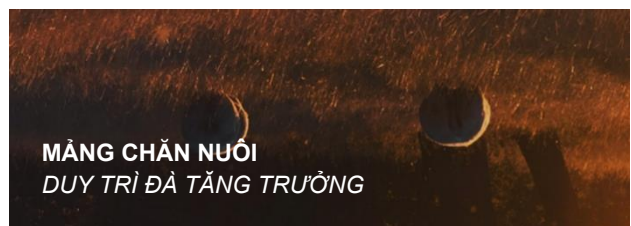
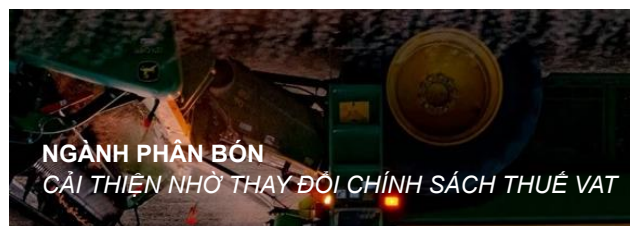
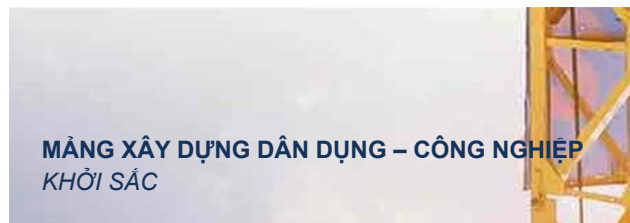
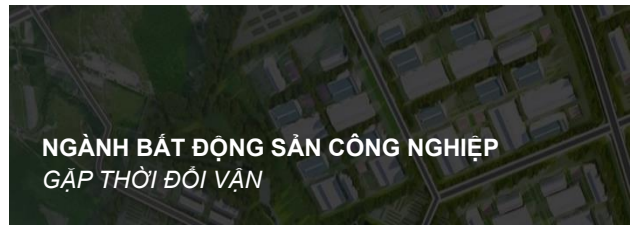




BÁO CÁO CẬP NHẬT NGÀNH 2025

NGÀNH BĐS CÔNG NGHIỆP
NGÀNH XÂY DỰNG
NGÀNH XI MĂNG
NGÀNH ĐIỆN
NGÀNH DẦU KHÍ
NGÀNH PHÂN BÓN

MỤC LỤC



▶ NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN CÔNG NGHIỆP

Gặp thời đổi vận

Kỳ vọng giá trị cho thuê tăng trưởng kể từ Q2/2025 dựa vào:

- **Nguồn cung mới gia nhập ngành tăng mạnh kể từ Q2/2025:** Năm 2025, diện tích hấp thụ ròng được dự báo cải thiện nhờ khoảng 1.120 ha đất công nghiệp gia nhập thị trường cấp 1. Diện tích đất công nghiệp gia nhập thị trường trong năm 2025 nhờ (1) diện tích được chấp thuận chủ trương đầu tư lớn từ năm 2021 đến nay; và (2) môi trường pháp lý ổn định hơn
 - **Vốn đầu tư nước ngoài tăng trưởng kể từ năm 2024 và Q1/2025 kỳ vọng sẽ phản ánh vào kết quả kinh doanh từ Q2/2025:** FDI tăng mạnh từ 2024, với nhiều hợp đồng thuê lớn, và tiếp tục tăng từ Q1/2025 đến từ dự báo xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng sẽ diễn ra mạnh mẽ sau khi ông Trump tái đắc cử. Điều này sẽ cải thiện diện tích ghi nhận doanh thu từ Q2/2025, khi thời gian từ khi ký kết thuê đất đến khi ghi nhận doanh thu thường kéo dài 3-9 tháng.
- **KHUYẾN NGHỊ:** Lợi nhuận sau thuế dự kiến tăng trưởng 7%YoY trong năm 2025, nhưng định giá P/E đã ở mức cao. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI - CHỜ MUA** đối với ngành **Bất động sản công nghiệp** khi chỉ tiêu định giá của ngành được điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn.

I. Triển vọng năm 2025 – kỳ vọng tăng trưởng trong làn sóng dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu thời kỳ Trump 2.0

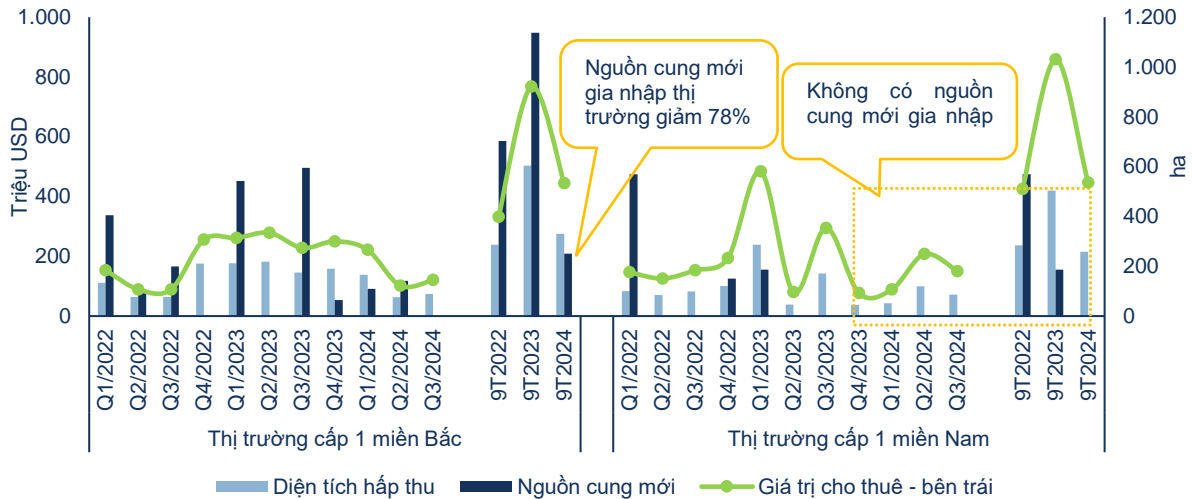
Giá trị cho thuê kỳ vọng cải thiện nhờ diện tích hấp thụ ròng và giá thuê sẽ tăng trưởng lần lượt 3% YoY và 5,5% YoY. Nguồn cung mới gia nhập và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài dự báo duy trì tăng trưởng sẽ là động lực chính cho sự cải thiện này.

1. Dự báo nguồn cung mới sẽ bắt đầu gia nhập thị trường nhờ môi trường pháp lý ổn định hơn

9T2024, giá trị cho thuê tại thị trường cấp 1 giảm ở cả hai miền, chủ yếu do diện tích mới gia nhập thị trường ở mức hạn chế. 9T2024, giá trị cho thuê của miền Bắc và miền Nam lần lượt đạt 445 triệu USD, giảm 42% YoY và 446 triệu USD, giảm 48% YoY. Trong giai đoạn từ năm 2022 đến nay diện tích chưa cho thuê còn lại của các khu công nghiệp đã đi vào hoạt động tại các thị trường cấp 1¹ phần lớn là các diện tích chưa hoàn thiện hạ tầng. Do đó, thị trường có diện tích cho thuê mới gia nhập sẽ ghi nhận diện tích hấp thụ tích cực. Tại miền Bắc, 9T2024 nguồn cung mới gia nhập thị trường giảm 78% YoY. Trong khi đó, tại miền Nam đã không ghi nhận nguồn cung mới kể từ Q2/2023. Diện tích mới gia nhập ngành hạn chế kể từ quý 4 năm 2023 đến nay tại cả hai thị trường chủ yếu do các vướng mắc liên quan đến định giá đất và sự đồng bộ trong hệ thống quy hoạch.

¹ Thị trường cấp 1 miền Bắc bao gồm các tỉnh: Hà Nội, Hải Phòng, Hưng Yên, Bắc Ninh, Thái Bình
Thị trường cấp 1 miền Nam bao gồm các tỉnh: TP. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Long An, Đồng Nai, Bà Rịa – Vũng Tàu

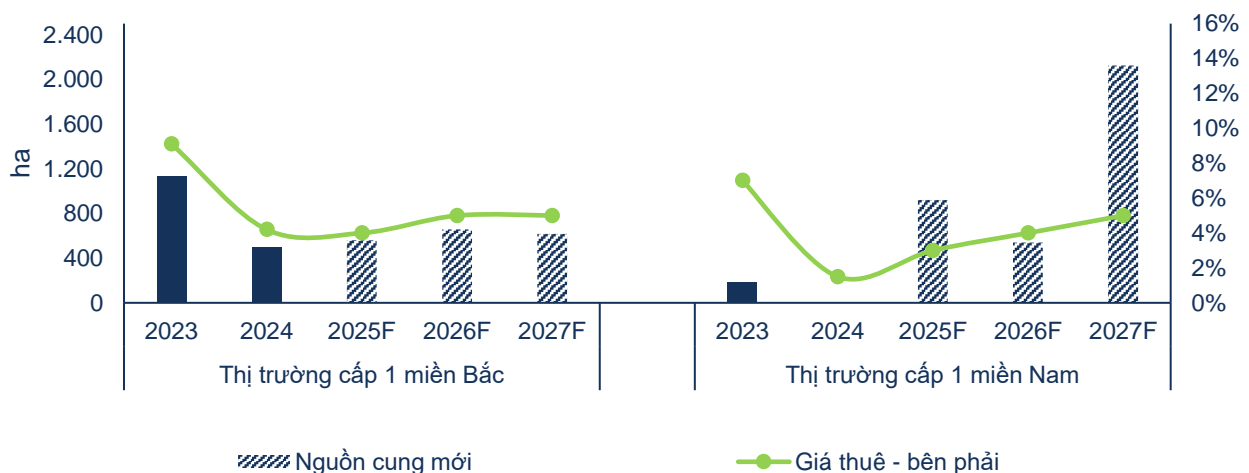
Giá trị cho thuê đất công nghiệp giảm do nguồn cung mới gia nhập thị trường hạn chế



Nguồn: CBRE, FPT S Research

Cả hai thị trường cấp 1 dự kiến đều có nguồn cung mới gia nhập trong năm 2025 nhờ môi trường pháp lý dần ổn định. Nguồn cung mới gia nhập thị trường tại miền Bắc ~560 ha tại miền Bắc, trong khi đó tại miền Nam dự kiến có khoảng 920 ha diện tích đất công nghiệp gia nhập thị trường cấp 1, theo CBRE.

Dự báo nguồn cung mới gia nhập thị trường và giá thuê đất



Nguồn: CBRE

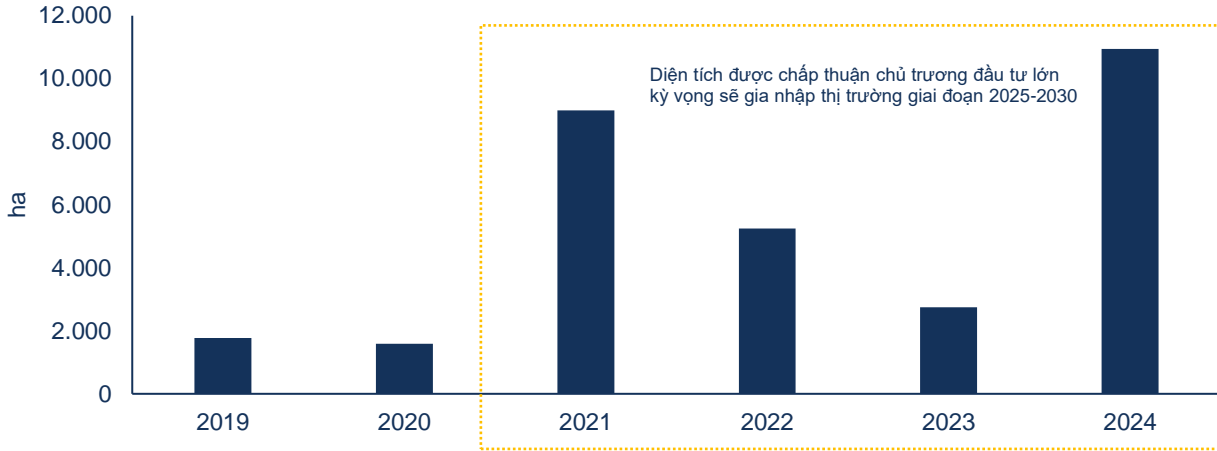
Các vướng mắc pháp lý về đất đai dần được tháo gỡ trong năm 2024 được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi để nguồn cung mới gia nhập.

Năm 2025, kỳ vọng môi trường pháp lý dần ổn định hơn khi hàng loạt các văn bản pháp luật về đất đai được ban hành trong năm 2024 dần “thấm thấu” vào thực tế. Trong năm 2024, một số văn bản pháp luật đáng chú ý kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhanh quá trình thực hiện thủ tục pháp lý của dự án Bất động sản như:

- (1) Nghị định 12/2024/NĐ/CP, Luật Đất đai, Luật Kinh doanh Bất động sản, Nghị định 103/2024, ... Chúng tôi cho rằng trong năm 2025 khi các địa phương ban hành các văn bản hướng dẫn cụ thể sẽ giúp tiến độ thực hiện pháp lý dự án đặc biệt là việc giải phóng mặt bằng và định giá đất được diễn ra nhanh hơn.
- (2) Diện tích mới gia nhập thị trường kỳ vọng sẽ được thúc đẩy khi diện tích được chấp thuận chủ trương đầu tư tăng mạnh kể từ năm 2021 – 2024. Đặc biệt, năm 2024 đến nay, số lượng và diện tích đất công nghiệp được chấp thuận chủ trương đầu tư tăng cao đạt ~10.900 ha. Điều này đến từ việc các tỉnh thành đã được phê duyệt quy hoạch sử dụng đất giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn 2050. Đây là cơ sở để các dự án được chấp thuận chủ trương đầu tư. Thông thường thời gian để hoàn thiện pháp lý để đưa dự án vào xây dựng cơ sở hạ tầng và cho thuê sẽ mất khoảng từ

3-10 năm. Lũy kế từ năm 2021 đến nay tổng diện tích mới được chấp thuận chủ trương đầu tư đạt khoảng 28.000 ha. Dự báo, lượng lớn diện tích na sẽ gia nhập thị trường trong giai đoạn tới.

Tổng diện tích được chấp thuận chủ trương đầu tư



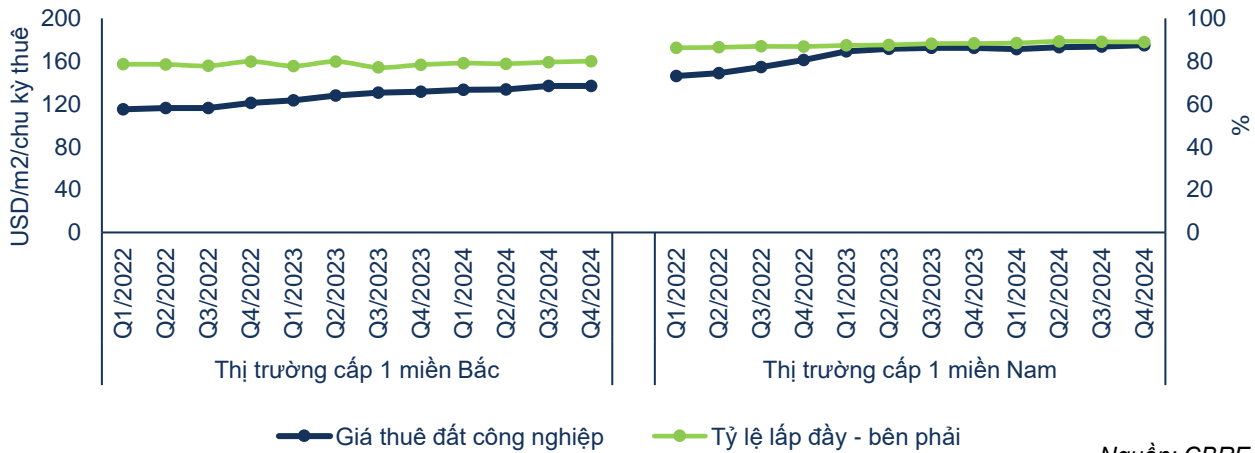
Nguồn: Chinhphu.vn, FPTs research

2. Dự báo nhu cầu thuê đất công nghiệp 2025 duy trì tăng trưởng

2.1. Nhu cầu thuê đất năm 2024 vẫn hiện hữu tại thị trường trọng điểm nhưng bắt đầu có xu hướng chuyển dịch giữa các thị trường

Nhu cầu thuê đất vẫn hiện hữu tại các thị trường trọng điểm thể hiện qua: Tỷ lệ lấp đầy và giá thuê đất vẫn duy trì tăng trưởng. Cụ thể, tại thị trường cấp 1 miền Bắc và miền Nam so với cuối năm 2023 (a) tỷ lệ lấp đầy lần lượt đạt 80%, tăng 1,2 đọt và 89%, tăng 0,8 đọt; (b) giá thuê đất lần lượt đạt 137 USD/m²/chu kỳ thuê, tăng 4% và 175 USD/m²/chu kỳ thuê tăng 2%. Điều này cho thấy nhu cầu thuê đất công nghiệp vẫn duy trì ở mức cao. Giá trị cho thuê đất công nghiệp giảm chủ yếu do diện tích trống cho thuê hạn chế, khi tỷ lệ lấp đầy đã ở mức cao và nguồn cung mới gia nhập thị trường ở mức thấp.

Tỷ lệ lấp đầy và giá thuê đất vẫn ở mức cao và duy trì tăng trưởng

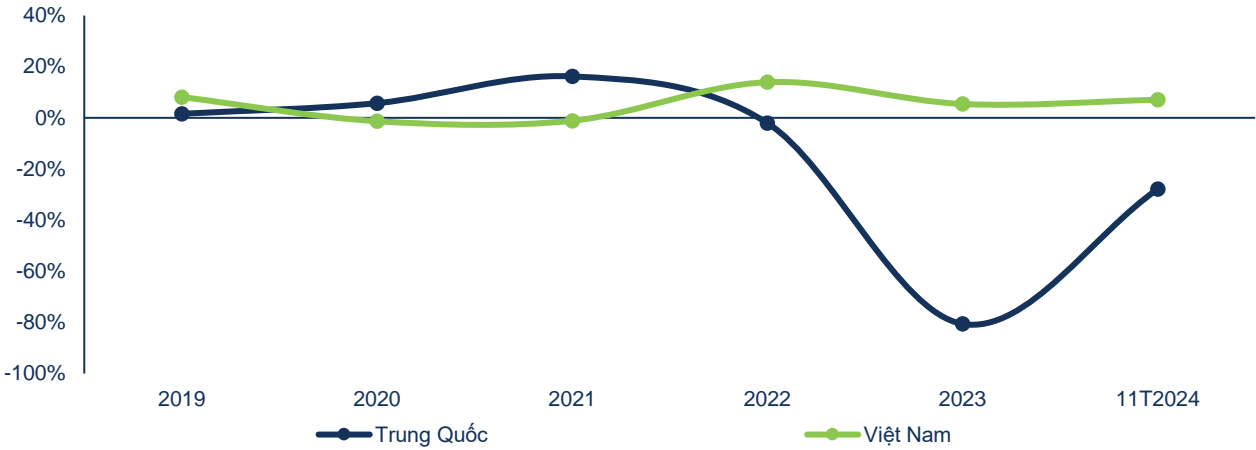


Nguồn: CBRE

Nhu cầu thuê đất vẫn duy trì tăng trưởng nhưng có xu hướng phân hóa tại các thị trường. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện vẫn ghi nhận tăng trưởng kể từ sau đại dịch nhờ hưởng lợi từ làn sóng “Trung Quốc +1”. Chiến lược này đem lại cơ hội lớn cho Việt Nam trong thu hút vốn đầu tư nước ngoài nhờ (1) vị trí địa lý gần Trung Quốc, (2) chi phí lao động cạnh tranh và (3) tham gia sâu rộng vào các hiệp định thương mại tự do.

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài của Việt Nam cải thiện nhờ làn sóng “Trung Quốc +1”

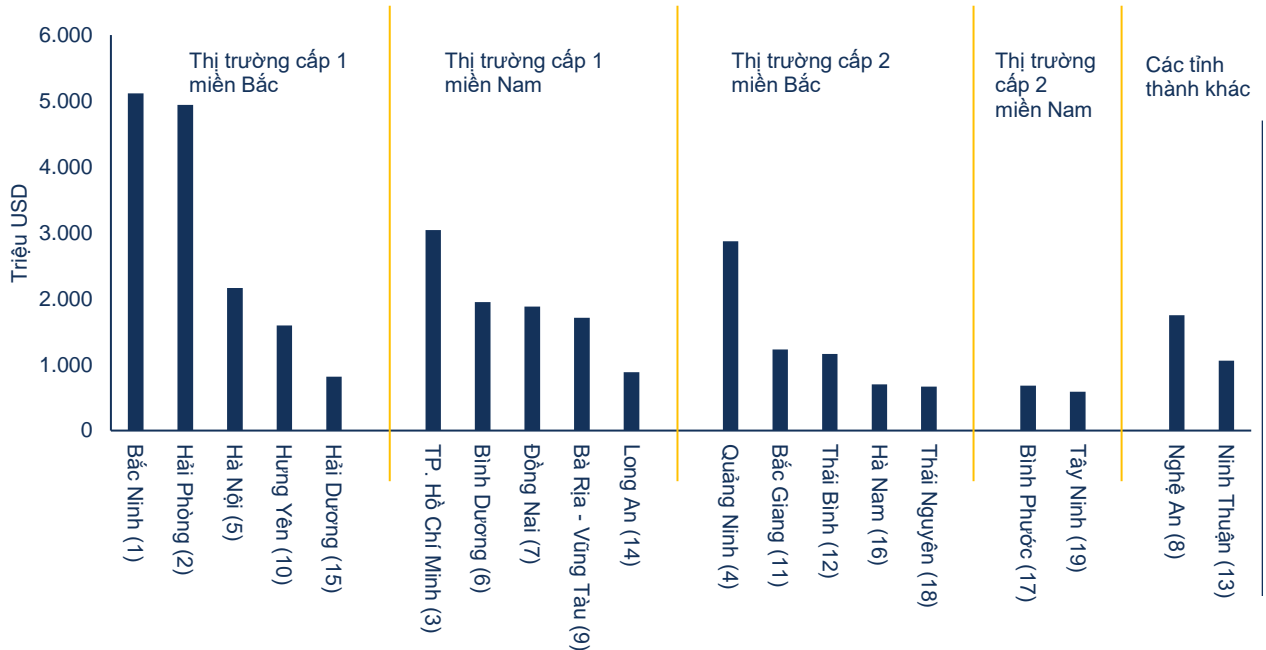
Tăng trưởng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện



Nguồn: GSO, NDRC

Nhu cầu thuê đất lan tỏa tới các thị trường cấp 2 và các tỉnh thành lân cận. Điều này đến từ nguồn cung đất công nghiệp tại thị trường cấp 1 hạn chế và mức giá thuê đất đang cao nhất cả nước. Trong khi các nhà đầu tư nước ngoài đến Việt Nam xây dựng nhà máy thì phải xây dựng trong các cụm, khu công nghiệp. Vốn đầu tư hiện nay không chỉ tập trung tại các thị trường cấp 1 và cấp 2 hai miền mà bắt đầu tập trung tại các thị trường thứ cấp khác như Nghệ An, Thanh Hóa, Ninh Thuận. Lợi thế trong thu hút đầu tư của các địa phương này đến từ việc hạ tầng đang ngày càng hoàn thiện, diện tích đất công nghiệp lớn với giá thuê hấp dẫn. Giá thuê tại các thị trường này giao động trong khoảng 60-90 USD/m²/chu kỳ thuê, bằng 50% so giá thuê tại các thị trường cấp 1.

Top các tỉnh thành có tổng vốn FDI đăng ký cấp mới, vốn tăng thêm và vốn góp cao nhất cả nước



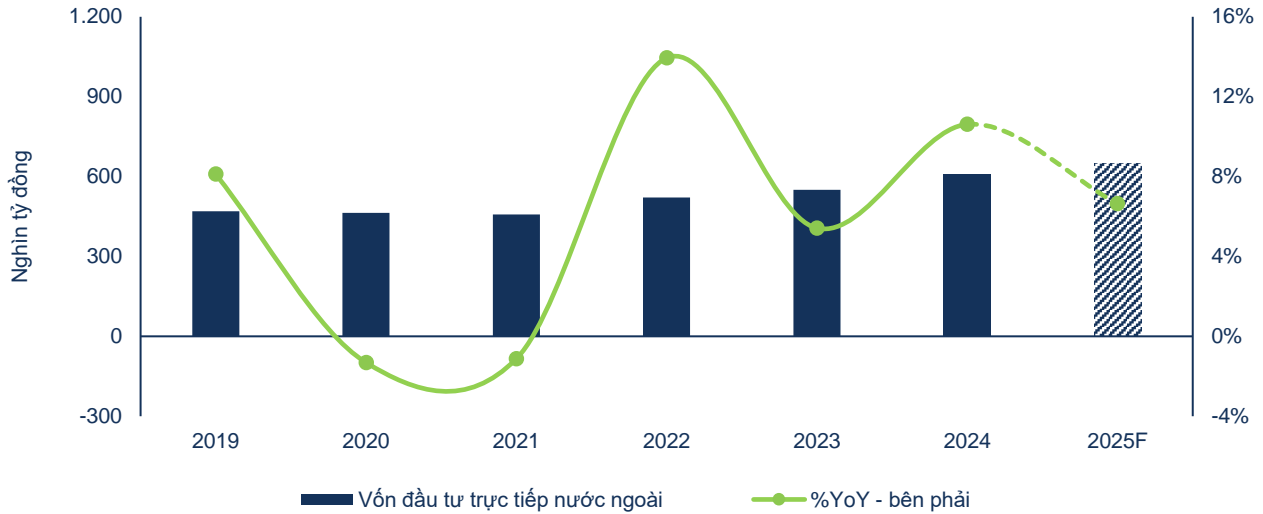
Nguồn: MPI

2.2. Nhu cầu thuê đất năm 2025 dự báo sẽ duy trì tăng trưởng nhờ bối cảnh vĩ mô và những lợi thế sẵn có của Việt Nam

Nhu cầu thuê đất tại Việt Nam dự báo duy trì tăng trưởng ổn định, dự báo này đến từ dự báo vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài của Việt Nam năm 2025F sẽ tăng 6,6%YoY. Kỳ vọng này dựa vào Trump 2.0 sẽ một lần nữa thúc đẩy mạnh mẽ làn sóng “Trung Quốc +1” và Việt Nam tiếp tục được hưởng lợi từ làn sóng này. Chúng tôi cho rằng mối lo ngại về việc Mỹ sẽ nâng mức thuế đối với hàng hóa nhập khẩu

từ Trung Quốc sau khi ông Trump giữ chức tổng thống sẽ khiến các tập đoàn kinh tế dịch chuyển nhà máy sản xuất của mình để phân tán rủi ro.

Dự báo vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài duy trì tăng trưởng trong năm 2025F



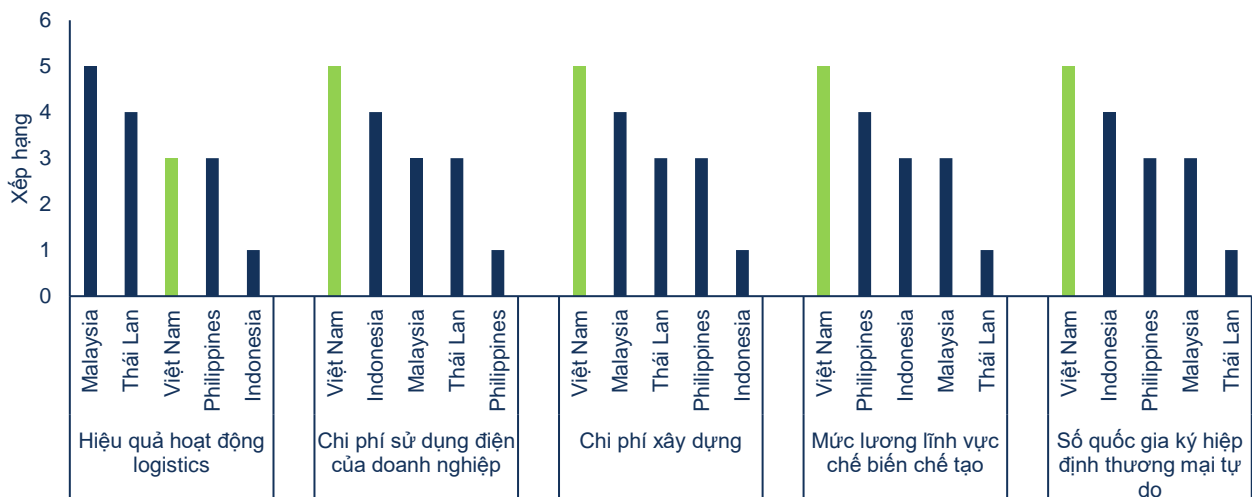
Nguồn: GSO, FPTs Research

Việt Nam được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ sự dịch chuyển này nhờ vị trí địa lý gần Trung Quốc và các lợi thế về:

- (1) Chi phí của Việt Nam vẫn ở mức tương đối cạnh tranh so với các đối thủ. Các chi phí sử dụng điện, xây dựng và mức lương nhân công lĩnh vực chế biến chế tạo của Việt Nam đang duy trì ở mức tương đối thấp so với các nước cạnh tranh FDI trong khu vực.
- (2) Việt Nam ký kết nhiều hiệp định thương mại tạo lợi thế trong việc tham gia sâu rộng vào chuỗi cung ứng toàn cầu. Hiện tại Việt Nam đang tham gia 15 hiệp định thương mại, ký kết với 55 quốc gia. Việc tham gia vào nhiều hiệp định thương mại với nhiều quốc gia sẽ giúp thu hút các nhà đầu tư nước ngoài khi thuế xuất nhập khẩu hàng hóa của Việt Nam với các quốc gia sẽ được duy trì ở mức thấp.

Việt Nam có lợi thế hơn trong việc thu hút vốn đầu tư nước ngoài so với các đối thủ cạnh tranh

Đánh giá các yếu tố thu hút vốn đầu tư nước ngoài của các quốc gia cạnh tranh

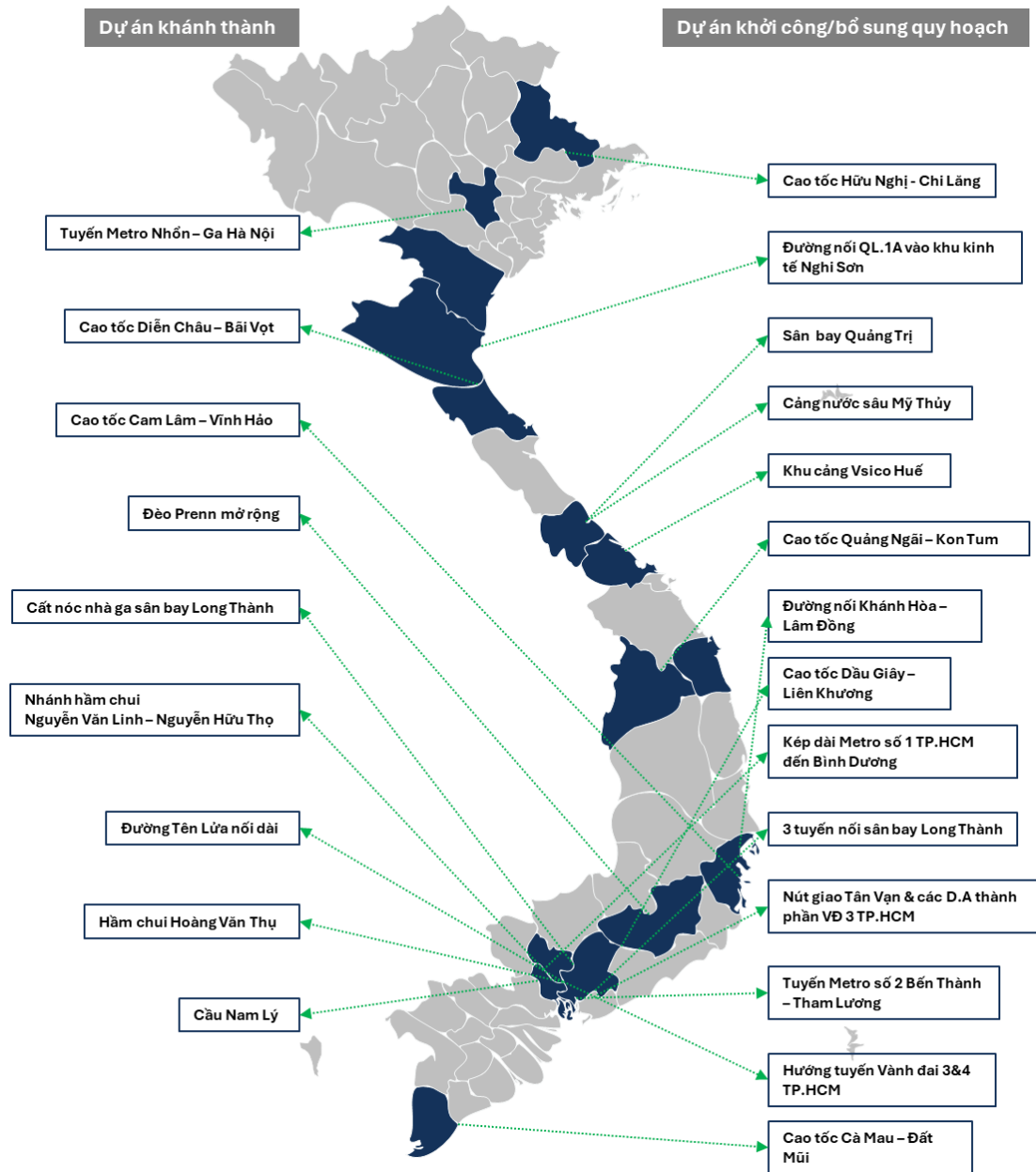


*Các quốc gia có lợi thế hơn sẽ được xếp hạng cao hơn

Nguồn: World Bank, EVN, VPBank, Savills, FPTs Research

Việt Nam đang đẩy mạnh phát triển cơ sở hạ tầng để cải thiện hiệu quả logistics. Bên cạnh việc nỗ lực tăng số km đường cao tốc lên 5.000 km (gấp đôi so với hiện tại) đến năm 2050, Chính phủ đang có kế hoạch xây dựng thêm các sân bay và cảng biển để cải thiện việc vận chuyển hàng hóa.

Các dự án cơ sở hạ tầng khánh thành, khởi công và bổ sung vào quy hoạch năm 2024



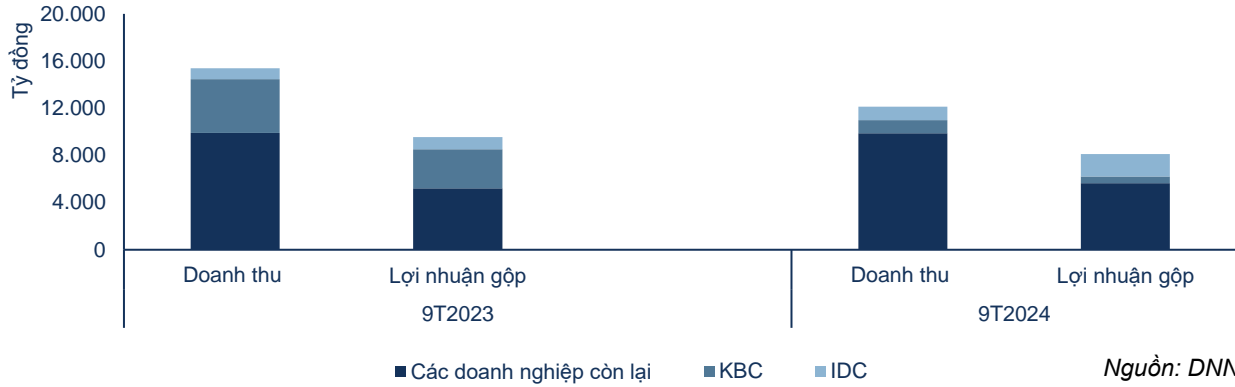
Nguồn: DAXS, FPT S Research

Trong bối cảnh vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng trưởng trong năm 2025, chúng tôi cho rằng nhu cầu thuê đất tại cả hai thị trường cấp 1 sẽ cải thiện nhờ nguồn cung mới được dự báo tăng trưởng tại cả hai thị trường. Trong năm 2024, diện tích hấp thụ và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tại thị trường cấp 1 miền Nam giảm chủ yếu do nguồn cung đất hạn chế. Khi nguồn cung của thị trường này được bổ sung nhu cầu thuê đất sẽ trở lại thị trường này nhờ lợi thế về logistics đáp ứng cho việc vận chuyển hàng hóa đứng đầu cả nước (có sân bay và cảng biển quốc tế).

3. Lợi nhuận sau thuế dự báo hồi phục (+7% yoy) năm 2025

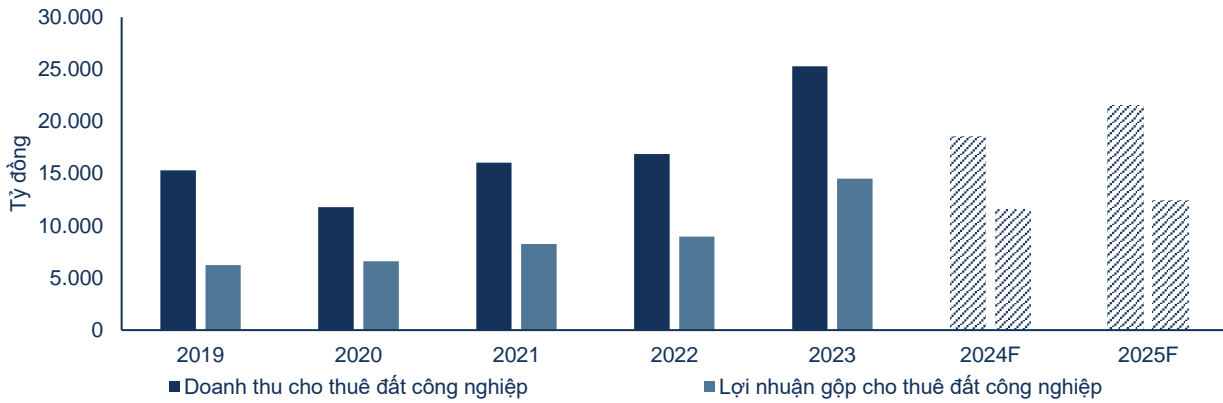
Trong 9T2024, doanh thu và lợi nhuận gộp hoạt động cho thuê hạ tầng khu công nghiệp của các doanh nghiệp niêm yết đi lùi (-25%YoY và -15%YoY) chủ yếu bị ảnh hưởng bởi KBC. Doanh thu và lợi nhuận gộp của KBC giảm chủ yếu đến từ việc diện tích ghi nhận doanh thu 9T2024 thấp hơn so với cùng kỳ. 9T2024 diện tích ghi nhận doanh thu của KBC đạt 29,7 ha (thấp hơn 77% so với cùng kỳ). Doanh thu của nhóm doanh nghiệp niêm yết giảm 25% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ giảm 15%. Điều này là nhờ diện tích ghi nhận doanh thu của IDC đối với khu công nghiệp Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng, đây là hai khu công nghiệp có biên lợi nhuận ở mức tương đối cao ~77-85% (doanh thu IDC chiếm 27% doanh thu cả ngành, 9T2024).

Doanh thu và lợi nhuận gộp hoạt động cho thuê hạ tầng công nghiệp các DNNY



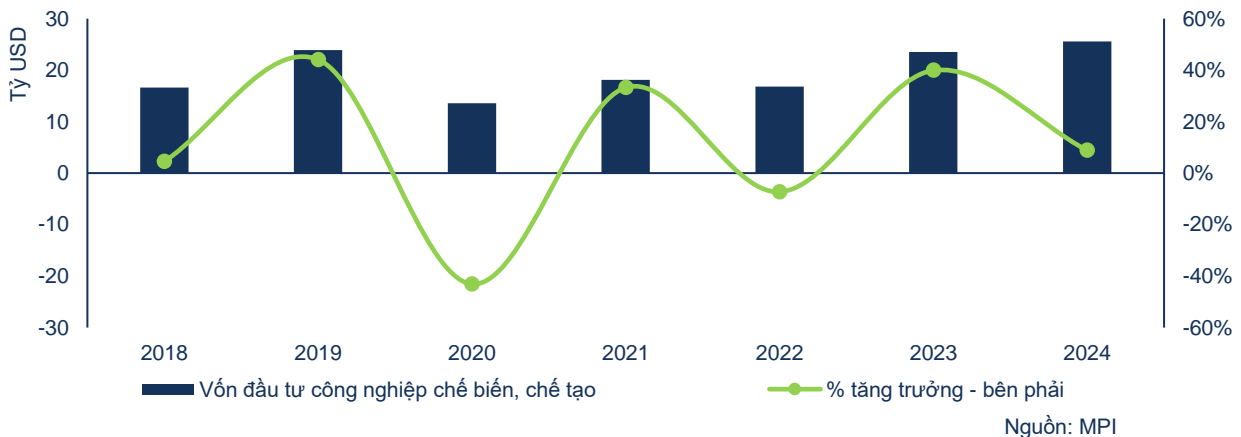
Năm 2025, doanh thu và lợi nhuận gộp hoạt động cho thuê đất công nghiệp của các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng tăng trưởng lần lượt 15%YoY và 7%YoY, đến từ diện tích cho thuê và giá thuê kỳ vọng cải thiện lần lượt 10%YoY và 5,5%YoY nhờ (1) trong năm 2025 mở rộng diện tích đất cho thuê (dự án Tân Phước 1, Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2); (2) triển vọng tăng giá thuê sẽ tương đương với toàn ngành.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp hoạt động cho thuê đất công nghiệp các DNNY hồi phục 2025



Thêm nữa, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng cao trong năm 2024 và năm 2025 sẽ là đòn bẩy giúp cải thiện diện tích ghi nhận doanh thu trong năm 2025. Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài năm 2024 vào lĩnh vực chế biến chế tạo tăng 9% YoY đạt mức cao nhất kể từ 2018 đến nay. Trong đó, ~85% vốn đầu tư và ~53% số dự án này thuê đất khu công nghiệp để phát triển dự án. Chúng tôi cho rằng với (1) hoạt động cho thuê thuận lợi, trong năm 2024 diễn ra nhiều giao dịch lớn (Bảng 1) và (2) vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tăng 6,6% YoY năm 2025 sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu năm 2025 cho các doanh nghiệp. Điều này là do hầu hết các dự án ký hợp đồng ghi nhớ sẽ mất khoảng trên 3 đến 9 tháng mới ghi nhận được doanh thu.

Tổng vốn đăng ký cấp mới lĩnh vực chế biến, chế tạo đạt mức cao nhất trong 7 năm qua



Một số dự án nổi bật trong năm 2024

STT	Công ty	Ngành	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	KCN	Tỉnh
1	Hyosung	Dược phẩm, y học, hóa chất	730	Phú Mỹ 2	BR-VT
2	BOE	Điện tử	277	Phú Mỹ 3	BR-VT
3	Tripod Corp	Điện tử	250	Châu Đức	BR-VT
4	Tosoh Corp	Sản phẩm hóa học	176	Phú Mỹ 3	BR-VT
5	Innovation Tech PTE.LTD	Sản phẩm kim loại	120	VSIP III	Bình Dương
6	Trina Solar Cell	Điện mặt trời	454	Yên Bình	Thái Nguyên
7	Foxconn	Điện tử	383	Nam Sơn – Hạp Lĩnh	Bắc Ninh
8	Foxconn	Điện tử	287	Bắc Tiên Phong	Quảng Ninh
9	Goertek	Điện tử	280	Nam Sơn – Hạp Lĩnh	Bắc Ninh
10	Gokin Solar	Điện mặt trời	275	Texhong Hai Ha	Quảng Ninh

Nguồn: MPI, Savills, FPT Research

Chúng tôi dự kiến điểm rơi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ bắt đầu vào Q2/2025 với tăng trưởng nguồn cung mới gia nhập ngành và vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài bắt đầu từ Q2/2025. Nhận định trên dựa vào:

- (1) Dự kiến diện tích mới gia nhập thị trường sẽ tăng trưởng kể từ cuối Q2/2025 và đầu Q3/2025, do các khu công nghiệp cần thời gian để hoàn thành pháp lý. Một số dự án của các doanh nghiệp niêm yết đã đến những bước hoàn thiện pháp lý cuối cùng như KCN Nam Tân Uyên mở rộng giai đoạn 2 (NTC) KCN Tân Phước 1 (IDC),... Tuy nhiên theo quan sát của chúng tôi những bước này có thường kéo dài từ 6 đến 9 tháng.
- (2) Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài sẽ tăng trưởng từ năm 2024 và sẽ tăng mạnh bắt đầu kể từ Q1/2025. Các tổ chức môi giới bất động sản của Việt Nam hiện đã ghi nhận sự quan tâm mạnh mẽ từ các tổ chức nước ngoài tới Việt Nam thuê đất khu công nghiệp. Tuy nhiên, các vòng đàm phán để tiến đến việc thuê đất có thể kéo dài từ 3 đến 6 tháng. Thời gian để doanh nghiệp có thể ghi nhận doanh thu kể từ khi ký hợp đồng sẽ kéo dài khoảng từ 3 đến 9 tháng. Do đó, chúng tôi cho rằng điểm rơi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ vào Q2/2025.

II. Định giá và khuyến nghị đầu tư ngành Bất động sản công nghiệp năm 2025

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** ngành Bất động sản công nghiệp trong năm 2025 khi (1) kết quả kinh doanh kỳ vọng hồi phục nhưng (2) mức định giá đã phản ánh triển vọng.

- Triển vọng kết quả kinh doanh: Chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh hồi phục về doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 66.323 tỷ đồng, tăng 15% YoY và 11.922 tỷ đồng, tăng 7% YoY. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp BĐS công nghiệp hồi phục chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê hạ tầng khu công nghiệp (chiếm 34% doanh thu và 64% lợi nhuận gộp các DNNY trong ngành). Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này sẽ đạt 18.586 tỷ đồng, tăng 15%, lợi nhuận gộp tăng thấp hơn chỉ khoảng ~7% do diện tích ghi nhận doanh thu từ hai khu công nghiệp Phú Mỹ II và Phú Mỹ II mở rộng dự kiến sẽ thấp hơn năm 2024.

- P/E forward trong năm 2025 của các doanh nghiệp niêm yết ngành Bất động sản công nghiệp sẽ đạt 15,94x gần với mức P/E trung bình ngành (15,67x).

Dự báo P/E ngành Bất động sản công nghiệp



Nguồn: FPT S Research

NGÀNH XÂY DỰNG: MẢNG CƠ SỞ HẠ TẦNG

Gặt hái

Năm 2025 được đánh giá khả quan cho nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng nhờ (1) tiếp tục triển khai các hợp đồng ký từ 2022-2023, (2) khởi công gói thầu mới khi kế hoạch vốn đầu tư công tăng 18% YoY, đạt 790.000 tỷ đồng, và (3) điểm rơi doanh thu của nhiều dự án lớn vào Q4/2025, thường chiếm ~40-50% giải ngân cả năm. Việc sửa đổi Luật Đầu tư công (có hiệu lực 1/1/2025) kỳ vọng đẩy nhanh tiến độ dự án, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Với P/E forward 2025 ở mức 17,0x, cao hơn trung bình 10 năm (16), chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** với thời điểm mua kỳ vọng trước Q4/2025 – trước khi các yếu tố tích cực từ giải ngân và KQKD được phản ánh, nhằm mang lại hiệu quả đầu tư vào giai đoạn cuối năm.

I. Triển vọng 2025: Duy trì trạng thái tích cực

Chúng tôi đánh giá nguồn công việc của nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng trong năm 2025 duy trì khả quan nhờ (1) tiếp tục thực hiện các hợp đồng ký kết từ giai đoạn 2022 – 2023 và (2) khởi công các gói thầu mới trong năm 2025, trong bối cảnh kế hoạch vốn đầu tư công 2025 tăng 18% YoY, đạt 790.000 tỷ đồng. Bên cạnh đó, tốc độ giải ngân vốn đầu tư công cho việc thanh toán nợ đọng và khởi công các dự án mới được kỳ vọng đẩy mạnh, khi 2025 là năm tổng kết (1) giai đoạn đầu tư công trung hạn 2021-2025 và (2) mục tiêu hoàn thành 3.000 km cao tốc trên cả nước (đã đạt 2.000 km tính đến T11/2024).

Về các gói thầu đang thực hiện, chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp tích cực vào doanh thu do 2025 là thời điểm dự kiến hoàn thành nhiều dự án. Với đặc thù các dự án hạ tầng có thời gian xây dựng trung bình khoảng 3 năm, năm đầu chủ yếu dành cho công tác chuẩn bị như giải phóng toàn bộ mặt bằng và thi công kết cấu dưới nền sản lượng ghi nhận không lớn. Phần lớn sản lượng thường được ghi nhận trong 2 năm sau khi dự án chuyển sang giai đoạn thi công kết cấu phần trên và hoàn thiện, tạo động lực tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ cho các doanh nghiệp xây dựng trong các năm cuối của chu kỳ đầu tư. Nhờ vậy, KQKD 9T2024 ghi nhận khả quan: Doanh thu và lợi nhuận gộp 9T2024 mảng xây dựng của nhóm doanh nghiệp xây dựng hạ tầng đạt lần lượt 38.143 tỷ đồng (+20% YoY) và 2.813 tỷ đồng (+40% YoY),

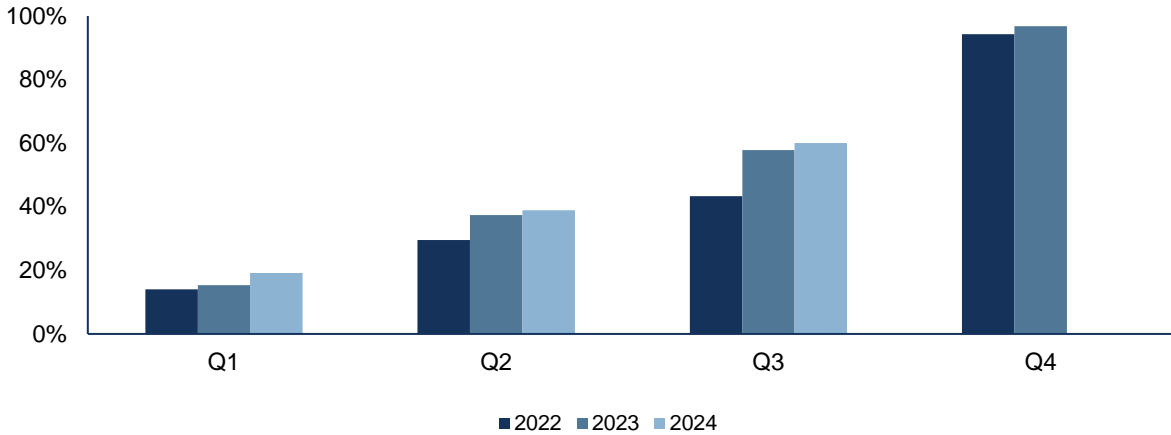
Cập nhật tiến độ một số dự án quan trọng quốc gia

Tên dự án	Ngày hoàn thành	Tổng mức đầu tư	Tiến độ	Trạng thái
Cao tốc Bắc - Nam	2025	147,000	60%	Chậm tiến độ
Bãi Vọt - Hàm Nghi	30/4/2025	7,403	50%	Đúng tiến độ
Hàm Nghi - Vũng Áng	30/4/2025	9,722	45%	Đúng tiến độ
Vũng Áng - Bùng	30/4/2025	11,654	55%	Đúng tiến độ
Bùng - Vạn Ninh	30/4/2025	13,338	49%	Chậm tiến độ
Vạn Ninh - Cam Lộ	30/4/2025	10,355	50%	Đúng tiến độ
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	30/9/2025	20,898	40%	Chậm tiến độ
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	30/9/2025	12,340	35%	Chậm tiến độ
Quy Nhơn - Chí Thạnh	30/9/2025	14,343	30%	Chậm tiến độ
Chí Thạnh - Vân Phong	30/9/2025	10,343	26%	Chậm tiến độ
Vân Phong - Nha Trang	30/9/2025	12,906	30%	Chậm tiến độ
Cần Thơ - Hậu Giang	30/9/2025	9,845	35%	Chậm tiến độ
Hậu Giang - Cà Mau	30/9/2025	18,230	30%	Chậm tiến độ
Gói thầu 5.10 sân bay Long Thành	31/8/2026	35,000	30%	Đúng tiến độ
Đường vành đai 4 - Vùng Thủ đô	2027	86,000	20%	Đúng tiến độ
Đường vành đai 3 TP.HCM	2026	75,000	17%	Đúng tiến độ
Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	2025	18,000	43%	Đúng tiến độ
Cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột	2026	22,000	30%	Đúng tiến độ
Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	2026	45,000	25%	Đúng tiến độ

Nguồn: FPTIS tổng hợp

Cụ thể hơn, chúng tôi cho rằng Q4/2025 là điểm rơi doanh thu và lợi nhuận trong năm tới khi việc nghiệm thu và giải ngân các dự án thường được đẩy mạnh vào quý cuối năm. Trong giai đoạn 2022 – 2023, quý 4 thường giải ngân được ~40-50% kế hoạch năm. Nhờ vậy, doanh thu đóng góp từ xây dựng trong Q4 chiếm ~35%-40% tổng doanh thu.

Giải ngân đầu tư công thường tăng tốc vào Q4 hàng năm



Nguồn: Bộ Tài chính

Về các gói thầu mới, Bộ GTVT cho biết năm 2025 đặt mục tiêu khởi công 19 dự án hạ tầng giao thông quan trọng, với tổng mức đầu tư dự kiến khoảng 380.000 tỷ đồng. Các dự án tập trung vào việc tăng cường kết nối liên vùng và thúc đẩy phát triển kinh tế địa phương. Trong đó, nổi bật là các dự án nâng cấp và mở rộng các tuyến cao tốc quan trọng như: cao tốc TPHCM - Trung Lương - Mỹ Thuận, TPHCM - Long Thành, Cam Lộ - La Sơn, và La Sơn - Túy Loan, cao tốc Chợ Mới - Bắc Kạn, cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh (giai đoạn 1), góp phần hoàn thiện mạng lưới giao thông quốc gia.

Tuy tình hình giải ngân đầu tư công 2024 không đạt kỳ vọng nhưng chúng tôi lưu ý rằng điều này chủ yếu ảnh hưởng đến dòng tiền của doanh nghiệp, thay vì ảnh hưởng tới việc ghi nhận doanh thu. Doanh thu được ghi nhận theo tiến độ nghiệm thu dự án, trong khi doanh nghiệp nhận được khoản thanh toán thực tế khi vốn đầu tư công được giải ngân. 11T2024, cả nước giải ngân được 410.953 tỷ đồng, tương đương 60,4% kế hoạch, thấp hơn 3,04đpt YoY, chủ yếu vẫn do các nguyên nhân như (1) thủ tục phê duyệt chậm; (2) khó khăn trong giải phóng mặt bằng và (3) thiếu nguồn cung vật liệu xây dựng

Chúng tôi kỳ vọng tiến độ thanh toán cho nhà thầu sẽ nhanh hơn trong năm 2025 nhờ Luật Đầu tư công sửa đổi có hiệu lực từ ngày 1/1/2025. Luật này nổi bật với hai điểm mới: (1) rút ngắn thời gian phê duyệt các thủ tục hành chính thông qua phân cấp, phân quyền và (2) tạo điều kiện thu hút vốn đầu tư tư nhân.

Một số điểm nổi bật trong Luật đầu tư công (sửa đổi)

Nội dung	Điểm nổi bật	Đánh giá
Phân cấp, phân quyền	Chuyển quyền quyết định chủ trương đầu tư dự án nhóm B (từ 30 – 200 tỷ đồng), C (dưới 30 tỷ đồng) từ Hội đồng Nhân dân sang Ủy ban Nhân dân.	Giảm bớt thủ tục hành chính, rút ngắn thời gian phê duyệt dự án do UBND là cơ quan điều hành trực tiếp
Điều chỉnh kế hoạch đầu tư	Quyền điều chỉnh kế hoạch đầu tư công trung hạn được chuyển từ Ủy ban Thường vụ Quốc hội (UBTVQH) sang Thủ tướng Chính phủ.	Giúp tăng tính linh hoạt và đẩy nhanh tốc độ phê duyệt dự án, do UBTVQH chỉ họp định kỳ.
Ngưỡng vốn dự án quan trọng quốc gia	Nâng ngưỡng vốn dự án quan trọng quốc gia từ 10.000 tỷ lên 30.000 tỷ đồng.	Phù hợp với quy mô nền kinh tế hiện tại, khi ngưỡng vốn cũ đã được quy định từ năm 2014.

**Hợp tác công -
tư (PPP)**

Cho phép tăng mức đóng góp vốn từ ngân sách nhà nước vào các dự án PPP trong một số trường hợp đặc biệt (tối đa 70% tổng mức đầu tư so với ngưỡng 50% trước đây). Đồng thời, Luật quy định rõ hơn về cơ chế chia sẻ rủi ro giữa doanh nghiệp và nhà nước: Nhà nước hỗ trợ khi doanh thu thấp hơn 75% cam kết, nhà đầu tư chia sẻ lợi nhuận khi doanh thu vượt 125% cam kết.

Nội dung này giúp tăng tính hấp dẫn cho các nhà đầu tư PPP, nhằm huy động thêm nguồn lực tư nhân để phát triển cơ sở hạ tầng.

Nguồn: FPTIS tổng hợp

II. Định giá mảng xây dựng hạ tầng: P/E forward đang ở mức cao hơn trung bình 10 năm, triển vọng HĐKD khả quan

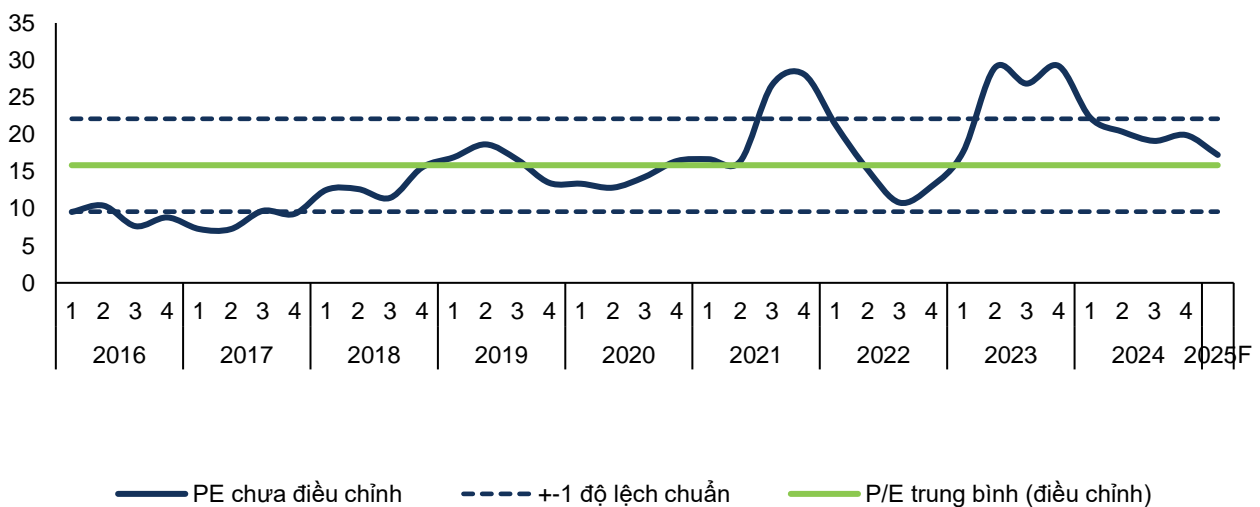
Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** với mảng xây dựng hạ tầng² do (1) P/E forward năm 2025 ở mức 17, cao hơn trung bình P/E 10 năm ở mức 16 và (2) triển vọng kinh doanh tiếp tục duy trì khả quan. Chúng tôi dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp của nhóm xây dựng hạ tầng đạt lần lượt 137.710 tỷ đồng (+15% yoy) và 14,3% (+0,8 đpt yoy) trong năm 2025, dựa trên việc (1) 2025 là điểm rơi doanh thu của các dự án hạ tầng trọng điểm và (2) Luật Đầu tư công sửa đổi kỳ vọng đơn giản hóa các thủ tục, giúp đẩy nhanh tiến độ các dự án.

Dự phóng doanh thu và LNST nhóm xây dựng hạ tầng 2023 và 2024

Đơn vị: Tỷ đồng	2024F	2025F	%YoY
Doanh thu	119.748	137.710	+15,0%
Lợi nhuận gộp	16.165	19.692	+21,8%
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,5%	14,3%	+0,8đpt
Chi phí bán hàng & quản l	6.634	7.574	+6,6%
%Doanh thu	5,5%	5,5%	+0đpt
Lợi nhuận sau thuế	5.340	6.170	+15,5%

Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp

P/E trung bình mảng xây dựng hạ tầng



Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp

² Các doanh nghiệp lấy dữ liệu gồm: FCN, CII, G36, LCG, HHV, C4G, DPG, VCG, LGC, ACC, CC1, CTR, DGT, HUT, LIC, ICN, PVX, S55, SJE, SJG, LLM, TV2, L18, LHC, NHA.

Triển vọng năm 2025 của ngành xây dựng dân dụng – công nghiệp được đánh giá tích cực, chủ yếu đến từ sự phục hồi diện rộng của thị trường bất động sản và dòng vốn FDI ổn định. Tuy nhiên, ngành vẫn đối mặt với thách thức về thanh khoản do chiếm dụng vốn kéo dài và biên lợi nhuận gộp mỏng do áp lực cạnh tranh và biến động giá nguyên vật liệu. Các yếu tố tích cực, như cải thiện pháp lý và nguồn cung bất động sản, dự kiến sẽ dần phản ánh vào KQKD, với điểm rơi doanh thu và lợi nhuận tập trung vào Q4/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA**, với thời điểm giải ngân phù hợp là từ Q3 đến Q4/2025, trước khi KQKD cải thiện rõ rệt và các yếu tố hỗ trợ được phản ánh vào giá cổ phiếu.

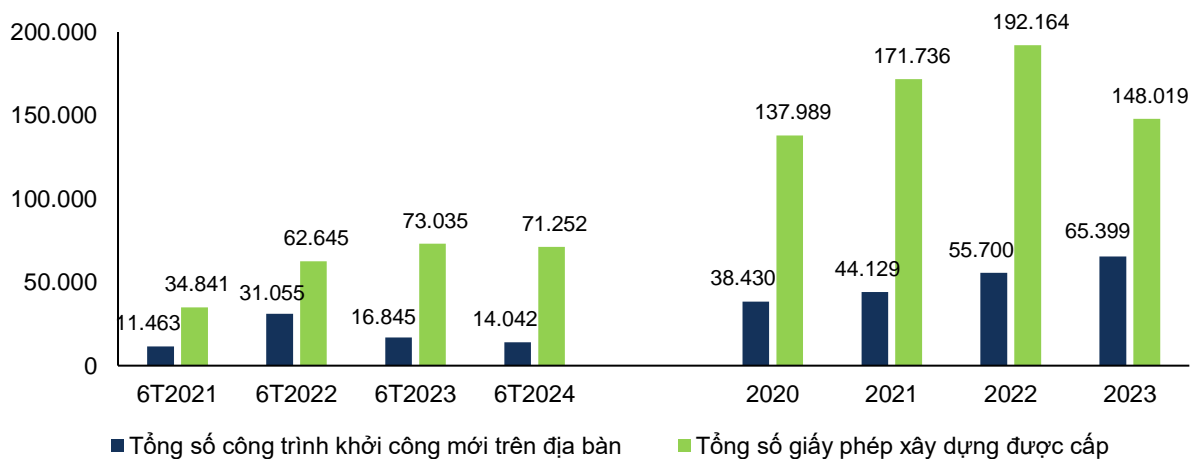
I. Triển vọng 2025

Năm 2025, BMI dự phóng tăng trưởng thực của nhóm xây dựng dân dụng - công nghiệp đạt 8,2% (+1đpt YoY), nhờ (1) thị trường bất động sản dân dụng cải thiện và (2) dòng vốn FDI duy trì ổn định. Động lực này được tiếp nối từ năm 2024, với doanh thu 9T2024 đạt 29.723 tỷ đồng (+11% YoY, thấp hơn ~9% so với cùng kỳ 2022), do (1) hoạt động xây dựng công nghiệp được thúc đẩy nhờ FDI thực hiện tăng 8,8% YoY và (2) một số các dự án bất động sản vướng mắc pháp lý được tái triển khai. Tuy nhiên, nhóm dân dụng – công nghiệp vẫn phải đối mặt với nhiều thách thức, như (1) cạnh tranh gay gắt, (2) biến động giá nguyên vật liệu và (3) chiếm dụng vốn kéo dài.

Với nhóm xây dựng nhà ở, chúng tôi nhận định các nhà phát triển bất động sản sẽ được tháo gỡ khó khăn trong triển khai dự án nhờ cải thiện pháp lý trên diện rộng và tăng khả năng tiếp cận tín dụng khi rủi ro ngành bất động sản được giảm thiểu. Cụ thể, các bộ luật Đất đai, Luật Kinh doanh BĐS và Luật Nhà ở đang trong quá trình hoàn thiện, kỳ vọng sẽ giải quyết các vướng mắc pháp lý cho các dự án tồn đọng và tạo điều kiện thuận lợi để phát triển các dự án mới, qua đó mang lại nguồn công việc cho các doanh nghiệp xây dựng dân dụng.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp trong ngành sẽ cần thời gian để phản ánh vào kết quả kinh doanh thực tế, khi sự phục hồi của thị trường bất động sản dân dụng trong năm 2024 vẫn mang tính cục bộ khiến nguồn cung chưa có sự cải thiện đáng kể, với tổng số giấy phép xây dựng cấp trong 6T2024 đạt 71.252 (-2,5% YoY). Chúng tôi kỳ vọng, các doanh nghiệp sẽ có thêm các hợp đồng vào nửa đầu năm và đạt điểm rơi doanh thu và lợi nhuận vào Q4/2024, do quý cuối năm thường là thời điểm chốt nghiệm thu các dự án.

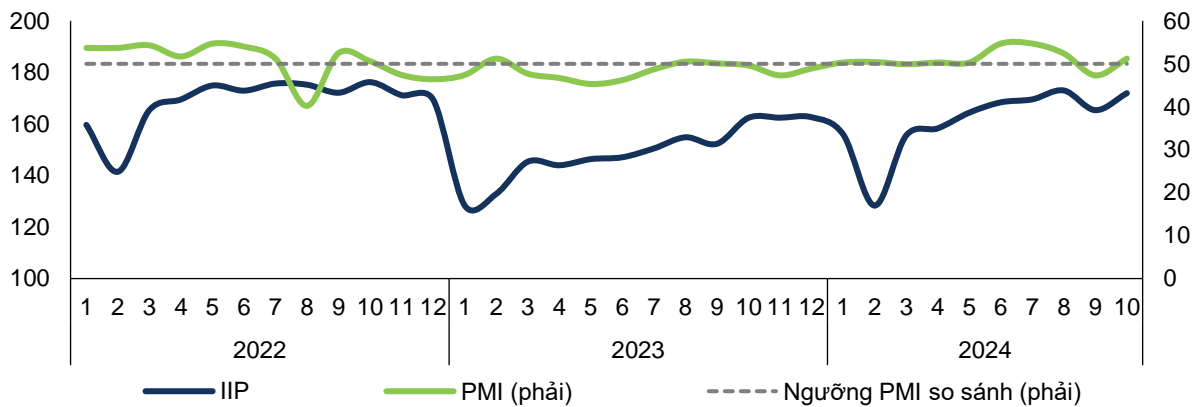
Tổng số công trình khởi công và tổng số giấy phép được cấp trên cả nước



Nguồn: Bộ Xây dựng

Trong khi nhóm xây dựng nhà ở phục hồi chậm, mảng xây dựng công nghiệp tiếp tục là điểm sáng nhờ FDI dự báo tăng trưởng ở mức khá trong năm 2025, theo *Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế Trung ương (CIEM)*. Cụ thể hơn, nhu cầu mở rộng công nghiệp trong năm 2024 đã khả quan trở lại, với (1) PMI sản xuất duy trì trên 50 điểm trong hầu hết các tháng, (2) chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng trưởng ổn định từ tháng 2/2024 và (3) vốn FDI giải ngân đến T10/2024 đạt 19,58 tỷ USD (+8,8% YoY). Dòng vốn FDI không chỉ hỗ trợ các dự án xây dựng nhà xưởng, nhà kho, mà còn thúc đẩy nhu cầu mở rộng tại các khu công nghiệp trọng điểm, kỳ vọng mang lại nhiều hợp đồng mới cho nhóm xây dựng công nghiệp trong năm 2025.

IIP và PMI sản xuất khả quan trong năm 2024

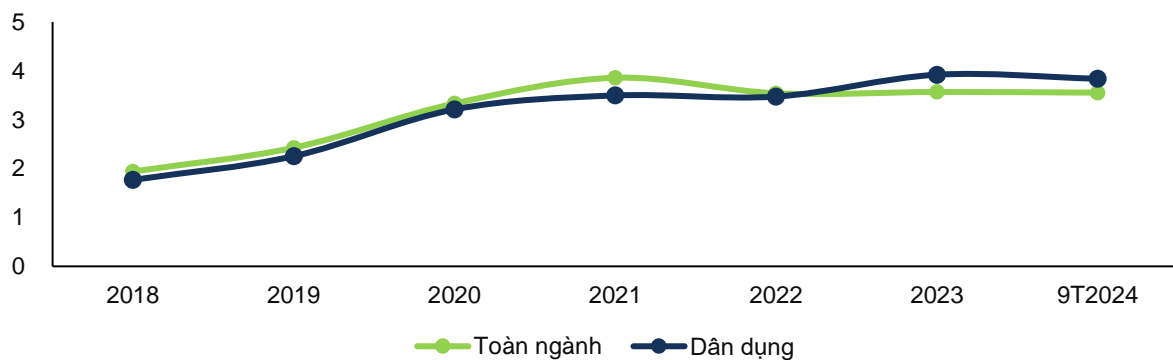


Nguồn: GSO, S&P Global

Mặc dù triển vọng năm 2025 tích cực, ngành xây dựng dân dụng và công nghiệp vẫn đối mặt với nhiều thách thức:

- **Chiếm dụng vốn kéo dài:** Trong năm 2024, mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp, giảm áp lực về chi phí tài chính cho các doanh nghiệp. Tuy vậy, vấn đề thanh khoản vẫn là rào cản lớn. Tỷ lệ khoản phải thu/doanh thu vẫn duy trì ở mức rất cao (~3,8 lần, giảm nhẹ so với 3,92 lần trong năm 2023), phản ánh vấn đề chiếm dụng vốn đặc thù của ngành.

Tỷ lệ khoản phải thu/doanh thu bắt đầu giảm



Nguồn: FPTTS tổng hợp

- **Cạnh tranh gay gắt và biến động giá nguyên vật liệu:** Ngành đối mặt với áp lực cạnh tranh lớn trong đấu thầu, đặc biệt trong bối cảnh nguồn cung dự án vẫn chưa thực sự bùng nổ, khiến biên lợi nhuận gộp rất mỏng (ở mức 5-7%). Do đó, rủi ro biến động giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục là vấn đề cần lưu ý.

Chúng tôi kỳ vọng, các yếu tố tích cực từ việc cải thiện pháp lý, giảm rủi ro ngành bất động sản và tăng trưởng FDI sẽ giúp mảng xây dựng dân dụng – công nghiệp duy trì triển vọng khả quan trong năm 2025. Tuy nhiên, khả năng quản trị dòng tiền và kiểm soát chi phí sẽ là yếu tố quyết định hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng trong năm tới.

II. Định giá mảng xây dựng DD – CN

Trong năm 2025, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** đối với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng – công nghiệp³ do (1) P/E dự phóng quay về tiệm cận mức trung bình 10 năm và (2) KQKD ước tính khả quan nhờ kỳ vọng phục hồi trên diện rộng của thị trường BĐS. Cụ thể, chúng tôi dự phóng P/E forward của nhóm xây dựng dân dụng – công nghiệp tại 2024Q4 và 2025 đạt lần lượt là 24,0 và 15,5, cao hơn mức P/E trung bình điều chỉnh⁴ ở 13. Trong đó:

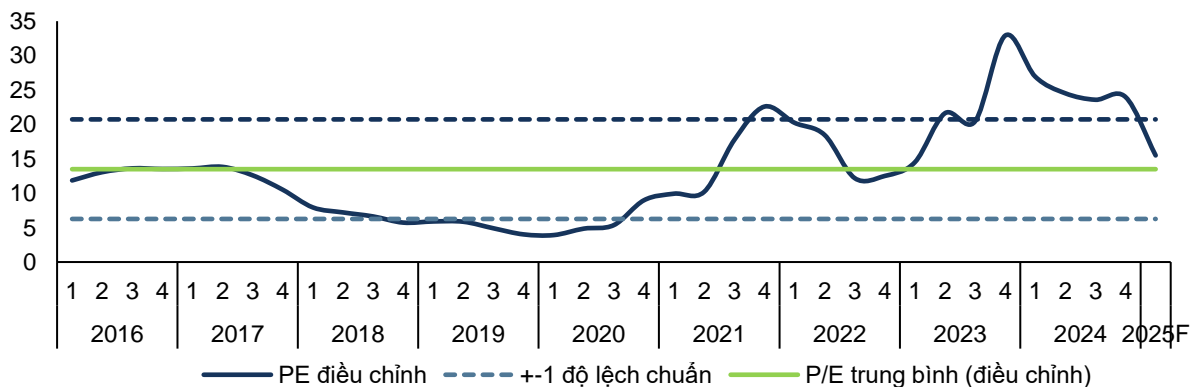
- Doanh thu 2025 đạt 40.538 tỷ đồng (+7% yoy), với ~80% đến từ hoạt động xây dựng, còn lại là bất động sản và các mảng HĐKD khác. Doanh thu mảng xây dựng dự phóng đạt 38.841 tỷ đồng (+10% yoy), dựa trên luận điểm (1) các doanh nghiệp xây dựng dân dụng – công nghiệp sẽ có thêm nguồn công việc nhờ kỳ vọng phục hồi trên diện rộng của thị trường BĐS và (2) FDI tiếp tục dự báo tăng trưởng ở mức khá.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 6,5%, tương đương với 2024, dựa trên giả định (1) các doanh nghiệp bị thu hẹp biên lợi nhuận do các chi phí phát triển dự án tăng cao khi ban hành các luật mới và (2) giá thép xây dựng dự phóng tăng 7% trong năm 2025.

Dự phóng doanh thu và LNST nhóm xây dựng dân dụng – công nghiệp 2023 và 2024

Đơn vị: Tỷ đồng	2024E	2025F	%YoY
Doanh thu	37.684	41.418	+7%
Lợi nhuận gộp	3.070	3.134	+6%
% Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,1%	7,6%	-0,5 đpt
Chi phí bán hàng & quản lý	1.364	1.568	+12%
%Doanh thu	3,6%	3,8%	-0,1 đpt
Lợi nhuận sau thuế	1.443	1.526	+6%

Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp

PE trung bình điều chỉnh mảng xây dựng dân dụng - công nghiệp đang ở mức cao



Nguồn: Bloomberg, FPTIS tổng hợp

³ Các doanh nghiệp lấy dữ liệu gồm: HBC, HTN, TCD, HAN, PHC, SJG, CC4, CTD, DCF, VC2, VC9, PC1, CSC.

⁴ Mảng xây dựng dân dụng – công nghiệp có nhu cầu nhạy cảm với chu kỳ kinh tế nên P/E bị ảnh hưởng nhiều bởi lợi nhuận hơn thị giá cổ phiếu. Do vậy, chúng tôi hiện đang áp dụng P/E điều chỉnh theo công thức: $LNST\ 12\ tháng\ gần\ nhất = Doanh\ thu\ 12\ tháng\ gần\ nhất \times Tỷ\ suất\ LNST\ trung\ bình\ 05\ năm\ gần\ nhất$

NGÀNH XI MĂNG

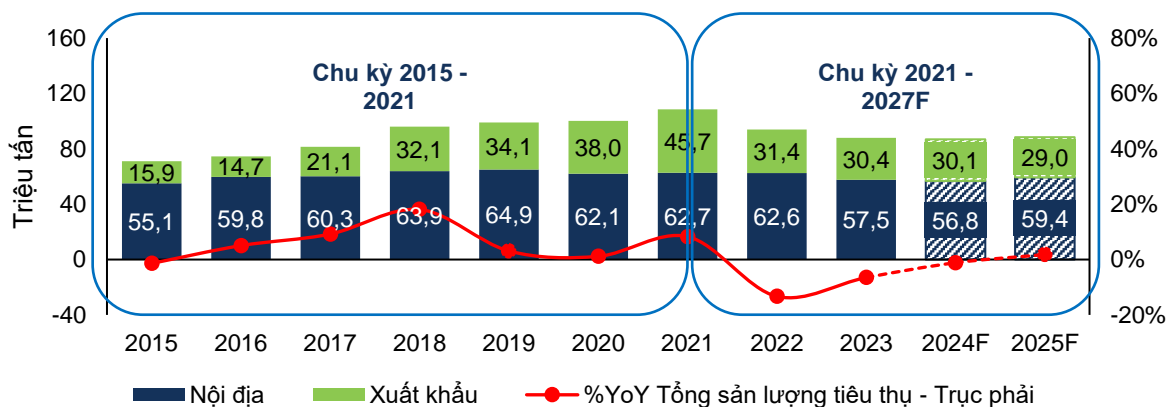
Vượt ngàn công gai

I. TRIỂN VỌNG NĂM 2025: BƯỚC VÀO PHA TĂNG TRƯỞNG CỦA CHU KỲ MỚI

Ngành xi măng có tính chu kỳ cao do tiêu thụ phụ thuộc vào tăng trưởng của ngành xây dựng. Trong đó, sản lượng tiêu thụ nội địa sẽ chịu ảnh hưởng bởi nhu cầu xây dựng trong nước với ba phân khúc chính là dân dụng, công nghiệp và cơ sở hạ tầng. Hoạt động xuất khẩu sẽ chịu tác động từ nhu cầu xây dựng và chính sách thuế quan tại các thị trường chính của Việt Nam là Philippines và Bangladesh. Chúng tôi đánh giá ngành xi măng năm 2025 sẽ bước vào pha tăng trưởng của chu kỳ 2021 – 2027F dựa trên tốc độ tăng trưởng tổng sản lượng tiêu thụ (bao gồm cả sản lượng nội địa và xuất khẩu) kỳ vọng tăng trưởng ở mức 1,8% YoY.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI - CHỜ BÁN** đối với cổ phiếu ngành xi măng cho năm 2025 do sản lượng tiêu thụ dự kiến chỉ cải thiện ở mức thấp và mức định giá P/E không hấp dẫn. Kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ hồi phục mạnh nhất vào Q2/2025 khi là cao điểm tiêu thụ trong năm. Do đó, chúng tôi đánh giá Q2/2025 sẽ là thời điểm tốt nhất để bán/chốt lời cổ phiếu ngành xi măng trong năm 2025.

Chu kỳ ngành xi măng Việt Nam

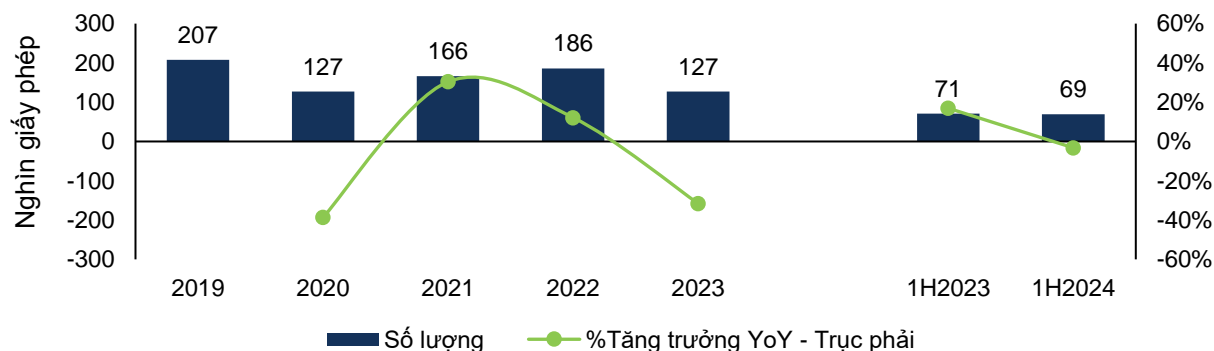


Nguồn: Hiệp hội Xi măng Việt Nam (VNCA – Vietnam Cement Association), FPTS Research

1. Tiêu thụ nội địa năm 2025 dự kiến hồi phục chậm, đạt 59,4 triệu tấn (+4,6% YoY)

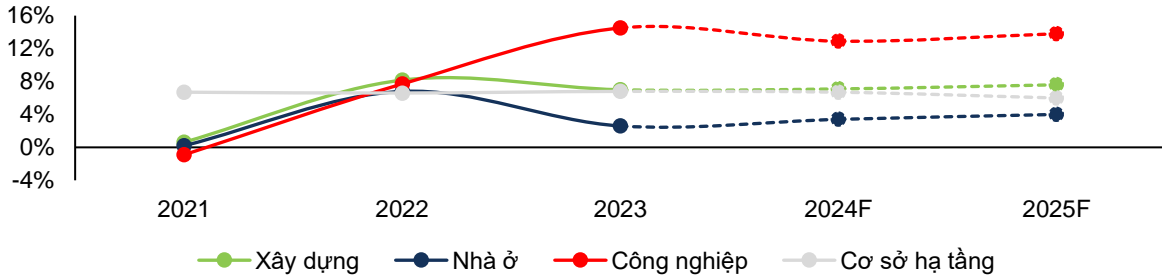
► **Xây dựng dân dụng: Phục hồi ở mức thấp do khung pháp lý BĐS mới kỳ vọng có tác dụng kể từ 2H2025**

Số lượng giấy phép xây dựng nhà ở được cấp giai đoạn 2019 – 1H2024



Nguồn: Bộ Xây Dựng, FPTS Research

Tăng trưởng thực ngành xây dựng và các phân khúc xây dựng giai đoạn 2021 – 2025F



Nguồn: FitchSolutions, Tổng cục Thống kê, FPTs Research

Sản lượng tiêu thụ cho xây dựng dân dụng năm 2024 dự phóng đạt 26,1 triệu tấn (-1,7% YoY).

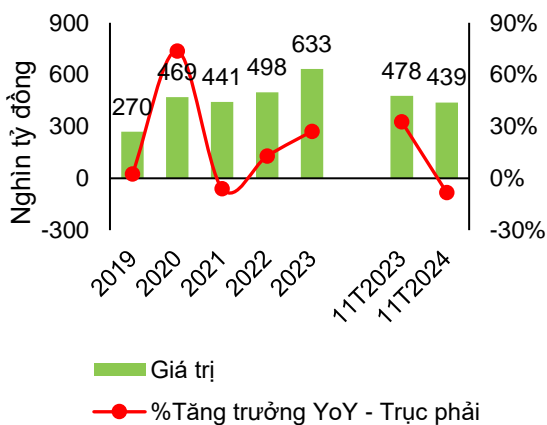
Theo FitchSolutions (BMI), tốc độ tăng trưởng xây dựng dân dụng năm 2024 dự phóng chỉ đạt 3,4% (+0,8 đpt YoY) do Luật Đất đai (sửa đổi) cần nhiều thời gian để triển khai về các địa phương. Theo số liệu mới nhất từ Bộ Xây Dựng cấp phép xây dựng nhà ở tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ với chỉ 68.870 giấy phép (-3,2% YoY) được cấp mới trong 1H2024, từ đó dẫn tới nhu cầu xi măng tiếp tục sụt giảm so với cùng kỳ.

Năm 2025, dự phóng tiêu thụ xi măng cho xây dựng dân dụng sẽ hồi phục chậm lên mức 27,1 triệu tấn (+3,9% YoY) nhờ nguồn cung bất động sản được kỳ vọng hồi phục trên diện rộng khi các biện pháp tháo gỡ pháp lý sẽ bắt đầu thấm thấu vào thị trường (*Tham khảo ngành Bất động sản Dân dụng*). Tuy nhiên, dự kiến mức hồi phục trên sẽ chỉ bắt đầu từ 2H2025 do chính phủ chưa có văn bản hướng dẫn cụ thể về quy trình triển khai luật mới khiến thủ tục hành chính đất đai tại nhiều địa phương còn chậm trễ

► Xây dựng cơ sở hạ tầng: Tiêu thụ giảm tốc do áp lực giải ngân vốn đầu tư công năm 2025 lớn

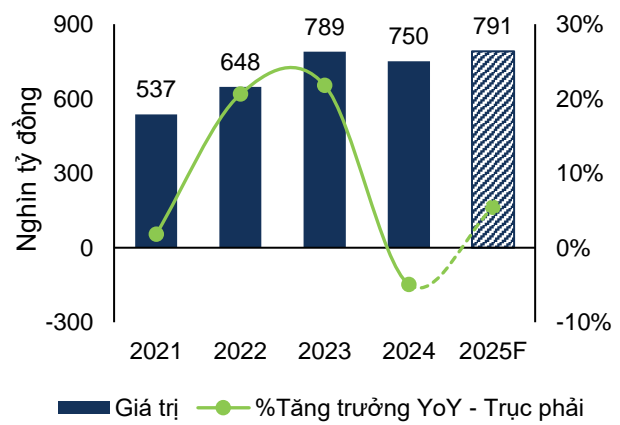
Tiêu thụ xi măng cho phân khúc xây dựng cơ sở hạ tầng cho năm 2024 và 2025 dự phóng đạt lần lượt 18,5 triệu tấn (-1,9% YoY) và 19,1 triệu tấn (+3,6% YoY). Đối với năm 2024, phân khúc xây dựng hạ tầng kém khả quan khi nhiều dự án hạ tầng trọng điểm như Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu và Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng cũng chậm tiến độ do vướng mắc trong công tác đền bù giải phóng mặt bằng và thiếu vật liệu san lấp. Theo đó, giá trị giải ngân vốn đầu tư công ước thực hiện 11T2024 đạt 439 nghìn tỷ đồng (-8,2% YoY) và mới chỉ hoàn thành 54,4% (-3,0 đpt YoY) kế hoạch vốn do Thủ tướng bàn giao.

Tình hình thực hiện giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2019 – 11T2024



Nguồn: Bộ Tài Chính, FPTs Research

Kế hoạch vốn đầu tư công giai đoạn 2021 – 2025F



Nguồn: Bộ Tài Chính, FPTs Research

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân vốn đầu tư công sẽ được cải thiện trong năm 2025 khi Luật Đầu tư công chính thức có hiệu lực sẽ giúp rút ngắn thời gian phê duyệt dự án (*Tham khảo ngành Xây dựng cơ sở hạ tầng*). Tuy nhiên, một lượng lớn nguồn vốn trong năm 2024 dự kiến sẽ bị dồn lại do nhiều dự án

trọng điểm đang chậm tiến độ, từ đó gây áp lực giải ngân trong năm 2025. Áp lực này còn được củng cố khi nguồn vốn kế hoạch năm 2025 đạt 791 nghìn tỷ đồng (+5,4% YoY), mức cao nhất trong vòng 5 năm trở lại đây. Do đó, chúng tôi đánh giá tiêu thụ xi măng cho xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ chỉ tăng nhẹ ở mức 3,6% YoY trong năm 2025.

► **Xây dựng công nghiệp: Khả quan với động lực tới từ vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI)**

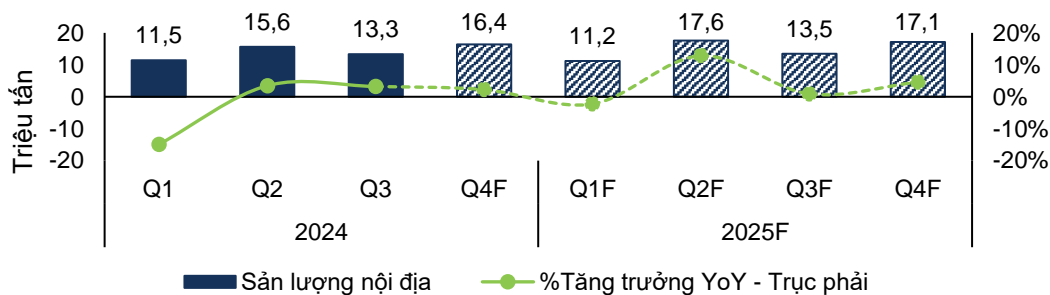
Sản lượng xi măng tiêu thụ cho phân khúc xây dựng công nghiệp dự phóng đạt lần lượt 12,2 triệu tấn (+0,6% YoY) và 13,1 triệu tấn (+7,5% YoY) nhờ nguồn vốn FDI vào Việt Nam dự báo tăng cao. Kết thúc năm 2024, vốn FDI thực hiện diễn biến khả quan với giá trị lũy kế đạt 25,35 tỷ USD (+9,4% YoY) nhờ hưởng lợi từ làn sóng “Trung Quốc +1” khiến nhiều doanh nghiệp quốc tế thúc đẩy mở rộng sản xuất tại Việt Nam (*Tham khảo ngành Bất động sản Khu công nghiệp*). Tuy nhiên, theo BMI, tốc độ tăng trưởng xây dựng công nghiệp năm 2024 dự phóng sụt giảm nhẹ về 12,9% (-1,6 đpt YoY) do môi trường kinh doanh của Việt Nam khó khăn với nhiều chính sách giới hạn quyền sở hữu và đầu tư của các doanh nghiệp nước ngoài.

Đối với năm 2025, Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF – International Monetary Fund) dự báo nền kinh tế Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng 8,1% YoY với tổng sản phẩm quốc nội (GDP) đạt 506,4 tỷ USD nhờ nhu cầu xuất khẩu cao, nguồn vốn FDI ổn định và nhiều chính sách kinh tế linh hoạt. Trong đó, tăng trưởng vốn FDI về Việt Nam được thúc đẩy bởi xu hướng chuyển dịch đầu tư ra khỏi Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung dự báo sẽ quay trở lại vào thời Trump 2.0. Theo đó, nguồn vốn FDI thực hiện tại Việt Nam năm 2025 dự kiến tăng 9,6% YoY (*tham khảo Ngành Bất động sản Khu công nghiệp*), từ đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ xi măng.

► **Điểm rơi kỳ vọng của tiêu thụ xi măng nội địa năm 2025 dự kiến sẽ rơi vào Q2/2025**

Kỳ vọng tiêu thụ xi măng nội địa sẽ khả quan nhất vào thời điểm Q2/2025 do **(1)** Quý 2 thường là cao điểm thi công trong năm nhờ thời tiết thuận lợi, nhu cầu xây dựng tăng trở lại sau Tết Nguyên Đán **(2)** Thị trường bất động sản dân dụng kỳ vọng sẽ hồi phục trên diện rộng vào Q2/2025 khi các biện pháp tháo gỡ pháp lý từ Luật Đất Đai (sửa đổi) bắt đầu thẩm thấu, từ đó giúp cải thiện nhu cầu tiêu thụ xi măng **(3)** Một số dự án hạ tầng trọng điểm đang dần đi vào giai đoạn hoàn thiện kể từ Q2/2025 trở đi bao gồm các dự án thuộc cụm Cao tốc Bắc – Nam (*Tham khảo ngành Xây dựng hạ tầng*), đường cất hạ cánh Sân bay Long Thành và Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu kỳ vọng sẽ thúc đẩy nhu cầu xi măng nội địa.

Sản lượng tiêu thụ nội địa dự phóng theo quý cho năm 2024 và 2025



Nguồn: VNCA, FPT S Research

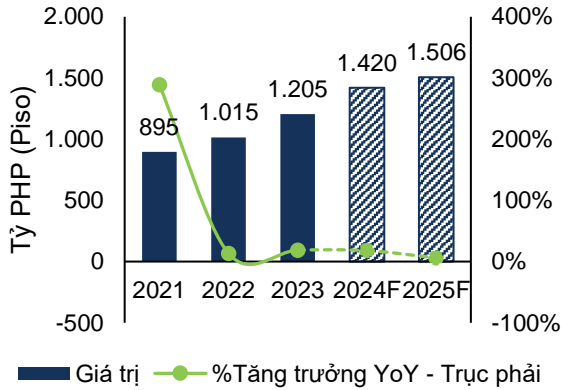
2. Xuất khẩu ảm đạm do nguồn cung gia tăng tại Philippines và bất ổn chính trị tại Bangladesh

► **Thị trường Philippines**

Sản lượng xi măng xuất khẩu từ Việt Nam sang thị trường này đi ngang ở mức 7,5 triệu tấn (-0,03% YoY) trong 11T2024. Nguyên nhân chủ yếu do cạnh tranh gia tăng từ xi măng nội địa Philippines khi nhà máy mới của Tập đoàn Xi măng Taiheiyo với công suất thiết kế 3 triệu tấn/năm (~6% công suất xi măng của Philippines năm 2023) đi vào hoạt động từ tháng 07/2024. Bên cạnh đó, hoạt động xuất khẩu xi măng sang Philippines còn đang chịu tác động tiêu cực kép khi chính phủ nước này duy trì áp thuế chống

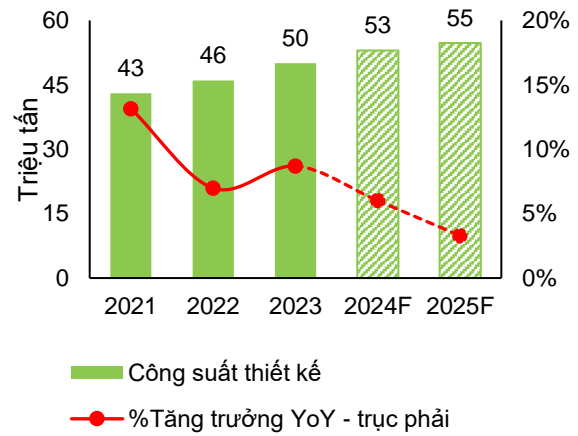
bán phá giá đối với xi măng Việt Nam kể từ tháng 03/2023 đến nay và thuế xuất khẩu clinker tiếp tục được giữ ở mức cao là 10% giá trị xuất khẩu.

Vốn đầu tư cơ sở hạ tầng kế hoạch của Philippines giai đoạn 2021 – 2025F



Nguồn: Bộ Ngân sách và Quản lý Philippines, FPTs Research

Công suất thiết kế ngành xi măng Philippines giai đoạn 2021 – 2025F



Nguồn: Hiệp hội Xi măng Philippines, FPTs Research

Sang tới năm 2025, nhu cầu xi măng của Philippines dự kiến khả quan khi nguồn vốn hạ tầng kế hoạch tiếp tục tăng lên 1.506 tỷ PHP (+6,1% YoY). Tuy nhiên, hoạt động xuất khẩu sang thị trường này dự kiến sẽ gặp nhiều thách thức trong năm 2025 khi nguồn cung xi măng của Philippines tiếp tục tăng với hai dây chuyền mới của Tập đoàn Xi măng Shera (công suất 240 nghìn tấn/năm) và Tập đoàn Xi măng Cemex (công suất 1,5 triệu tấn/năm) đi vào hoạt động kể từ đầu năm. Xi măng Việt Nam còn chịu rủi ro tăng thuế suất khi Bộ Thương Mại và Công nghiệp (DTI – Department of Trade and Industry) Philippines đã tiến hành điều tra tự vệ đối với xi măng nhập khẩu vào tháng 10/2024 vừa qua. Khả năng xi măng Việt Nam bị đánh thuế tự vệ là rất cao khi 90% sản lượng nhập khẩu của Philippines là đến từ Việt Nam, từ đó có thể làm giảm nhu cầu xuất khẩu sang thị trường này.

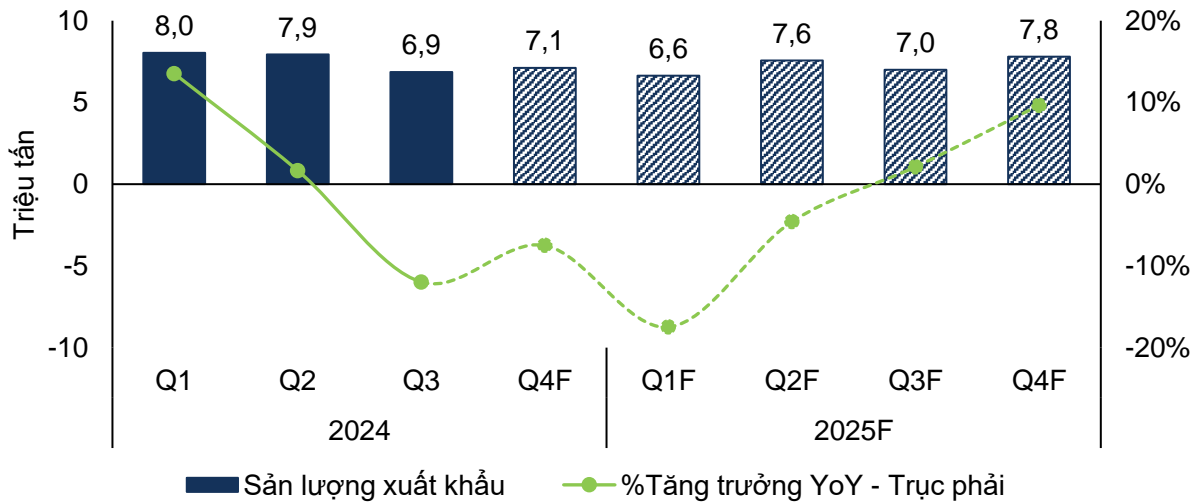
► Thị trường Bangladesh

Sản lượng xuất khẩu sang Bangladesh ghi nhận sụt giảm trong 11T2024, đạt 5,3 triệu tấn (-2,9% YoY). Nhu cầu xi măng của Bangladesh năm 2024 ban đầu được chúng tôi dự báo khả quan nhờ đẩy mạnh phát triển hạ tầng với nguồn vốn đầu tư công kế hoạch đạt 70,6 nghìn BDT (+20,6% YoY). Tuy nhiên, kể từ cuối tháng 05/2024, nước này đã lâm vào khủng hoảng chính trị trầm trọng do phong trào phản đối hạn ngạch làm việc nhà nước của chính phủ leo thang khiến Quốc hội giải tán và Thủ tướng phải từ chức. Điều này dẫn tới nhu cầu nhập khẩu hàng hóa nói chung và xi măng nói riêng của Bangladesh dự kiến sẽ sụt giảm đáng kể trong 2H2024.

Tính đến tháng 11/2024, tình hình chính trị tại Bangladesh vẫn duy trì khủng hoảng khi các động thái cải cách của chính phủ lâm thời đang vấp phải sự phản đối của các Đảng đối lập và người dân liên tục biểu tình yêu cầu tiến hành tổng tuyển cử để bầu ra Thủ tướng mới. Dựa trên cơ sở khủng hoảng chính trị vẫn đang tiếp diễn tại Bangladesh trong cuối năm 2024, chúng tôi giả định tình trạng này sẽ kéo dài sang năm 2025 và sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động xuất khẩu xi măng của Việt Nam sang quốc gia này.

► **Xuất khẩu xi măng dự kiến sẽ sụt giảm mạnh nhất vào Q1/2025**

Sản lượng xuất khẩu dự phóng theo quý cho năm 2024 và 2025

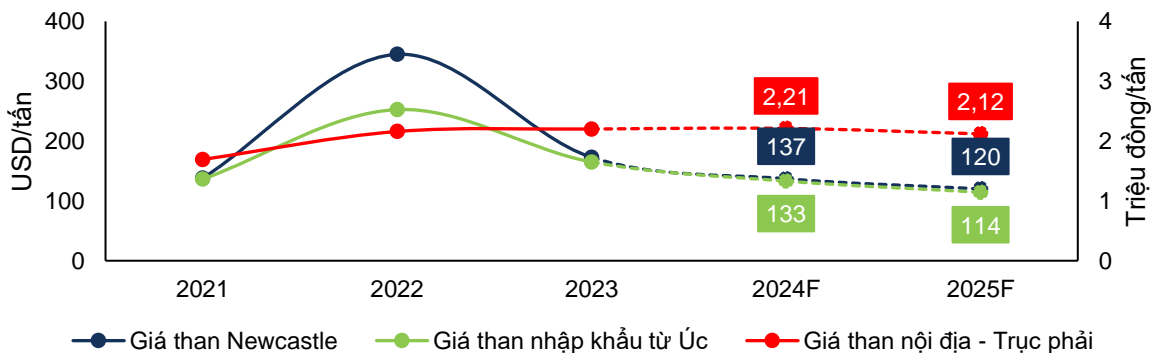


Nguồn: VNCA, FPTs Research

Chúng tôi không đưa ra dự báo về điểm rơi kỳ vọng năm 2025 cho hoạt động xuất khẩu do phía DTI Philippines chưa công bố thời hạn điều tra tự vệ đối với xi măng nhập khẩu và khủng hoảng chính trị tại Bangladesh chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. **Tuy nhiên, kỳ vọng sản lượng xi măng xuất khẩu sẽ chỉ sụt giảm đáng kể trong Q1/2025** khi Philippines có thêm 2 dây chuyền xi măng mới đi vào hoạt động kể từ đầu năm. Kỳ vọng đà giảm sẽ chậm lại trong các quý sau do thời hạn điều tra tự vệ thường kéo dài từ 6 – 12 tháng (theo Tổ chức Thương mại Thế giới – WTO) và nhu cầu xi măng của Philippines dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao. Quý 1 hàng năm cũng là thời điểm có nhiều ngày nghỉ lễ tại hai thị trường này như lễ Ramadan và Ngày Cộng Hòa có thể khiến hoạt động nhập khẩu xi măng diễn ra gián đoạn.

3. Đà giảm của giá than chậm lại do nhu cầu hồi phục tại một số thị trường tiêu thụ lớn

Giá than Newcastle, giá than nhập khẩu từ Úc và giá than nội địa dự phóng



Nguồn: World Bank, Tổng cục Hải quan, TKV, FPTs Research

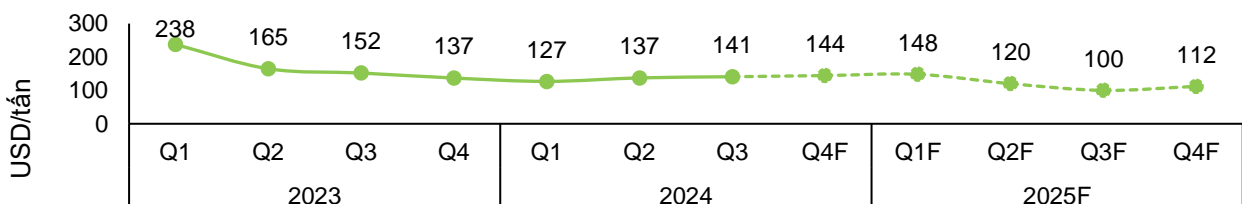
World Bank dự báo giá than Newcastle năm 2024 sẽ tiếp tục giảm về 137 USD/tấn (-20,7% YoY). Mức giảm này đã chậm lại đáng kể so với mức 49,9% YoY của năm 2023 do khí hậu nắng nóng kéo dài đã đẩy tiêu thụ điện làm mát tại Ấn Độ lên cao, từ đó làm tăng nhu cầu nhập khẩu than phục vụ cho sản xuất nhiệt điện. Trong khi đó, nguồn cung than tại Trung Quốc lại bị cắt giảm do chính phủ nước này đưa ra nhiều chính sách yêu cầu về đảm bảo an toàn mỏ sau nhiều vụ sập hầm diễn ra trước đó. **Kỳ vọng giá than nhập khẩu từ Úc và giá than nội địa năm 2024 đạt lần lượt 133 USD/tấn (-19,4% YoY) và 2,21 triệu đồng/tấn (-2,3% YoY)** khi Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV) tiếp tục phối trộn than nội địa và nhập khẩu để tiêu thụ.

Năm 2025, giá than Newcastle được dự báo sẽ tiếp tục giảm về 120 USD/tấn (-12,4% YoY). Trong đó, Trung Quốc đóng góp nhiều nhất vào mức giảm trên khi liên tục đầu tư hạ tầng điện tái tạo với mục tiêu công suất đạt 1.720 GW (+31,3% YoY) trong năm 2025. Mặc dù vậy, đà giảm của giá than thế giới năm 2025 dự kiến tiếp tục chậm lại do nguồn cung than từ Nga và Úc bị hạn chế. Hoạt động xuất khẩu than của Nga dự kiến sụt giảm khi phải chịu lệnh trừng phạt từ Mỹ và Hàn Quốc do xung đột Nga – Ukraine chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Đối với Úc, sản xuất than nhiều khả năng sẽ bị gián đoạn bởi các hiện tượng thời tiết cực đoan như bão, lũ lụt khi chu kỳ La Nina mới trở lại. **Theo đó, giá than nhập khẩu từ Úc năm 2025 dự kiến sụt giảm về 114 USD/tấn (-14,0% YoY).** Đối với nguồn than nội địa, chúng tôi đánh giá sản lượng khai thác trong nước sẽ tăng đáng kể khi TKV dự báo nhu cầu than phục vụ cho sản xuất nhiệt điện ước tính đạt 55,3 triệu tấn (+11,2% YoY) trong năm 2025. Điều này kết hợp cùng với kỳ vọng giá than nhập khẩu điều chỉnh giảm dự kiến sẽ khiến **giá than trong nước năm 2025 ghi nhận mức giảm 4,1% YoY về 2,12 triệu đồng/tấn.**

► **Điểm rơi kỳ vọng điều chỉnh giảm của giá than sẽ mạnh nhất vào Q2/2025**

Chúng tôi đánh giá điểm rơi kỳ vọng điều chỉnh giảm của giá than thế giới năm 2025 sẽ bắt đầu từ Q2/2025 khi Trung tâm Dự báo Khí tượng Mỹ (CPC – Climate Prediction Center) dự báo chu kỳ La Nina mới đang hình thành trong Q4/2024 và có thể kéo dài đến hết Q1/2025 có thể gây ra các diễn biến thời tiết cực đoan như bão, lũ lụt, ngập úng tại các quốc gia sản xuất than hàng đầu như Úc, Indonesia và Trung Quốc, dẫn tới nguồn cung than thế giới bị thu hẹp trong bối cảnh nhu cầu tích trữ giai đoạn này tăng cao (nhu cầu sưởi ấm trong mùa đông và nhu cầu sản xuất điện làm mát trong mùa hè). Theo đó, giá than dự kiến sẽ giảm dần kể từ Q2/2025 do Trung Quốc tăng tiêu thụ điện tái tạo và hồi phục nhẹ vào Q4/2025 khi mùa đông quay trở lại.

Giá than Newcastle dự phóng theo quý cho năm 2024 và 2025

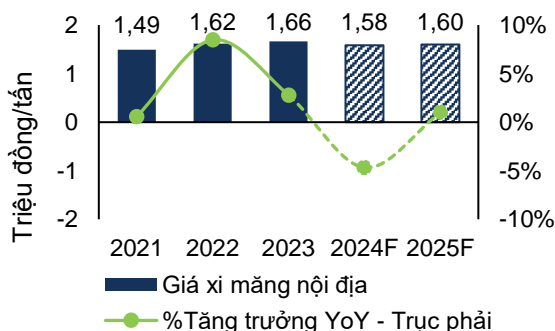


Nguồn: World Bank, FPTS Research

4. Giá bán điều chỉnh giảm nhưng vẫn neo cao so với bình quân 5 năm gần nhất

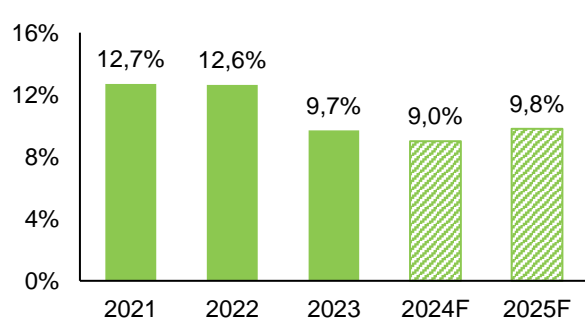
Nhu cầu thấp kết hợp cùng với giá than hạ nhiệt đã khiến giá bán xi măng điều chỉnh giảm kể từ cuối năm 2023. Kết thúc 11T2024, giá bán xi măng bình quân trong nước ghi nhận mức giảm 5,2% so với cùng kỳ về 1,58 triệu đồng/tấn. Tuy nhiên, mức giá này hiện vẫn đang duy trì ở mức cao so với trung bình 5 năm gần nhất do đà giảm của giá than đã chậm lại đáng kể trong 11T2024. Theo đó, biên lợi nhuận gộp bình quân 9T2024 các doanh nghiệp xi măng trong ngành đã giảm về 8,2% (-1,6 đpt YoY) khi giá bán điều chỉnh giảm và giá than đang tăng trở lại. **Chúng tôi kỳ vọng xu hướng trên sẽ tiếp tục cho đến hết năm 2024 với giá xi măng trong nước dự phóng đạt 1,58 triệu đồng/tấn (-4,7% YoY) và biên lợi nhuận gộp bình quân ngành sẽ sụt giảm nhẹ về 9,0% (-0,7 đpt YoY).**

Giá bán xi măng nội địa bình quân giai đoạn 2021 – 2025F



Nguồn: VNCA, FPTS Research

Biên lợi nhuận gộp bình quân ngành xi măng dự phóng cho năm 2024 và 2025



Nguồn: BCTC BCC, BTS, HOM, HT1, FPTS Research

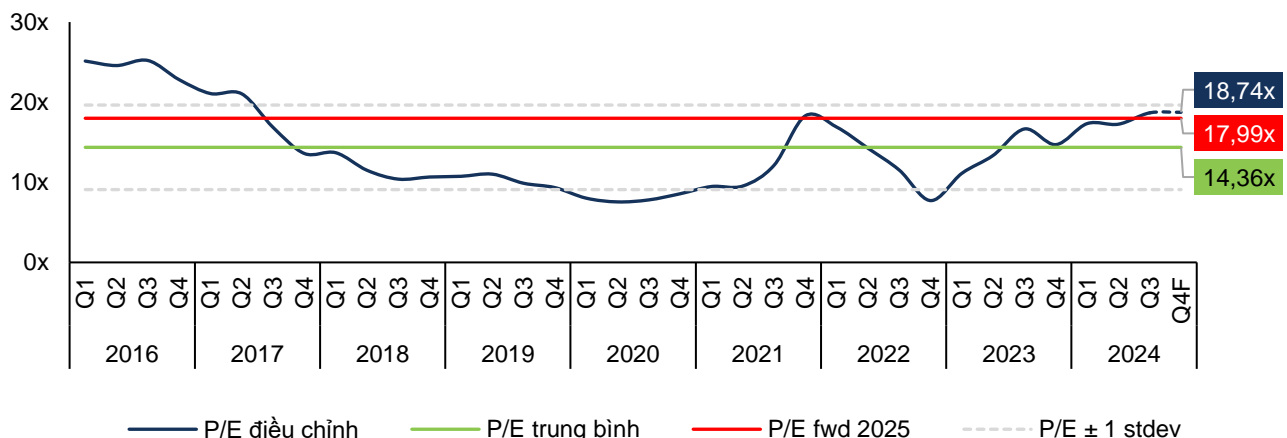
Cuối tháng 10/2024, một số doanh nghiệp xi măng đã ra thông báo tăng giá đối với sản phẩm xi măng rời ở mức 50.000 đồng/tấn do Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) điều chỉnh tăng giá điện bình quân lên 2.103 đồng/KWh (+4,3% YoY). **Chúng tôi nhận định giá xi măng sẽ tiếp tục điều chỉnh tăng nhẹ trong năm 2025 khi nhu cầu phục hồi, đà giảm của giá than chậm lại và neo cao so với mức bình quân 5 năm trở lại đây với mức giá dự phóng đạt 1,6 triệu đồng/tấn (+1,0% YoY).** Theo đó, kỳ vọng biên lợi nhuận gộp bình quân ngành ngành sẽ cải thiện lên mức 9,8% (+0,8 đpt YoY) trong năm 2025 nhờ giá bán tăng và giá than đầu vào tiếp tục hạ nhiệt.

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ - THEO DÕI

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ngành xi măng trong năm 2025 dựa trên các luận điểm và giả định sau:

- **Triển vọng doanh thu và lợi nhuận hồi phục chậm** do **(1)** Sản lượng tiêu thụ nội địa năm 2025 dự phóng tăng nhẹ do Luật Đất đai (sửa đổi) cần nhiều thời gian hơn để thúc đẩy hoạt động xây dựng dân dụng trong nước và áp lực giải ngân vốn đầu tư công lớn khi nhiều dự án trọng điểm đi vào hoàn thiện **(2)** Hoạt động xuất khẩu dự kiến kém khả quan khi nguồn cung xi măng gia tăng tại Philippines và khủng hoảng chính trị tiếp diễn tại Bangladesh **(3)** Giá bán xi măng dự kiến chỉ tăng 1,0% YoY khi đà giảm của giá than chậm lại và neo cao so với trung bình 5 năm gần nhất.
- **Mức định giá P/E 2025 kém hấp dẫn.** Chúng tôi tiến hành định giá P/E ngành xi măng với các doanh nghiệp: BCC, BTS, HOM và HT1 với tổng giá trị vốn hóa thị trường tính đến ngày 18/12/2024 đạt 6.272 tỷ đồng. Tổng giá trị doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế (điều chỉnh) dự phóng cho năm 2025 đạt lần lượt 14.729 tỷ đồng (+1,6% YoY) và 348,6 tỷ đồng (+4,2% YoY). **Mức P/E forward 2025 là 17,99x, cao hơn so với mức P/E trung bình giai đoạn 2016 – 2024 là 14,36x.**

P/E điều chỉnh ngành xi măng



Nguồn: Báo cáo tài chính các mã BCC, BTS, HOM, HT1, FPTTS Research

Chúng tôi áp dụng hệ số P/E điều chỉnh (normalized P/E) với nhóm doanh nghiệp xi măng do ngành có tính chu kỳ cao⁵. Trong đó lợi nhuận trailing 12 tháng gần nhất được điều chỉnh theo công thức như sau:

Lợi nhuận trailing 12 tháng gần nhất = Doanh thu thuần trailing 12 tháng gần nhất * Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trung bình 7 năm gần nhất⁶

⁵ Lợi nhuận các ngành có tính chu kỳ cao ảnh hưởng nhiều tới hệ số P/E hơn là thị giá cổ phiếu. Cụ thể, hệ số P/E ngành chu kỳ cao thường tăng lên rất cao trong giai đoạn Sụt giảm (do lợi nhuận thấp) và ngược lại.

⁶ Chúng tôi chọn mức thời gian 7 năm để đủ dài cho một chu kỳ Tăng trưởng – Sụt giảm của ngành xi măng.

▶ NGÀNH ĐIỆN

Nhiệt điện than là điểm sáng

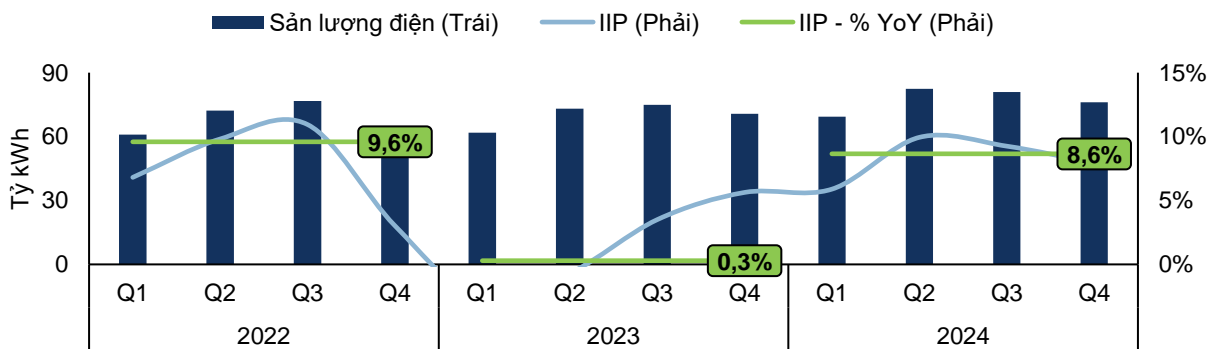
Ngành điện trong năm 2025 có triển vọng khởi sắc nhờ: (1) Giá phát điện của các đơn vị phát điện sẽ không biến động lớn so với 2024. (2) Dự báo nhu cầu tiêu thụ điện đạt mức tăng trưởng +13,2% YoY nhờ kỳ vọng hoạt động sản xuất sẽ tiếp tục phục hồi. Tuy nhiên, tiềm năng tăng trưởng giữa các loại hình sẽ có sự phân hóa, cụ thể:

- ▶ **Thủy điện:** Sản lượng phục hồi đạt 91,2 tỷ kWh (+2,8% YoY), chiếm 27,3% tổng sản lượng huy động, nhờ kỳ vọng điều kiện thủy văn sẽ cải thiện sau khi hiện tượng El Nino kết thúc.
- ▶ **Nhiệt điện than:** Sản lượng đạt 176,4 tỷ kWh (+15,5% YoY), chiếm 52,9% tổng sản lượng huy động, do tiếp tục là loại hình được huy động chính nhằm bù đắp thiếu hụt sản lượng từ nhiệt điện khí. Công suất vận hành của các nhà máy nhiệt điện than được đảm bảo nhờ (1) Giá than được dự báo tiếp tục giảm trên cả thị trường nội địa và nhập khẩu, giúp giảm áp lực chi phí nhiên liệu. (2) Các doanh nghiệp nhiệt điện than hiện đang sở hữu giá trị hàng tồn kho cao.
- ▶ **Nhiệt điện khí:** Sản lượng điện dự kiến đạt 16,4 tỷ kWh (giảm 24,6% YoY), chiếm 4,9% tổng sản lượng huy động, do tình trạng sản lượng khí nội địa sụt giảm.
- ▶ **Năng lượng tái tạo:** Sản lượng đạt 41,9 tỷ kWh (+5,6% YoY), chiếm 12,5% tổng sản lượng huy động. Động lực tăng trưởng vẫn bị hạn chế do: (1) Mức giá đề xuất trong cơ chế mới không quá hấp dẫn, gần như tương đương so với mức giá chuyển tiếp. (2) Tiến độ triển khai có thể bị kéo dài do cần nhiều quy trình phức tạp trước khi khung giá chính thức được ban hành.

I. TRIỂN VỌNG 2025: NHU CẦU TIÊU THỤ ĐIỆN DUY TRÌ MỨC TĂNG TRƯỞNG CAO

Nhu cầu huy động điện trong năm 2024 tăng trưởng 10,0% YoY nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp phục hồi với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) ước tính tăng +8,6% YoY, kéo theo nhu cầu tiêu thụ điện của nhóm này tăng mạnh đạt mức 10,7% YoY. Bên cạnh đó, thời tiết nắng nóng kéo dài do El Nino trong giai đoạn 2023 – 2024 cũng khiến nhu cầu tiêu thụ điện sinh hoạt, chiếm 35% sản lượng tiêu thụ hàng năm, tăng đột biến so với các năm trước (+8,8% YoY).

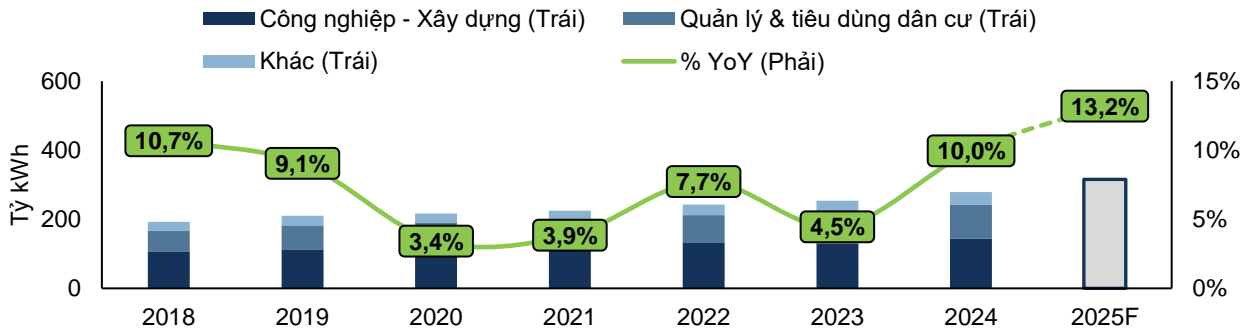
Diễn biến sản lượng điện và tăng trưởng IIP



Nguồn: EVN, Tổng cục Thống kê

Sản lượng điện thương phẩm toàn hệ thống trong năm 2025 dự báo sẽ tăng trưởng 13,2% YoY, đạt 315,6 tỷ kWh (+11,6% YoY) nhờ kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện ở hoạt động sản xuất công nghiệp tiếp tục gia tăng mạnh mẽ. Cụ thể, động lực tăng trưởng chính trong năm tới được kỳ vọng đến từ sự tăng cường các đơn đặt hàng xuất khẩu khi các nhà máy dần chuyển dịch khỏi Trung Quốc do lo ngại về thuế quan.

Diễn biến sản lượng điện thương phẩm



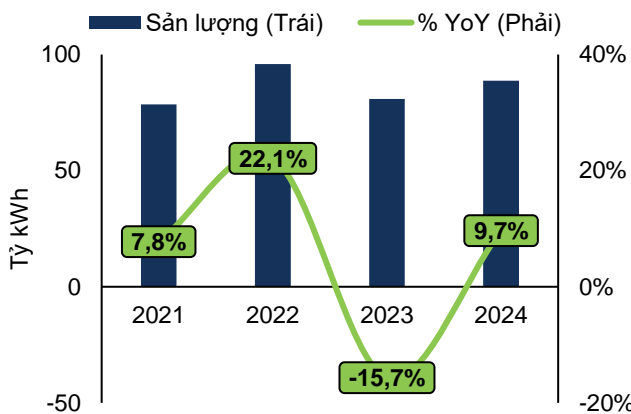
Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Trong đó, hai loại hình đóng góp chính vào tăng trưởng sản lượng điện là thủy điện nhờ thời tiết ít cực đoan hơn tạo điều kiện gia tăng mức công suất vận hành và nhiệt điện than nhờ được gia tăng huy động để bù đắp thiếu hụt sản lượng từ các loại hình khác. Ngược lại, chúng tôi cho rằng sản lượng từ nhiệt điện khí sẽ suy giảm do thiếu hụt sản lượng khí cung cấp cho các nhà máy điện.

1. Thủy điện: Sản lượng phục hồi nhờ thủy văn dần thuận lợi

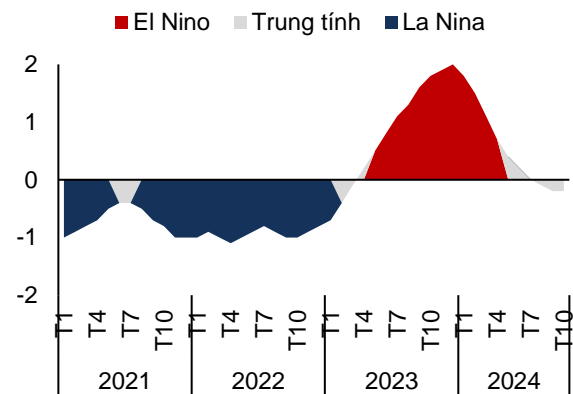
Sản lượng thủy điện trong năm 2024 ước đạt 88,7 tỷ kWh, tương đương với mức tăng trưởng 9,7% YoY. Sự tăng trưởng này đến từ thuận lợi ở tình hình thủy văn sau khi hiện tượng El Nino dần suy yếu và chính thức kết thúc vào giai đoạn giữa năm.

Diễn biến sản lượng thủy điện các năm



Nguồn: EVN

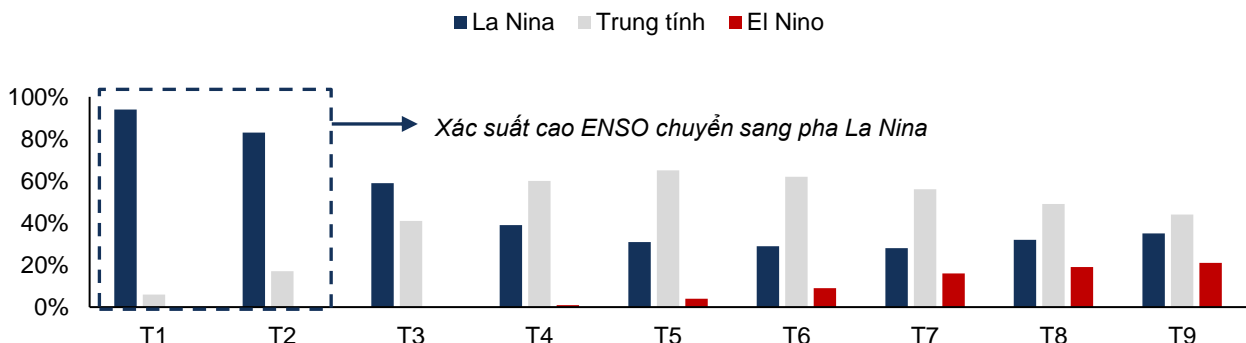
Diễn biến ENSO giai đoạn 2021 – 2024



Nguồn: NOAA

Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện đạt 91,2 tỷ kWh (+2,8% YoY) nhờ điều kiện thời tiết trở nên ít cực đoan hơn khi chuyển sang trạng thái La Nina có cường độ yếu trong khoảng thời gian từ T1 – T2/2025, với xác suất xảy ra ước tính đạt 80 – 95%.

Dự báo xác suất các pha ENSO

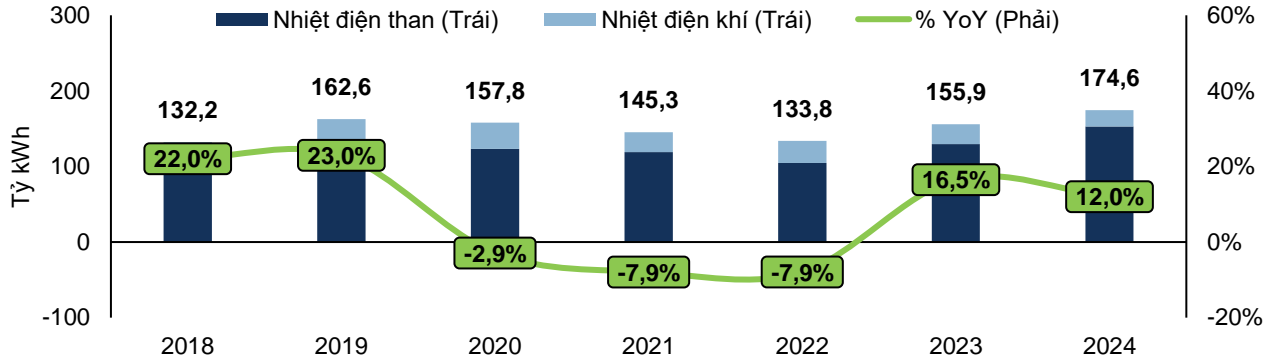


Nguồn: NOAA CPC & IRI

2. Nhiệt điện: Phân hóa giữa các loại hình

Sản lượng huy động của nhiệt điện trong năm 2024 tăng 12,0% YoY, đạt 174,6 tỷ kWh. Mức tăng trưởng chủ yếu đến từ nhiệt điện than với sản lượng huy động đạt 152,8 tỷ kWh, tăng 17,9% YoY, trong khi đó nhiệt điện khí ghi nhận giảm 17,1% YoY, chỉ đạt 21,8 tỷ kWh, do tình trạng thiếu hụt nhiên liệu đầu vào.

Diễn biến sản lượng huy động nhiệt điện than & khí các năm

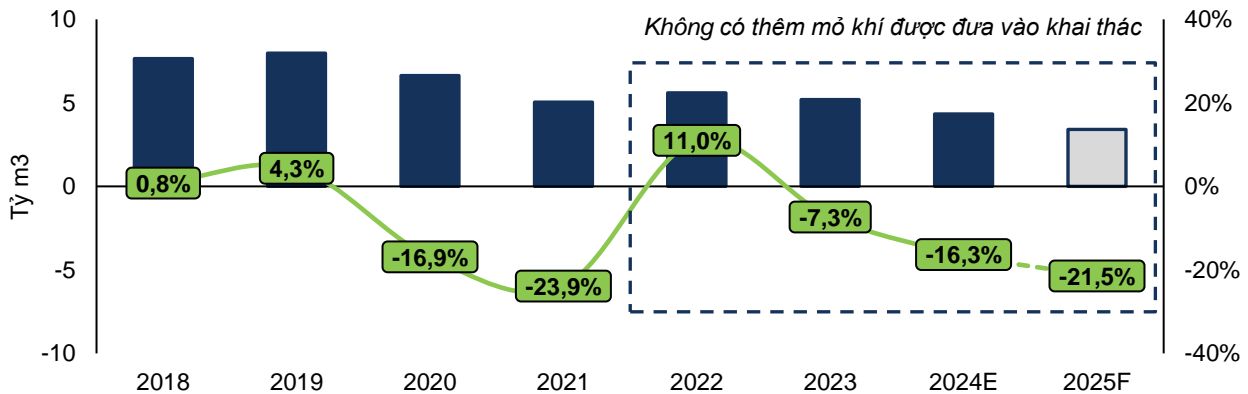


Nguồn: EVN

► Nhiệt điện khí: Sản lượng suy giảm do nguồn khí cung cấp thiếu hụt

Các doanh nghiệp nhiệt điện khí tiếp tục đối mặt với tình trạng cạn kiệt nguồn cung khí làm giới hạn sản lượng điện đầu ra. Chúng tôi dự báo tình trạng suy giảm này sẽ tiếp diễn trong năm 2025, với sản lượng khí phân bổ cho các nhà máy điện khí chỉ đạt khoảng 3,1 tỷ m³ (giảm 21,5% YoY) do trong giai đoạn này không có mỏ khí mới nào dự kiến được đưa vào khai thác.

Sản lượng khí cung cấp cho sản xuất điện

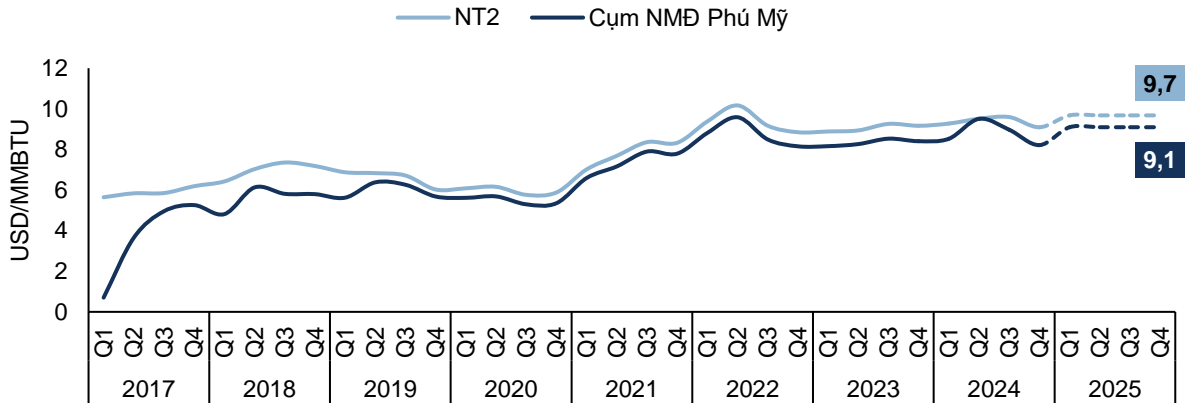


Nguồn: PV Gas, Bộ Công Thương, FPTTS tổng hợp & ước tính

Chi phí mua khí của các nhà máy điện tiếp tục duy trì quanh mức 8,8 – 9,4 USD/MMBTU (+3,4 – 5,6% YoY), do các nhà máy đang phải dần gia tăng tỷ trọng tiêu thụ nguồn khí LNG nhập khẩu hoặc khí tự nhiên từ các mỏ khí mới khai thác có giá miệng giếng và phí vận chuyển cao hơn.

Sang năm 2025, chúng tôi dự báo giá mua khí bình quân tại nhà máy sẽ tiếp tục tăng 3,3% YoY, đạt khoảng 9,1 – 9,7 USD/MMBTU do: (1) Sản lượng khí từ các mỏ cũ tiếp tục giảm nên phải gia tăng tỷ trọng sử dụng nguồn cung khí mới có giá miệng giếng và cước vận chuyển cao hơn. (2) Xu hướng trượt giá hàng năm các khoản chi phí vận chuyển và phân phối góp phần làm tăng giá mua khí bình quân của các đơn vị này.

Giá mua khí của các doanh nghiệp nhiệt điện khí dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao

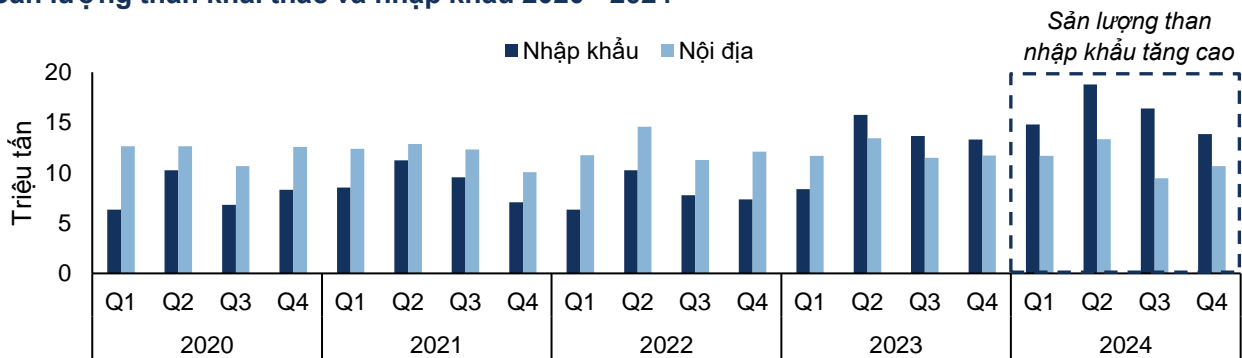


Nguồn: NT2, EVNGENCO3, FPTS tổng hợp

► Nhiệt điện than: Gia tăng huy động nhằm bù đắp thiếu hụt sản lượng từ các loại hình khác

Sản lượng nhiệt điện than trong năm 2024 ghi nhận mức tăng 17,8% YoY, đạt 152,7 tỷ kWh, nhằm đáp ứng nhu cầu phụ tải cao và bù đắp sự thiếu hụt từ các nguồn năng lượng khác. Hoạt động sản xuất điện của loại hình này được đảm bảo nhờ các đơn vị cung ứng trong nước tăng cường nhập khẩu than trong năm, đạt 63,8 triệu tấn (+24,9% YoY) trong khi vẫn duy trì ổn định sản lượng than khai thác nội địa.

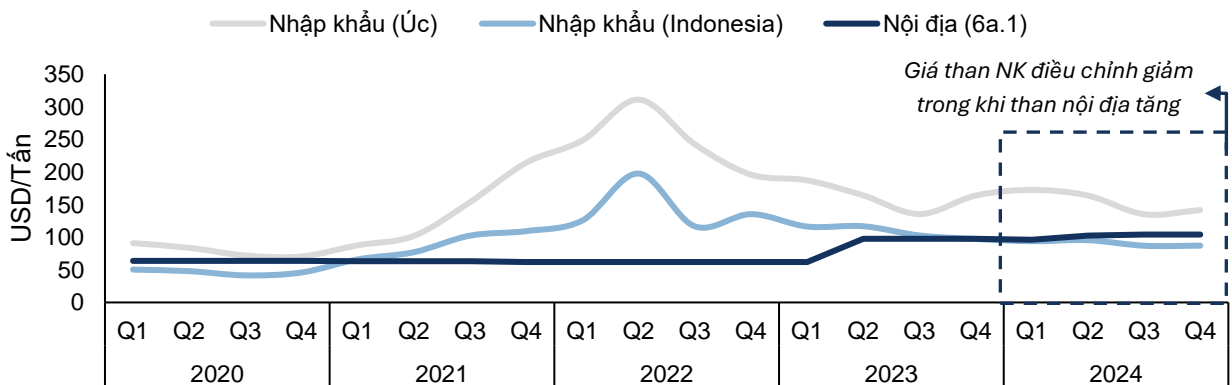
Sản lượng than khai thác và nhập khẩu 2020 - 2024



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, Tổng cục Thống Kê

Nhu cầu sử dụng nhiên liệu đốt tăng cao trong năm đã dẫn đến xu hướng gia tăng giá mua than bình quân của các nhà máy nhiệt điện. Cụ thể, giá than nội địa dành cho sản xuất điện ước tính đạt 101,6 USD/tấn (+14,7% YoY) làm giảm ảnh hưởng tích cực từ đà giảm giá than nhập khẩu bình quân từ Indonesia và Úc, lần lượt dao động trong khoảng 90,9 – 153,3 USD/tấn (tương đương giảm 5,8% & 16,1% YoY).

Biến động giá than nhập khẩu (CIF) và giá mua than nội địa cho sản xuất điện



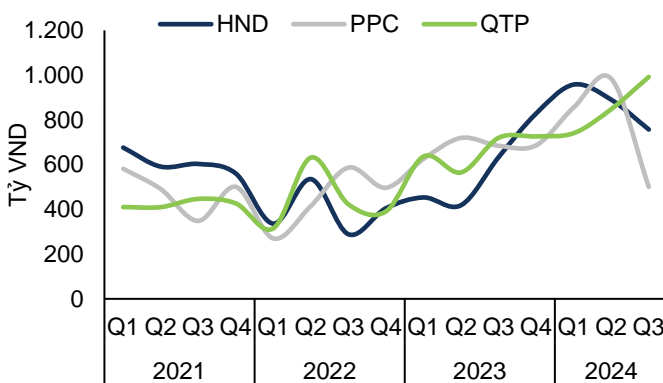
Nguồn: Tổng cục Hải Quan, Tổng cục Thống Kê, EVNGENCO3

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhiệt điện than sẽ đạt 176,4 tỷ kWh trong năm 2025 (+15,5% YoY) do được gia tăng huy động để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao và bù đắp sự thiếu hụt sản lượng từ các nguồn điện khác. Việc tăng trưởng công suất vận hành của nhiệt điện than sẽ được đảm bảo nhờ vào hai yếu tố chính:

(1) **Các doanh nghiệp nhiệt điện than hiện đang duy trì tồn kho nhiên liệu ở mức cao**, góp phần đảm bảo sản lượng than cho sản xuất điện trong năm tới.

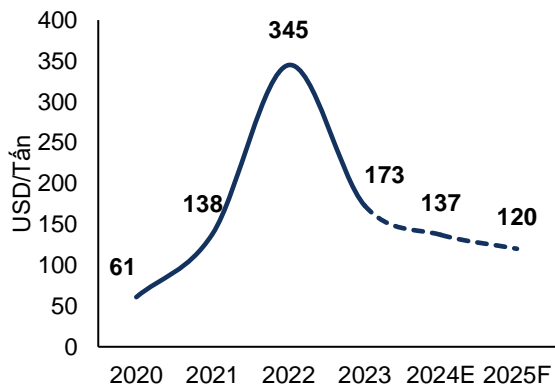
(2) **Giá than cho sản xuất điện dự kiến hạ nhiệt ở cả nhóm nội địa và nhập khẩu**. Cụ thể, sản lượng than khai thác trong nước của TKV cho điện tăng cao, ước tính đạt 55,3 triệu tấn (+11,2% YoY) giúp giá than nội địa quay về mức 2,1 triệu VND/tấn (giảm 16,5% YoY) như giai đoạn cuối năm 2023. Giá than nhập khẩu được dự báo cũng giảm xuống còn 120,0 USD/tấn (giảm 12,4% YoY), khi Trung Quốc – thị trường nhập khẩu than lớn nhất thế giới, chiếm gần 1/3 thị phần – giảm nhu cầu nhập khẩu than do thủy điện phục hồi và gia tăng phát triển nguồn điện tái tạo, với mục tiêu công suất đạt 1.720,0 GW vào năm 2025 (+31,3% YoY).

Giá trị hàng tồn kho của các doanh nghiệp nhiệt điện than



Nguồn: FPTS tổng hợp

Giá than quốc tế (FOB) kỳ vọng tiếp tục điều chỉnh giảm

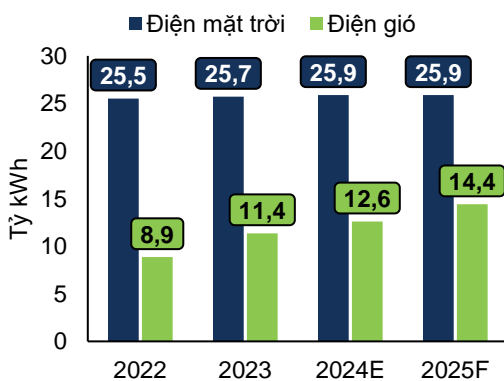


Nguồn: World Bank

3. Năng lượng tái tạo: Tăng trưởng hạn chế do cơ chế chưa đủ hấp dẫn

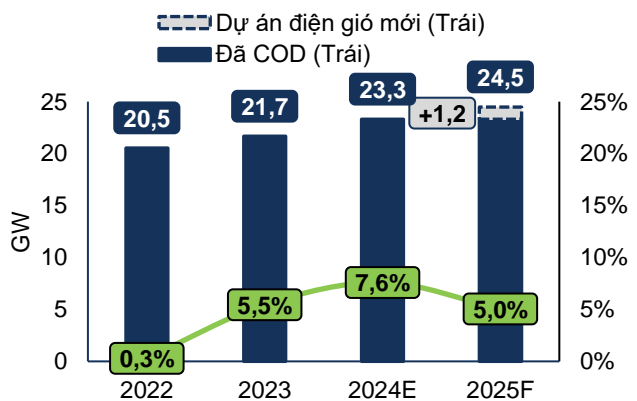
Sản lượng điện tái tạo năm 2024 ước đạt 39,6 tỷ kWh (+4,5% YoY) nhờ có thêm dự án điện gió chuyển tiếp hoàn thành đàm phán giá phát điện tạm thời với EVN và bắt đầu phát điện thương mại lên lưới trong năm, từ đó giúp mở rộng công suất đặt lên mức 23,3 GW (+7,6% YoY). Trong khi đó, sản lượng điện mặt trời trong năm vẫn duy trì quanh mức 25 tỷ kWh tương tự như năm 2023 do không có thêm dự án điện mặt trời được nối lưới trong năm.

Sản lượng điện sản xuất từ các nguồn tái tạo trong nước



Nguồn: EVN

Công suất đặt các nguồn điện tái tạo trong nước

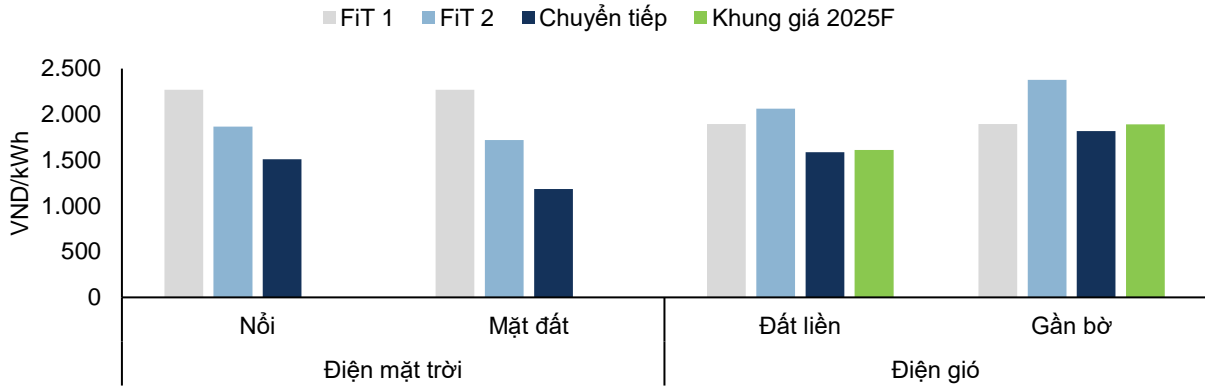


Nguồn: EVN, NSMO

Chúng tôi nhận định triển vọng của các nguồn năng lượng tái tạo trong năm 2025 sẽ không có nhiều chuyển biến, với mức sản lượng dự kiến đạt 41,9 tỷ kWh (+5,1% YoY), đến từ các dự án điện gió mới ký hợp đồng mua bán điện (PPA) trong năm. Mức tăng trưởng không lớn khi cơ chế giá phát điện do EVN đề xuất cho các dự án này không có nhiều thay đổi so với khung giá áp dụng cho các dự án chuyển tiếp. Cụ thể, giá trần được đề xuất cho các nhà máy điện gió trên đất liền là 1.610,5 VND/kWh, và 1.890,6 VND/kWh đối với các dự án điện gió gần bờ (tương ứng +1,5% và +4,1% so với giá chuyển tiếp). Với mức giá này, hiệu quả kinh doanh của các nhà máy năng lượng tái tạo dự báo sẽ tiếp tục đi ngang.

Bên cạnh đó, thời gian để các doanh nghiệp hoàn tất quá trình đàm phán giá điện có thể kéo dài do đây mới chỉ là khung giá đề xuất bởi EVN nên vẫn cần trải qua nhiều quy trình phức tạp trước khi khung giá chính thức được ban hành.

Diễn biến khung giá phát điện cho các nguồn tái tạo



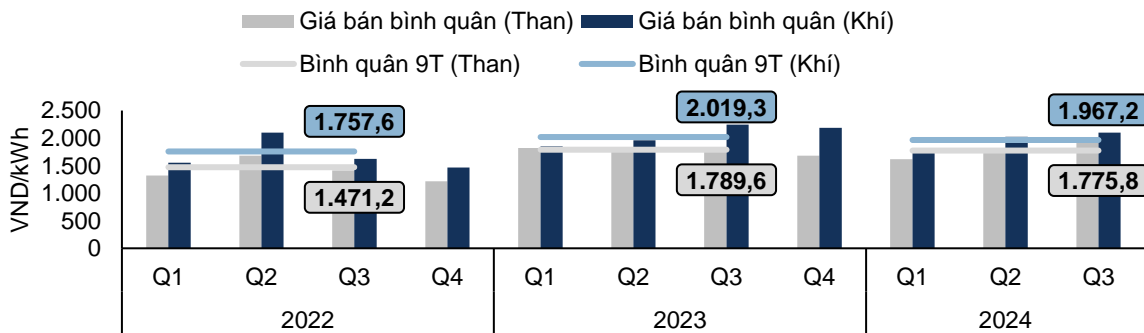
Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

4. Giá bán điện dự kiến điều chỉnh giảm trong năm 2025

Giá bán điện bình quân của các nhà máy nhiệt điện, cả than và khí giảm trong năm 2024, đạt khoảng 1.775,8 VND/kWh đối với điện than và 1.967,2 VND/kWh đối với điện khí (giảm 0,8% & 2,6% YoY) dù giá bán điện hợp đồng không thay đổi nhiều do giá nhiên liệu vẫn giữ mức cao.

Giá điện bình quân giảm đến từ việc thay đổi tỷ lệ sản lượng điện được phân bổ cho các hợp đồng mua bán điện (PPA) của các nhà máy, khiến các doanh nghiệp phải tăng tỷ trọng bán điện qua thị trường điện cạnh tranh với giá thấp hơn.

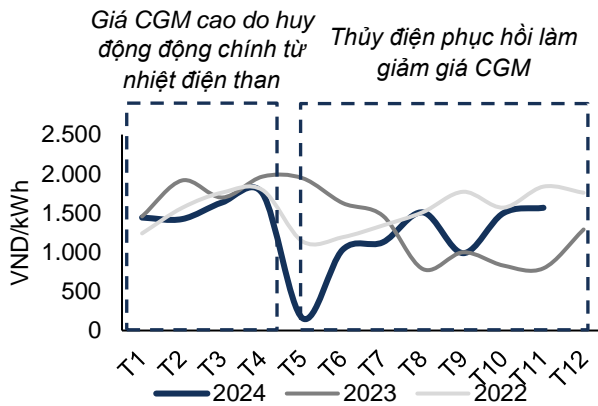
Giá bán điện bình quân của một số doanh nghiệp nhiệt điện



Nguồn: FPTS tổng hợp

Giá bán điện trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) bình quân 11T/2024 giảm 8,7% YoY, đạt 1.283,4 VND/kWh. Biên độ giá có sự biến động lớn, với mức giá cao trong Q1/2024 cao tương đương năm 2023 do sản lượng thủy điện thấp, bị ảnh hưởng bởi hiện tượng El Nino. Giá CGM sau đó giảm khi sản lượng thủy điện phục hồi nhưng quay về mức giá biên trong các tháng cao điểm, do tỷ trọng huy động nhiệt điện – loại hình có giá chào cao hơn – trên thị trường điện cạnh tranh tăng. Ảnh hưởng này đến từ việc thay đổi tỷ lệ phân bổ sản lượng điện cho hợp đồng PPA (tỷ lệ của các nhà máy nhiệt điện giảm xuống 70%, trong khi thủy điện tăng lên 98%).

Diễn biến giá toàn phần thị trường điện bình quân

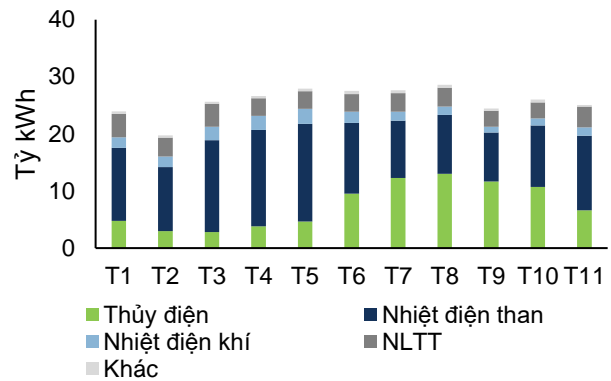


Nguồn: EVN, Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Dự báo trong năm 2025, giá phát điện bình quân của các doanh nghiệp sản xuất điện sẽ có sự thay đổi giữa các nhóm. Đối với nhiệt điện, chúng tôi kỳ vọng giá phát điện bình quân tăng nhờ Bộ Công Thương triển khai kế hoạch nâng tỷ lệ sản lượng điện thanh toán theo hợp đồng PPA về lại 80%, nhằm bảo đảm nguồn cung điện ổn định cho năm tới.

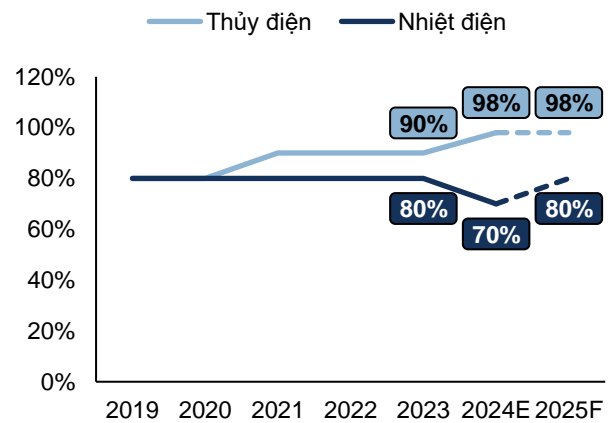
Trong khi đó, giá phát điện bình quân của nhóm thủy điện dự báo giảm do điều chỉnh giá CGM. Cụ thể, khi sản lượng điện của nhóm nhiệt điện tập trung vào các hợp đồng PPA, sản lượng điện trên thị trường cạnh tranh sẽ đến từ các loại hình có giá chào bán rẻ hơn, kéo theo giá điện trên thị trường giảm.

Cơ cấu sản lượng điện huy động năm 2024



Nguồn: EVN

Tỷ lệ phân bổ sản lượng điện cho theo PPA



Nguồn: Cục Điều tiết điện lực - ERAV

II. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

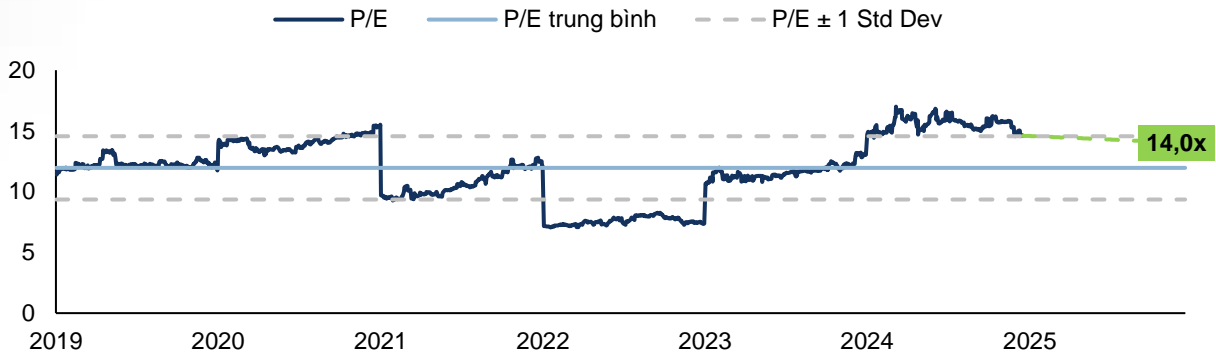
Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi sẽ dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 và đưa ra mức định giá phù hợp của hai nhóm doanh nghiệp sản xuất điện lớn trong ngành, bao gồm: (1) nhóm thủy điện và (2) nhóm nhiệt điện than.

1. Thủy điện – THEO DÕI

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của nhóm thủy điện trong năm 2025 sẽ đạt 5,7 nghìn tỷ VND, tăng trưởng 4,0% YoY. Động lực tăng trưởng chính đến từ triển vọng sản lượng điện phục hồi với mức tăng 2,8% YoY, đạt 91,2 tỷ kWh, nhờ điều kiện thủy văn chuyển sang pha La Nina có cường độ yếu, giúp các doanh nghiệp thủy điện phục hồi sau giai đoạn đáy của chu kỳ lợi nhuận.

Với mức dự phóng trên, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với nhóm doanh nghiệp thủy điện. P/E forward 2025 của nhóm dự kiến giảm xuống mức 14,0x, thấp hơn so với P/E trailing 4Q hiện tại là 14,6x.

Diễn biến P/E nhóm doanh nghiệp thủy điện



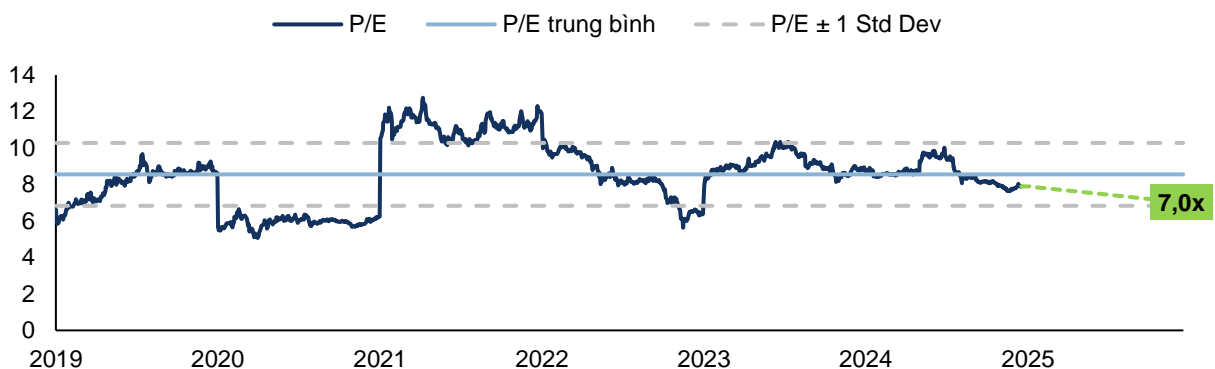
Nguồn: FPTTS tổng hợp

2. Nhiệt điện than – MUA

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của nhóm doanh nghiệp niêm yết sẽ ghi nhận mức tăng trưởng tích cực trong năm 2025. Tổng doanh thu thuần dự phóng đạt 39,1 nghìn tỷ VND (tăng 16,6% YoY), chủ yếu nhờ kỳ vọng sản lượng điện tăng 15,5% YoY, đạt 176,4 tỷ kWh, phù hợp với kế hoạch của Trung tâm Điều độ Hệ thống Điện Quốc gia. Tổng lợi nhuận sau thuế dự kiến đạt 2,5 nghìn tỷ VND (tăng 22,8% YoY), được hỗ trợ bởi biên lợi nhuận gộp bình quân năm 2025 ước đạt 7,8%, (+1,3 đpt YoY), phản ánh kỳ vọng tăng giá bán điện bình quân và giảm giá than ở cả thị trường nội địa và nhập khẩu.

Với những cơ sở này, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với nhóm nhiệt điện niêm yết trong năm 2025 với mức định giá P/E forward 2025 ở mức 7,0x, tương đối hấp dẫn khi thấp hơn mức trung bình giai đoạn 2019 – 2024.

Diễn biến P/E nhóm doanh nghiệp nhiệt điện



Nguồn: FPTTS tổng hợp

▶ NGÀNH DẦU KHÍ

Phân hóa giữa các mảng kinh doanh

Bức tranh đầu tư ngành dầu khí sẽ khó khăn khi giá dầu thô được dự báo sẽ có những biến động mạnh và nghiêng về chiều hướng giảm. Diễn biến giá dầu thô khó lường tiềm ẩn nhiều rủi ro về biến động giá cổ phiếu khi giá cổ phiếu ngành dầu khí thường có biến động cùng chiều với giá dầu thô. Tuy nhiên, khi nhìn chi tiết vào từng mảng kinh doanh trong ngành, kết quả kinh doanh sẽ có sự phân hóa nhờ vào cấu chuyện riêng của từng mảng kinh doanh từ đó mở ra các cơ hội đầu tư cho năm 2025, cụ thể:

Mảng dịch vụ khai thác THEO DÕI – CHỜ MUA: Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng nhờ vào hoạt động thượng nguồn ngành dầu khí trong nước sôi động trở lại mang lại khối lượng công việc lớn trong dài hạn.

Mảng lọc dầu BÁN: Năm 2025 sẽ là năm khó khăn của mảng lọc dầu do diễn biến giá dầu thô nghiêng về chiều hướng giảm sẽ ngăn cản khả năng hồi phục.

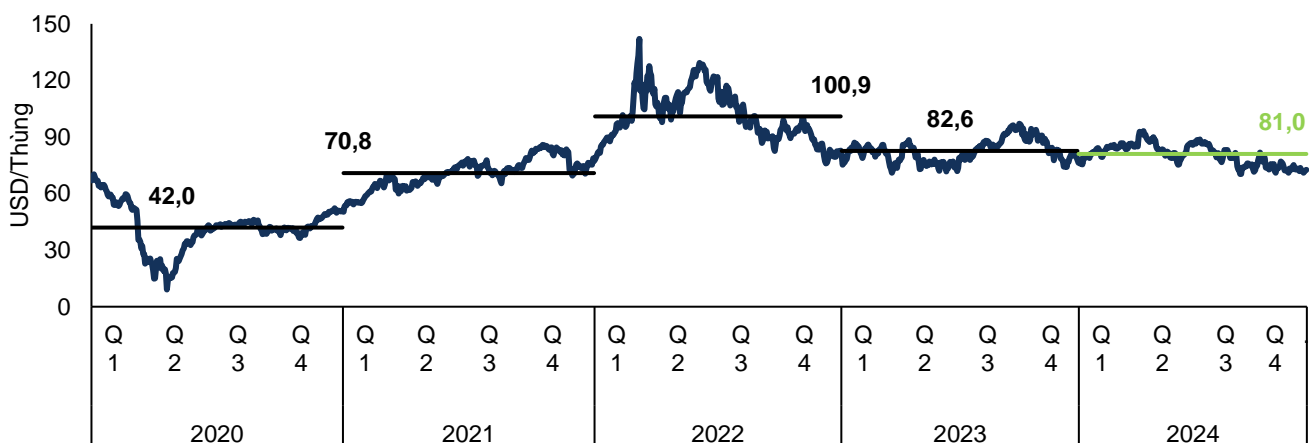
Mảng bán lẻ xăng dầu THEO DÕI – CHỜ MUA: Với kỳ vọng Nghị định kinh doanh xăng dầu sửa đổi sẽ được thông qua trong năm 2025 giúp hoàn thiện mô hình kinh doanh xăng dầu trong nước từ đó cải thiện biên lợi nhuận các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu.

Mảng khí THEO DÕI – CHỜ MUA: Kết quả kinh doanh ngắn hạn không khả quan do triển vọng tiêu cực kép khi nguồn cung khí trong nước sụt giảm và biên lợi nhuận thu hẹp giá bán khí giảm. Tuy nhiên triển vọng dài hạn tương đối khả quan nhờ các dự án khí nội địa mới trong giai đoạn 2026 – 2028 và khả năng cung cấp sản phẩm LNG.

I. GIÁ DẦU THÔ SẼ BIẾN ĐỘNG MẠNH VÀ NGHIÊNG VỀ CHIỀU HƯỚNG GIẢM

Giá dầu thô đi ngang trong năm 2024 nhờ nỗ lực hạn chế nguồn cung từ OPEC+: Giá dầu thô trong năm 2024 đạt trung bình 81,0 USD/thùng, giảm nhẹ 1,9% yoy, nằm trong diễn biến đi ngang từ H2/2022 – 2024. Giá dầu đi ngang chủ yếu nhờ nỗ lực cắt giảm sản lượng của OPEC+ trong khi tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ dầu thô chậm lại do nền kinh tế tăng trưởng kém, chủ yếu đến từ thị trường Trung Quốc.

Diễn biến giá dầu Brent trong giai đoạn 2020 – 2024:

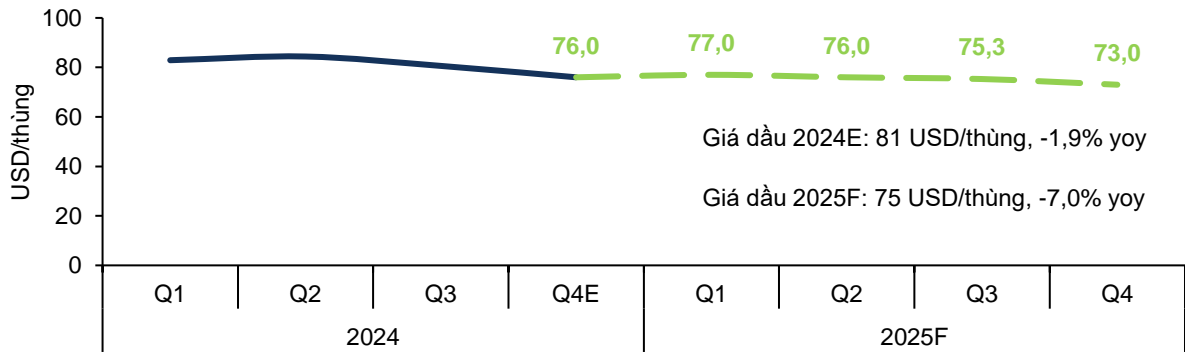


Nguồn: EIA, FPTS tổng hợp

Trong H2/2024, dù có các yếu tố hỗ trợ như: (1) OPEC+ liên tục gia hạn thời gian tăng sản lượng và (2) Căng thẳng tại Trung Đông leo thang và (3) Các gói kích thích nền kinh tế của Chính phủ Trung Quốc nhằm thúc đẩy kinh tế, giá dầu đã giảm về mức 70 – 75 USD thùng cho thấy triển vọng tiêu thụ khá tiêu cực.

Về triển vọng giá dầu thô trong năm 2025, chúng tôi dự phóng: (1) Giá dầu Brent sẽ giảm 7,0%, đạt trung bình 75 USD/thùng và (2) Diễn biến giá sẽ có biến động mạnh hoặc thậm chí có những đợt sụt giảm mạnh 10 – 15%, các đợt sụt giảm mạnh khả năng cao sẽ diễn ra vào đầu Q1 và Q2/2025 khi tương ứng với sự kiện: (i) Các chính sách mới được thi hành khi ông Donald Trump bắt đầu tiếp quản cương vị Tổng Thống và (ii) Thời điểm OPEC+ bắt đầu gia tăng sản lượng, cụ thể:

Dự phóng giá dầu năm 2025



Nguồn: FPT S dự phóng

Giá dầu thô giảm nhẹ 7,0% yoy trong năm 2025 do thặng dư nguồn cung dầu thô kỳ vọng gia tăng 0,5 – 1,0 triệu thùng/ngày (0,5% – 0,9% nhu cầu tiêu thụ dầu thô năm 2025) chủ yếu đến từ việc OPEC+ dần tăng sản lượng từ gói cắt giảm tự nguyện 2,2 triệu thùng từ tháng 4/2025. Mức thặng dư không cao nhờ OPEC+ gia hạn hai gói cắt giảm còn lại (tổng cộng 3,66 triệu thùng) và kỳ vọng nhu cầu hồi phục từ thị trường Trung Quốc khi các chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ tác động tích cực lên nền kinh tế.

Bảng 1: Các gói cắt giảm sản lượng của OPEC+

Gói cắt giảm	Sản lượng	Loại cắt giảm	Cập nhật
Tháng 11/2022	2,0 triệu thùng/ngày	Bắt buộc	Hết hạn vào T12/2024. Gia hạn đến T12/2025 vào cuộc họp T6/2024. Gia hạn đến T12/2026 trong cuộc họp T12/2024.
Tháng 4/2023	1,66 triệu thùng/ngày	Tự nguyện (8 thành viên OPEC+)	Hết hạn vào T12/2024. Gia hạn đến hết T12/2025 vào cuộc họp T6/2024. Gia hạn đến T12/2026 trong cuộc họp T12/2024.
Tháng 11/2023	2,2 triệu thùng/ ngày	Tự nguyện (8 thành viên OPEC+)	Hết hạn vào T6/2024. Gia hạn đến hết T9/2024 vào cuộc họp T6/2024. Gia hạn đến hết T11/2024 vào T9/2024. Gia hạn đến hết T12/2024 vào T11/2024. Gia hạn đến T3/2025 trong cuộc họp 12/2024. Tăng dần từ T4/2025 – T9/2026.

Nguồn: OPEC+ FPT S tổng hợp

Tổng thống Trump tái đắc cử mang lại nhiều biến số cho diễn biến giá dầu. Giá dầu thô trong năm 2025 sẽ có biên độ biến động lớn đến từ các chính sách gây áp lực giảm lên giá dầu của Tổng Thống Trump bao gồm: (1) Các hàng rào thuế quan làm giảm tốc tăng trưởng kinh tế và thương mại toàn cầu từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ dầu thô và (2) Chính sách thúc đẩy phát triển năng lượng hóa thạch làm tăng nguồn cung dầu thô từ Mỹ. Ở chiều ngược lại, nguồn cung dầu thô tại Iran (3,2% nguồn cung dầu thô thế giới) có thể gặp bất ổn đến từ các biện pháp trừng phạt của Mỹ và các đồng minh hoặc việc Israel tiến hành tấn công vào các cơ sở sản xuất xăng dầu của Iran khi căng thẳng leo thang giữa hai quốc gia.

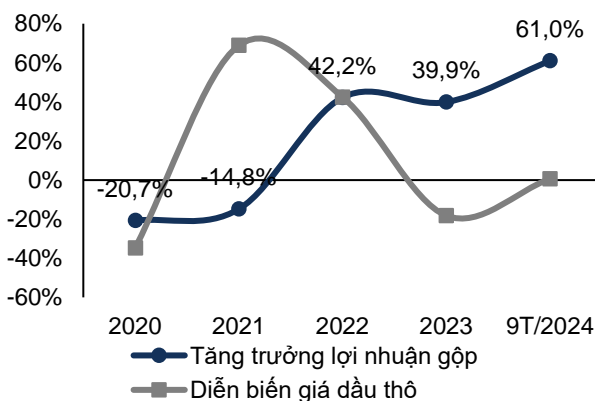
II. MẢNG DỊCH VỤ THĂM DÒ KHAI THÁC: HOẠT ĐỘNG THƯỢNG NGUỒN DẦU KHÍ TRONG NƯỚC ĐƯỢC ĐẨY MẠNH MANG LẠI KHỐI LƯỢNG CÔNG VIỆC LỚN

Khối lượng công việc và đơn giá dịch vụ là yếu tố chính tác động lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Biến động giá dầu tác động gián tiếp đến hoạt động kinh doanh thông qua vốn đầu tư vào thăm dò và khai thác dầu khí. Giá dầu thô tăng và duy trì mức cao > 70 USD/thùng sẽ thúc đẩy đầu tư mới và hoạt động khai thác trong khu vực Đông Nam Á từ đó mang lại khối lượng công việc và đơn giá dịch vụ cao và ngược lại do đó diễn biến kết quả kinh doanh của nhóm dầu khí thường có độ trễ so với diễn biến giá dầu.

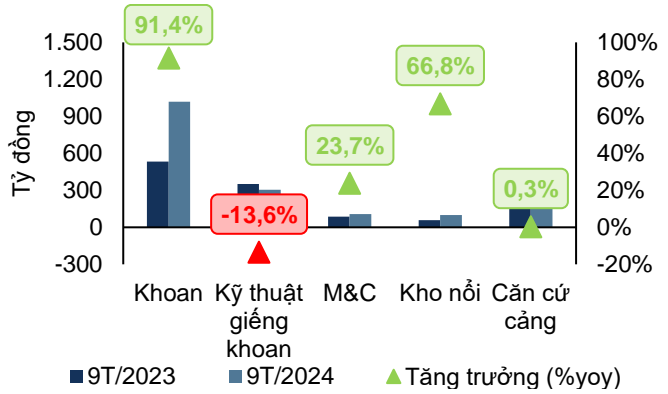
1. Triển vọng 2025: Hoạt động thượng nguồn trong nước được đẩy mạnh mang lại khối lượng công việc lớn trong dài hạn

Trong 9T/2024, kết quả kinh doanh nhóm dịch vụ thăm dò và khai thác dầu khí thể hiện sự trễ pha với giá dầu khi kết quả kinh doanh diễn biến tích cực với lợi nhuận gộp tăng 61,1% trong khi giá dầu thô đi ngang.

Tăng trưởng LNG nhóm Dịch vụ khai thác



Lợi nhuận gộp theo từng dịch vụ khai thác



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTSS tổng hợp

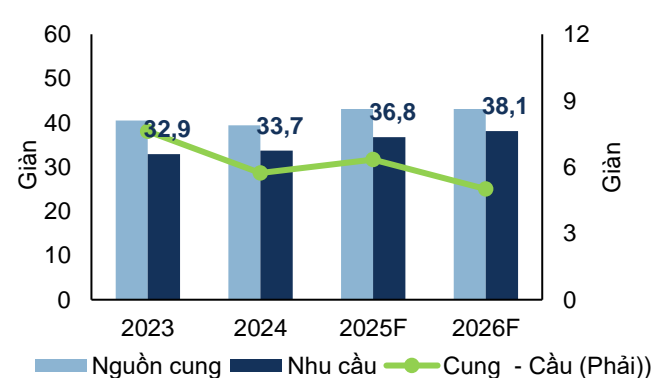
Khi bóc tách từng loại hình dịch vụ, tăng trưởng lợi nhuận gộp chủ yếu đến từ nhóm dịch vụ khoan khi hoạt động thượng nguồn ngành dầu khí tại khu vực Đông Nam Á sôi động trong khi tình hình thượng nguồn trong nước vẫn còn ảm đạm do các dự án lớn đều trễ tiến độ từ 3 – 6 tháng và bắt đầu triển khai từ H2/2024.

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh nhóm dịch vụ khai thác sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2025 từ đó kéo dài độ trễ giữa tăng trưởng H&KD và diễn biến giá dầu trong chu kỳ 2021 - nay nhờ: (1) Mảng khoan giữ vững tăng trưởng khi tham gia vào các hợp đồng đã ký kết tại thị trường nước ngoài với giá thuê cao hơn. (2) Các dự án dầu khí trong nước được triển khai kéo theo khối lượng công việc lớn.

► Hoạt động thượng nguồn dầu khí tại Đông Nam Á vẫn tiếp tục sôi động.

Chúng tôi cho rằng hoạt động thượng nguồn dầu khí tại khu vực Đông Nam Á sẽ vẫn sẽ khả quan khi giá dầu tiếp tục neo ở mức cao, khoảng 75 USD/thùng, cao hơn mức khai thác bình quân trong khu vực Đông Nam Á là 60 – 65 USD/thùng. S&P Global dự báo với kịch bản giá dầu trên 70 USD/thùng, hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tại thị trường Đông Nam Á vẫn sẽ tiếp tục khả quan kéo theo nhu cầu giàn khoan đạt trung bình 36,8 giàn (+9,2% yoy) trong năm 2025 và 38,1 giàn (3,7% yoy) trong năm 2026.

Dự phóng nhu cầu giàn khoan khu vực ĐNÁ



Nguồn: S&P Global Platts

► **Hoạt động thượng nguồn trong nước được đẩy mạnh trong năm 2025.**

Sau khi lần lượt trượt tiến độ, các dự án dầu khí đã bắt đầu triển khai trong cuối 2024 như: (1) Gói thầu xây lắp giàn xử lý trung tâm (CPP) Lạc Đà Vàng A, (2) 3 gói thầu EPCI # 1, 2, 3 của dự án Lô B – Ô Môn được trao thầu hoàn toàn, bảo chứng cho sự tăng trưởng về khối lượng công việc xây lắp trong năm 2025. Bên cạnh đó các dự

án dầu khí tiềm năng khác có tiến triển mới dẫn đến khả năng giai đoạn 2025 - 2028 như: (1) Nam Du – U Minh đã có các cam kết về khung giá khí vào 1/2024, (2) Dự án Khánh Mỹ – Đầm Dơi được ký kết văn bản ghi nhớ (MOU) về hợp đồng mua bán khí (GPSA) và (3) Dự án Thiên Nga – Hải Âu liên tiếp ghi nhận những bước tiến mới trong năm 2024.

Thông tin và cập nhật tiến độ dự án dầu khí triển khai trong giai đoạn 2025F – 2028F

Dự án	Lô	Capex (Tr USD)	Trữ lượng	Chủ đầu tư	Tình trạng	First gas/oil
Dự án khí						
Lô B	52/97; 58/95	4.500	107 tỷ m3	Phú Quốc POC bao gồm PVN (42,9%), PVEP (26,8%), MOECO (2,6%) PTTEP (7,7%)	Khởi công xây dựng trong T9/2024 với việc PQPOC trao thầu hoàn toàn các gói thầu EPCI #1, EPCI #2 và EPCI #3.	2027
Sự tử trắng - GD 2	15-1	1.100	24 tỷ m3	Cửu Long JOC bao gồm PVEP (50%), Conoco Phillips (23,25%), KNOC (14,5%), SKI (9%), Geopetrol (3,5%)	Được gia hạn hợp đồng phân chia sản phẩm nhờ Luật dầu khí sửa đổi. Thượng nguồn: Dự kiến có FID trong năm 2025. PVS đang tham gia đấu thầu. Trung nguồn: GAS đang hoàn thiện Nghiên cứu khả thi – Kì vọng phê duyệt trong 2024.	2027
Nam Du - U Minh	46/07;51	750	6 tỷ m3	Jadestone Energy (100%)	T1/2024: Ký kết thỏa thuận khung (HOA) với GAS về việc mua bán khí.	
Khánh Mỹ - Đầm Dơi	46/13	250	4,01 tỷ m3	PVEP	T6/2024: Ký biên bản ghi nhớ (MOU) về hợp đồng mua bán khí (GPSA) với GAS T3/2024: Ký MOU về hợp đồng GPSA với GAS	
Thiên Nga - Hải Âu	12.11	349	7,43 tỷ m3	Zarubezneft EP Vietnam	T5/2024: Đạt thỏa thuận phát triển mô với PVEP và GAS T11/2024: Ký HOA với PVEP về kết nối vào hệ thống 11-02 hiện hữu	2026
Dự án dầu						
Lạc Đà Vàng	15-1/05	693	63 triệu thùng	Murphy Oil (40%). PVEP (35%), SKI (25%)	Đã có FID vào 11/2023 PVS trúng gói thầu xây lắp Giàn xử lý trung tâm LDV-A	2027
Tổng		7.642				

Với các dự án trên, chúng tôi dự phóng tổng giá trị đầu tư các dự án dầu khí trong nước trong giai đoạn 2025 – 2028 sẽ đạt 7,5 tỷ USD, tương đương với mức đầu tư trung bình 1,9 tỷ USD/năm, tăng 172,9% so với ước tính thực hiện trong năm 2024.

► **Dịch vụ khoan: Tiếp tục tăng trưởng với các hợp đồng đã ký kết, thực hiện đầu tư giàn mới**

Kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng với các hợp đồng đã ký kết: Các giàn khoan của PVD đều đang có việc làm tại thị trường nước ngoài đến hết 2026. Với kế hoạch khoan trên, trung bình giá thuê tự nâng của PVD dự kiến tăng nhẹ 6,3% yoy, đạt 100 nghìn USD/ngày trong năm 2025 nhờ giàn PVD III tham gia kế hoạch khoan mới với khách hàng Pertamina (Indonesia) từ T4/2025, các giàn khoan khác tiếp tục thực hiện chiến dịch khoan đã ký kết.

PVD chia sẻ rằng các giàn khoan tự nâng sẽ thực hiện chiến dịch khoan dài hạn với khách hàng hiện tại đến hết năm 2028, trong đó có giàn PVD II đã được công bố kế hoạch khoan mở rộng cho khách hàng Pertamina đến hết 2028.

Cập nhật lịch khoan các giàn khoan của PVD

Giàn khoan	2025F				2026F			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
PVD I	PCSB - Malaysia				Tùy chọn gia hạn			
PVD II	Pertamina - Indonesia				Tùy chọn gia hạn			
PVD III	Pertamina - Indonesia							
PVD VI	PCSB - Malaysia				Tùy chọn gia hạn/KH trong nước			
PVD V (TAD)	BSP - Brunei							

PVD đang thực hiện đầu tư 1 – 2 giàn khoan nhằm đáp ứng cho các chiến dịch khoan trong nước. Với tình hình thượng nguồn dầu khí trong nước đang ảm đạm và các giàn khoan đều hoạt động ở thị trường nước ngoài, PVD công bố đã hoàn thành đầu tư 1 giàn khoan tự nâng nhằm phục vụ cho chiến dịch khoan trong nước. Giàn khoan sau tiếp nhận, sẽ được bảo dưỡng và nâng cấp trong vòng 6 tháng và sẽ tham gia vào chiến dịch khoan trong nước từ Q4/2025. Bên cạnh đó, PVD vẫn đang tìm kiếm thêm các cơ hội đầu tư giàn khoan trên thị trường với kế hoạch đầu tư 1 – 2 giàn cho đến năm 2026.

► **Dịch vụ M&C: Đóng góp chủ đạo vào tăng trưởng mảng dịch vụ thăm dò khai thác dầu khí.**

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh dịch vụ M&C sẽ đóng vai trò chủ đạo trong tăng trưởng nhóm dịch vụ thăm dò và khai thác dầu khí trong năm 2025 nhờ khối lượng công việc lớn, đạt 752 triệu USD, tăng 112,3% so với ước tính công việc thực hiện trong năm 2024 nhờ:

Đóng góp của các dự án dầu khí trong nước với tổng giá trị ghi nhận khoảng 300 triệu USD, tăng trưởng 328,6% yoy nhờ ghi nhận các dự án: (1) các hợp đồng xây lắp EPCI #1, EPCI #2 và EPCI #3 của Lô B – Ô môn được khởi công hoàn toàn từ tháng 11/2024 với tổng giá trị đạt 1.100 triệu USD, (2) hợp đồng xây lắp giàn xử lý trung tâm LDV-A với giá trị khoảng 150 triệu USD và (3) Khả năng đấu thầu thành công hai dự án EPCI #4 – lắp đặt 300km đường ống ngoài khơi cho dự án Lô B – Ô Môn với giá trị khoảng 400 triệu USD và 2 giàn đầu giếng cho dự án Lạc Đà Vàng, khoảng 150 triệu USD.

Tiếp tục tham gia vào các dự án xây lắp điện gió mới với tổng giá trị ghi nhận khoảng 405 triệu USD, tăng trưởng 41,9% yoy nhờ: (1) Tiếp tục thực hiện các dự án điện gió được ký kết trong năm 2023 như: Dự án EPC 33 chân đến điện gió, EPC 4 trạm biến áp ngoài khơi với công suất 375 MW cho dự án Baltica 2 (Ba lan) và EPC trạm biến áp ngoài khơi với công suất 500 MW cho dự án Fengmiao (Đài Loan), (2) Ký kết thành công dự án EPC 35 chân điện gió ngoài khơi cho khách hàng tại Đài Loan được công bố vào T12/2024.

Dự phóng doanh thu ghi nhận các dự án của PVS trong năm 2025:

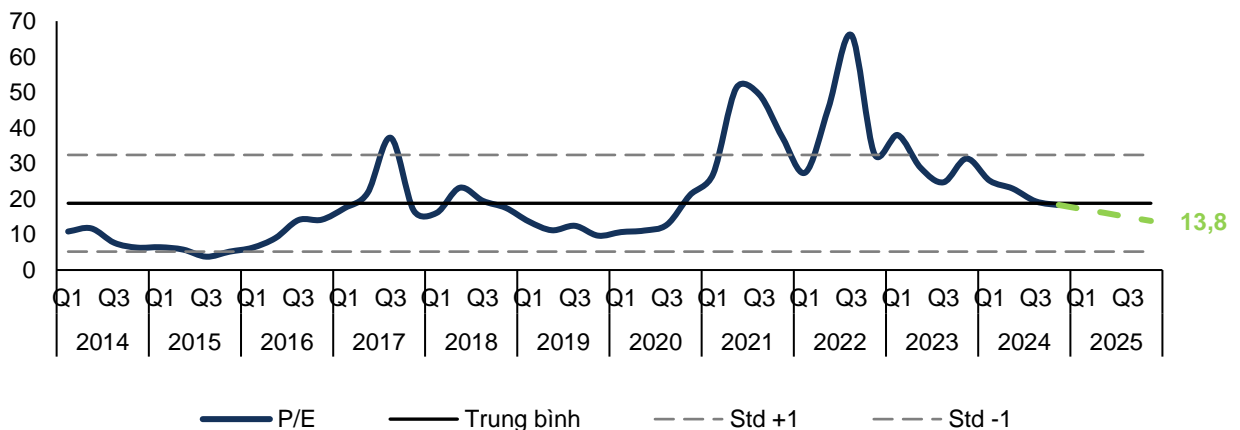
STT	Dự án	Tổng giá trị	Doanh thu		Giá trị còn lại đến 2028F	Thời gian	Thông tin dự án
			Năm 2024	Năm 2025			
Dự án dầu khí ngoài khơi							
1	Gallaf GD 3	380	35	0	0	Q4/2021 - Q1/2024	PVS trúng thầu hai giàn đầu giếng cho dự án thuộc mỏ Al-Shasheen tại Qatar Dự án Lô B – Ô Môn bao gồm 4 gói thầu xây lắp, trong đó: EPCI#1 - EPCI 1 giàn CPP và giàn nhà ở thuộc về liên danh Mc Dermott - PVS với phần thuộc về PVS là 493 triệu USD.
2	Lô B - Ô Môn	1,550	25	230	1,295	Q1/2024 - 2028	EPCI#2 - EPCI 4 giàn đầu giếng thuộc về PTSC M&C (Công ty con của PVS) với giá trị ước tính đạt 400 triệu USD. EPCI#3 - Lắp đặt ~100km đường ống trên bờ thuộc về liên danh Lima18 - PVS với phần thuộc về PVS là 300 triệu USD. EPCI#4 - Lắp đặt ~300km đường ống ngoài khơi 26 inch, bên thắng thầu tiềm năng là PTSC M&C với giá trị ước tính khoảng 400 triệu USD.

3	Lạc Đà Vàng (*)	320	10	70	240	Q2/2024 - Q4/2026	Đấu thầu 1 giàn trung tâm CPP và 2 giàn đầu giếng LDV
Dự án điện gió ngoài khơi							
4	Hai Long 2 -3	68	17	0	0	Q3/2022 - Q1/2024	EPCI 2 trạm biển áp ngoài khơi Đài Loan
5	Greater Changhua 2b&4	320	170	150	0	Q3/2023 - Q4/2025	EPC 33 chân đế trụ điện cho dự án điện gió ngoài khơi Đài Loan
6	Baltica 2	180	68	85	27	Q4/2023 - Q1/2026	Liên danh Semco Maritime và PTSC M&C trao hợp đồng EPC 4 trạm biển áp ngoài khơi với công suất 375 MW cho dự án ngoài khơi Ba Lan.
7	Fengmiao	100	30	40	30	Q1/2024 - Q2/2026	Liên danh Semco Maritime và PTSC M&C trao hợp đồng EPC trạm biển áp ngoài khơi với công suất 500 MW tại ngoài khơi Đài Loan
8	Dự án điện gió năm 2024	400	0	80	320		Thực hiện 35 chân đế cho khách hàng tại Đài Loan
9	Dự án điện gió tiềm năng (*)	400	0	50.0	350.0	Q3/2024 - Q4/2028	PVS chia sẻ cuối 2024 - đầu 2025 rằng sẽ kiếm thêm 1 hợp đồng xây lắp điện gió ngoài khơi khoảng 400 triệu USD.
Tổng		3,750	374	705	2,262		

2. Khuyến nghị và định giá:

Với triển vọng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí phục hồi nhờ giá dầu giữ mức cao mang đến khối lượng công việc lớn cho mảng dịch vụ khai thác, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của mảng dịch vụ khai thác sẽ tăng 31,1% yoy trong đó 2 mảng chính bao gồm: **(1) Dịch vụ khoan tăng 21,3% yoy** nhờ giá cho thuê giàn khoan tự nâng trung bình tăng 7,5% yoy với hiệu suất đạt 99% và **(2) Dịch vụ xây lắp tăng 55,4% yoy** chủ yếu nhờ ghi nhận đóng góp của các dự án xây lắp công trình dầu khí trong nước. Với dự phóng trên, P/E forward trong năm 2025 của mảng sẽ đạt 13,8x thấp hơn mức P/E trung bình.

P/E nhóm các doanh nghiệp trong mảng dịch vụ dầu khí



Nguồn: PVS, PVD, PVB, PXS, FPTSS tổng hợp

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** đối với mảng dịch vụ thăm dò – khai thác dầu khí do: (1) nhóm cổ phiếu ngành dầu khí có biến động rất sát đối với diễn biến giá dầu và (2) tồn tại rủi ro giá cổ phiếu giảm khi triển vọng giá dầu dự đoán sẽ có những biến động mạnh và thiên về chiều hướng giảm trong năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng thời điểm mua vào thích hợp cổ phiếu nhóm dịch vụ khai thác dầu khí khi diễn ra các đợt giảm mạnh của giá dầu xảy ra trong đầu Q1 và Q2/2025 hoặc khi giá cổ phiếu có mức chiết khấu 10 – 15% so với mức giá đóng cửa ngày 31/12/2024.

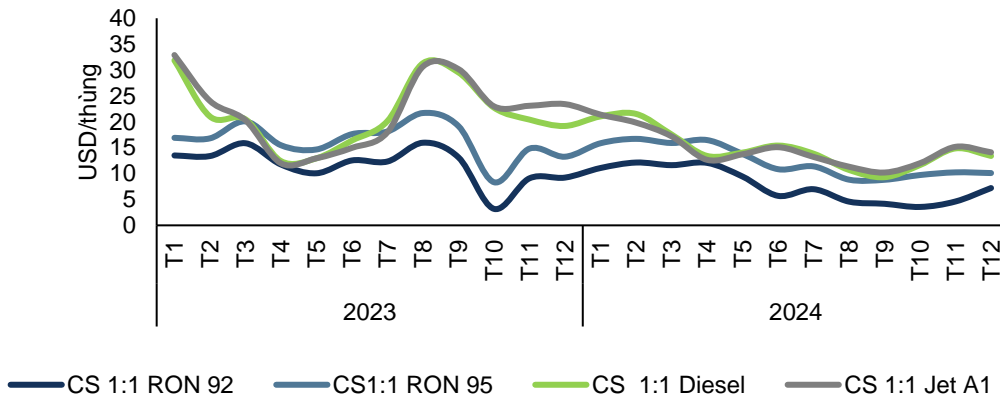
III. MẢNG LỘC DẦU: GIÁ DẦU GIẢM ẢNH HƯỞNG ĐẾN KHẢ NĂNG HỒI PHỤC

Đối với mảng lọc dầu, chênh lệch giá xăng dầu thành phẩm với giá dầu thô (crack spread) là yếu tố quyết định đến kết quả kinh doanh. Ngoài ra, diễn biến giá dầu thô có tác động đến kết quả kinh doanh mảng lọc dầu thông qua tác động của hàng tồn kho do: (1) Diễn biến giá xăng dầu thường biến động theo giá dầu thô và (2) Doanh nghiệp lọc dầu thường phải trữ lượng dầu thô khoảng 20 ngày hoạt động, từ đó khiến crack spread thực của doanh nghiệp lọc dầu thấp hơn crack spread trên thị trường trong điều kiện giá dầu giảm và ngược lại.

1. Triển vọng 2025: Giá dầu giảm kìm hãm đà tăng trưởng

Trong 9T/2024, kết quả kinh doanh mảng lọc dầu ghi nhận sự sụt giảm mạnh khi lợi nhuận ròng chỉ đạt 715 tỷ đồng, giảm 88,5% yoy. Nguyên nhân của sự sụt giảm đến từ: (1) Sản lượng giảm 15,3% yoy trong 9T/2024 khi nhà máy lọc dầu Dung Quất tiến hành bảo dưỡng lớn trong T3 – T5/2024, (2) Crack spread các sản phẩm xăng dầu giảm do nhu cầu tiêu thụ trong khu vực Đông Nam Á thấp, chủ yếu đến từ: (i) nhu cầu tiêu thụ kém khả quan tại thị trường Trung Quốc, (ii) xuất khẩu dầu diesel sang Châu Âu bị thay thế từ nguồn cung từ Châu Phi khi nhà máy lọc dầu Dangnote tại Nigeria đi vào hoạt động và căng thẳng trên biển Đỏ. Trong Q3/2024 với đà giảm mạnh của giá dầu và crack spread các sản phẩm xăng dầu, mảng lọc dầu đã ghi nhận kết quả kinh doanh âm.

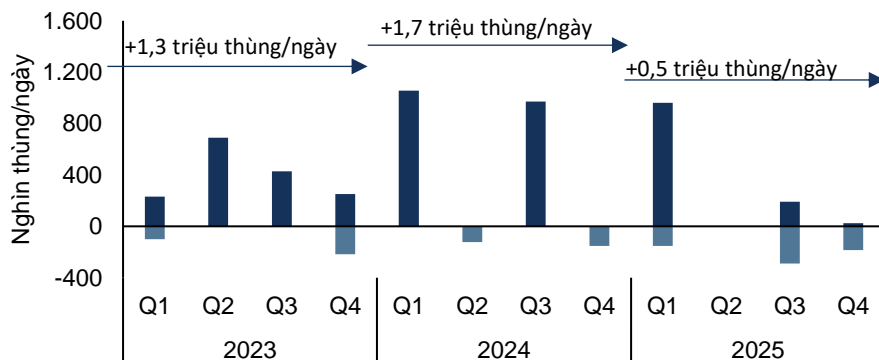
Crack spread xăng dầu trên thị trường Châu Á - TBD



Nguồn: EIA, Bộ công thương, FPTS ước tính

Kỳ vọng crack spread hồi phục từ mức thấp: Trong Q4/2024, crack spread các sản phẩm xăng dầu tại thị trường Đông Nam Á có dấu hiệu hồi phục nhờ các biện pháp kích thích kinh tế và chính sách hạn chế xuất khẩu xăng dầu thông qua giảm hoàn thuế xuất khẩu xăng dầu (từ 13% còn 9%, tương đương 3 – 4 USD/thùng) từ Chính Phủ Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng, crack spread xăng dầu thành phẩm trong năm 2025 sẽ có mức tăng trưởng nhẹ so với mức crack spread trong H2/2024 đến từ kỳ vọng cung cầu xăng dầu trong khu vực duy trì ổn định khi: (1) Nhu cầu hồi phục tại thị trường Trung Quốc khi các biện pháp kích thích của Chính Phủ nước này có tác động tích cực đến nền kinh tế kéo theo nhu cầu xăng dầu nội địa hồi phục (2) Nguồn cung tăng trưởng nhẹ sau Q1/2025 do không còn dự án mới/mở rộng công suất trong năm 2025.

Tăng trưởng nguồn cung lọc dầu



Nguồn: Wood Mackenzie, FPTS tổng hợp

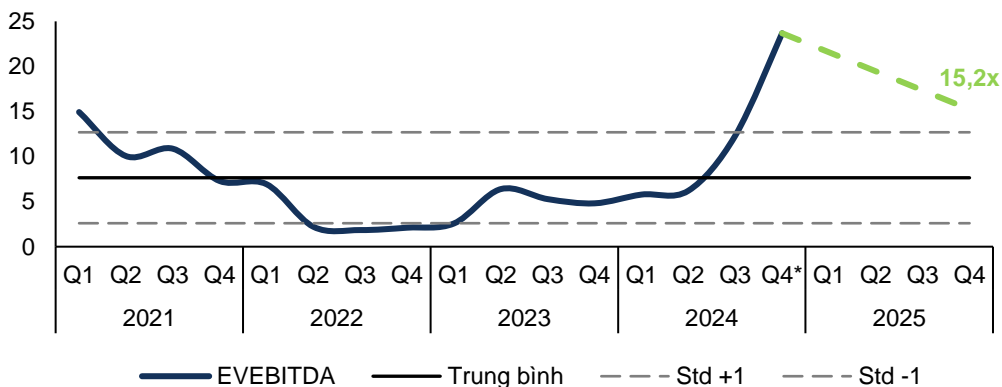
Về mức độ hồi phục, các sản phẩm diesel và jet A1 sẽ có mức độ hồi phục tốt hơn so với sản phẩm xăng do nhu cầu xăng đang dần thay thế bởi xe điện tại thị trường Trung Quốc, từ đó gây áp lực giảm nhu cầu tiêu thụ xăng trong khu vực. Chúng tôi dự phóng: (1) Crack spread xăng RON 95 sẽ đạt trung bình 11,2 USD/thùng, giảm 9,6% yoy, tăng 12,2% so với mức thấp trong H2/2024, (2) Crack spread dầu diesel và jet A1 đạt 15,3 USD/thùng và 15,0 USD/thùng, lần lượt 3,9% yoy và 2,3% yoy.

Biến động giá dầu nghiêng về chiều hướng giảm gây áp lực lên đà hồi phục: Với kịch bản giá dầu dự báo sẽ có nhiều biến động trong năm 2025, chúng tôi cho rằng các đợt sụt giảm mạnh của giá dầu có thể tác động tiêu cực đến kết quả kinh doanh nhóm lọc dầu thông qua tác động hàng tồn kho (BSR ghi nhận mức lỗ ròng 1.210 tỷ đồng trong Q3/2024 khi giá dầu giảm mạnh 13% trong quý), từ đó thu hẹp khả năng hồi phục trong năm 2025.

2. Định giá và khuyến nghị

Với triển vọng kinh doanh năm 2025 hồi phục từ mức thấp: (1) khi sản lượng tăng do nhà máy không tiến hành bảo dưỡng và Crack spread xăng dầu thành phẩm hồi phục, (2) Đà tăng trưởng có khả năng bị kìm hãm bởi các đợt sụt giảm của giá dầu, chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng của nhóm lọc dầu sẽ đạt 2.130 tỷ đồng trong năm 2025, tương đương với mức EV/EBITDA đạt 15,5x, cao hơn mức trung bình trong giai đoạn 2019 – 2024. Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với mảng lọc dầu do triển vọng hồi phục bị hạn chế và mức định giá không hấp dẫn.

Định giá EVEBITDA mảng lọc dầu



Nguồn: BSR, FPTS tổng hợp

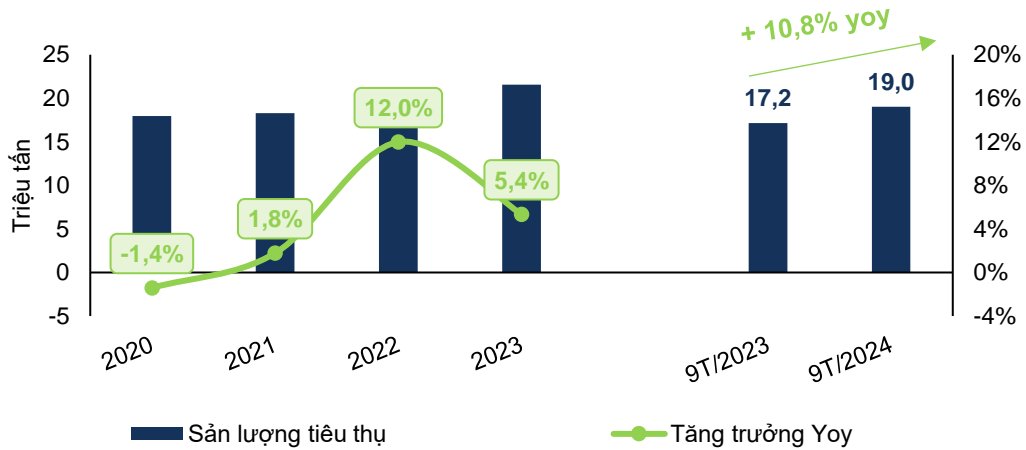
IV. MẢNG BÁN LẺ XĂNG DẦU: LỢI NHUẬN CẢI THIỆN NHỜ HOÀN THIỆN MÔ HÌNH KINH DOANH XĂNG DẦU

Hoạt động kinh doanh bán lẻ xăng dầu được quản lý bởi Chính phủ với chi phí và lợi nhuận định mức, được quy định thông qua các nghị định về kinh doanh xăng dầu. Diễn biến giá dầu thô có tác động đến kết quả kinh doanh mảng bán lẻ xăng dầu thông qua tác động của hàng tồn kho do: (1) Diễn biến giá xăng dầu đầu vào thường biến động theo giá dầu thô, (2) Yêu cầu hàng tồn kho xăng dầu đạt 20 ngày tiêu thụ và (3) Giá bán lẻ xăng dầu thường điều chỉnh sau 5 ngày làm việc, vào thứ 5 hằng tuần gây ra độ trễ trong việc phản ánh đúng chênh lệch giá đầu vào và giá xăng dầu bán lẻ.

1. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu tiếp tục hồi phục trong năm 2025:

Trong 9T/2024, sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước ghi nhận mức tăng trưởng 10,8% yoy nhờ các biện pháp thắt chặt quản lý kinh doanh xăng dầu của Chính phủ về quy định tổng nguồn xăng dầu tối thiểu và đảm bảo tồn kho xăng dầu đủ 20 ngày. Các biện pháp nâng cao quản lý giúp tình hình cung ứng xăng dầu trong nước không gặp tình trạng đứt gãy dù NMLD Dung Quất tiến hành bảo dưỡng trong T3 – T5/2024.

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước



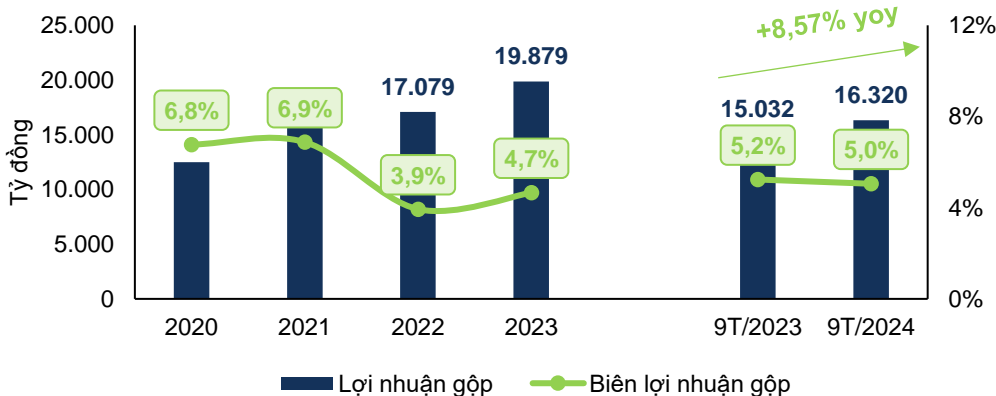
Nguồn: Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ trong năm 2025 sẽ tiếp tục tăng trưởng 3,5% yoy, nhờ: (1) Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng theo nền kinh tế và xu hướng chuyển đổi sử dụng xe gắn máy sang xe ô tô (2) Khả năng gián đoạn nguồn cung thấp do 2 NMLD trong nước không tiến hành bảo dưỡng trong năm 2025.

2. Hoàn thiện mô hình kinh doanh xăng dầu giúp biên lợi nhuận các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu cải thiện

Sau hơn 8 năm không thay đổi, chi phí định mức kinh doanh xăng dầu đã được điều chỉnh tăng hằng năm từ năm 2023. Hiện tại chi phí kinh doanh xăng dầu đã 2 lần bao gồm: tăng 30 đồng (+3%) vào tháng 7/2023 và tăng 60 – 140 đồng (+6 – 14%) lần lượt đối với xăng và dầu diesel. Chi phí định mức tăng giúp phản ánh thực tế hơn chi phí thực mà các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu phải chịu, từ đó giúp biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu hồi phục về mức 5 – 5,5% trong năm 2023 – 2024 so với mức thấp trong năm 2022.

Kết quả kinh doanh mảng bán lẻ xăng dầu



Nguồn: PLX, OIL, TLP, FPTS tổng hợp

Kì vọng nghị định mới sẽ giúp các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu mở rộng biên lợi nhuận. Hiện tại Bộ Công Thương đang hoàn thiện Dự thảo lần 4 - Nghị định kinh doanh xăng dầu thay thế Nghị định 83/2014, các Nghị định 95/2021 và Nghị định 80/2023 sửa đổi và dự kiến trình Chính Phủ phê duyệt trong năm 2025 với các thay đổi đáng chú ý bao gồm:

- **Cơ chế giá mới: Duy trì sự quản lý của Chính phủ tuy nhiên cho các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu nhiều sự linh hoạt hơn:** Công thức tính giá trần (Các doanh nghiệp có thể tự quyết định giá bán cho từng khu vực miễn thấp hơn cách tính giá trần theo cơ chế giá), Chi phí kinh doanh định mức sẽ được điều chỉnh dựa trên CPI hằng năm.

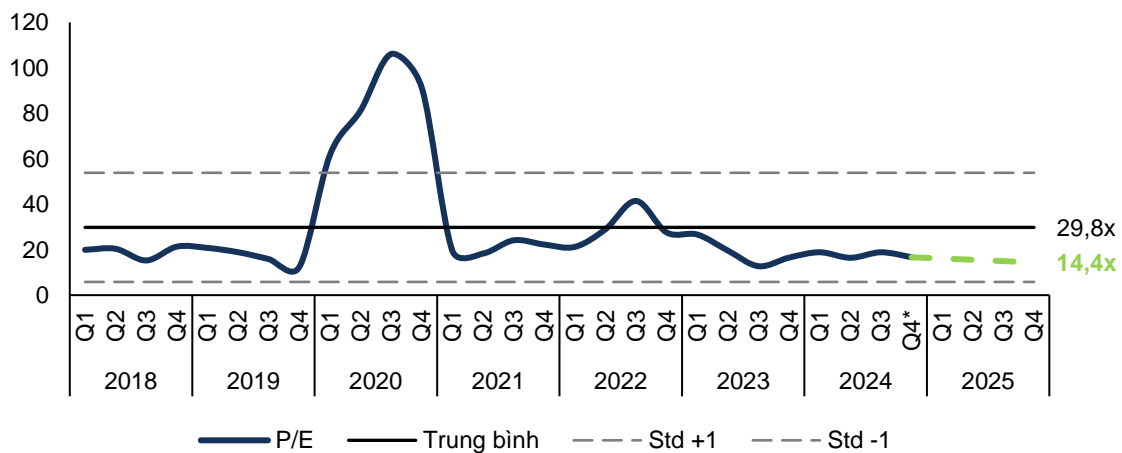
- **Giảm bớt trung gian kinh doanh xăng dầu:** Các thương nhân phân phối xăng dầu chỉ được mua từ các thương nhân đầu mối, không được mua bán chéo xăng dầu của nhau nhằm giảm chi phí trung gian.

Chúng tôi cho rằng với nghị định mới được ban hành trong năm 2025 sẽ tác động tích cực lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu trên sàn (Chủ yếu là thương nhân đầu mối) như biên lợi nhuận gia tăng nhờ cơ chế giá linh hoạt hơn và thị phần mở rộng khi loại bỏ các trung gian phân phối xăng dầu.

3. Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng mảng bán lẻ xăng dầu sẽ tăng trưởng 15,3% yoy trong năm 2025 nhờ (1) sản lượng tiêu thụ xăng dầu toàn thị trường tăng trưởng 3,5% yoy và (2) Ước tính lợi nhuận gộp đạt 6,0%, tăng 1 đpt so với 9T/2024 nhờ kỳ vọng nghị định kinh doanh xăng dầu mới sẽ có hiệu lực từ H2/2025. Với dự phóng trên, mức P/E forward 2025 của nhóm kinh doanh xăng dầu đạt 14,4x, thấp hơn so với mức P/E trung bình trong giai đoạn 2018 – 2024.

Định giá P/E của mảng kinh doanh xăng dầu



Nguồn: PLX, OIL, TLP, FPTS tổng hợp

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** đối với mảng bán lẻ xăng dầu do: (1) nhóm cổ phiếu ngành dầu khí có biến động rất sát đối với diễn biến giá dầu và (2) tồn tại rủi ro giá cổ phiếu giảm khi triển vọng giá dầu dự đoán sẽ có những biến động mạnh và thiên về chiều hướng giảm trong năm 2025. Do đó, chúng tôi cho rằng thời điểm mua vào thích hợp cổ phiếu mảng bán lẻ xăng dầu khi diễn ra các đợt giảm mạnh của giá dầu xảy ra trong đầu Q1 và Q2/2025 hoặc khi giá cổ phiếu có mức chiết khấu 10 – 15% so với mức giá đóng cửa ngày 31/12/2024.

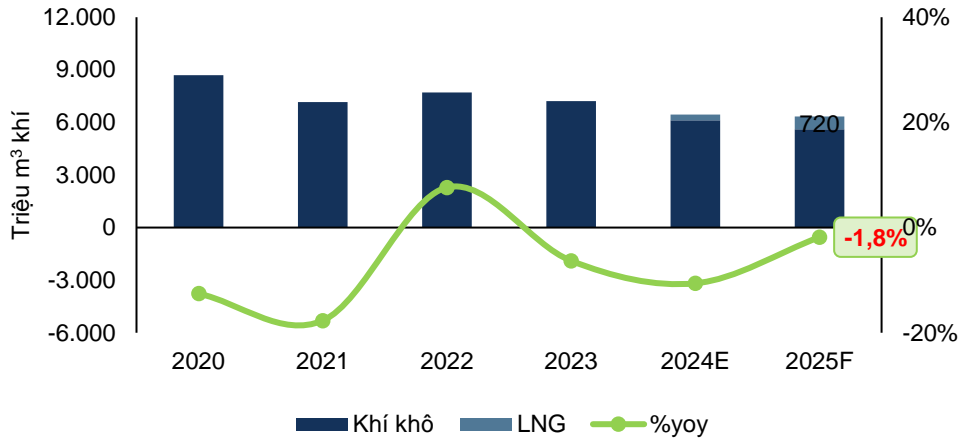
V. NHÓM PHÂN PHỐI KHÍ: KHÓ KHĂN BÙA VÂY

Đối với nhóm phân phối khí, hai nguồn thu chính đến từ: (1) Nguồn thu từ phí vận chuyển khí và (2) Nguồn thu đến từ kinh doanh chênh lệch giá khí. Trong đó, nguồn thu từ vận chuyển khí phụ thuộc vào sản lượng khí tiêu thụ trong năm và nguồn thu từ kinh doanh chênh lệch khí nội địa được xác định bằng chênh lệch giữa giá bán khí (46%* giá dầu FO) và giá khí miệng giếng. Khi giá dầu FO giảm theo giá dầu Brent, chênh lệch giữa giá bán khí và giá miệng giếng thu hẹp, hạn chế lợi nhuận của doanh nghiệp phân phối khí.

1. Sản lượng tiêu thụ khí tiếp tục suy giảm trong năm 2025:

Trong 9T/2024, sản lượng khí tiêu thụ (bao gồm khí khô nội địa và LNG nhập khẩu) sụt giảm 10,6% yoy, đạt 4.943 triệu m³ khí. Sản lượng khí sụt giảm do: (1) Nguồn cung khí nội địa sụt giảm nghiêm trọng tại các mỏ khai thác lâu năm và (2) Đóng góp của mảng khí LNG vào kết quả kinh doanh chưa đáng kể do giá khí cao. Hiện tại, khí LNG chủ yếu chỉ được sử dụng cho khách hàng điện vào các tháng cao điểm mùa khô.

Dự phóng sản lượng tiêu thụ khí trong 2025



Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

Về triển vọng tiêu thụ khí trong năm 2025, chúng tôi cho rằng sản lượng khí tiêu thụ sẽ tiếp tục sụt giảm nhẹ 1,8% yoy, đạt 6.330 triệu m³ khí, chủ yếu do sản lượng khí khô nội địa giảm mạnh hơn khả năng cung cấp khí LNG.

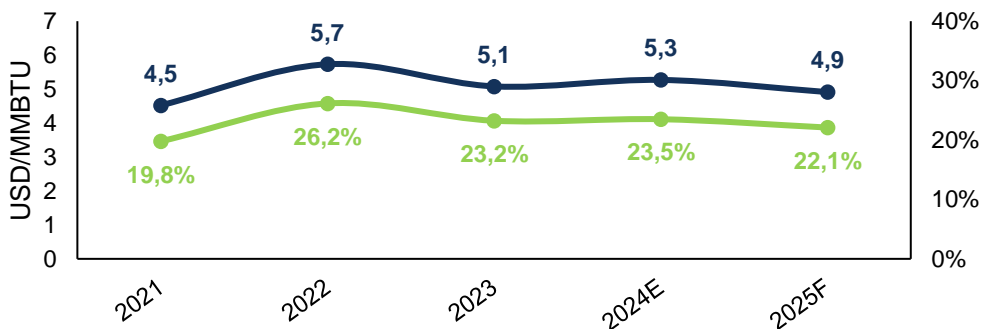
Chúng tôi dự phóng sản lượng khí khô trong nước sẽ tiếp tục sụt giảm 9,5% yoy, chủ yếu tại hệ thống khí Đông Nam Bộ do sản lượng tiêu thụ tại các mỏ hiện hữu sụt giảm, các mỏ thay thế khác như Sư Tử Trắng GD 2B, Thiên Nga – Hải Âu chưa đi vào hoạt động trong năm 2025.

2. Giá khí khô nội địa giảm theo giá dầu khiến biên lợi nhuận giảm

Trong năm 2024, giá khí khô nội địa (tính theo chiết khấu 46% giá dầu FO, chưa tính cước vận chuyển) ước tính đạt 5,3 USD/MMBTU, + 3,7% yoy, nhờ giá dầu FO tăng. Giá dầu FO tăng nhẹ dù giá dầu thô giảm nhờ căng thẳng ở biển Đỏ làm tăng quãng đường vận chuyển nhu cầu sử dụng nhiên liệu dầu FO.

Chúng tôi dự phóng giá khí đạt trung bình 4,9 USD/MMBTU trong năm 2025, giảm 6,8% yoy theo đà giảm của giá dầu tuy nhiên mức giảm thấp hơn do chúng tôi cho rằng căng thẳng tại khu vực biển Đỏ khó có khả năng hạ nhiệt, ít nhất trong nửa đầu năm 2025.

Giá bán khí khô trong nước (46%*FO)



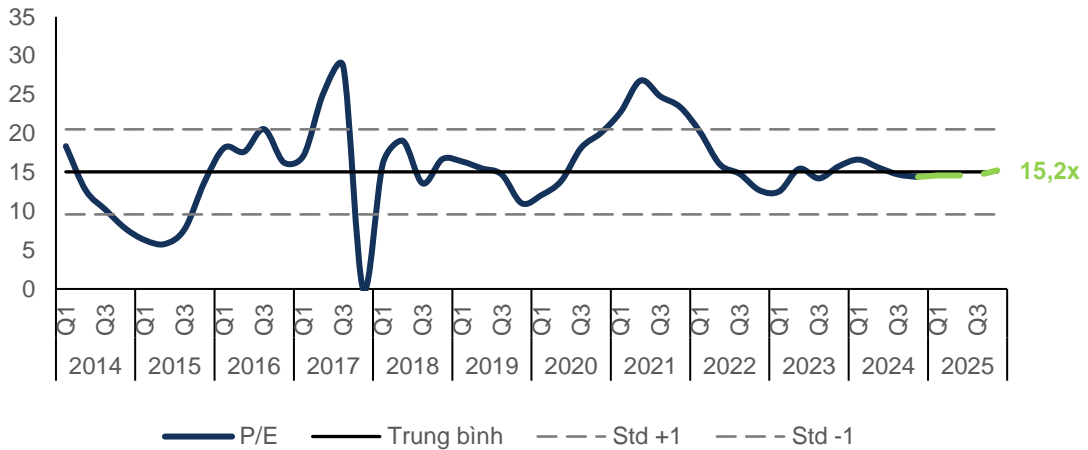
Nguồn: Platts, Worldbank, FPTS tổng hợp

Đối với sản phẩm LNG nhập khẩu, chúng tôi dự phóng sản lượng LNG trong năm 2025 đạt 720 triệu m³ khí, tăng 118,2% yoy, tương đương 57% công suất kho LNG Thị Vải nhờ: (1) LNG có Khả năng cấp bù khí vào cao điểm mùa khô T4 – T5/2025 và (2) Nhà máy NT3 dự kiến hoạt động thương mại từ T6/2025, (3) Giá LNG trên thị trường tiếp tục giữ mức cao trong năm 2025 (~13 USD/MMBTU, cao hơn 52,9% so với trung bình giá khí cấp cho KH điện trong năm 2024) làm giảm tính cạnh tranh của sản phẩm.

3. Định giá và khuyến nghị

Với triển vọng sản lượng khí tiêu thụ và giá bán khí giảm, chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế doanh nghiệp phân phối khí trong năm 2025 sẽ giảm 4,8% yoy, tương ứng với mức P/E forward năm 2025 đạt 15.2x.

Định giá P/E mảng phân phối khí



Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI – CHỜ MUA** đối với mảng khí do: (1) Triển vọng kinh doanh không khả quan trong năm 2025, (2) Triển vọng dài hạn khả khi các dự án khí nội địa đi vào hoạt động và giá LNG nhập khẩu có khả năng giảm từ năm 2026 khi công suất hóa lỏng khí toàn cầu tăng. Chúng tôi cho rằng thời điểm mua vào thích hợp cổ phiếu mảng phân phối khí khi diễn ra các đợt giảm mạnh của giá dầu xảy ra trong đầu Q1 và Q2/2025 hoặc khi giá cổ phiếu có mức chiết khấu 15 – 20% so với mức giá đóng cửa ngày 31/12/2024.

▶ NGÀNH PHÂN BÓN

Cải thiện nhờ thay đổi chính sách thuế VAT

Đối với các doanh nghiệp phân bón niêm yết, chúng tôi chọn mangan Urê làm đại diện cho ngành, do các doanh nghiệp trong mangan này hiện chiếm 80% vốn hóa và 70% LNST của toàn ngành trong 9T2024.

Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng KQKD ngành phân bón sẽ tiếp tục cải thiện nhẹ nhờ chi phí sản xuất giảm do (1) giá khí đốt dự báo giảm theo giá dầu, (2) thay đổi chính sách thuế VAT giúp các doanh nghiệp sản xuất phân bón được khấu trừ thuế VAT đầu vào. Ở chiều ngược lại, giá Urê trong năm 2025F được dự báo giảm do (1) nguồn cung dự kiến cao hơn khi Trung Quốc nới lỏng các hạn chế xuất khẩu Urê và (2) Ấn Độ giảm nhập khẩu Urê do nguồn cung nội địa gia tăng.

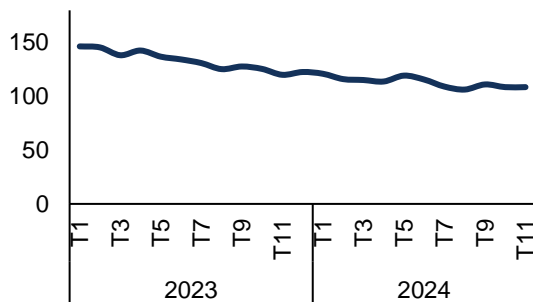
Mức định giá P/E forward 2025 của ngành phân bón kém hấp dẫn. Với dự phóng LNST năm 2025F tăng 6,4% yoy, P/E forward 2025 giảm về mức 14,4x, cao hơn so với mức P/E trung bình trong giai đoạn 2017 -2024 là 9,9x do đó chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ngành phân bón trong năm 2025.

I. TRIỂN VỌNG 2025: THAY ĐỔI CHÍNH SÁCH THUẾ VAT VÀ GIÁ KHÍ HẠ NHIỆT BÙ ĐÁP NHIỀU HƠN MỨC GIẢM CỦA GIÁ URÊ

1. Giá Urê dự báo giảm -5% YoY do Trung Quốc nới lỏng hạn chế xuất khẩu và Ấn Độ giảm nhập khẩu do nguồn cung nội địa tăng

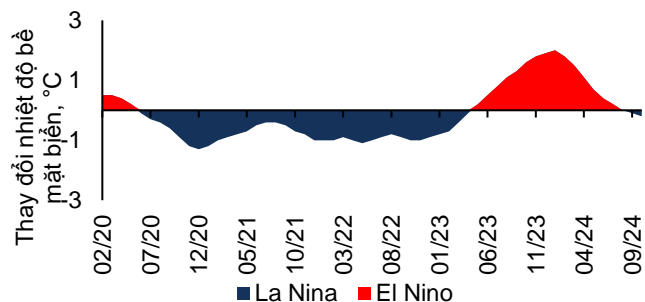
Trong năm 2024, giá Urê thế giới (trung bình 4 khu vực Mỹ, Trung Đông, Ai Cập, Biển Đen) ước đạt 330 USD/tấn, giảm -8% YoY. Giá Urê giảm chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ yếu tại các thị trường tiêu thụ trọng điểm do ảnh hưởng của: (1) giá ngũ cốc giảm khiến khả năng chi trả phân bón của nông dân giảm, (2) hiện tượng El Nino trong nửa đầu năm ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động canh tác nông nghiệp.

Chỉ số giá ngũ cốc thế giới (2023 - 2024)



Nguồn: World Bank, FPTS tổng hợp

Chỉ số ONI thể hiện thay đổi nhiệt độ bề mặt nước biển khu vực Nino 3.4

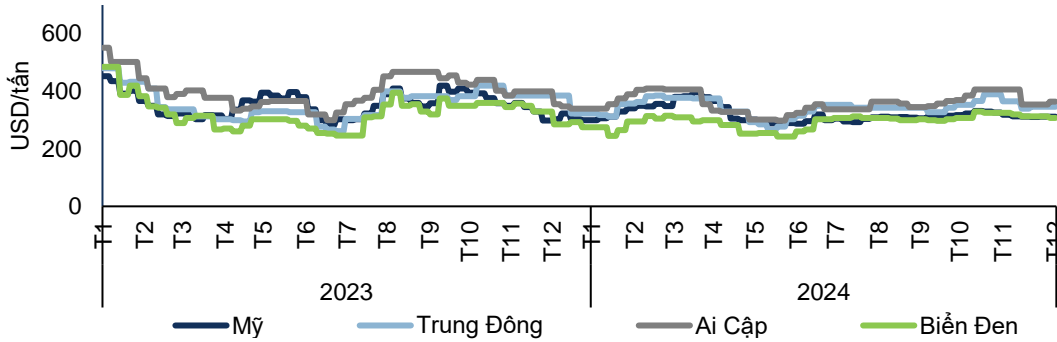


Nguồn: CPC, FPTS tổng hợp

Chiều ngược lại, giá Urê thế giới được hỗ trợ một phần do nguồn cung gập gáp ngắn hạn: (1) Các nhà máy sản xuất Urê ở Ai Cập (quốc gia xuất khẩu Urê lớn thứ 4 thế giới) phải tạm ngừng hoạt động do chính phủ Ai Cập ưu tiên sử dụng khí đốt cho sản xuất điện trong bối cảnh nguồn cung khí đốt sụt giảm mạnh, (2) Trung Quốc (quốc gia xuất khẩu Urê lớn thứ 2 thế giới) tiếp tục duy trì chính sách hạn chế xuất khẩu Urê.

Chúng tôi dự phóng giá Urê thế giới bình quân trong 2025F đạt 313,5 USD/tấn, giảm -5% YoY do: (1) nguồn cung phân bón tại Ai Cập ổn định do tình trạng thiếu khí đốt đã được khắc phục, (2) Trung Quốc nới lỏng các hạn chế xuất khẩu Urê, (3) Ấn Độ giảm nhập khẩu do nguồn cung trong nước gia tăng.

Diễn biến giá phân Urê thế giới (2023 - 2024)

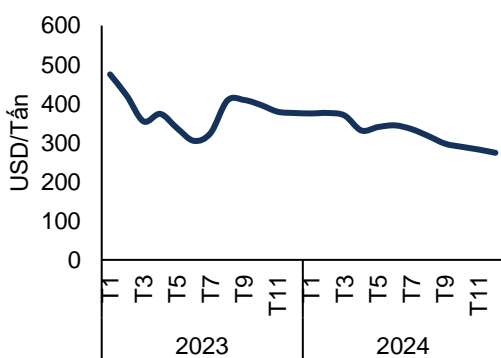


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

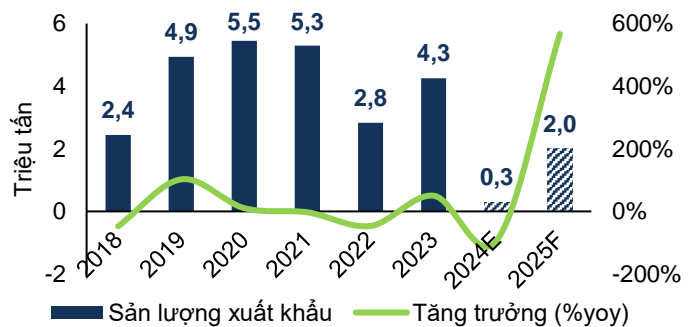
Nguồn cung phân bón tại Ai Cập ổn định trong năm 2025 do tình trạng thiếu khí đốt đã được khắc phục. Tại Ai Cập, tình trạng nung nóng kéo dài đã dẫn đến mất điện ở một số khu vực trong năm 2024. Do đó, Chính phủ Ai Cập buộc phải tạm dừng cung cấp khí đốt cho các nhà máy phân bón để chuyển nguồn khí sang các nhà máy điện, khiến một số nhà máy phân bón phải tạm ngưng hoạt động, dẫn đến giá Urê tăng mạnh trong nửa cuối T5 – T7/2024. Tuy nhiên, tính đến cuối tháng 7/2024, hầu hết các nhà máy Urê Ai Cập đã hoạt động trở lại với hiệu suất ở mức 80% sau khi nguồn cung khí đốt được khôi phục. Đồng thời, Ai Cập cũng lên kế hoạch nhập khẩu lượng lớn khí LNG để đảm bảo an ninh năng lượng.

Kỳ vọng Trung Quốc nới lỏng hạn chế xuất khẩu Urê trong năm 2025, gây áp lực lên giá urê thế giới. Trung Quốc đã áp dụng biện pháp hạn chế xuất khẩu Urê từ tháng 9/2023 nhằm đảm bảo nguồn cung nội địa và bình ổn giá cả. Trong 11T/2024, sản lượng Urê xuất khẩu của Trung Quốc chỉ đạt ~260 nghìn tấn, giảm -93,4% YoY. Việc hạn chế xuất khẩu trong bối cảnh sản xuất Urê trong nước tăng cao và nhu cầu tiêu thụ yếu đã khiến lượng hàng tồn kho tích trữ cao đáng kể (ước tính đạt 1,5 triệu tấn vào cuối 2024, mức cao nhất trong 5 năm qua). Đồng thời, giá Urê xuất khẩu của Trung Quốc trong năm 2024 cũng ghi nhận mức giảm -13,0% YoY và hiện đang thấp hơn ~20% so với giá Urê thế giới. Với việc trữ lượng tồn kho lớn và giá Urê giảm mạnh, chúng tôi kỳ vọng chính phủ Trung Quốc có thể nới lỏng xuất khẩu Urê vào cuối Q2/2025 sau khi vụ mùa cao điểm kết thúc. Chúng tôi ước tính sản lượng xuất khẩu Urê trong 2025 của Trung Quốc sẽ đạt ~2 triệu tấn, tương ứng 5,8% tổng sản lượng xuất khẩu Urê thế giới 2023.

Biến động giá Urê xuất khẩu Trung Quốc Dự phóng sản lượng xuất khẩu Urê của Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

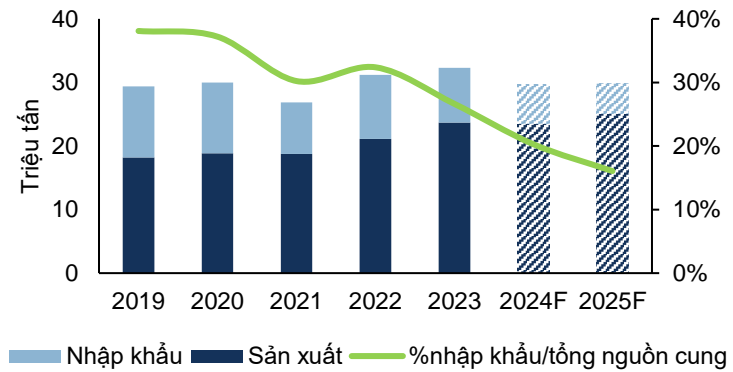


Nguồn: TCHQ Trung Quốc, FPTS tổng hợp và ước tính

Án Độ giảm nhập khẩu do nguồn cung nội địa gia tăng. Ấn Độ là quốc gia nhập khẩu Urea lớn thứ 2 thế giới. Với mục tiêu giảm sự phụ thuộc vào Urê nhập khẩu, trong giai đoạn 2020 - 2022, Ấn Độ đã đưa vào hoạt động 4 nhà máy sản xuất Urê mới với tổng công suất 5,08 triệu tấn, qua đó giúp nâng sản lượng urê nội địa từ sản lượng Urê nhập khẩu đã giảm đáng kể từ 11,2 triệu tấn năm 2019 xuống còn ~6 triệu tấn năm 2024, tương ứng với CAGR=-11,7%/năm. 18,2 triệu tấn năm 2019 lên 23,6 triệu tấn vào năm 2024, tương đương mức tăng CAGR= 5,3%/năm. Nhờ đó, sản lượng Urê nhập khẩu đã giảm đáng kể từ 11,2 triệu tấn năm 2019 xuống còn ~6 triệu tấn năm 2024, tương ứng với CAGR=-11,7%/năm.

Trong năm 2025F, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung nội địa của Ấn Độ sẽ tiếp tục gia tăng khi nhà máy Urê Talcher đi vào vận hành, giúp công suất sản xuất Urê của Ấn Độ tăng thêm 1,27 triệu tấn (+4,2% YoY), tính đến tháng 11/2024, dự án này đã hoàn thành 65% tiến độ thi công. Với việc nguồn cung nội địa tiếp tục gia tăng, chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhập khẩu Urê của Ấn Độ sẽ tiếp tục giảm -20% YoY trong năm 2025F.

Tỷ trọng nguồn cung Urê của Ấn Độ



Nguồn: Bộ phân bón Ấn Độ, FPTS tổng hợp

2. Chi phí sản xuất giảm do giá khí dự báo giảm theo xu hướng của giá dầu

Chúng tôi cho rằng giá khí đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất Urê từ khí (DPM, DCM) neo theo giá dầu FO và dầu Brent sẽ hạ nhiệt trong năm 2025F do giá dầu Brent được dự báo giảm (xem thêm ngành dầu khí). Cụ thể, giá dầu Brent và giá dầu FO trong năm 2025F dự kiến sẽ đạt lần lượt 75 USD/thùng (-7,0% YoY) và 421 USD/tấn (-9,5 %YoY). Theo đó, chúng tôi dự báo giá khí đầu vào của DCM và DPM sẽ giảm lần lượt -7,1% YoY và -4,6% YoY trong năm 2025F.

3. Khấu trừ thuế VAT đầu vào giúp gia tăng lợi nhuận

Tại kỳ họp lần thứ 8 quốc hội khóa XV diễn ra vào tháng 11/2024, Quốc hội đã chính thức thông qua luật thuế VAT sửa đổi, trong đó có chính sách thuế VAT 5% đối với mặt hàng phân bón thay vì không chịu thuế như hiện tại, Luật thuế VAT sửa đổi sẽ có hiệu lực từ 1/7/2025.

Hiện nay, đầu vào của các doanh nghiệp phân bón bao gồm khí, điện, than, quặng apatit được đánh thuế VAT 5-10%. Việc áp dụng thuế suất 5% đối với mặt hàng phân bón sẽ giúp các doanh nghiệp này được khấu trừ thuế VAT đã đóng khi mua nguyên vật liệu, góp phần cắt giảm chi phí sản xuất. Từ đó, các doanh nghiệp phân bón có nhiều dư địa hơn để giảm giá bán, giúp tăng khả năng cạnh tranh với phân bón nhập khẩu.

Về mức độ tác động của chính sách thuế VAT 5%, các doanh nghiệp sản xuất Urê sẽ được hưởng lợi nhiều nhất do có thuế VAT đầu vào cao nhất, tiếp đến là các doanh nghiệp sản xuất phân Lân, các doanh nghiệp NPK sẽ không được hưởng lợi nhiều do nguyên liệu đầu vào là phân đơn, có mức thuế suất VAT bằng phân NPK đầu ra.

Mức độ tác động của luật thuế VAT sửa đổi đến các doanh nghiệp sản xuất phân bón

Sản phẩm	Doanh nghiệp	Thuế suất VAT đầu ra	Nguyên liệu đầu vào	Thuế suất VAT đầu vào được khấu trừ
Phân Urê	DPM, DCM, DHB, Đạm Ninh Bình	5%	Than	10%
			Khí thiên nhiên	10%
Phân Lân	LAS, SFG, VAF, NFC, DDV, DGC	5%	Quặng Apatit	5%
			Lưu huỳnh	10%
Phân NPK	BFC, LAS, DPM*, DCM	5%	Phân Urê/SA	5%
			Phân Lân/MAP/DAP	5%
			Phân Kali	5%

Nguồn: FPTS tổng hợp

*NPK của DPM được hưởng lợi nhiều hơn do nguyên liệu đầu vào là các loại axit có thuế suất thuế GTGT là 10%

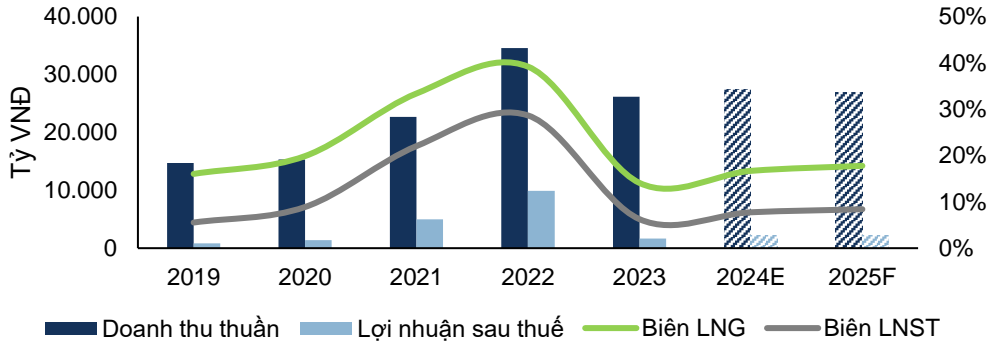
Theo ước tính của chính tôi DCM và DPM có thể tiết kiệm được lần lượt khoảng 200 tỷ đồng (tương ứng 12,7 LNTT 2024E của DCM) và 300 tỷ đồng (tương ứng 32,2% LNTT 2024E của DPM) mỗi năm nhờ được khấu trừ thuế VAT đầu vào.

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ - THEO DÕI

1. Dự phóng KQKD 2025

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón năm 2025 sẽ diễn biến khả quan hơn so với 2024. Cụ thể doanh thu thuần năm 2024 dự báo đạt 26.900 tỷ đồng, giảm -1,8% YoY do giá Urê dự báo giảm -5% YoY do (1) nguồn cung cao hơn khi Trung Quốc được kì vọng sẽ nới lỏng hạn chế xuất khẩu và (2) Ấn Độ giảm nhập khẩu do nguồn cung nội địa gia tăng. LNST dự phóng đạt 2.260 tỷ đồng +6,4% YoY nhờ: (1) giá khí dầu vào dự báo giảm theo dự báo giá dầu; (2) thay đổi chính sách thuế VAT giúp giảm chi phí sản xuất thông qua khấu trừ thuế VAT đầu vào.

Dự phóng KQKD ngành phân bón

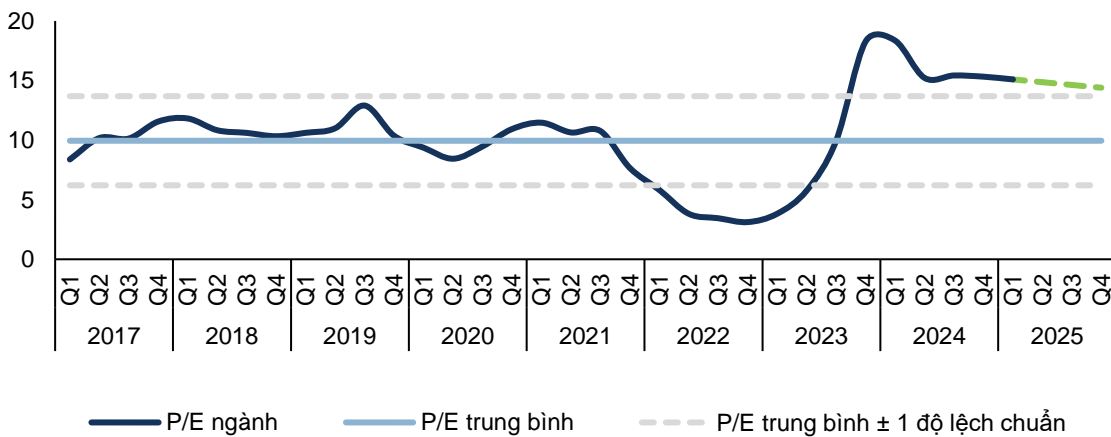


Nguồn DCM, DPM: FPT S dự phóng

2. Định giá P/E

Tại giá đóng cửa ngày 31/12/2024, P/E trailing ngành phân bón đạt 15,3x. Với dự phóng LNST năm 2025F tăng 6,4% yoy, P/E forward 2025 giảm về mức 14,4x, cao hơn so với mức P/E trung bình trong giai đoạn 2017 -2024 là 9,9x. Chúng tôi cho rằng triển vọng năm 2025 của các doanh nghiệp phân bón sẽ có sự phục hồi nhẹ, tuy nhiên do mức định giá hiện tại của các doanh nghiệp phân bón đang tương đối cao, do đó chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ngành phân bón

Định giá P/E ngành phân bón



Nguồn: Bloomberg, FPT S dự phóng

➤ MẢNG CHĂN NUÔI

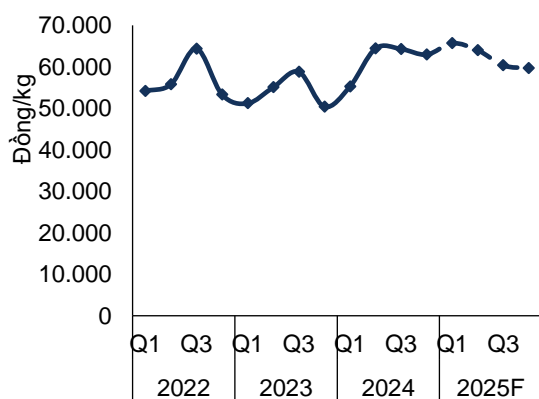
Duy trì đà tăng trưởng

Chúng tôi dự báo năm 2025 sẽ tiếp tục chứng kiến sự tăng trưởng tích cực của mảng chăn nuôi lợn nhờ (1) giá lợn hơi kỳ vọng tăng 1,1% so với mức nền cao của năm 2024 và (2) giá thức ăn chăn nuôi (TACN) đầu vào duy trì ở vùng thấp. Trong đó, giá lợn hơi kỳ vọng bật tăng mạnh trong 1H2025 và cao hơn 8,4% YoY do nguồn cung lợn hơi thắt chặt bởi các hộ chăn nuôi chậm tái đàn trong giai đoạn cuối năm 2024 khi dịch Tả lợn Châu Phi (ASF) diễn biến phức tạp. Nửa cuối năm 2025, giá lợn hơi dự phóng điều chỉnh do tình hình tái đàn lợn dần phục hồi trở lại nhờ giá TACN kỳ vọng duy trì ở mức thấp.

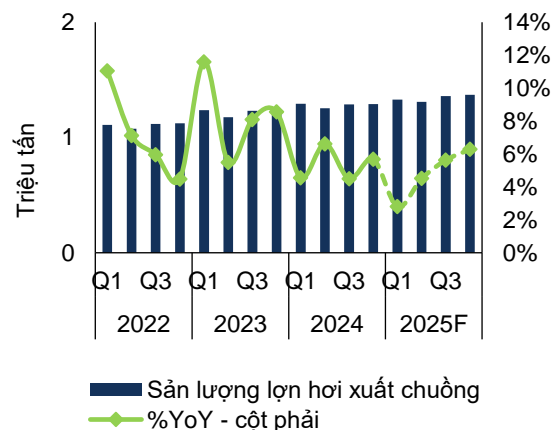
Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của các doanh nghiệp chăn nuôi lợn. Thời điểm tăng trưởng mạnh mẽ của ngành dự báo sẽ rơi vào 1H2025 khi giá lợn hơi bật tăng và neo ở mức cao. Do đó, khoảng thời gian nửa đầu năm được kỳ vọng là thời điểm có hiệu quả đầu tư cao nhất khi nắm giữ cổ phiếu các doanh nghiệp chăn nuôi lợn trong năm 2025.

I. TRIỂN VỌNG 2025 – GIÁ LỢN HƠI BẬT TĂNG VÀ NEO Ở MỨC CAO TRONG 1H2025 SAU ĐÓ DUY TRÌ XU HƯỚNG HẠ NHIỆT

Dự phóng giá lợn hơi của Việt Nam 2025F



Dự phóng sản lượng lợn hơi xuất chuồng của Việt Nam 2025F



Nguồn: FPTIS Research

Chúng tôi dự phóng giá lợn hơi bình quân năm 2025 tăng nhẹ 1,1% so với mức nền cao của năm 2024. Trong đó giá lợn hơi kỳ vọng sẽ tăng mạnh trong 1H2025 chủ yếu do (1) dịch ASF diễn biến phức tạp trong nửa cuối năm 2024 khiến các hộ chăn nuôi chậm tái đàn làm nguồn cung lợn hơi đầu năm 2025 thắt chặt và (2) đây là giai đoạn tiêu thụ chính trong năm do diễn ra các dịp Lễ Tết lớn. Giá lợn hơi bật tăng và duy trì ở mức 64.000 – 67.000 đồng/kg (ước tính bình quân cao hơn 8,4% YoY).

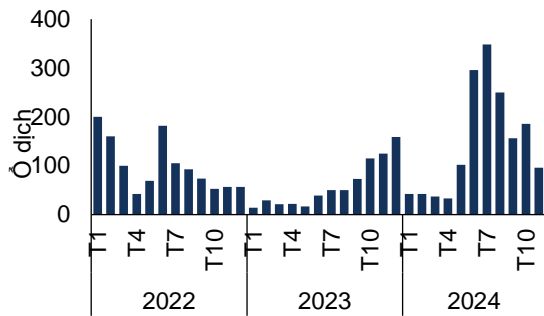
Chúng tôi giả định dịch ASF được kiểm soát tốt hơn trong năm 2025 nhờ việc triển khai quyết liệt trong phòng chống dịch của Chính phủ cùng với hoạt động tiêm vắc xin phòng dịch Tả lợn Châu Phi kỳ vọng được triển khai rộng rãi hơn. Kể từ 2H2025, chúng tôi dự phóng giá lợn hơi sẽ điều chỉnh giảm khi nguồn cung lợn hơi dồi dào hơn nhờ tình hình tái đàn phục hồi. Bình quân nửa cuối năm, giá lợn hơi dự phóng thấp hơn 5,7% YoY.

1. Nguồn cung lợn hơi 1H2025 dự kiến thắt chặt do dịch ASF khiến các hộ chậm tái đàn

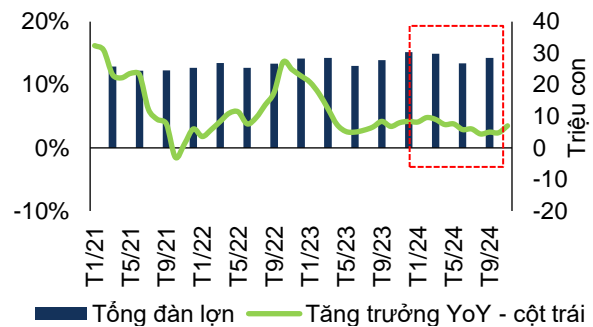
Chúng tôi dự phóng sản lượng lợn hơi xuất chuồng trong 1H2025 đạt 2,64 triệu tấn với mức tăng 3,6% YoY – thấp hơn so với mức tăng 5,6% YoY của cùng kỳ 2024. Việc chậm tái đàn của các hộ chăn nuôi trong giai đoạn cuối năm 2024 do tình hình dịch ASF diễn biến phức tạp khiến nguồn cung lợn hơi thắt chặt trong đầu năm 2025.

Dịch ASF là yếu tố mang tính đột biến, gây tác động bất thường lên nguồn cung lợn hơi tại Việt Nam. Các hộ chăn nuôi sẽ tăng cường bán heo chạy dịch cùng với việc hạn chế tái đàn trong những tháng dịch ASF lây lan mạnh, dẫn đến tình trạng khan cung trong những tháng sau đó.

Số ổ dịch ASF chưa qua 21 ngày



Biến động tổng đàn lợn của Việt Nam



Nguồn: Bộ NN&PTNT, FPT Research

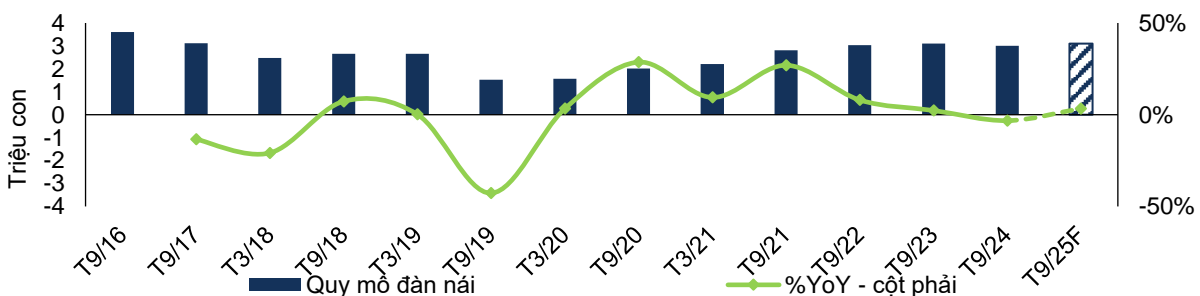
Tình hình dịch ASF có xu hướng lây lan mạnh kể từ cuối năm 2023 và diễn biến phức tạp hơn trong năm 2024. Lũy kế 11T/2024 cả nước đã phát hiện hơn 1.500 ổ dịch tại 47 tỉnh, thành phố (gấp gần 3,0 lần YoY) với tổng số lợn buộc tiêu hủy hơn 88 nghìn con (gấp 2,2 lần YoY). Các hộ chăn nuôi đã chịu lỗ liên tiếp từ năm 2022 do áp lực kép của giá thức ăn chăn nuôi (TACN) tăng mạnh trong khi giá bán đầu ra thấp. Cuối năm 2023 khi tình hình dịch ASF có xu hướng bùng phát và lây lan mạnh, các hộ đã tăng cường bán tháo heo chạy dịch và hạn chế tái đàn trong giai đoạn này. Sang đến năm 2024, tình hình dịch ASF diễn biến phức tạp khiến việc hạn chế tái đàn lợn tiếp diễn trong năm này. Tại thời điểm tháng 9/2024, đàn lợn nái cả nước ước đạt ~3 triệu con (-3,2% YoY). Tăng trưởng tổng đàn lợn giảm tốc trong 11T2024 và duy trì ở mức thấp hơn so với cùng kỳ 2023. Nguồn cung lợn hơi ra thị trường năm 2024 ước tính đạt 5,13 triệu tấn, tăng 5,3% YoY – thấp hơn so với mức tăng 7,2% YoY của năm 2023.

Tình hình dịch ASF dần được kiểm soát tốt khi số ổ dịch tại thời điểm cuối tháng 11/2024 đã giảm mạnh so với những tháng trước. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động bán heo chạy dịch của các hộ chăn nuôi sẽ ít hơn trong giai đoạn đầu năm 2025. Mặt khác, các hộ vẫn duy trì tình trạng chậm tái đàn lợn trong những tháng cuối năm 2024. Vì vậy, chúng tôi dự phóng tăng trưởng nguồn cung lợn hơi ra thị trường sẽ giảm tốc trong nửa đầu năm 2025.

2. Nguồn cung lợn hơi dự phóng dồi dào hơn trong 2H2025 nhờ hoạt động tái đàn phục hồi trở lại

Trong 2H2025, chúng tôi dự phóng sản lượng lợn hơi xuất chuồng đạt 2,7 triệu tấn, tăng 6,0% YoY (cùng kỳ 2024 ước tính tăng 5,1% YoY) nhờ tình hình tái đàn dần phục hồi.

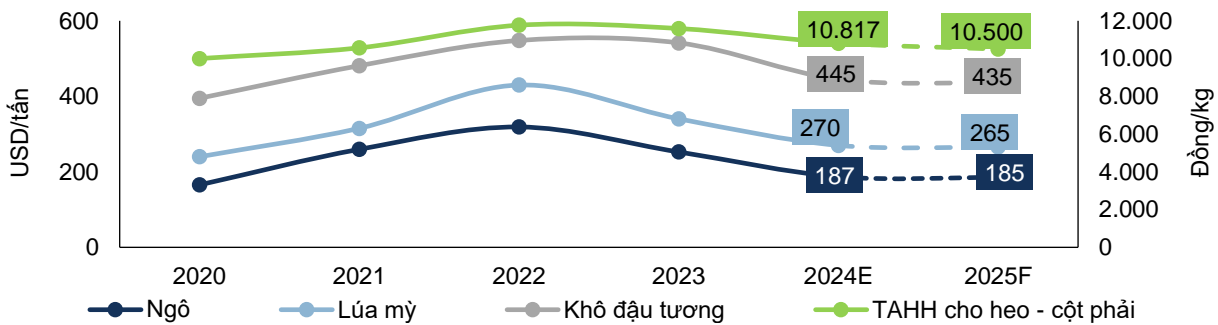
Quy mô đàn lợn nái của Việt Nam



Nguồn: Agromonitor, FPT Research

Dịch ASF là yếu tố gây tác động đột biến và khó dự phóng. Do đó, chúng tôi giả định năm 2025 dịch ASF được kiểm soát tốt nhờ (1) việc triển khai quyết liệt trong phòng chống dịch ASF của Chính phủ và (2) hoạt động tiêm vắc xin phòng dịch kỳ vọng được phổ biến rộng rãi hơn. Với giả định trên, chúng tôi kỳ vọng hoạt động tái đàn lợn của các hộ chăn nuôi dần phục hồi trở lại nhờ giá TACN duy trì ở mức thấp. Tổng đàn nái tại thời điểm tháng 9/2025 dự phóng đạt mức 3,1 triệu con (+3,3% YoY).

Dự phóng giá nguyên liệu TACN thế giới và TAHH cho heo của Việt Nam 2025F



Nguồn: World Bank, FPTs Research

Với giá TACN, theo dự báo tháng 10 của World Bank, giá ngô, lúa mì và khô đậu tương thế giới bình quân năm 2025 giảm nhẹ lần lượt 1,1%; 1,9% và 2,2% YoY nhờ triển vọng nguồn cung toàn cầu duy trì ổn định. Đối với ngô, sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25 toàn cầu ước tính đạt ~1.228 triệu tấn, giảm nhẹ 0,7% so với mức nền cao của niên vụ 2023/24 (theo USDA). Trong đó, triển vọng nguồn cung tích cực ở Mỹ và Brazil (2 quốc gia xuất khẩu ngô lớn nhất thế giới) bù đắp cho sản lượng sụt giảm tại Ukraine, EU và Nga bởi tình hình thời tiết khô hạn ảnh hưởng tiêu cực tới mùa vụ. Với lúa mì, theo World Bank sản lượng toàn cầu niên vụ 2024/25 sẽ đi ngang so với vụ trước, trong khi tỷ lệ tồn kho trên mức tiêu thụ dự kiến giảm nhưng vẫn duy trì ở mức đáp ứng đủ nhu cầu. Đối với khô đậu tương, nguồn cung khô đậu được dự báo tiếp tục tăng trưởng tích cực với sản lượng sản xuất niên vụ 2024/25 ước đạt ~272 triệu tấn (+4,7% YoY) nhờ thời tiết thuận lợi tại các khu vực trồng chính.

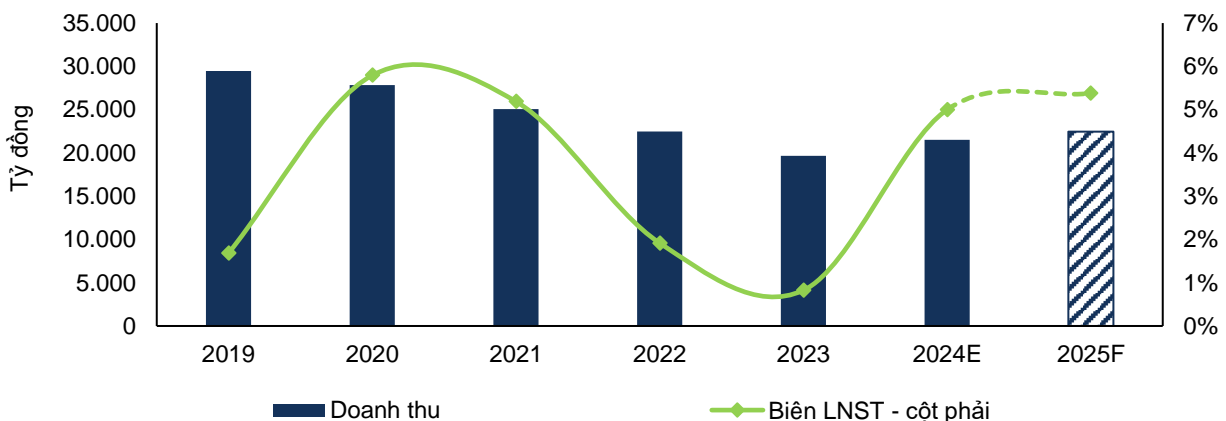
Đối với thức ăn hỗn hợp (TAHH) thành phẩm cho heo, khi giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt và duy trì ở mức thấp, chúng tôi kỳ vọng giá sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm ở mức ~3,0% YoY trong năm 2025.

II. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mảng chăn nuôi lợn dựa trên triển vọng kết quả kinh doanh năm 2025F dự phóng tăng trưởng tích cực cùng với định giá ở mức hấp dẫn.

1. Kết quả kinh doanh mảng chăn nuôi lợn 2025F dự phóng tăng trưởng tích cực

Dự phóng kết quả kinh doanh nhóm doanh nghiệp chăn nuôi lợn niêm yết năm 2025F



Nguồn: DBC, BAF, VSN, FPTs Research

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu thuần và tổng lợi nhuận sau thuế của nhóm doanh nghiệp chăn nuôi lợn (gồm DBC, BAF và VSN) dựa trên giả định: (1) DBC sẽ không ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ mảng bất động sản và (2) BAF tiếp tục thu hẹp quy mô mảng thương mại nông sản trong năm 2025.

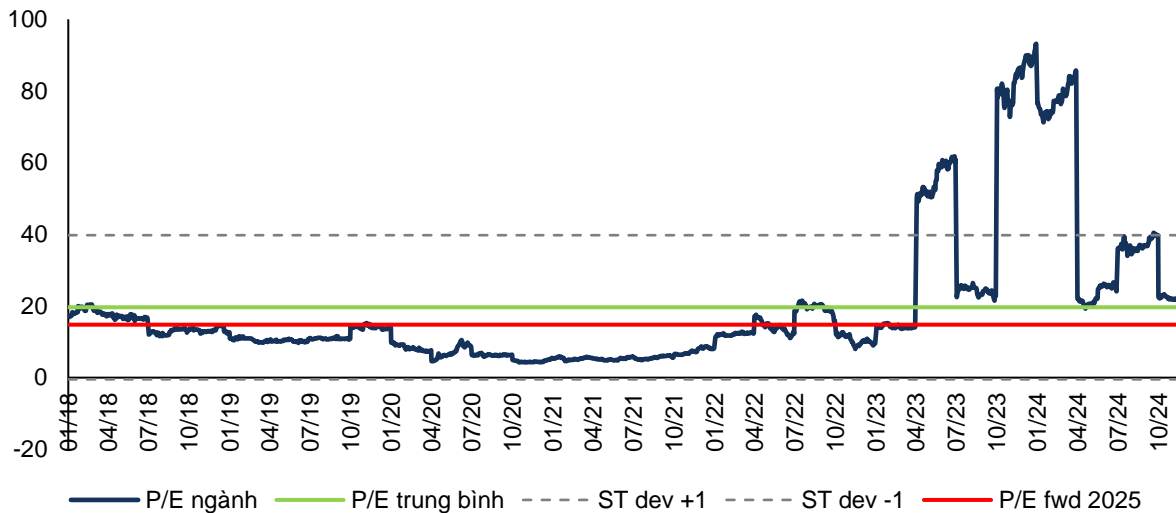
(1) Tổng doanh thu thuần năm 2025 dự phóng đạt 22.452 tỷ đồng (+4,3% YoY) từ triển vọng giá lợn hơi neo ở mức cao, bình quân cả năm tăng 1,1% YoY và tiêu thụ thịt lợn trong nước dự báo tăng trưởng 4,1% YoY.

Tổng lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự phóng đạt ~1.207 tỷ đồng (+12,2% YoY). Biên lợi nhuận sau thuế ở mức 5,4% (+0,4đpt YoY) nhờ (1) giá lợn hơi tăng nhẹ từ mức nền cao của năm 2024 và (2) giá TACN đầu vào kỳ vọng duy trì ở mức thấp trong năm 2025.

2. Định giá mảng chăn nuôi lợn ở mức hấp dẫn

Chúng tôi sử dụng chỉ số P/E trung bình ngành để phản ánh mức định giá của thị trường đối với các doanh nghiệp niêm yết nhóm chăn nuôi lợn. Với LNST dự phóng năm 2025F tăng 12,2% YoY, P/E forward 2025 của mảng chăn nuôi lợn ở mức 14,8x, thấp hơn nhiều so với mức P/E trung bình 19,6x giai đoạn 2018 – 2024.

P/E mảng chăn nuôi lợn



Nguồn: Bloomberg, FPT S Research

THÔNG TIN LIÊN HỆ

GIÁM ĐỐC KHỐI PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Kim Chi

chintk@fpts.com.vn

NHÓM PHÂN TÍCH CƠ BẢN

Đậu Đức Nam, CFA Trưởng nhóm, ngành BĐS DD namdd@fpts.com.vn	Bùi Đức Duy Trưởng nhóm, ngành Thép duybd@fpts.com.vn	Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA Trưởng nhóm, ngành Bán lẻ nhanndt@fpts.com.vn	Nguyễn Hữu Thiên Ân Trưởng nhóm, ngành Dầu khí annht2@fpts.com.vn
Đình Hải Lương, CFA Chuyên viên, ngành Xây dựng luongdh@fpts.com.vn	Trịnh Đức Thành Chuyên viên, ngành Xi măng thanhtd@fpts.com.vn	Nguyễn Thị Thúy Vân Chuyên viên, ngành Dược vannnt3@fpts.com.vn	Phạm Thị Thảo Vy Chuyên viên, ngành Nhựa vyptt@fpts.com.vn
Nguyễn Ánh Nguyệt Chuyên viên, ngành BĐS KCN nguyetna@fpts.com.vn	Nguyễn Gia Bách, CFA Chuyên viên, ngành Cảng biển bachng@fpts.com.vn	Đặng Đăng Khoa Chuyên viên, ngành Hàng không khoadd@fpts.com.vn	Ngô Bá Nguyễn Chuyên viên, ngành Phân bón nguyennb@fpts.com.vn
Tô Gia Huy Chuyên viên, ngành Dệt may huytq@fpts.com.vn	Nguyễn Thị Thanh Thư Chuyên viên, ngành Thực phẩm thuntt@fpts.com.vn	Nguyễn Lê Thành Đạt Chuyên viên, ngành Thủy sản datnlt2@fpts.com.vn	Lê Hữu Sơn Chuyên viên, ngành Điện sonlh@fpts.com.vn

NHÓM PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

NHÓM PHÂN TÍCH DỮ LIỆU

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

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

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

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

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

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

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

CTCP Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

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

ĐT: 19006446

Fax: (84.24) 3773 9058

CTCP Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP.Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, phường Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 19006446

Fax: (84.28) 6291 0607

CTCP Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP.Đà Nẵng

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

ĐT: 19006446

Fax: (84.236) 3553 888