo an toàn, điều này sẽ gây khó khăn cho kế hoạch mở rộng đội bay của các hãng hàng không. Lượng ghế cung ứng theo tháng đã phục hồi trong tháng 10/2024 và tháng 11/2024 nhờ vào các máy bay mới được bàn giao và lịch trình bay của CAAV tăng lên. Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, số lượng tàu bay sử dụng động cơ PW1100G bị ngừng hoạt động tại Việt Nam đã đạt đỉnh với 26 trong tổng số 44 tàu bay, cho thấy giai đoạn áp lực nhất do thiếu nguồn cung đã qua và một số tàu bay sẽ được khai thác trở lại trong 2025F.

Các hãng hàng không có thể hưởng lợi từ nhu cầu nội địa trở lại và nguồn cung tăng trở lại để hỗ trợ tăng trưởng

Theo OAG, các hãng hàng không Đông Nam Á (ĐNÁ) đang tích cực tăng ghế quốc tế trong khi tăng lượng ghế nội địa chỉ tăng nhẹ để giành thị phần quốc tế khi nhu cầu nội địa đang yếu dần. Kết quả kinh doanh 3Q24 của HVN và VJC cũng phần nào đã thể hiện thông qua lợi nhuận bị thu hẹp do áp lực cạnh tranh gia tăng trên thị trường quốc tế. Chúng

tôi tin rằng xu hướng này sẽ tiếp tục trong 2025F, nhưng với chính sách kinh tế nới lỏng, người dân có thể chi tiêu nhiều hơn cho du lịch, các hãng hàng không có thể hưởng lợi từ nhờ hai yếu tố: nhu cầu di chuyển gia tăng và các tàu bay đang bảo dưỡng động cơ được khai thác trở lại để hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận.

Tài chính

Ngân hàng

Trung lập

► Điểm chính

- Ổn định kinh tế vĩ mô và phục hồi kinh tế thúc đẩy nhu cầu tín dụng. Một số dịch vụ ngân hàng tích hợp cũng trở nên sôi động hơn.
- Áp lực lên NIM năm 2025F có thể đến từ chi phí vốn tăng và sự phục hồi chậm của các phân khúc có lợi suất tài sản cao
- Tỷ lệ nợ xấu cao có thể dần hạ nhiệt trong năm 2025 nhờ điều kiện kinh doanh cải thiện. Tuy nhiên, quý dự phòng mỏng có thể gây lo ngại

Con đường phục hồi còn nhiều khó khăn

Luận điểm đầu tư

Lợi nhuận ngành ngân hàng năm 2024 phục hồi bền vững

Lợi nhuận của ngành ngân hàng trong 9T24 đã phục hồi bền vững từ mức đáy của 9T23, nhờ vào sự cải thiện trong thu nhập lãi thuần, chi phí hoạt động được kiểm soát và chi phí dự phòng rủi ro. LNTT trong 9T24 tăng +16% n/n, đạt 71% mục tiêu năm 2024 (tổng 25 ngân hàng).

Tăng trưởng tín dụng 9T24 tăng +9.0% svdn, cao hơn mức +7.0% svdn trong 9T23 nhờ điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn. Tín dụng doanh nghiệp là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, trong khi phân khúc bán lẻ đang phục hồi. Sự ổn định của NIM 9T24 nhờ vào chi phí vốn thấp hơn, bù đắp cho lợi suất tài sản giảm do các gói cho vay giảm lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế. Nợ xấu 3Q24 tương đương với 2Q24. Nợ xấu (nhóm 3-5)/(nhóm 2-5) (tổng 27 ngân hàng) duy trì ở mức cao là 2.2%/3.9% (so với 2.2%/4.1% của 2Q24).

Trong 4Q24F, tín dụng có thể đạt mục tiêu tăng trưởng năm 2024 là 15%, đã được phân bổ từ đầu năm 2024. Tuy nhiên, NIM 4Q24F có thể chịu áp lực do lãi suất cho vay duy trì thấp và chi phí vốn cao. Trong điều kiện kinh doanh thuận lợi hơn, nợ xấu có thể đạt đỉnh trong năm 2024F.

Con đường phục hồi gặp ghềnh

Trong 2025F, điều kiện kinh doanh và tiêu dùng cải thiện có thể thúc đẩy nhu cầu tín dụng. Tăng trưởng tín dụng năm 2025F có cao hơn của năm 2024. Các dịch vụ ngân hàng tích hợp khác cũng có thể ấm lên, nhưng tăng trưởng từ hoạt động ngoại hối, bảo hiểm và ngân hàng đầu tư có thể ít tích cực. Tuy nhiên, một số áp lực lên NIM 2025F có thể đến từ: (1) việc phục hồi lợi suất tài sản chậm đối với các gói hỗ trợ cho vay và sự cạnh tranh giá giữa các ngân hàng trong khi phục hồi các khoản vay trung và dài hạn chậm, và (2) chi phí vốn cao hơn do lãi suất tiền gửi có sự tăng nhẹ. Tỷ lệ nợ xấu vẫn ở mức cao trong năm 2024 và có thể giảm dần vào năm 2025. Tuy nhiên, chi phí dự phòng rủi ro của các ngân hàng trong năm 2024 chưa tương xứng với sự gia tăng của nợ xấu.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận của ngành ngân hàng có thể tăng trưởng ở mức một chữ số trong năm 2025, chủ yếu do (1) tăng trưởng vừa phải của thu nhập hoạt động và (2) áp lực từ nợ xấu và dự phòng tổn thất tín dụng mỏng. Các ngân hàng nhỏ với cơ chế quản trị rủi ro yếu, nợ xấu cao và dự phòng hạn chế có thể gặp khó khăn trong việc tăng trưởng lợi nhuận.

Rủi ro tiềm ẩn: Điều kiện kinh doanh và tiêu dùng chậm hơn kỳ vọng, nợ xấu tăng không kiểm soát và vỡ nợ trái phiếu doanh nghiệp là các rủi ro tiềm ẩn dẫn đến sự tăng trưởng không như dự báo của ngành.

Nhà ở

Trung lập

► Điểm chính

- Nhu cầu có thể phục hồi ở mức khiêm tốn trong năm 2025F.
- Hoạt động cấp phép âm lên nhưng kết quả phụ thuộc vào tình hình tài chính của các nhà phát triển.
- Định giá ngành có thể đảo chiều tùy thuộc vào tâm lý thị trường.

Mong chờ sự chuyển mình

Luận điểm đầu tư

Thu hẹp cơ hội huy động vốn

Điều kiện không thuận lợi cho người đi vay do sự thay đổi nhân sự của SSC và yêu cầu chặt chẽ hơn theo các quy định pháp lý có hiệu lực từ Tháng 8/2024. Chúng tôi duy trì lập trường thận trọng đối với các kênh huy động vốn, trong đó phát hành trái phiếu có thể vẫn mờ mịt vào năm 2025F sau khi giảm -35.6% n/n trong năm 2024 (VHM chiếm 30% trong năm 2024). Phát hành cổ phiếu ra công chúng và M&A có thể sẽ tạm dừng. Kênh vay ngân hàng có thể trở nên chọn lọc, chỉ tập trung vào những người vay có khả năng thanh toán nợ. NLG, KDH, VHM và PDR là những công ty có thể được hưởng lợi nhiều nhất từ việc thắt chặt các tiêu chí xét duyệt.

Tăng tốc cấp phép nhưng phần thưởng từ năm 2026

Nhiều giải pháp từ các tỉnh/thành phố phụ trách cấp phép để giải phóng nguồn cung đã được thúc đẩy. Kết quả là, nguồn cung toàn quốc sôi động trong năm 2024 ngoại trừ TP.HCM. Chúng tôi tin rằng chỉ là vấn đề thời gian vì các tỉnh Bình Thuận, Đồng Nai và TP.HCM đang hợp tác với các bộ ngành liên quan để tháo gỡ quy hoạch cho các dự án của DIG, NLG và NVL. Tốc độ và quy mô có thể khác nhau tùy thuộc vào loại dự án, và NVL, PDR, DXG cùng một số nhà phát triển thứ cấp khác là những doanh nghiệp có thể hưởng lợi nhiều nhất. Tuy nhiên, kết quả cuối cùng sẽ phụ thuộc vào khả năng tài chính của các nhà phát triển để triển khai các dự án vì việc huy động vốn vẫn còn khó khăn.

Sự phục hồi phân hóa

Đối với thị trường TP.HCM, do nguồn cung hạn chế trong năm 2025, giá bán bình quân có thể tăng 5-15%, mặc dù ở mức độ khác nhau, các đợt ra mắt sản phẩm vẫn mờ mịt và tỷ suất lợi nhuận cho thuê vẫn không cạnh tranh. Ngoài TP.HCM, động lực cung cầu có thể tiếp tục phục hồi ở mức vừa phải sau một năm 2024 bùng nổ nhờ vào các chính sách hỗ trợ lãi suất vay và chương trình trợ giá từ các nhà phát triển.

Tâm lý nhà đầu tư hỗ trợ sự đảo chiều của giá cả

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2025, VHM có thể không còn là cứu tinh cho toàn ngành khi năm 2023-24 là năm bùng nổ. Lỗ vẫn tiếp tục ở một số công ty gặp khó khăn như NVL, FIR và NBB. Chúng tôi kỳ vọng NLG, KDH, PDR, DXG và AGG sẽ có kết quả khả quan hơn so với cùng kỳ năm trước. Việc chuyển nhượng dự án và giao dịch bán số lượng lớn có thể giúp duy trì tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, tăng trưởng lợi nhuận có thể ở mức vừa phải trong năm 2025 và chúng tôi hy vọng tâm lý lạc quan lan tỏa trên thị trường sẽ thúc đẩy sự tăng giá của ngành bất động sản. Do đó, giá thị trường có thể tiếp tục tăng đều đặn. Khuyến nghị đầu tư của chúng tôi là NLG, DXG và PDR.

Dầu khí

Trung lập

► Điểm chính

- Tiêu thụ khí khô nội địa sẽ tiếp tục giảm.
- LNG có thể bùng nổ từ nửa cuối 2025F.
- Thăm dò và khai thác dầu khí có thể gặp thách thức với triển vọng giá dầu kém khả quan.

LNG là điểm sáng

Luận điểm đầu tư

Tiêu thụ khí khô trong nước có thể giảm mạnh trong năm 2025F

Trong 9T24, tổng sản lượng khí khô đạt 4.9 BCM, giảm 11% n/n, chủ yếu do tiêu thụ điện yếu (-16% n/n) khi hệ số công suất điện khí giảm mạnh. Ngược lại, khí khô cho phân bón tăng 7% n/n, trong khi tiêu thụ của khách hàng công nghiệp tăng 1% n/n. Dự báo trong 2025F, tiêu thụ khí khô trong nước có thể giảm 5% n/n xuống còn 5.7 BCM. Chi tiết:

- *Tiêu thụ khí nội địa từ các nhà máy điện có thể giảm 10% n/n xuống còn 3.5 BCM, do các yếu tố: (1) Nguồn cung cấp thủy điện vẫn mạnh đến hết 1H25F, (2) Các hợp đồng BOT của Phú Mỹ 3 và Phú Mỹ 2.2 hết hạn, (3) Khí nội địa bị thay thế do ưu tiên sử dụng điện LNG và (4) Giá khí tăng do tăng sử dụng khí Sao Vàng – Đại Nguyệt.*
- *Tiêu thụ từ phân bón có thể ổn định ở mức 1.1 BCM trong bối cảnh triển vọng kinh tế lạc quan.*
- *Khách hàng công nghiệp: Dự báo phục hồi 8% n/n trong năm 2025F, nhờ vào: (a) Triển vọng kinh tế tốt hơn trong 2025F, (b) Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ của nhóm khách hàng này đã qua thời kỳ khó khăn nhất, với sản lượng khí tăng 6% n/n trong 3Q24, lần đầu tiên sau sáu quý liên tiếp bị tắc nghẽn.*

LNG có thể phát triển mạnh từ 2H25F với GSA Nhơn Trạch 3&4

Theo POW, tiến độ xây dựng Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) đạt 94%, dự kiến sẽ chạy thử nghiệm đến hết 1H25. Vào ngày 4 tháng 10, POW và EVNEPTC đã ký hợp đồng mua bán điện (PPA) cho NT3&4 (Qc chưa xác định). Chúng tôi dự báo Qc sẽ dao động từ 40-70%, và GSA sẽ được hoàn tất trong 1H25F. NT3&4 sẽ bắt đầu chạy thử nghiệm và dự kiến sẽ vận hành thương mại lần lượt vào tháng 6 và tháng 9/2025. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ LNG sẽ đạt 0.7-0.8 BCM trong năm 2025F.

E&P có thể đối mặt với thách thức từ triển vọng ngành dầu mỏ yếu hơn

Giá thuê ngày giàn khoan jack-up tại Đông Nam Á (ĐNÁ) giảm mạnh trong Tháng 8 và tháng 9/2024 xuống còn 110,000 USD và 80,000 USD, sau 9 tháng liên tiếp duy trì trên 135,000 USD. Nguyên nhân là do: (1) Ba hợp đồng mới với giá thuê ngày thấp làm giảm chuẩn khu vực và, (2) Dự trữ giàn khoan đạt đỉnh vào tháng 9/2024, có thể do giá dầu thấp. Dự báo trong năm 2025F, hoạt động E&P tại ĐNÁ sẽ duy trì sôi động nhờ vào sự đầu tư mạnh mẽ từ các quốc gia trong khu vực. Tuy nhiên, triển vọng giá dầu yếu hơn (theo dự báo đồng thuận của Bloomberg, giá dầu Brent năm 2025F sẽ là 71.2 USD/thùng, giảm 11% n/n) có thể gây áp lực lên giá dịch vụ thượng nguồn. Ngoài ra, có rủi ro

rằng các giàn khoan từ các khu vực trọng điểm (ví dụ: Trung Đông) có thể được chuyển đi nếu các nhà sản xuất dầu lớn ngừng hoạt động khai thác, điều này sẽ làm tăng sự cạnh tranh ở các khu vực khác như ĐNÁ. SP Global cũng dự báo dư thừa giàn khoan jack-up tại ĐNÁ sẽ duy trì cao đến tháng 8/2025, trước khi hạ nhiệt, điều này có thể làm giảm giá thuê ngày trong 2025F. Tuy vậy, chúng tôi tin rằng PVD có thể giảm thiểu tác động tiêu cực vì công ty chủ yếu tham gia các hợp đồng dài hạn với giá thuê ngày cố định và đã chốt lịch trình dày đặc trong suốt năm 2025F.

■ Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

VIET NAM

JAE HEUNG LEE, Business Director (jhlee@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1466)
UYEN LAM, Head of Institutional Brokerage (uyen.lh@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1444)
KIS Vietnam Securities Corporation
3rd floor, 180-192 Nguyen Cong Tru, Nguyen Thai Binh Ward, District 1, Ho Chi Minh City.
Fax: 8428 3821-6898

SOUTH KOREA

YEONG KEUN JOO, Managing Director, Head of International Business Division (ykjoo@truefriend.com, +822 3276 5157)
PAUL CHUNG, Sales Trading (pchung@truefriend.com +822 3276 5843)
27-1 Yoido-dong, Youngdeungpo-ku, Seoul 150-745, Korea
Toll free: US 1 866 258 2552 HK 800 964 464 SG 800 8211 320
Fax: 822 3276 5681~3
Telex: K2296

NEW YORK

DONG KIM, Managing Director (dkim@kisamerica.com +1 212 314 0681)
HOON SULL, Head of Sales (hoonsull@kisamerica.com +1 212 314 0686)
Korea Investment & Securities America, Inc.
1350 Avenue of the Americas, Suite 1110
New York, NY 10019
Fax: 1 212 314 0699

HONG KONG

DAN SONG, Managing Director, Head of HK Sales (dan.song@kisasiasia.com +852 2530 8914)
GREGORY KIM, Sales (greg.kim@kisasiasia.com, +822 2530 8915)
Korea Investment & Securities Asia, Ltd.
Suite 2220, Jardine House
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Fax: 852-2530-1516

SINGAPORE

ALEX JUN, Managing Director, Head of Singapore Sales (alex@kisasiasia.com.sg +65 6501 5602)
CHARLES AN, Sales (alex.jun@kisasiasia.com.sg +65 6501 5601)
Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd
1 Raffles Place, #43-04, One Raffles Place
Singapore 048616
Fax: 65 6501 5617

LONDON

Min Suk Key, Managing Director (peterkey@kiseurope.com +44 207 065 2766)
Korea Investment & Securities Europe, Ltd.
2nd Floor, 35-39 Moorgate
London EC2R 6AR
Fax: 44-207-236-4811

This report has been prepared by KIS Vietnam Securities Corp. and is provided for information purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. While all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, we make no representation as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and the company accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. This report is not intended for the use of private investors.