

Báo cáo chiến lược đầu tư quý 1/2025

Hướng tới kịch bản tích cực - Chặng đường
đàm phán đầy chông gai

MỤC LỤC

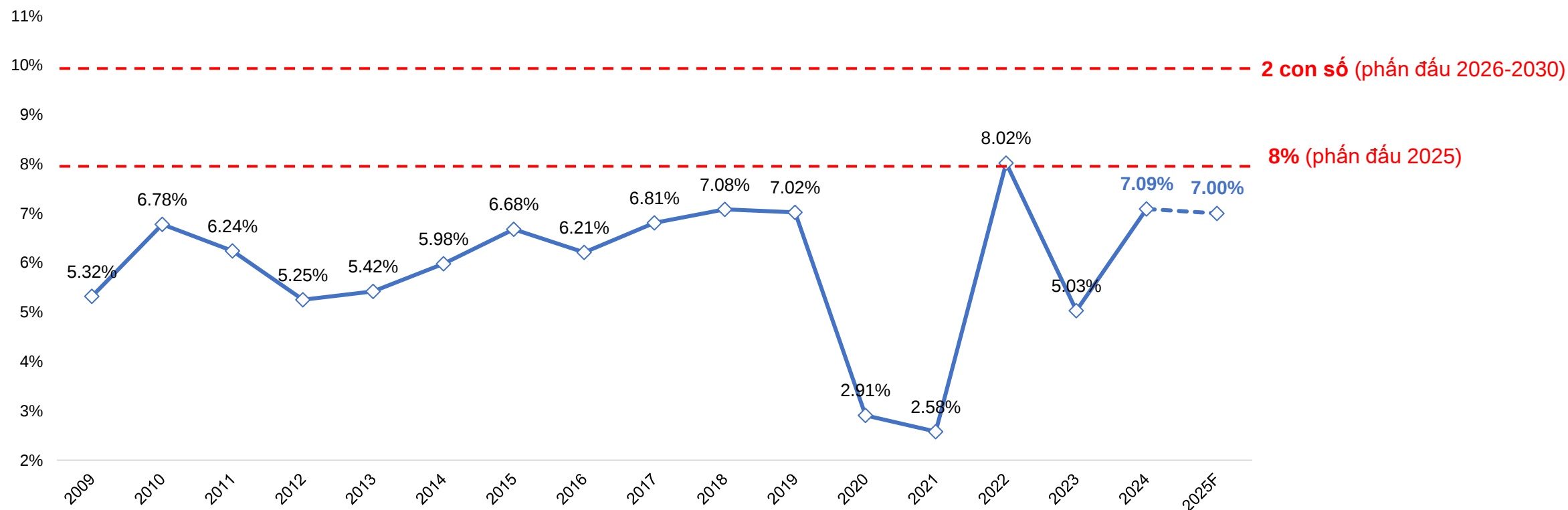
1. **Dự báo kinh tế 2025: Dồn toàn lực cho tăng trưởng**
2. Kinh tế vĩ mô quý 1/2025: Tăng trưởng cao trên nền lãi suất thấp
3. Đàm phán thuế đối ứng với Mỹ: Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tích cực?
4. Thị trường chứng khoán quý 2/2025: Đi lên từ nội lực
5. Khuyến nghị nhóm ngành và top cổ phiếu
6. Cổ phiếu tiêu biểu: HVN VHM

Việt Nam – Ưu tiên chính sách: Dồn mọi nguồn lực cho tăng trưởng kinh tế

Thủ tướng Phạm Minh Chính:

- Ngày 01/12/2024: Phần đầu tăng trưởng GDP cả nước năm 2025 **đạt trên 8%**, tăng trưởng GRDP của địa phương tối thiểu ở mức 8 - 10%, tạo đà đạt tăng trưởng **hai con số giai đoạn 2026 – 2030**.
- Ngày 31/12/2024: Phần đầu tăng trưởng 2025 ở mức 2 con số

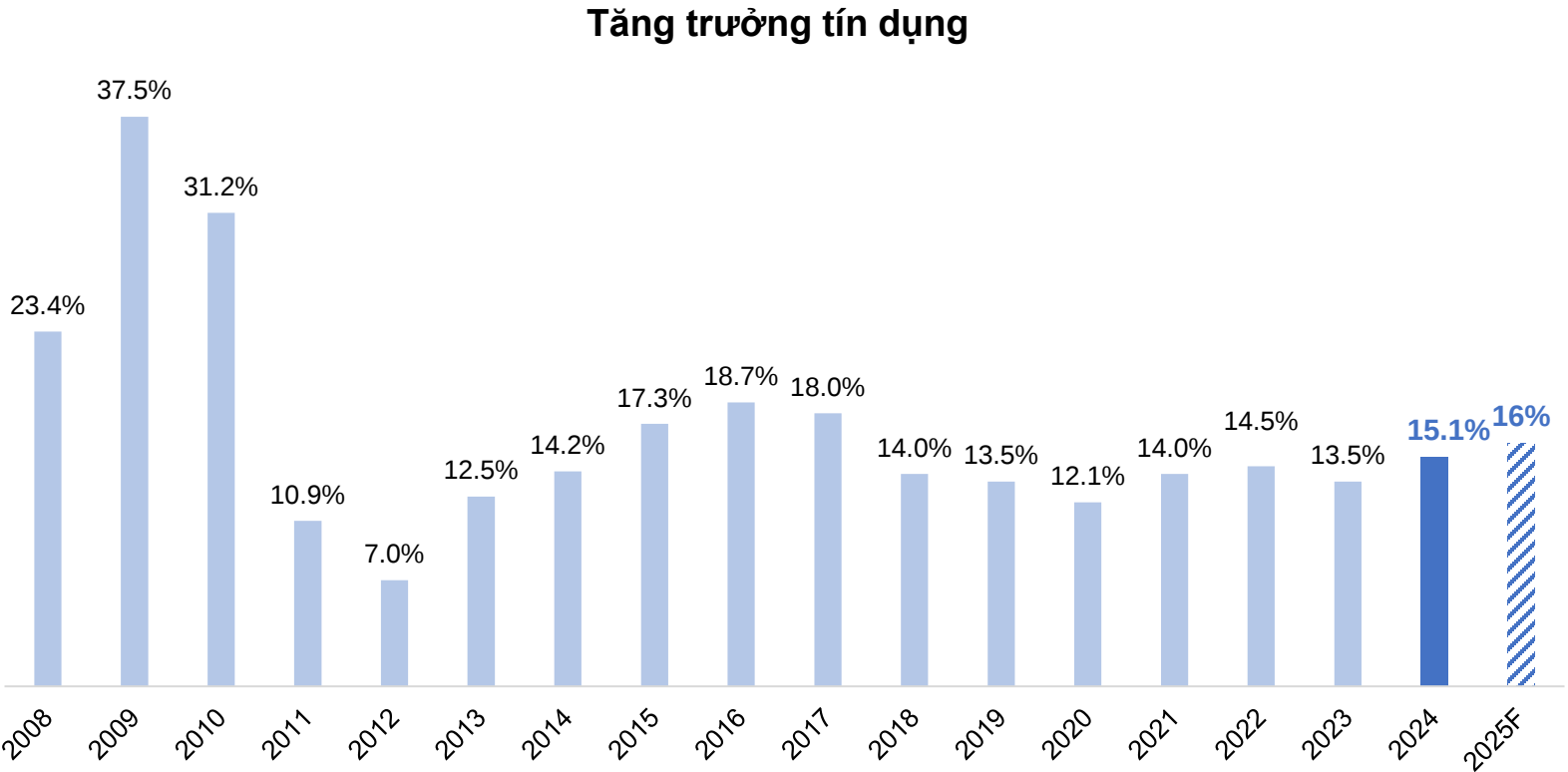
Tăng trưởng GDP Việt Nam



Chính sách tiền tệ 2025: tăng trưởng tín dụng cao + duy trì lãi suất thấp

4 NHNN (VCB BID CTG Agribank) chiếm ~44.7% thị phần tín dụng toàn nền kinh tế vẫn đang duy trì mức lãi suất rất thấp 4.6-4.8%

Thủ tướng: yêu cầu kiểm soát chặt lãi suất huy động, giảm mặt bằng lãi cho vay để đáp ứng nhu cầu vốn nền kinh tế (Ngày 17/12/2024)

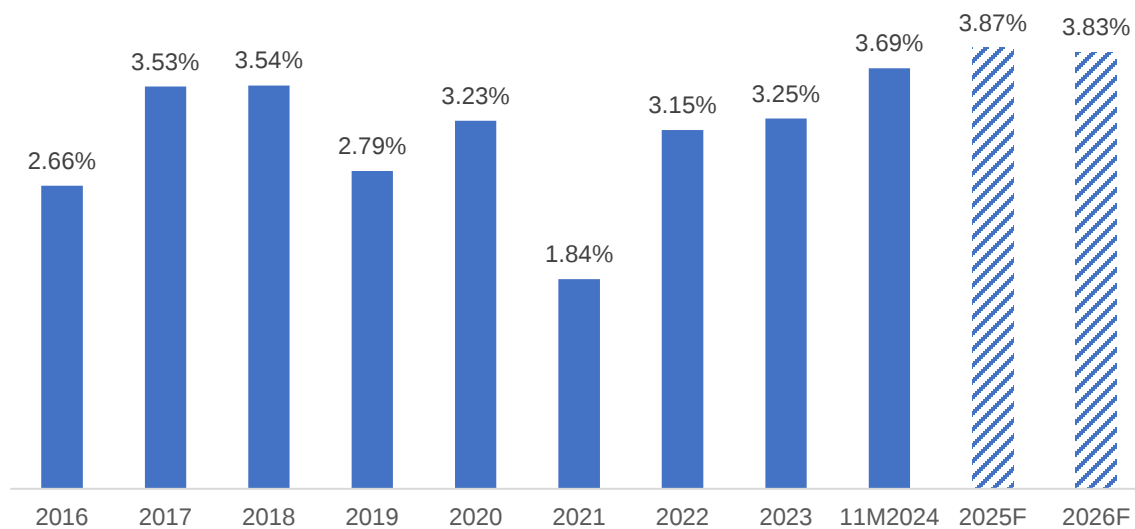


NGÂN HÀNG	12 THÁNG
VIETCOMBANK	4.6
BIDV	4.7
VIETINBANK	4.7
AGRIBANK	4.8
TECHCOMBANK	4.85
ACB	4.9
SEABANK	5.0
MB	5.1
PVCOMBANK	5.1
EXIMBANK	5.2
OCB	5.3
TPBANK	5.3
SACOMBANK	5.4
LPBANK	5.5
PGBANK	5.5
SHB	5.5
VPBANK	5.5
HDBANK	5.6
VIETBANK	5.6
BAC A BANK	5.6
NAM A BANK	5.6
KIENLONGBANK	5.7
VIET A BANK	5.7
DONG A BANK	5.8
NCB	5.8
OCEANBANK	5.8
BAOVIETBANK	5.8
SAIGONBANK	5.8
CBBANK	6.0
ABBANK	6.0
BVBANK	6.0

Áp lực lạm phát trong năm 2025 là không lớn

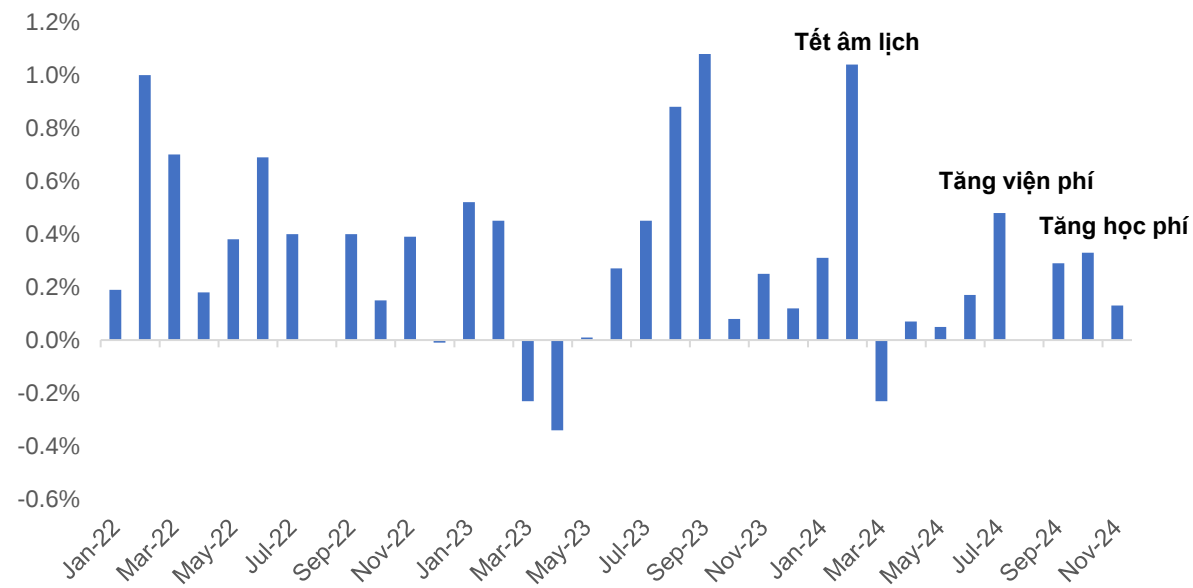
- Giá dầu đang ở mức thấp và được dự báo tiếp tục giảm trong năm 2025:
 - + Macquarie: Dầu WTI giảm xuống mức trung bình **70.5** USD/thùng (so với mức **79.64** USD/thùng năm 2024)
 - + World bank: Dầu Brent giảm từ 84 USD/thùng xuống 79 USD/thùng
- Lạm phát thế giới đang suy giảm
- Năm 2024, các yếu tố chính ảnh hưởng tới lạm phát tại Việt Nam là viện phí, học phí - đều là yếu tố có thể nằm trong khả năng kiểm soát của Chính phủ. Do đó, nếu diễn biến giá các mặt hàng khác tăng ngoài dự kiến, Chính phủ hoàn toàn có thể ngừng tăng viện phí và học phí trong năm 2025 để đảm bảo mức lạm phát chung của nền kinh tế trong năm 2025.

Lạm phát theo năm



Nguồn: NHNN

Lạm phát theo tháng



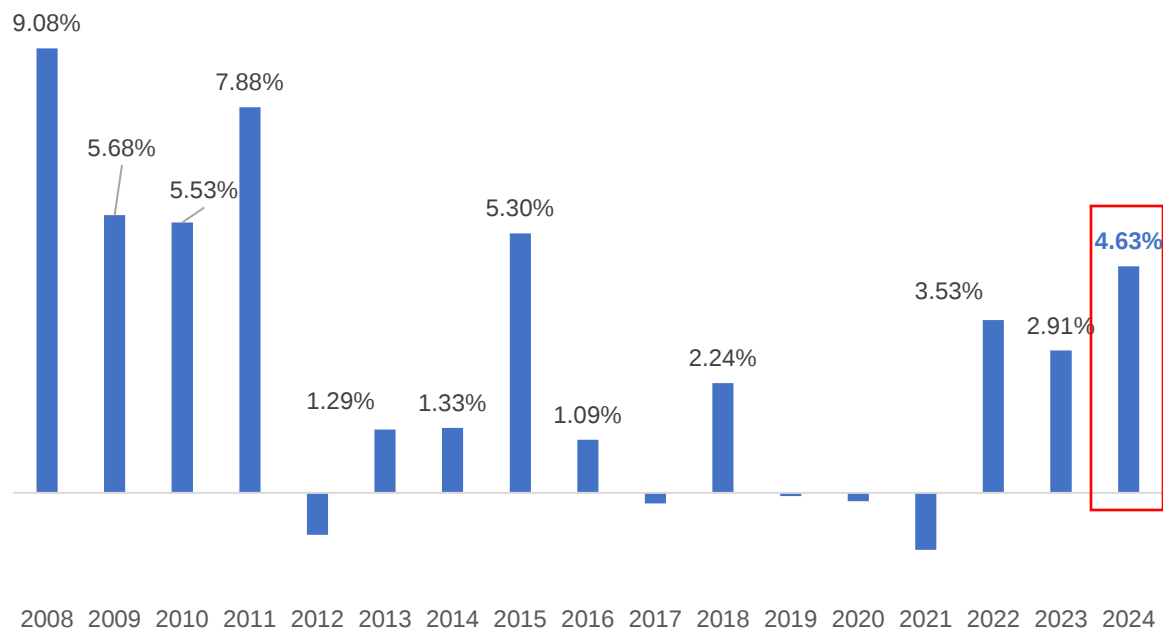
Nguồn: FiinProX

Tỷ giá USD/VND - Đúng là nỗi lo lớn nhất

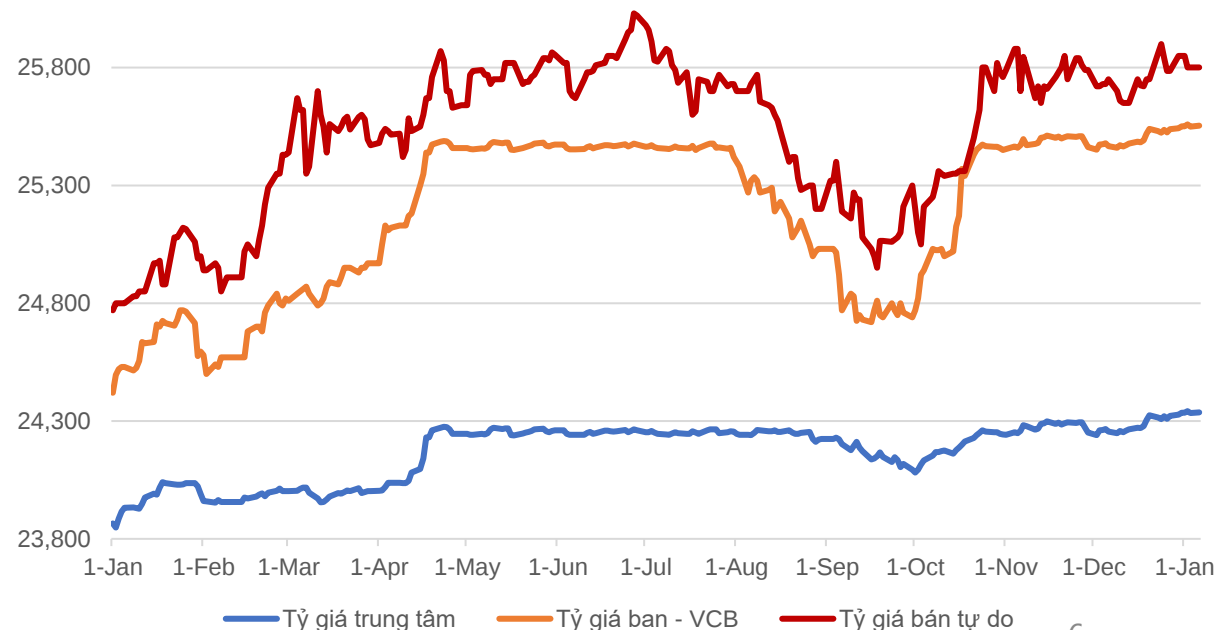
- Tỷ giá bán ra tại Vietcombank đã tăng 4.63% trong năm 2024
- Áp lực tỷ giá trong năm 2025 vẫn ở mức rất cao do:
 - Chính sách kinh tế trong nhiệm kỳ Trump 2.0 vẫn là ưu tiên tăng trưởng kinh tế cho nước Mỹ
 - Fed duy trì chính sách lãi suất cao, khiến chỉ số DXY tăng cao

Phó Thống đốc NHNN Đào Minh Tú: "Cuối năm, tỷ giá tăng khoảng 5.03%, chúng tôi đánh giá là mức hài hòa, đảm bảo doanh nghiệp và nhà đầu tư không lo ngại, có tâm lý đầu cơ và găm giữ USD".

Diễn biến tỷ giá USD/VND



Tỷ giá USD/VND từ 1/1/2024



Năm 2022, Việt Nam đã chọn hy sinh lãi suất để cứu tỷ giá, hậu quả là gì?

1) Tăng trưởng GDP giảm mạnh chỉ còn 3.32% trong quý 1/2023

2) Vỡ bong bóng trái phiếu, đặc biệt trái phiếu doanh nghiệp bất động sản, trong đó giá cổ phiếu PDR NVL giảm sàn nhiều phiên liên tiếp, mà hậu quả vẫn còn đến hiện tại

VIS Rating: 11 tháng 2024, 43 trái phiếu chậm trả gốc/lãi lần đầu với tổng giá trị là 23,200 tỷ đồng; trong năm 2023, con số này là 369 trái phiếu chậm trả gốc/lãi với tổng giá trị 144,300 tỷ đồng

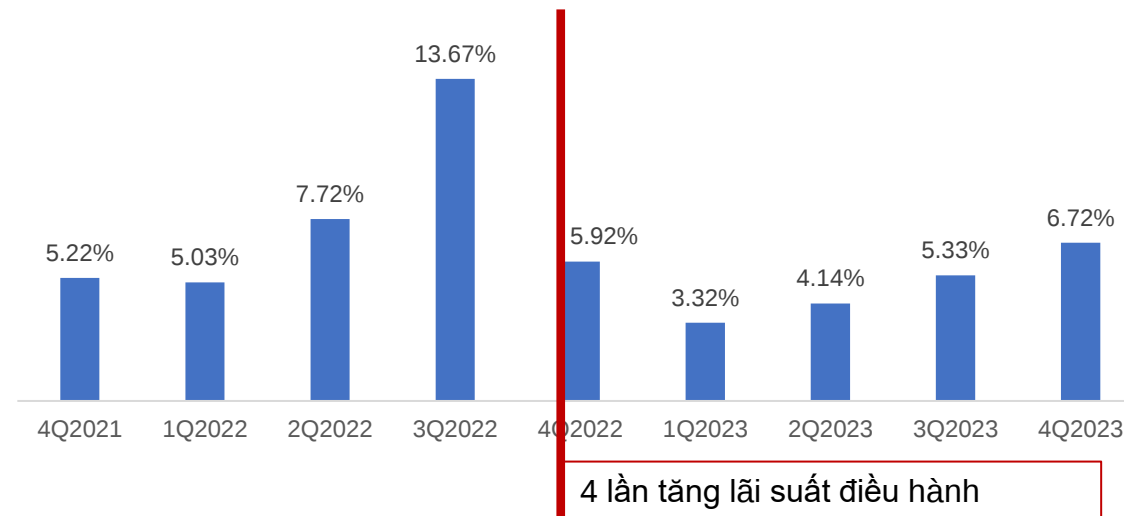
3) Hàng loạt lao động mất việc làm. Theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, trong 5 tháng 2023: 509,903 người lao động bị ảnh hưởng việc làm như mất việc, thôi việc, giảm giờ làm, tạm hoãn hợp đồng lao động hoặc nghỉ không lương

4) Rút bảo hiểm xã hội hàng loạt

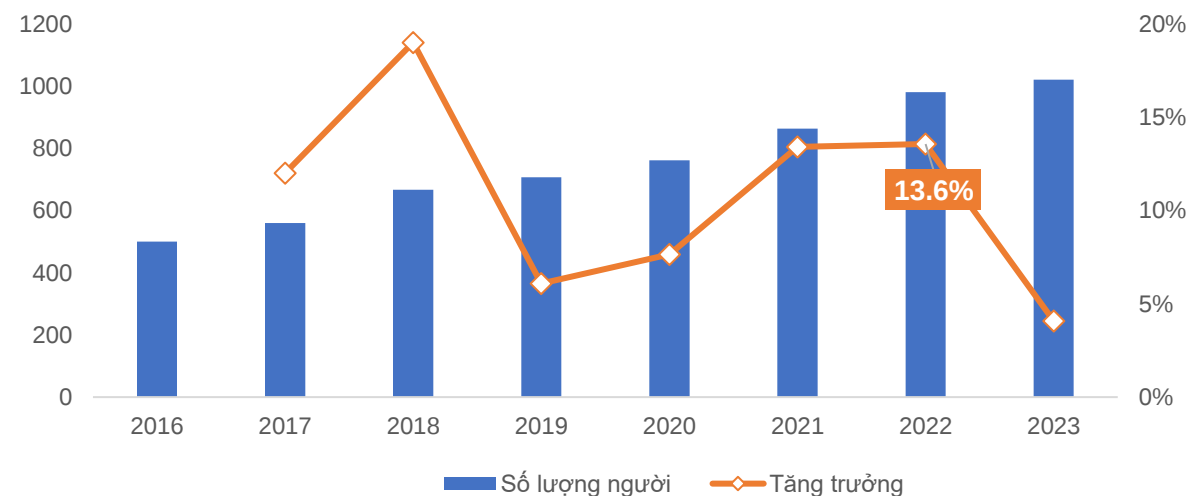
Thông điệp rõ ràng trong điều hành kinh tế Vĩ mô từ Chính phủ đang là: **tăng trưởng kinh tế**

Chúng tôi cho rằng, năm 2025, NHNN sẽ không tăng lãi suất điều hành, dù tỷ giá vẫn sẽ gặp nhiều áp lực

Tăng trưởng GDP năm 2022-2023



Số người rút BHXH 1 lần



Nguồn: Bộ Lao động thương binh và Xã hội

MỤC LỤC

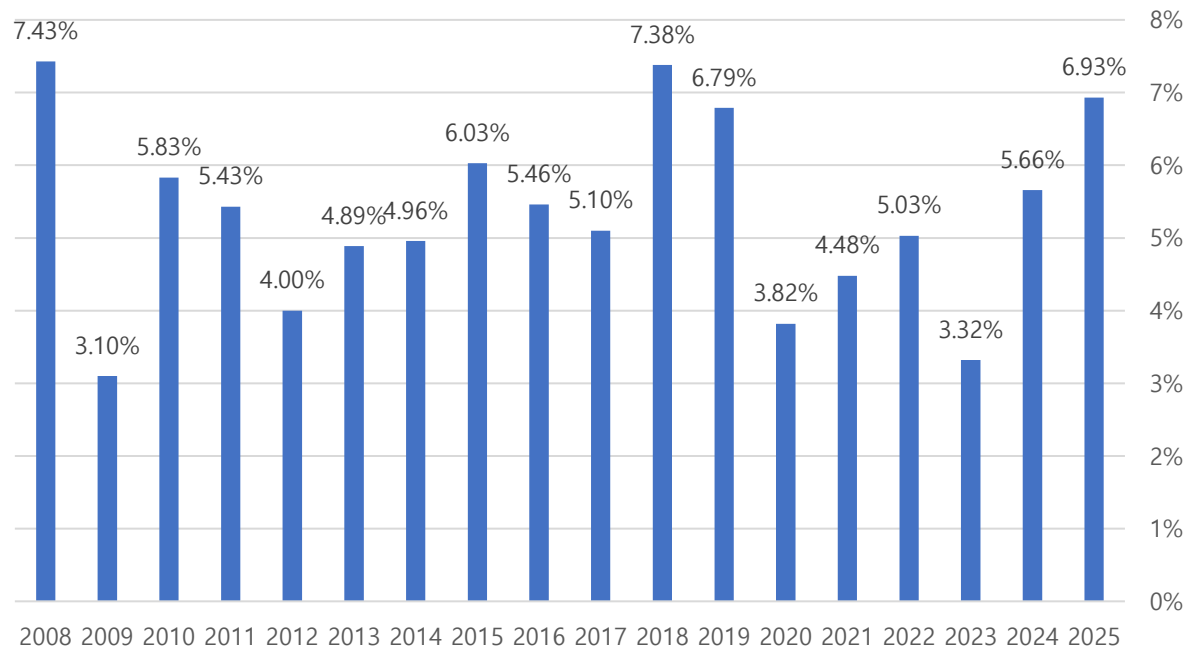
1. Dự báo kinh tế 2025: Dồn toàn lực cho tăng trưởng
- 2. Kinh tế Vĩ mô quý 1/2025: Tăng trưởng cao trên nền lãi suất thấp**
3. Đàm phán thuế đối ứng với Mỹ: Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tích cực?
4. Thị trường chứng khoán quý 2/2025: Đi lên từ nội lực
5. Khuyến nghị nhóm ngành và top cổ phiếu
6. Cổ phiếu tiêu biểu: HVN VHM

GDP quý 1 tăng trưởng mạnh mẽ 6.93%

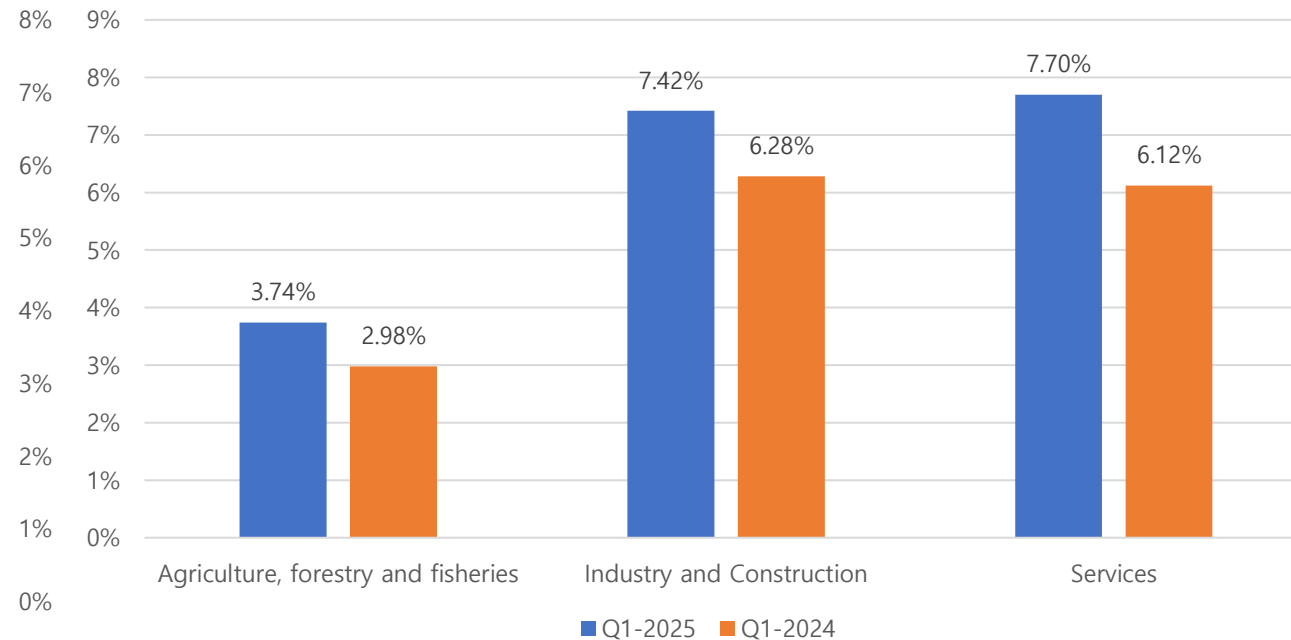
Lý do tăng trưởng:

- Cả 3 nhóm ngành (Nông nghiệp, công nghiệp, và dịch vụ) đều có sự tăng trưởng tốt so với cùng kỳ

Tăng trưởng GDP trong quý 1



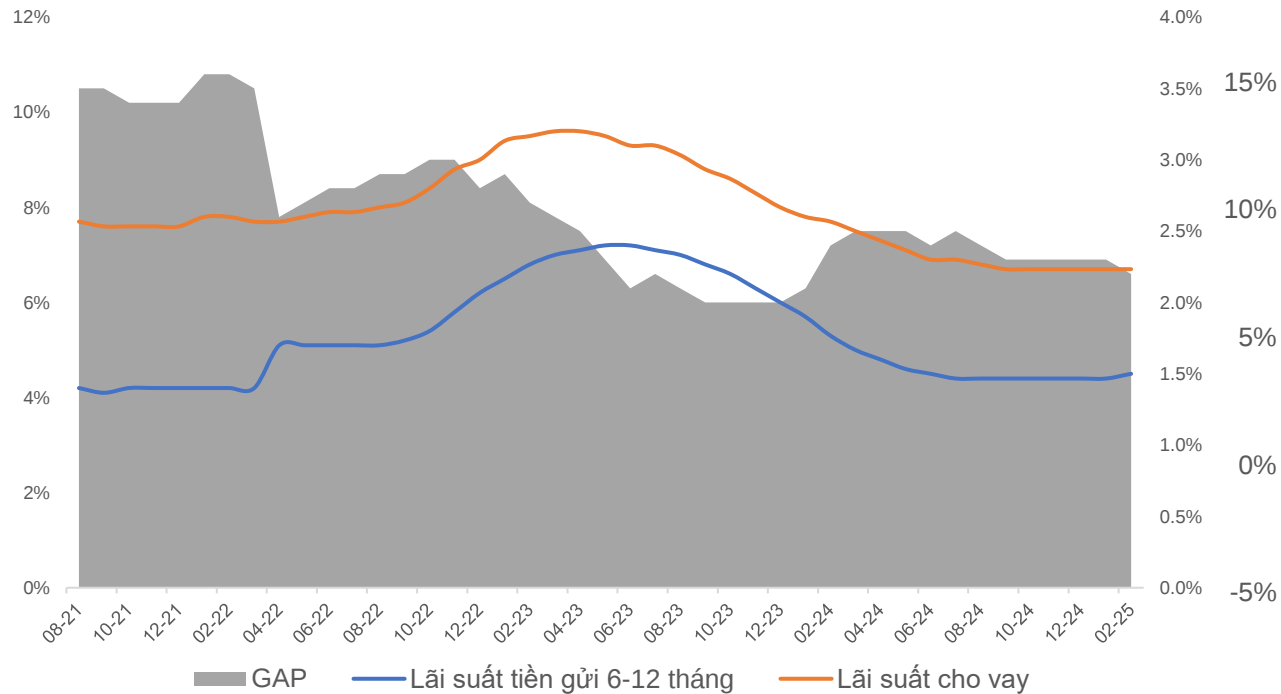
Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành



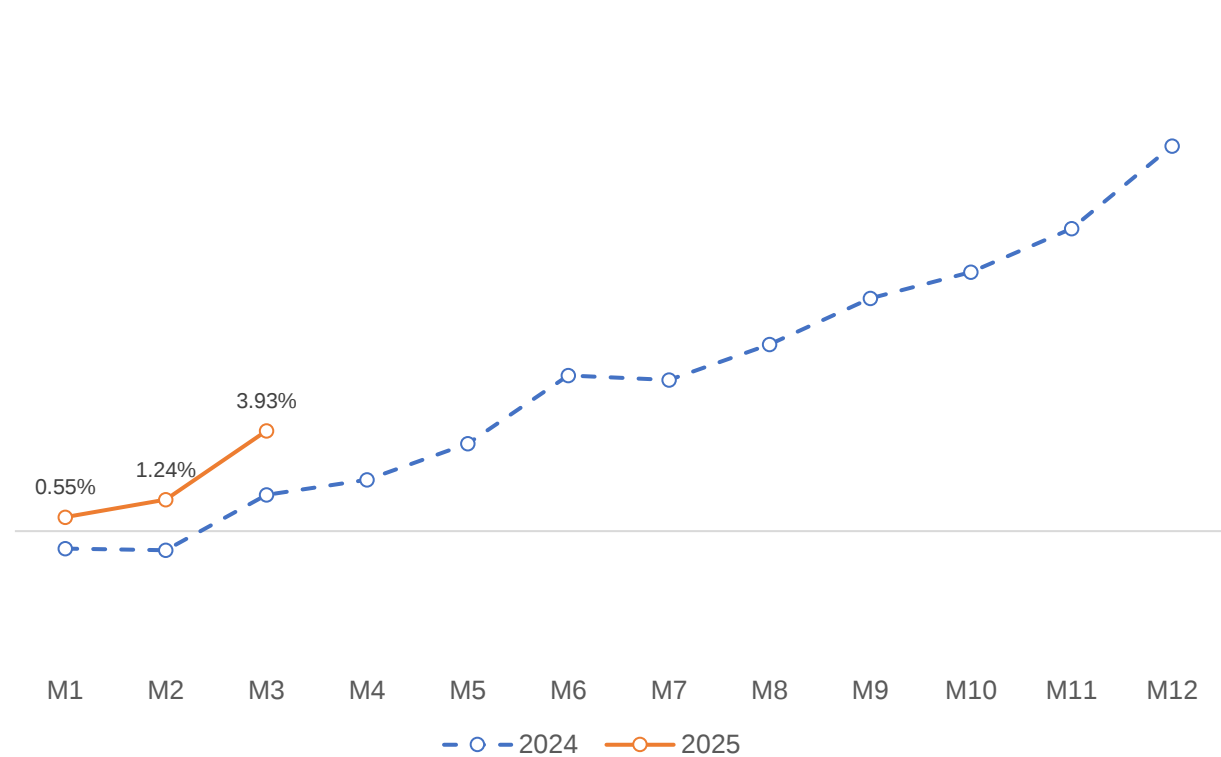
Lãi suất và tín dụng vẫn là động lực tăng trưởng

- Tăng trưởng tín dụng quý 1/2025 đạt 3.93%, gấp 2.8 lần so với mức tăng trưởng 1.42% quý 1/2024
- Kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 vẫn là 16%
- Lãi suất cho vay giữ nguyên ở mức ~6.7%, trong khi lãi suất tiền gửi tăng nhẹ 0.1% lên 4.5%

Lãi suất huy động và cho vay bình quân của nhóm NHTM trong nước



Tăng trưởng tín dụng 2024-2025 (%YTD)

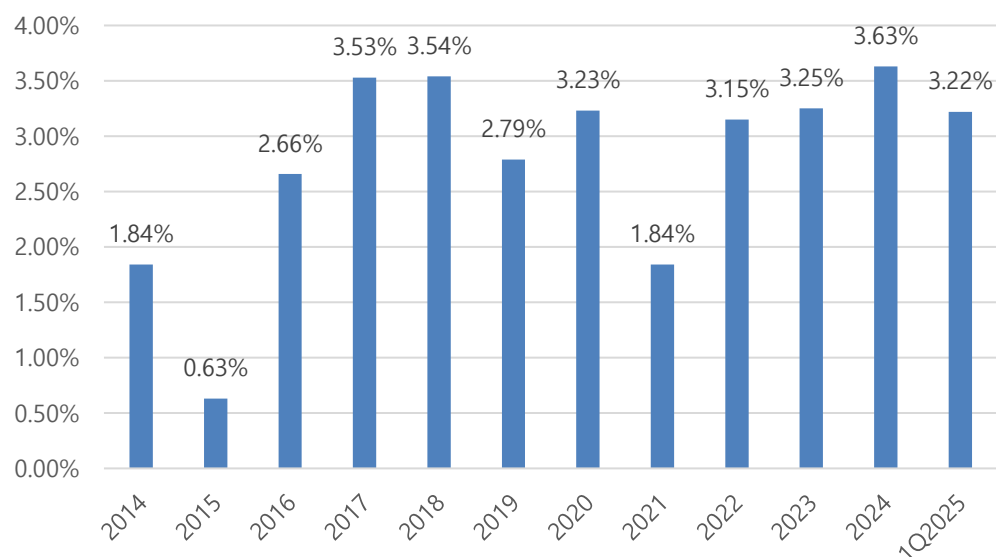


Nguồn: NHNN, dữ liệu đến tháng 11/2024

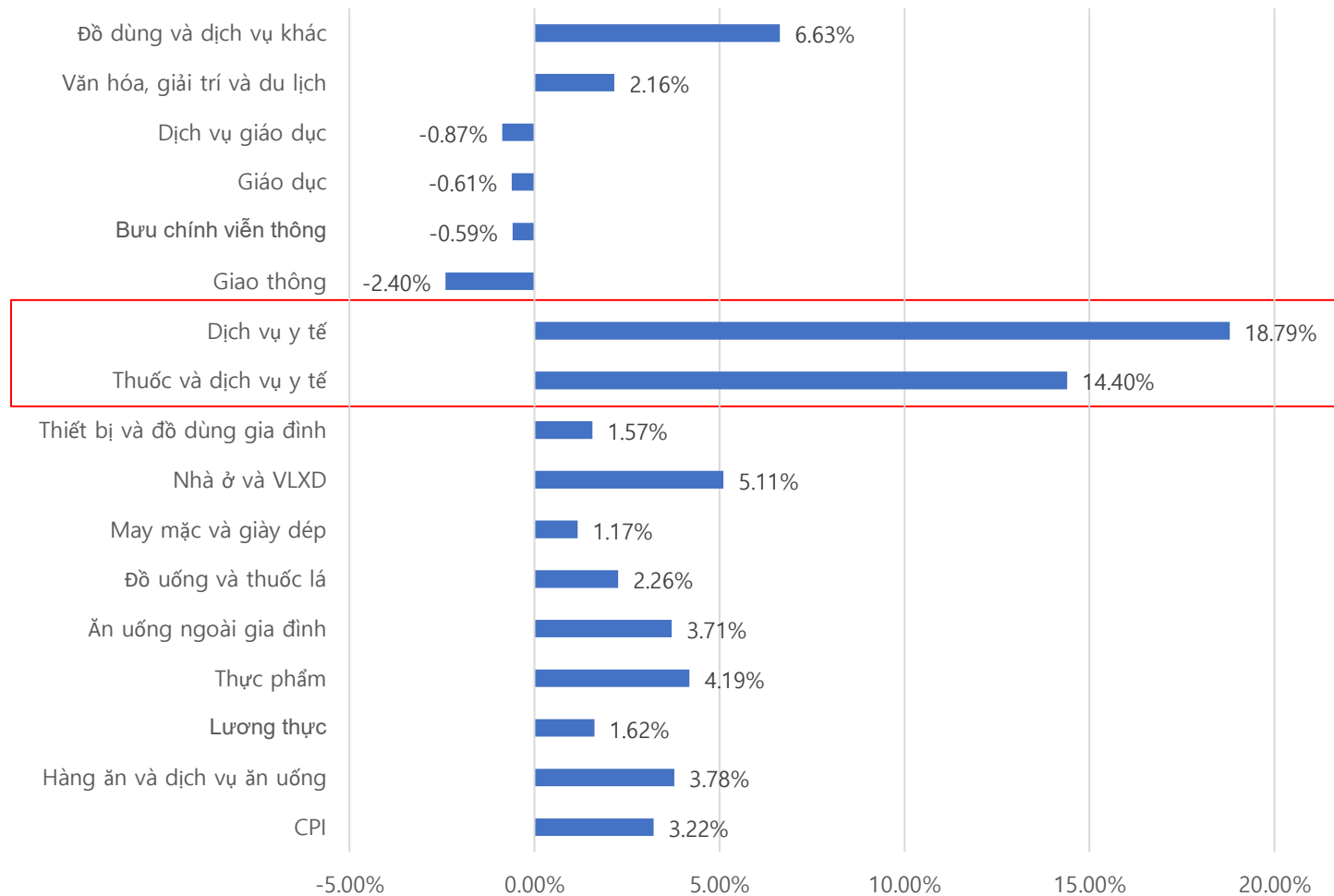
Lạm phát giảm so với năm 2024, chỉ còn ở mức 3.22%

Lạm phát ổn định dưới 4.5% sẽ **không tạo ra áp lực** lên thay đổi chính sách tiền tệ từ NHNN

Lạm phát yoy



Lạm phát theo nhóm ngành



Tỷ giá USD/VND không còn là ưu tiên trong điều hành chính sách từ NHNN?

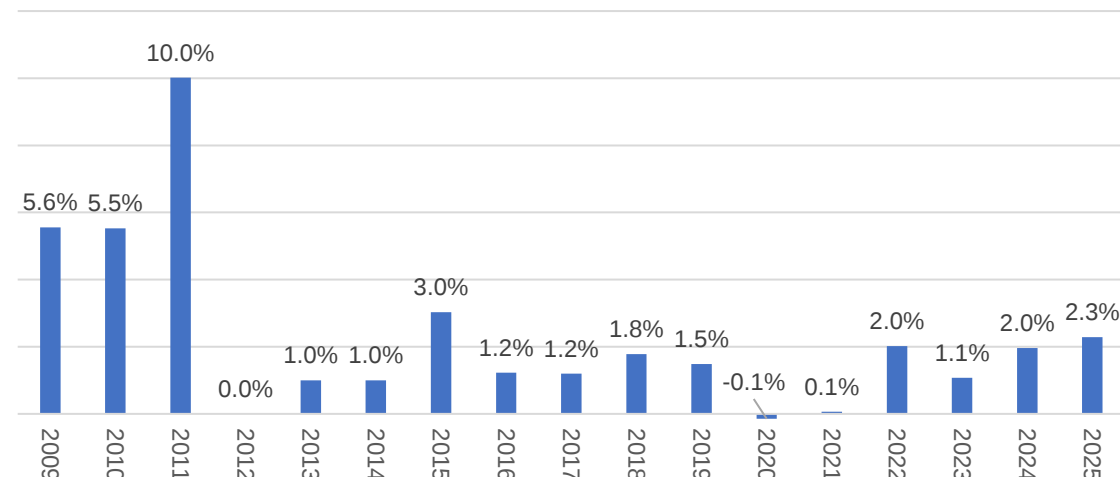
- Chỉ hơn 3 tháng, tỷ giá trung tâm đã tăng 2.3%, cao hơn mức tăng hàng năm kể từ năm 2015
- Trong khi đó, DXY index hiện đã ở mức thấp nhất 3 năm, áp lực lên tỷ giá vốn dĩ là không lớn

→ NHNN đang chủ động giảm giá đồng VND, tỷ giá USD không còn là ưu tiên trong điều hành chính sách từ NHNN?

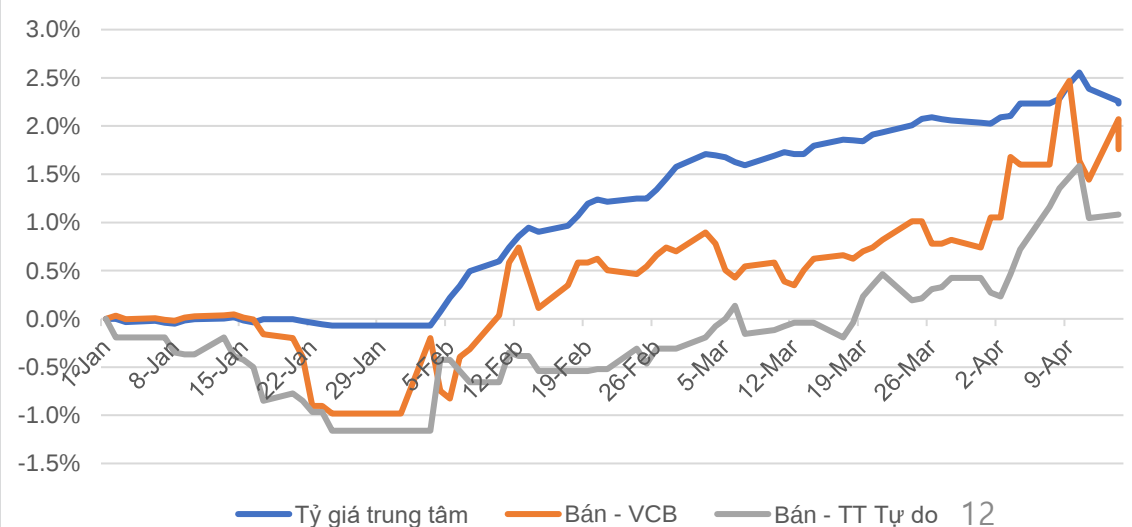
DXY Index



Tỷ giá trung tâm



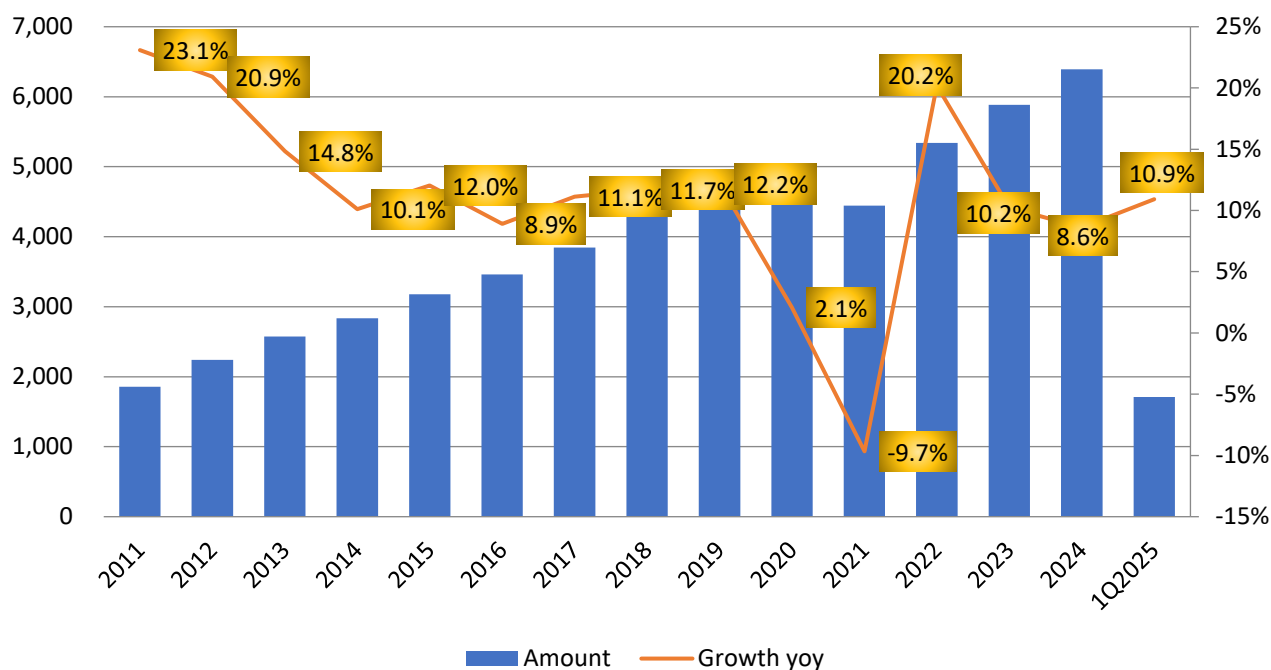
Diễn biến tỷ giá năm 2025



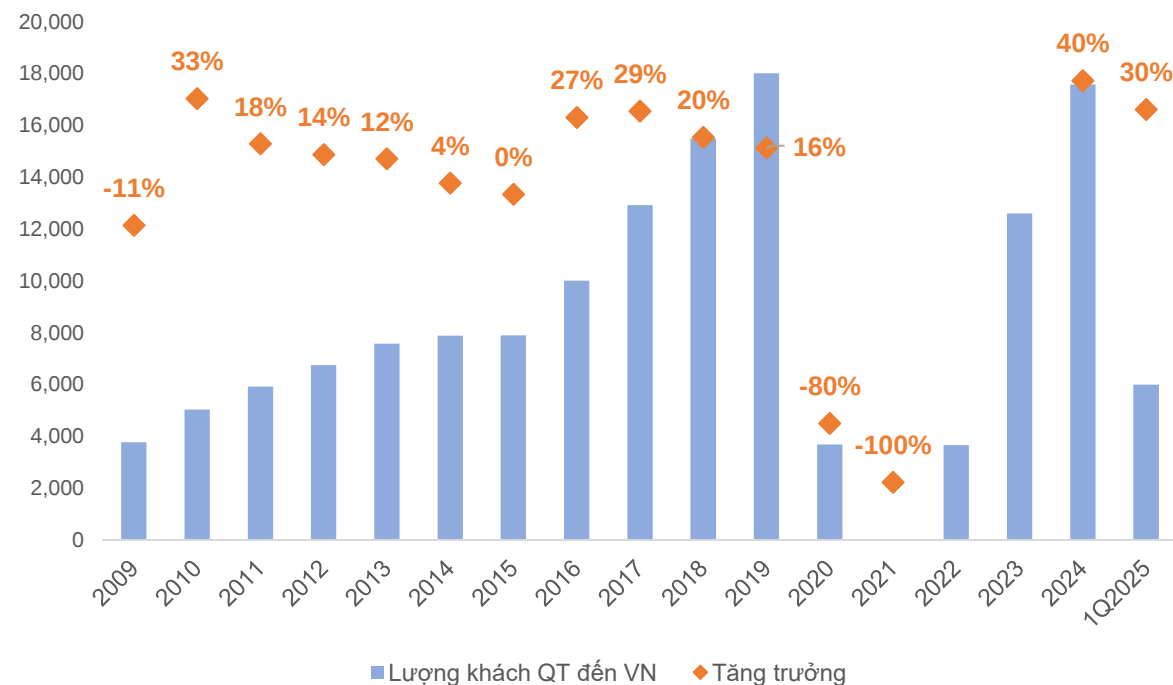
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tăng 10.9%, cao nhất 3 năm

- Động lực quan trọng cho tăng trưởng bán lẻ đến từ khách du lịch quốc tế (tăng trưởng 30% yoy), và tăng 134% so với quý 1/2019 – trước khi Covid diễn ra. Các thị trường có tăng trưởng lớn nhất là: Trung Quốc (78.3%), Nga (111%), Anh (23.5%), Pháp (28.3%), Đức (23.3%)

Retail sale & growth yoy



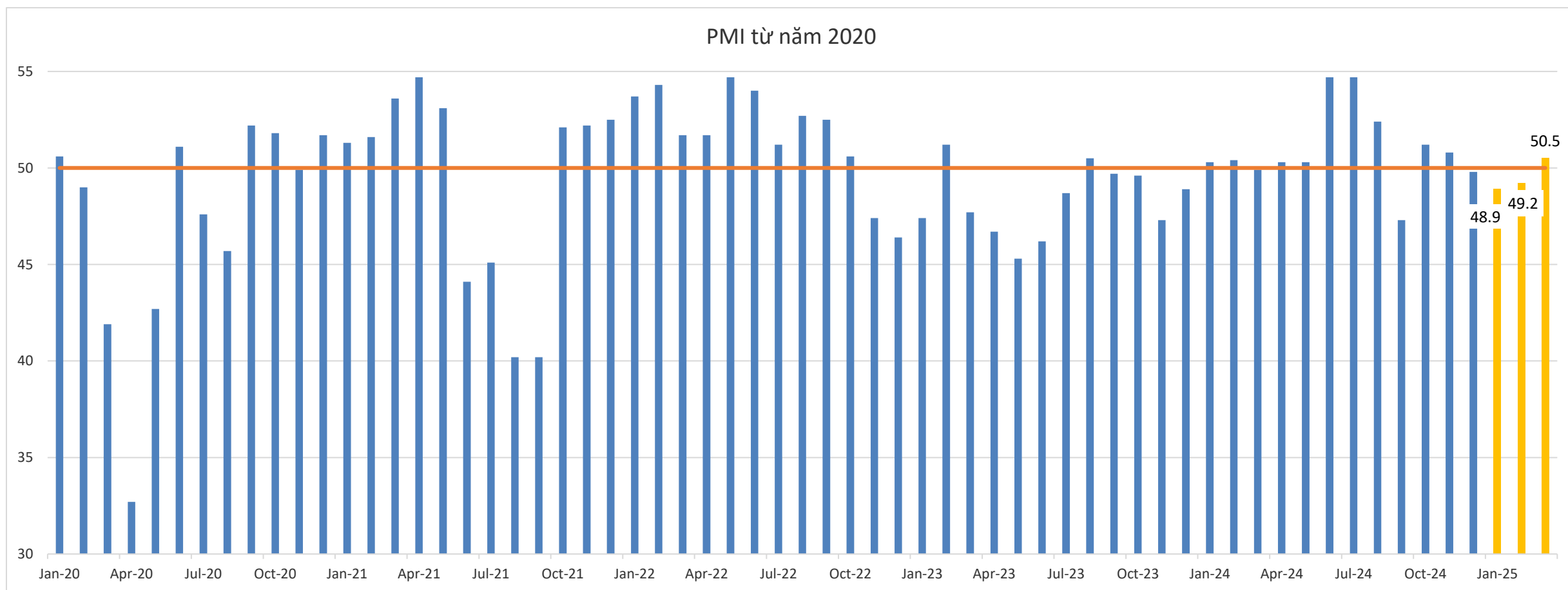
Lượng khách quốc tế đến Việt Nam



Nguồn: Tổng cục du lịch

PMI tăng tốt vượt 50 điểm trong tháng 3

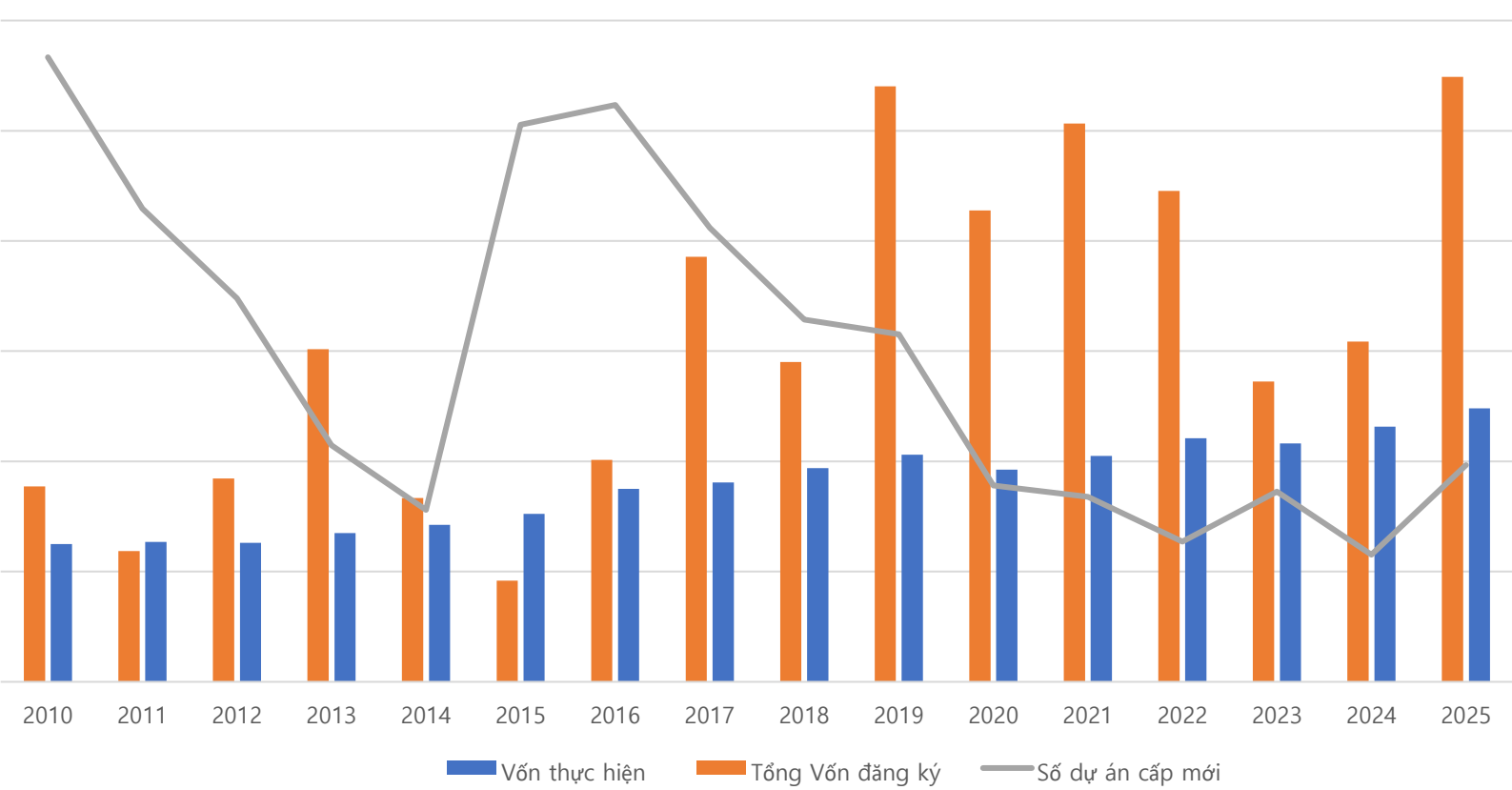
- Trong 3 tháng của quý 1, có tới 2 tháng có PMI dưới 50 điểm, cho thấy tăng trưởng dựa trên ngành dịch vụ, trong khi đó, hoạt động sản xuất và công nghiệp trong nước vẫn còn gặp nhiều khó khăn



FDI thực hiện quý 1/2025 tăng trưởng 7.1% yoy

CARG vốn FDI thực hiện trong 15 năm (từ 2010-2025) là 4.7%; như vậy, tăng trưởng FDI quý 1/năm 2025 tăng cao hơn mức trung bình 15 năm qua

Vốn FDI quý 1 các năm



Quốc gia	Vốn đăng ký
Singapore	10,207
Hàn Quốc	7,057
Trung Quốc	4,732
Hồng Kông	4,348
Nhật Bản	3,502
Đài Loan	2,085
Quần đảo Cayman	1,231
Samoa	856
Thổ Nhĩ Kỳ	763
Quần đảo Virgin thuộc Anh	586
Hà Lan	546
Mỹ	287
Khác	2,025

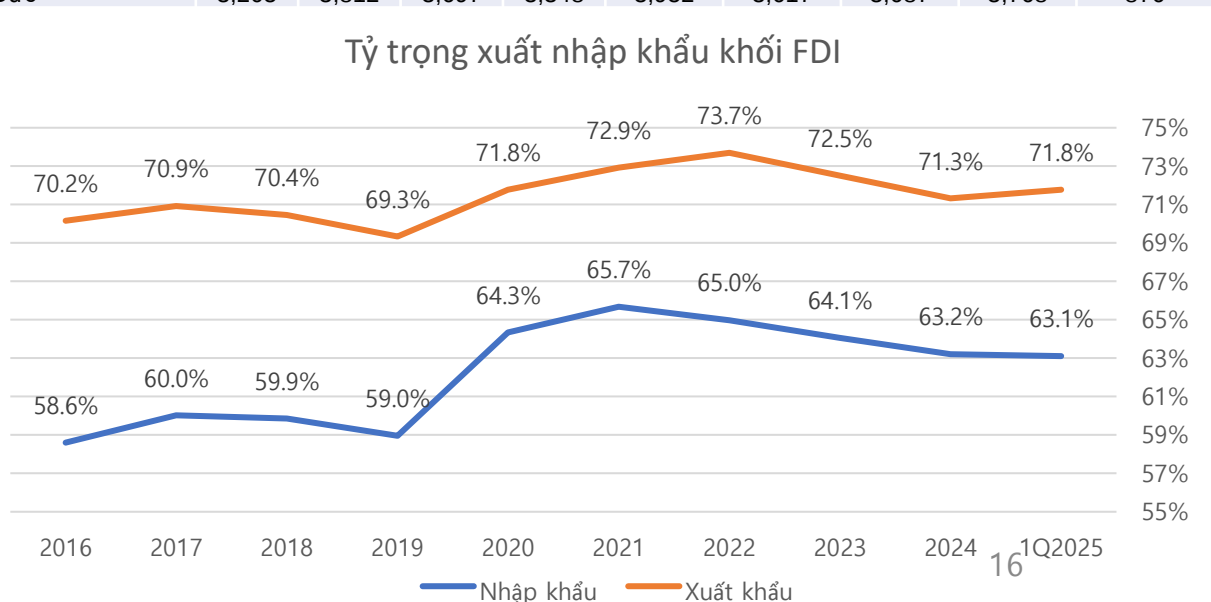
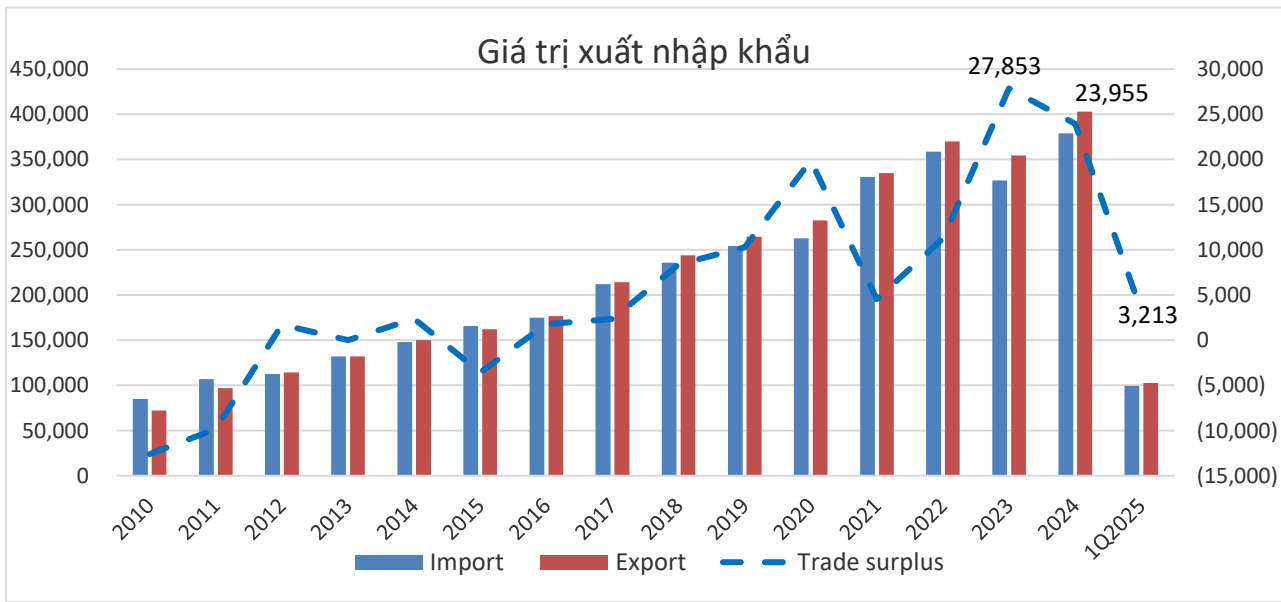
Đơn vị: Triệu USD

Nguồn: FiinProX

Xuất nhập khẩu vẫn tăng trưởng 13.7% yoy

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q2025
Mỹ	41,592	47,530	61,347	77,077	96,270	109,389	97,020	119,501	31,399
Trung Quốc	35,404	41,366	41,414	48,905	55,926	57,703	61,208	61,212	13,172
Hàn Quốc	14,819	18,241	19,720	19,107	21,948	24,293	23,499	25,619	6,762
Nhật Bản	16,859	18,834	20,413	19,284	20,130	24,233	23,315	24,608	6,399
Hồng Kông	7,582	7,958	7,156	10,437	11,995	10,936	9,632	12,423	3,333
Hà Lan	7,105	7,085	6,881	6,999	7,685	10,430	10,242	12,994	3,072
Đức	6,363	6,873	6,555	6,644	7,288	8,968	7,400	7,935	2,445
Ấn Độ	3,758	6,544	6,674	5,235	6,281	7,962	8,499	9,065	2,376
Thái Lan	4,808	5,487	5,272	4,917	6,155	7,476	7,192	7,783	2,063
Anh	5,422	5,779	5,758	4,955	5,766	6,066	6,345	7,543	1,929
Australia	3,281	3,966	3,495	3,621	4,401	5,553	5,224	6,476	1,580
Đài Loan	2,574	3,151	4,392	4,322	4,587	5,118	4,737	5,619	1,557
Canada	2,716	3,014	3,912	4,361	5,270	6,315	5,616	6,374	1,550
Mexico	2,339	2,240	2,828	3,159	4,558	4,533	4,438	5,465	1,460
Philippines	2,836	3,465	3,730	3,550	4,571	5,100	5,150	6,189	1,402

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q2025
Trung Quốc	58,592	65,516	75,452	84,187	110,533	117,867	110,645	144,021	38,076
Hàn Quốc	46,961	47,582	46,935	46,895	56,314	62,089	52,511	55,926	13,906
Đài Loan	12,727	13,231	15,173	16,701	20,780	22,631	18,421	22,741	6,826
Nhật Bản	16,977	19,041	19,526	20,341	22,801	23,374	21,638	21,588	5,792
Mỹ	9,349	12,747	14,365	13,713	15,277	14,471	13,822	15,103	4,096
Thái Lan	10,643	12,043	11,656	10,965	12,586	14,092	11,797	12,447	3,103
Indonesia	3,660	4,937	5,703	5,382	7,603	9,641	8,729	10,527	2,818
Malaysia	5,949	7,450	7,291	6,575	8,166	9,124	7,809	9,133	2,242
Australia	3,182	3,751	4,455	4,677	7,968	10,145	8,533	7,592	1,751
Kuwait	288	2,604	3,534	3,168	4,710	6,582	5,882	7,250	1,814
Ấn Độ	3,940	4,147	4,538	4,435	6,964	7,087	5,865	5,830	1,408
Brazil	1,838	2,387	2,747	2,907	4,106	4,548	4,675	5,377	1,527
Singapore	5,316	4,527	4,091	3,670	4,260	4,837	4,710	5,375	1,454
Campuchia	1,030	969	901	1,178	4,710	4,826	3,681	4,782	1,911
Đức	3,205	3,812	3,697	3,348	3,952	3,617	3,687	3,768	876



Kết luận: Bức tranh vĩ mô quý 1/2025 đang đi đúng hướng dự báo

- 1 Tăng trưởng vẫn được ở mức cao 6.93%
- 2 Động lực cho tăng trưởng đến từ chính sách tiền tệ (lãi suất thấp và đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng ~3.93%) và chính sách tài khóa (thúc đẩy đầu tư công)
- 3 Lạm phát không quá đáng ngại
- 4 Tỷ giá là nỗi lo, nhưng NHNN sẽ chỉ dùng các biện pháp tiền tệ để kiềm chế tỷ giá, không dùng biện pháp tăng lãi suất
- 5 FDI vẫn tăng trưởng tích cực, bất chấp nỗi lo tỷ giá
- 6 Xuất khẩu vẫn ở mức cao 13.7% do chưa chịu tác động từ thuế đối ứng Mỹ

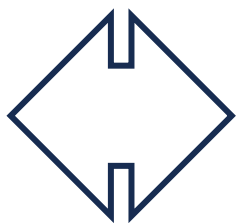
MỤC LỤC

1. Dự báo kinh tế 2025: Dồn toàn lực cho tăng trưởng
2. Kinh tế vĩ mô quý 1/2025: Tăng trưởng cao trên nền lãi suất thấp
3. **Đàm phán thuế đối ứng với Mỹ: Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tích cực?**
4. Thị trường chứng khoán quý 2/2025: Đi lên từ nội lực
5. Khuyến nghị nhóm ngành và top cổ phiếu
6. Cổ phiếu tiêu biểu: HVN VHM

Sau 90 ngày đàm phán: cuộc chiến Mỹ - Trung hay cuộc chiến Mỹ - Thế giới?

- Ngày 3/4: Mỹ công bố mức thuế đối ứng lên 185 quốc gia và vùng lãnh thổ
- Ngày 4/4: Trung Quốc áp thuế 34% trả đũa Mỹ
- Ngày 8/4: Mỹ áp thuế 104% đối với hàng hóa Trung Quốc
- Ngày 9/4: Trung Quốc trả đũa, áp thuế bổ sung 84% đối với hàng Mỹ
- Sáng ngày 9/4: Thuế đối ứng của Mỹ chính thức có hiệu lực
- Chiều ngày 9/4: Mỹ tạm dừng kế hoạch áp thuế đối ứng trong 90 ngày đối với tất cả các đối tác thương mại không trả đũa, tăng mức thuế **145%** áp lên hàng Trung Quốc (gần như lệnh cấm vận)
- Ngày 11/4: Trung Quốc đáp trả, áp thuế **125%** lên hàng hóa Mỹ
→ **Bối cảnh gần giống với cuộc chiến Mỹ - Trung lần 1 với mức độ khốc liệt hơn**
- Ngày 12/4: Mỹ miễn thuế đối ứng với các loại thiết bị điện tử tiêu dùng quan trọng như smartphone, laptop, ổ cứng, chip nhớ...

Áp thuế với tất cả các nước:
Cuộc chiến Mỹ - Thế giới → Mỹ có đẩy các nước về phía Trung Quốc?

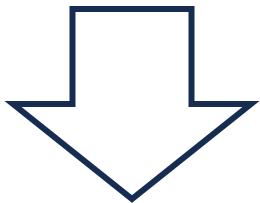


Áp thuế với riêng Trung Quốc: Cuộc chiến lần 2 vẫn sẽ chỉ xảy ra giữa Mỹ và Trung Quốc

Reciprocal Tariffs		
Country	Tariffs Charged to the U.S.A. Including Currency Manipulation and Trade Barriers	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariffs
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	24%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%

Mỹ miễn áp thuế đối ứng với điện thoại, thiết bị điện tử vì sao?

- Ông Trump: Smartphone, máy tính, đồ điện tử sẽ bị áp thuế mới → Giải thích này không thực sự hợp lý, vì thuế bản chất đều như nhau, là khoản tiền doanh nghiệp nộp cho nước xuất khẩu, dù tên gọi là có khác nhau thế nào!!!
- Liệu đây có phải lời giải thích chỉ để giữ thế điện tử phía Mỹ?



Mỹ không sẵn sàng trả mọi giá cho thương chiến?

Xuất khẩu Việt Nam vào Mỹ năm 2024	Trị giá (USD)	Tỷ trọng
Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện	23,201,555,810	19.4%
Máy móc, thiết bị, dụng cụ phụ tùng khác	22,052,523,094	18.5%
Hàng dệt, may	16,151,794,382	13.5%
Điện thoại các loại và linh kiện	9,824,431,700	8.2%
Gỗ và sản phẩm gỗ	9,058,598,490	7.6%
Giày dép các loại	8,284,399,219	6.9%
Phương tiện vận tải và phụ tùng	3,273,825,912	2.7%
Sản phẩm từ chất dẻo	3,081,809,424	2.6%
Hàng thủy sản	1,832,900,465	1.5%
Túi xách, ví, vali, mũ, ô, dù	1,802,632,964	1.5%
Đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận	1,781,174,208	1.5%
Sản phẩm từ sắt thép	1,331,044,294	1.1%
Sắt thép các loại	1,318,963,272	1.1%
Máy ảnh, máy quay phim và linh kiện	1,208,345,217	1.0%

Nhóm ngành liên quan đến xuất khẩu chịu thiệt hại nặng nhất

Logic: các nhóm ngành liên quan đến xuất khẩu sẽ chịu tác động nặng nhất

- Khu công nghiệp: dòng vốn FDI vào khu công nghiệp chủ yếu để xuất khẩu
- Dệt may
- Săm lốp
- Thủy sản
- Cao su tự nhiên
- Vận tải đường biển

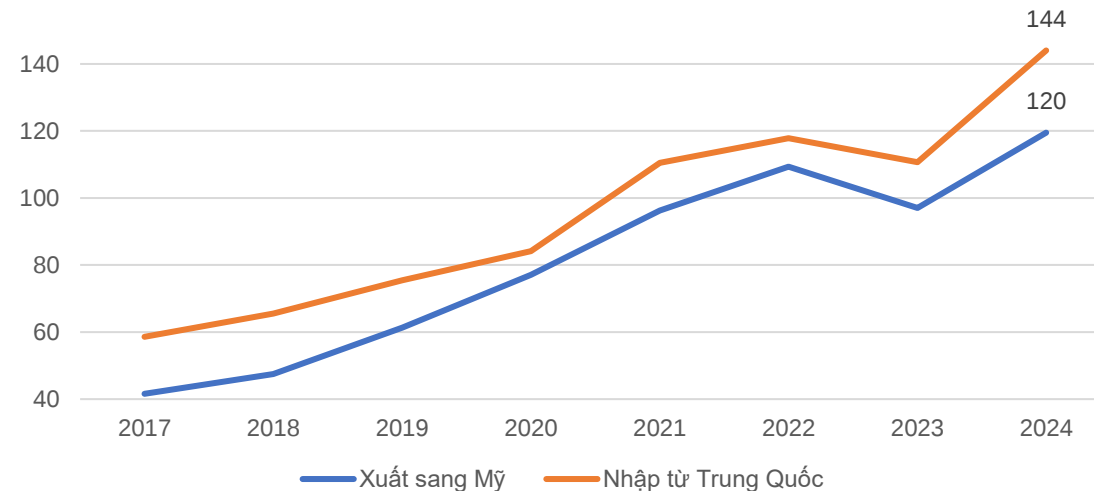
Diễn biến nhóm ngành từ ngày 3/4 đến 14/4 (7 phiên giao dịch)			
Mã	Vốn hóa (Tỷ đồng)	%	Mã tiêu biểu
Khu công nghiệp	215,113	-18.9%	KBC GVR SZC PHR
Hàng May mặc	13,086	-18.6%	TCM MSH STK
Săm lốp	4,429	-16.4%	DRC CSM
Nhựa, cao su & sợi	11,763	-15.7%	TRC DPR AAA
Phân phối xăng dầu & khí đốt	241,027	-12.2%	PLX GAS BSR
Vận tải Thủy	13,209	-11.0%	PVT VOS VTO
Bảo hiểm	45,875	-10.9%	BVH BIC BMI
Thủy sản, nông nghiệp	57,009	-10.0%	VHC ANV HAG FMC DBC
Bất động sản	201,465	-9.9%	DIG NLG DXG KDH
Lâm sản và Chế biến gỗ	11,016	-9.5%	PTB ACG
Môi giới chứng khoán	192,240	-8.2%	HCM VCI SSI
Vật liệu xây dựng & Nội thất	40,568	-8.1%	VGC BMP HT1
Thép và sản phẩm thép	181,374	-7.7%	HPG HSG NKG
Xây dựng	80,168	-7.6%	CTD VCG
Phân bón, hóa chất	74,219	-7.4%	DCM DPM DGC
Kho bãi, hậu cần và bảo dưỡng	60,764	-7.2%	GMD HAH VSC TMS
Thực phẩm	244,226	-6.4%	VNM MSN KDC
Ngân hàng	2,098,380	-6.0%	VCB BID CTG TCB
Phân phối hàng chuyên dụng	142,840	-4.9%	MWG FRT DGW
Sản xuất & Phân phối Điện	139,828	-4.7%	POW PPC NT2
Dược phẩm	35,170	-4.4%	DHG IMP
Phần mềm	182,151	-3.3%	FPT
Dịch vụ hàng không	121,191	-2.0%	HVN VJC
Sản xuất bia	73,406	0.2%	SAB BHN SMB
Nước	16,729	0.7%	BWE TDM

Việt Nam và Mỹ sẽ đàm phán một thỏa thuận thương mại song phương

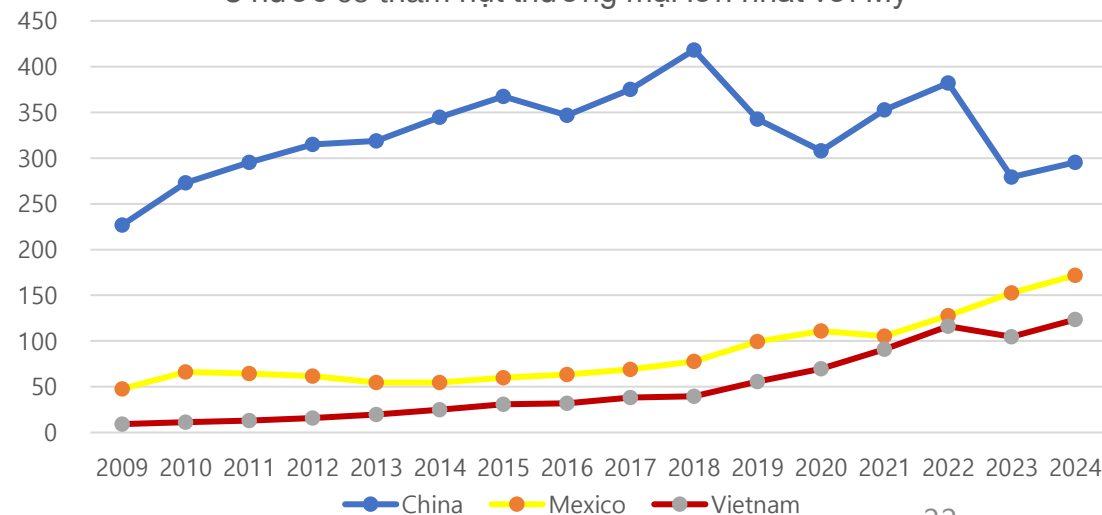
Các vấn đề phía Mỹ quan tâm gồm:

- ✓ Xuất xứ hàng hóa (nhập khẩu hàng Trung Quốc để xuất sang Mỹ)
- ✓ Hàng rào thuế quan và phi thuế quan, ngoài thuế nhập khẩu (Thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế VAT, nghĩa vụ báo cáo về môi trường và xã hội của doanh nghiệp...)
- ✓ Sở hữu trí tuệ (Ăn cắp bản quyền Window, crack...)
- ✓ Thâm hụt thương mại ~hơn 123 tỷ USD năm 2024 (giải pháp - nhập nhiều hàng Mỹ: máy bay, khí LNG, thương mại quốc phòng, an ninh...)

Giá trị xuất khẩu sang Mỹ và nhập khẩu từ TQ



3 nước có thâm hụt thương mại lớn nhất với Mỹ



Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tốt đẹp?

Bối cảnh cạnh tranh kinh tế tại Mỹ và tại Việt Nam:

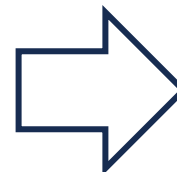
- Trung Quốc chịu thuế 145%, nên gần như chắc chắn hàng Trung Quốc sẽ bị loại hoàn toàn khỏi thị trường Mỹ vì giá sẽ là quá cao.
 - Mức tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp lớn tại Việt Nam đang vào khoảng trên 20%
- ✓ **Thuế đối ứng 10-15%: Tích cực**
 - ✓ **Thuế đối ứng 15-25%: Trung Lập**
 - ✓ **Thuế đối ứng từ 30%: Tiêu cực**

Profit margin of companies in HOSE

	Gross profit margin						Gross profit margin					
	2020	2021	2022	2023	2024	Average	2020	2021	2022	2023	2024	Average
All firms in HOSE	17.2%	20.5%	16.6%	16.3%	16.9%	17.5%	7.6%	9.5%	7.3%	6.2%	6.7%	7.4%
Top 200 firms	20.5%	23.1%	18.9%	18.6%	18.7%	19.9%	9.3%	10.7%	8.2%	6.9%	7.2%	8.5%
Top 100 firms	21.0%	23.4%	19.0%	18.5%	18.6%	20.1%	9.7%	10.8%	8.3%	6.9%	7.1%	8.5%
Top 50 firms	22.4%	25.4%	20.3%	19.5%	19.5%	21.4%	10.3%	11.8%	8.9%	7.3%	7.6%	9.2%
Top 20 firms	22.2%	24.9%	18.6%	18.7%	18.8%	20.6%	10.3%	11.7%	8.1%	7.1%	8.0%	9.0%
Top 10 firms	22.7%	26.3%	18.8%	18.7%	18.8%	21.1%	10.4%	12.1%	8.4%	7.1%	8.1%	9.2%

Mỹ đang nhượng bộ:

Ngày 11/4: Ông Trump nói muốn đạt thỏa thuận với Trung Quốc
Ngày 12/4: Mỹ miễn áp thuế đối ứng với điện thoại, thiết bị điện tử



Xác suất về kịch bản Tích Cực là cao

MỤC LỤC

1. Dự báo kinh tế 2025: Dồn toàn lực cho tăng trưởng
2. Kinh tế vĩ mô quý 1/2025: Tăng trưởng cao trên nền lãi suất thấp
3. Đàm phán thuế đối ứng với Mỹ: Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tích cực?
- 4. Thị trường chứng khoán quý 2/2025: Đi lên từ nội lực**
5. Khuyến nghị nhóm ngành và top cổ phiếu
6. Cổ phiếu tiêu biểu: HVN VHM

Fed sẽ cắt giảm lãi suất vào tháng 6?

Cuộc họp của Fed năm 2025

Tháng 5: 6-7

Tháng 6: 17-18

Tháng 7: 29-30

Tháng 9: 16-17

Tháng 10: 28-29

Tháng 12: 9-10

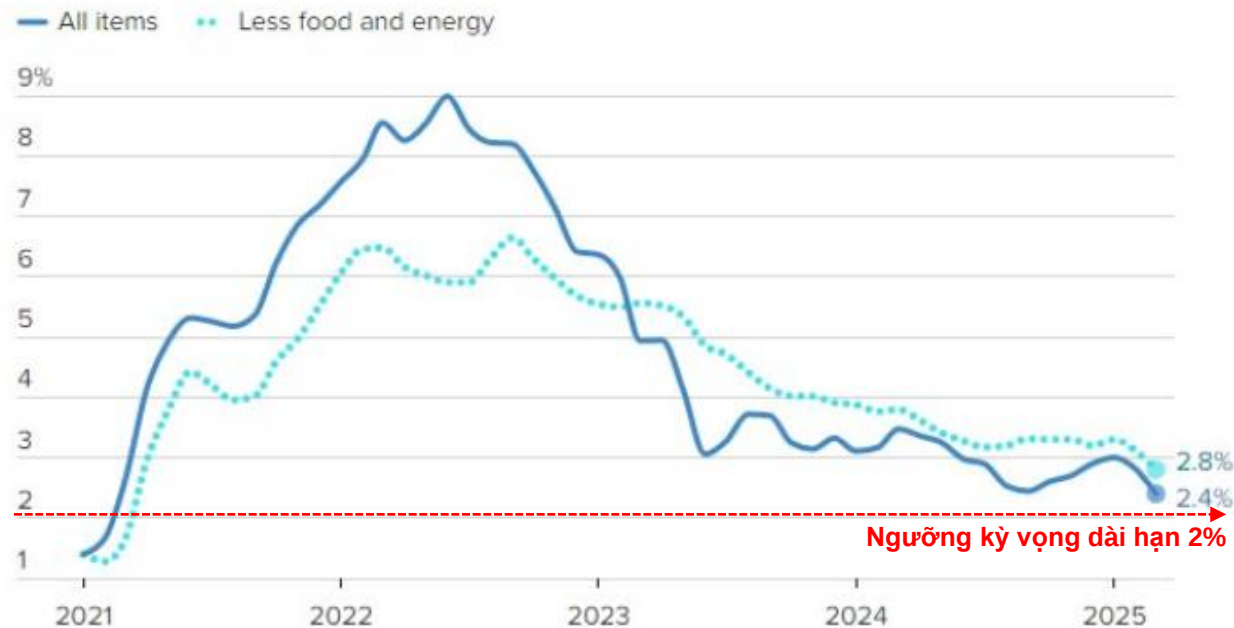
Lạm phát tháng 3 tại Mỹ đã về 2.4%, sát ngưỡng kỳ vọng dài hạn của Fed là 2%

1) Giá dầu WTI và Brent đều giảm trên 9% trong tháng 4, và **2)** Nhu cầu giảm do kinh tế yếu đi vì thuế, tạo nhiều kỳ vọng lạm phát tháng 4, và tháng 5 tại Mỹ sẽ tiếp tục giảm

Xác suất rất cao, Fed sẽ giảm lãi suất trong tháng 6, hoặc thậm chí sớm hơn vào tháng 5?

U.S. consumer price index

Year-over-year percent change | Jan. 2021–March, 2025



Thuế đối ứng Mỹ đẩy nhanh chu kỳ bơm tiền mới tại Việt Nam?

Hàng loạt nước hỗ trợ doanh nghiệp chịu tác động tiêu cực từ thuế:

- ✓ Anh: hỗ trợ thêm 80 tỷ bảng hỗ trợ tài chính cho các doanh nghiệp xuất khẩu
- ✓ Trung Quốc: sẵn sàng can thiệp khi cần để làm dịu các biến động bất thường, tăng mua các loại quỹ hoán đổi doanh mục ETF, đẩy mạnh quy mô và cân bằng cơ cấu đầu tư để bảo đảm sự ổn định của thị trường vốn
- ✓ Hàn Quốc: hỗ trợ 1.5 tỷ USD dưới dạng tài trợ chính sách, và gói hỗ trợ khẩn cấp trị giá 10,18 tỷ USD cho ngành ô tô
- ✓ Thái Lan: cải tổ cơ cấu thuế nhập khẩu và các rào cản phi thương mại
- ✓ Ấn Độ: gia hạn và mở rộng chương trình hoàn thuế xuất khẩu RoDTEP, hỗ trợ lãi suất tín dụng, mở rộng hạn mức tín dụng ưu đãi cho DN vừa và nhỏ, và tăng cường xúc tiến thương mại tại các thị trường mới như châu Phi, Trung Đông và Trung Á

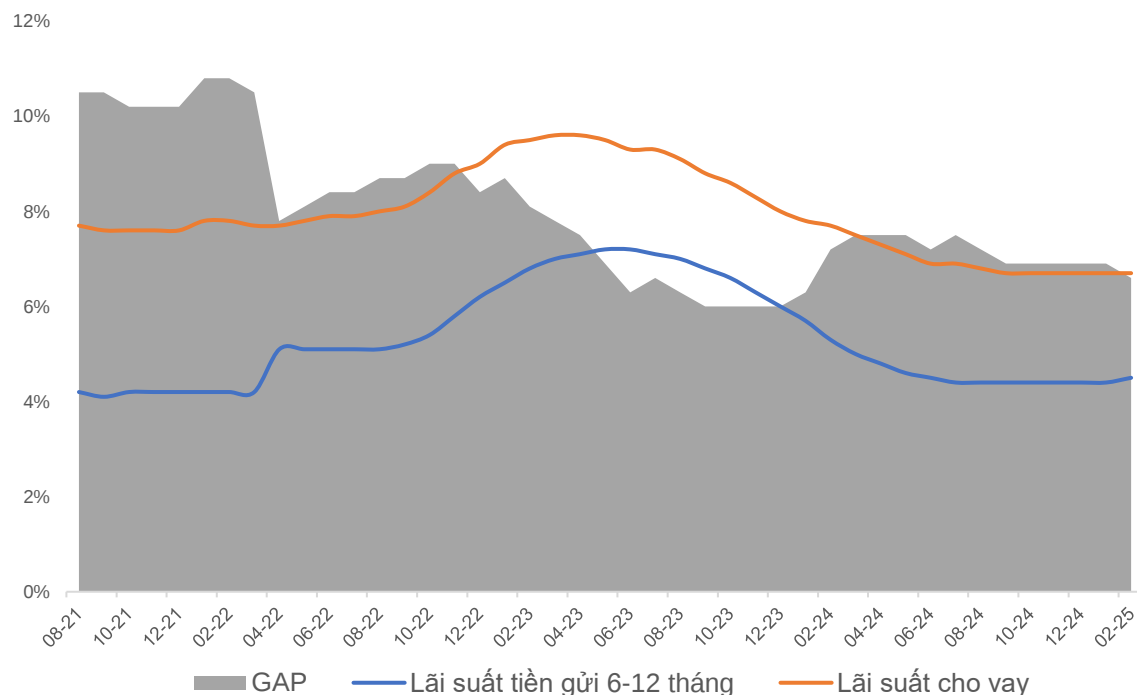
Việt Nam: Vẫn giữ nguyên mục tiêu tăng trưởng 8% năm 2025, chu kỳ bơm tiền mới có sắp bắt đầu?

- ✓ Sắp có gói tín dụng 500.000 tỷ hỗ trợ doanh nghiệp chịu tác động thuế quan Mỹ
- ✓ Nghiên cứu gói tín dụng ưu đãi 500.000 tỷ đồng cho doanh nghiệp đầu tư hạ tầng, công nghệ số
- ✓ NHNN triển khai gói tín dụng ưu đãi nông, lâm, thủy sản lên tới 100.000 tỷ đồng

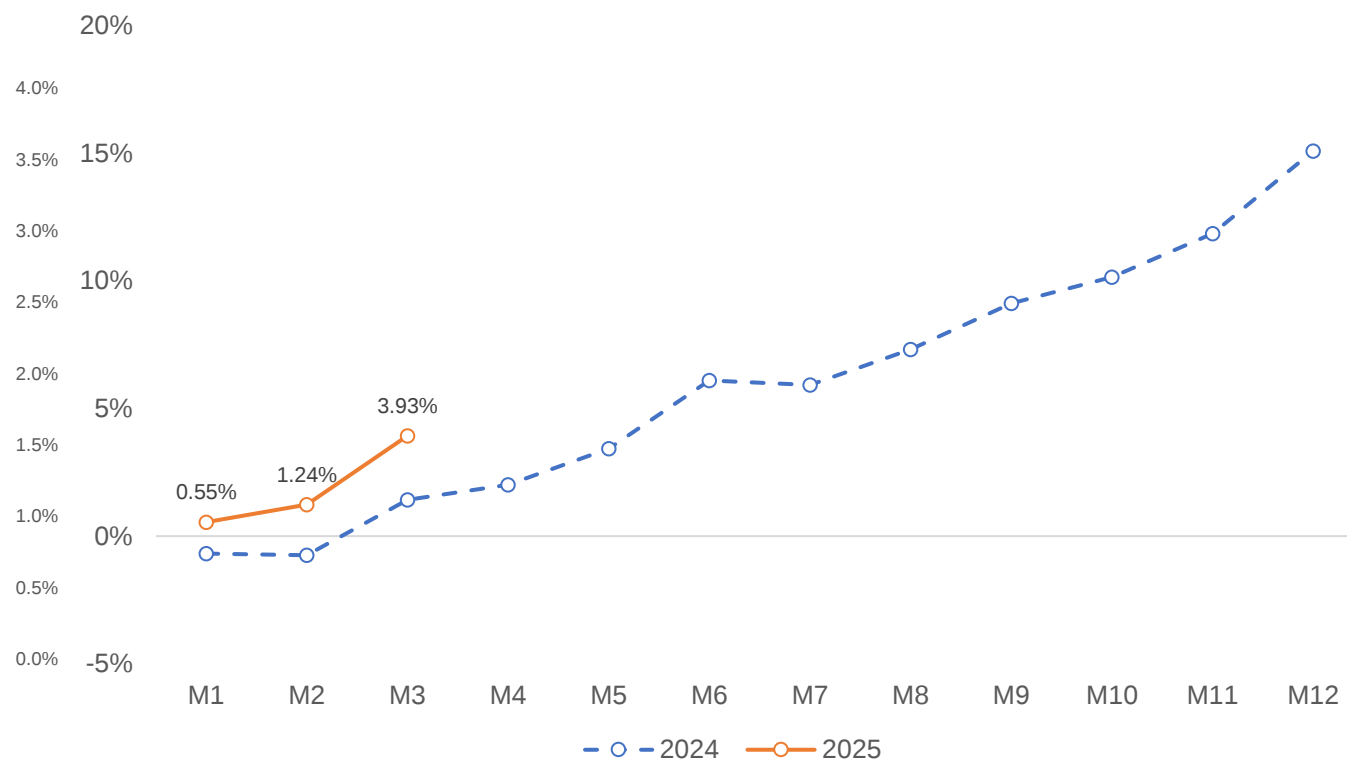
Lãi suất và tín dụng vẫn là động lực chính cho TTCK 2025

- Tăng trưởng tín dụng quý 1/2025 đạt 3.93%, gấp 2.8 lần so với mức tăng trưởng 1.42% quý 1/2024
- Kế hoạch tăng trưởng tín dụng cả năm 2025 vẫn là 16-18%
- Lãi suất cho vay giữ nguyên ở mức ~6.7%, trong khi lãi suất tiền gửi tăng nhẹ 0.1% lên 4.5%

Lãi suất huy động và cho vay bình quân của nhóm NHTM trong nước



Tăng trưởng tín dụng 2024-2025 (%YTD)



Nguồn: NHNN, dữ liệu đến tháng 11/2024

FTSE tháng 4: Việt nam vẫn chưa đáp ứng DvP và Failed Trade

Lộ trình dự kiến:

- Tháng 9/2025: Việt Nam được thêm vào rổ chỉ số FTSE (Emerging Markets)
- Dự kiến tỷ trọng Việt Nam là 0.3%
- Dòng tiền Passive khoảng 1.7 tỷ USD
- Dòng tiền Active: Khoảng 8.5 tỷ USD (gấp 5 lần các quỹ ETF – theo FTSE Russell)

FTSE QUALITY OF MARKETS CRITERIA (Watch List) as at March 2025						
CRITERIA	DEV WATCH	GREECE*	ADV EMG WATCH	SEC EMG WATCH	FRONTIER WATCH	VIETNAM**
World Bank GNI Per Capita Rating (Atlas Method)		High				Lower Middle
Credit Worthiness		Speculative				Speculative
Market and Regulatory Environment						
Formal stock market regulatory authorities actively monitor market (e.g., SEC, FSA, SFC)	X	Pass	X	X	X	Pass
Fair and non-prejudicial treatment of minority shareholders	X	Pass	X			Restricted
No or selective incidence of foreign ownership restrictions	X	Pass	X			Restricted
No objection to or significant restrictions or penalties applied to the investment of capital or the repatriation of capital and income	X	Pass	X	X	X	Pass
No or simple registration process for foreign investors	X	Pass	X			Restricted
Foreign Exchange Market						
Developed foreign exchange market	X	Pass	X			Restricted
Equity Market						
Brokerage - Sufficient competition to ensure high quality broker services	X	Pass	X	X		Pass
Transaction costs - implicit and explicit costs to be reasonable and competitive	X	Pass	X	X		Pass
Tax - imposition of taxes to be reasonable and comparable between domestic and non-domestic investors	X	Pass	X			Pass
Stock Lending is permitted	X	Pass				Restricted
Short sales permitted	X	Pass				Not Met
Developed Derivatives Market	X	Pass				Restricted
Off-exchange transactions permitted	X	Pass				Not Met
Efficient trading mechanism	X	Pass	X			Restricted
Transparency - market depth information / visibility and timely trade reporting process	X	Pass	X	X	X	Pass
Clearing, Settlement and Custody						
Settlement - costs associated with failed trades	X	Pass	X	X	X	Restricted
Settlement Cycle (DvP)	X	T+2	X	X	X	T+2
Central Securities Depository	X	Pass	X	X		Pass
Central Counterparty Clearing House (Equities)	X	Pass	X			Not Met
Settlement - Free delivery available	X	Pass				Not Met
Custody - Sufficient competition to ensure high quality custodian services	X	Pass	X	X		Pass
Account structure operating at the Custodian level (securities and cash)	X	Pass				Not Met

Shading indicates a rating change from September 2024

* Greece on the Watch List for possible reclassification from Advanced Emerging to Developed

** Vietnam on the Watch List for possible reclassification from Frontier to Secondary Emerging

KRX khả năng cao sẽ được golive vào ngày 5/5/2025?

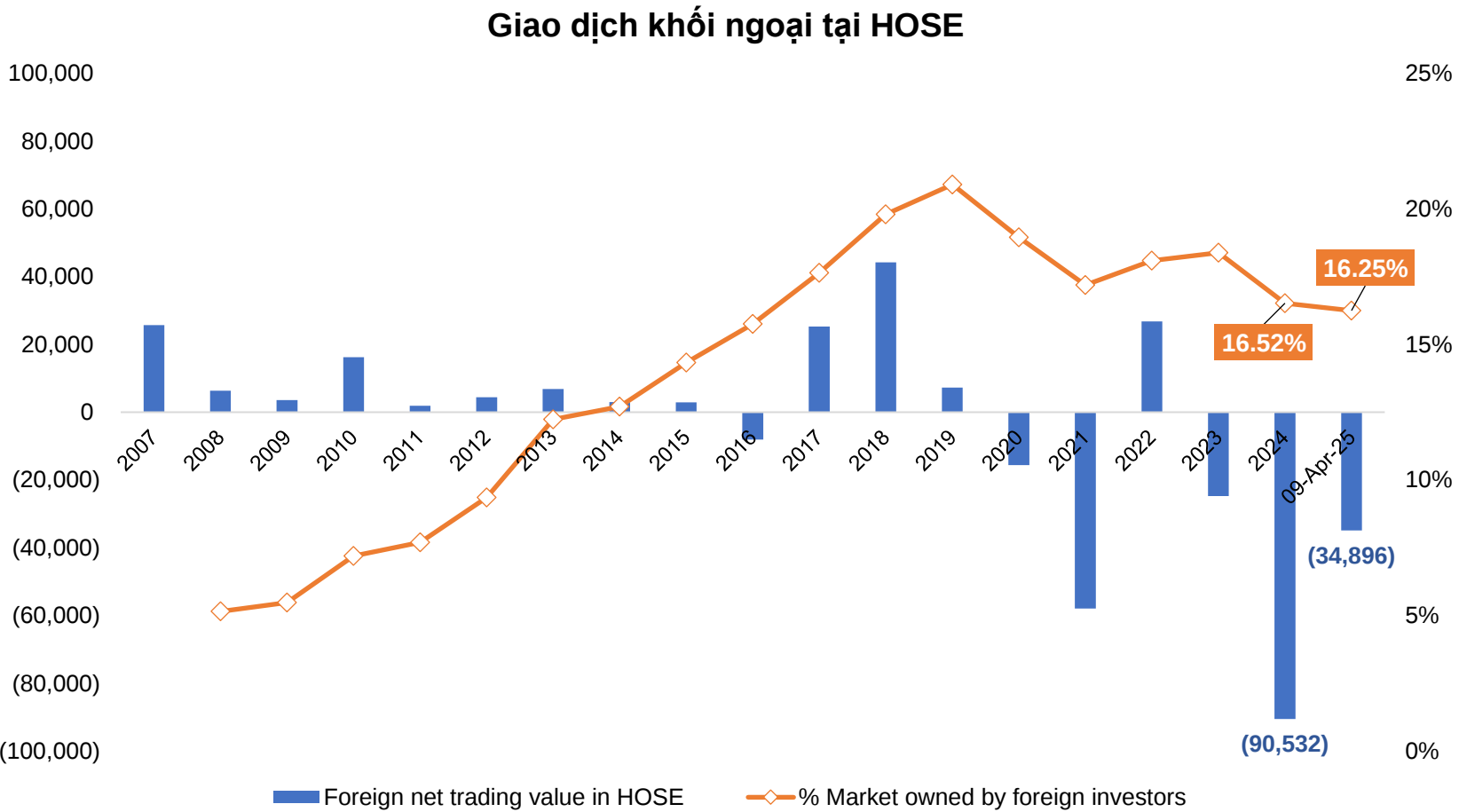
Điểm nổi bật của hệ thống KRX:

- Tăng số lượng lệnh và tốc độ khớp lệnh
- Rút ngắn thời gian thanh toán từ T+2.5 về T+0 (giao dịch trong ngày)
- Tạo nền móng triển khai các sản phẩm khác: Option contracts, Scalping, Short-sell,...

Nhóm ngành hưởng lợi nhất: **Nhóm cổ phiếu chứng khoán** nhờ kỳ vọng giá trị giao dịch tăng và có thêm sản phẩm cho nhà đầu tư

Khối ngoại tiếp tục bán ròng khá mạnh trong quý 1/2025

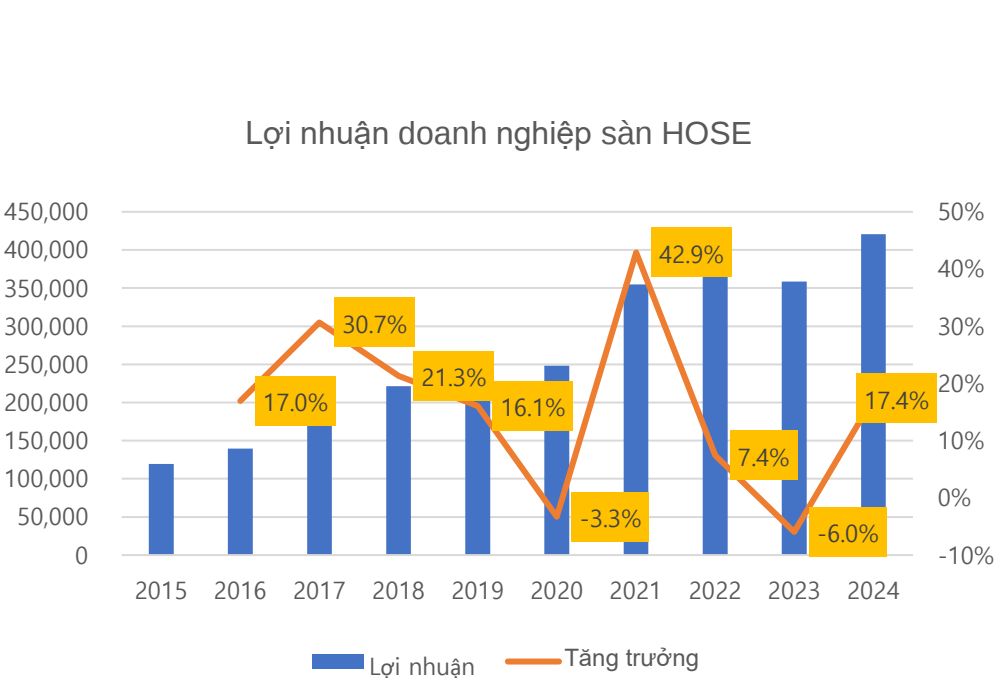
- Khối ngoại bán ròng **34,896 tỷ** trong đến ngày 9/4/2025 và chỉ còn nắm giữ **16.25%** giá trị vốn hóa trên sàn HOSE
- Mã đáng chú ý **VHM**: bị bán mạnh nhất năm 2024 với giá trị 19,350 tỷ, nhưng chỉ còn bán ròng 171 tỷ năm 2025



Top bán ròng		Top mua ròng	
FPT	(7,989,026)	VCI	1,192,868
VNM	(2,856,649)	GEX	968,397
TPB	(2,500,426)	VIX	661,547
VCB	(2,365,128)	GVR	615,136
STB	(2,069,139)	VGC	497,954
SSI	(2,055,481)	EIB	457,057
MBB	(1,793,723)	TCH	389,437
MSN	(1,391,779)	VRE	283,885
FRT	(1,365,499)	SIP	281,339
VIC	(1,251,060)	PC1	252,752
GMD	(1,181,068)	DXG	216,974
DGC	(1,165,607)	HVN	214,175
HPG	(1,097,421)	VCG	200,444
SAB	(979,315)	VPI	188,389
NLG	(934,118)	NAB	165,837
VPB	(822,148)	BAF	131,090
PNJ	(680,256)	PDR	121,173
DBC	(648,321)	APG	114,994
ACB	(638,706)	SHB	106,471
CTG	(632,178)	TNH	90,617
VHC	(560,573)	PAN	84,199
HCM	(510,368)	CMG	63,788
KDH	(505,239)	DXS	54,080
SCS	(352,618)	PLX	44,709
BID	(340,337)	DPG	41,014

Lợi nhuận doanh nghiệp trên sàn HOSE tăng trưởng 17.4% năm 2024

Nhiều nhóm ngành có mức tăng trưởng tốt là ngân hàng, bán lẻ (MWG FRT), bất động sản (VIC NVL), thép (HPG HSG NKG), VNM, MSN, bất động sản khu công nghiệp (KBC BCM)

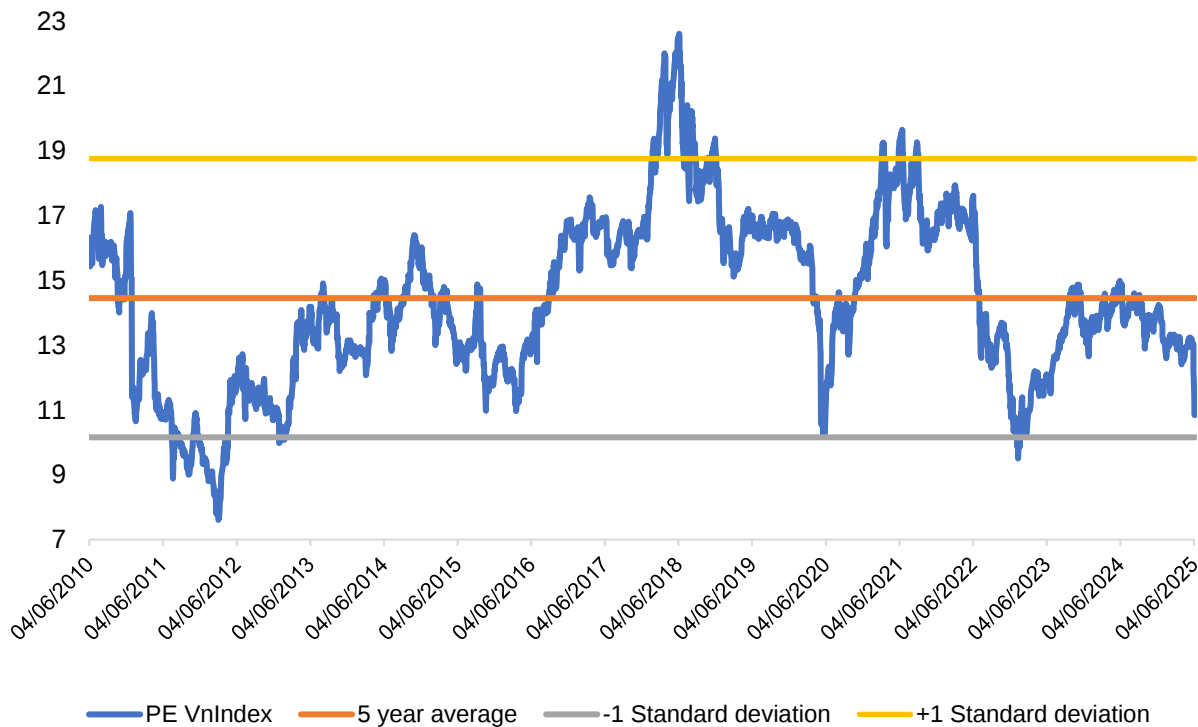


		Doanh thu			LNST		
		Giá trị	YoY %	QoQ %	Giá trị	YoY %	QoQ %
Tài chính		158,033	81.1%	14.4%	85,641	33.4%	9.9%
	Ngân hàng				65,890	25.0%	19.9%
	Dịch vụ tài chính	9,856	1.1%	-1.9%	2,155	-8.3%	-24.8%
	Bất động sản	133,261	112.1%	16.4%	16,747	98.7%	-13.5%
	Bảo hiểm	14,916	1.5%	9.7%	848	20.1%	17.7%
Phi tài chính		629,751	8.6%	9.9%	29,591	17.5%	11.0%
	Bán lẻ	59,437	13.5%	0.5%	1,214	598.9%	5.0%
	Công nghệ Thông tin	22,778	16.9%	11.7%	2,433	28.6%	11.6%
	Dầu khí	109,795	-2.3%	11.2%	672	-78.4%	-169.8%
	Điện, nước, xăng dầu khí đốt	65,737	11.8%	13.0%	3,836	-27.4%	-28.2%
	Du lịch và Giải trí	47,184	8.6%	3.4%	1,188	-166.7%	-22.4%
	Hàng, Dịch vụ Công nghiệp	47,975	25.5%	12.6%	3,189	113.6%	29.6%
	Hàng cá nhân & Gia dụng	19,350	-7.7%	10.2%	1,382	11.8%	59.9%
	Hóa chất	33,144	12.4%	18.0%	3,933	23.9%	61.4%
	Ô tô và phụ tùng	16,859	22.4%	23.9%	119	-67.5%	20.3%
	Tài nguyên Cơ bản	73,477	12.0%	8.0%	2,925	0.1%	-7.2%
	Thực phẩm và đồ uống	88,119	6.1%	2.8%	5,836	22.8%	-8.2%
	Truyền thông	688	56.1%	8.3%	91	178.1%	254.2%
	Xây dựng và Vật liệu	38,578	9.0%	30.0%	2,108	14.6%	36.7%
	Y tế	6,628	2.9%	36.3%	666	-3.3%	43.4%
Tổng cộng		787,783	18.1%	10.8%	115,233	28.9%	10.2%

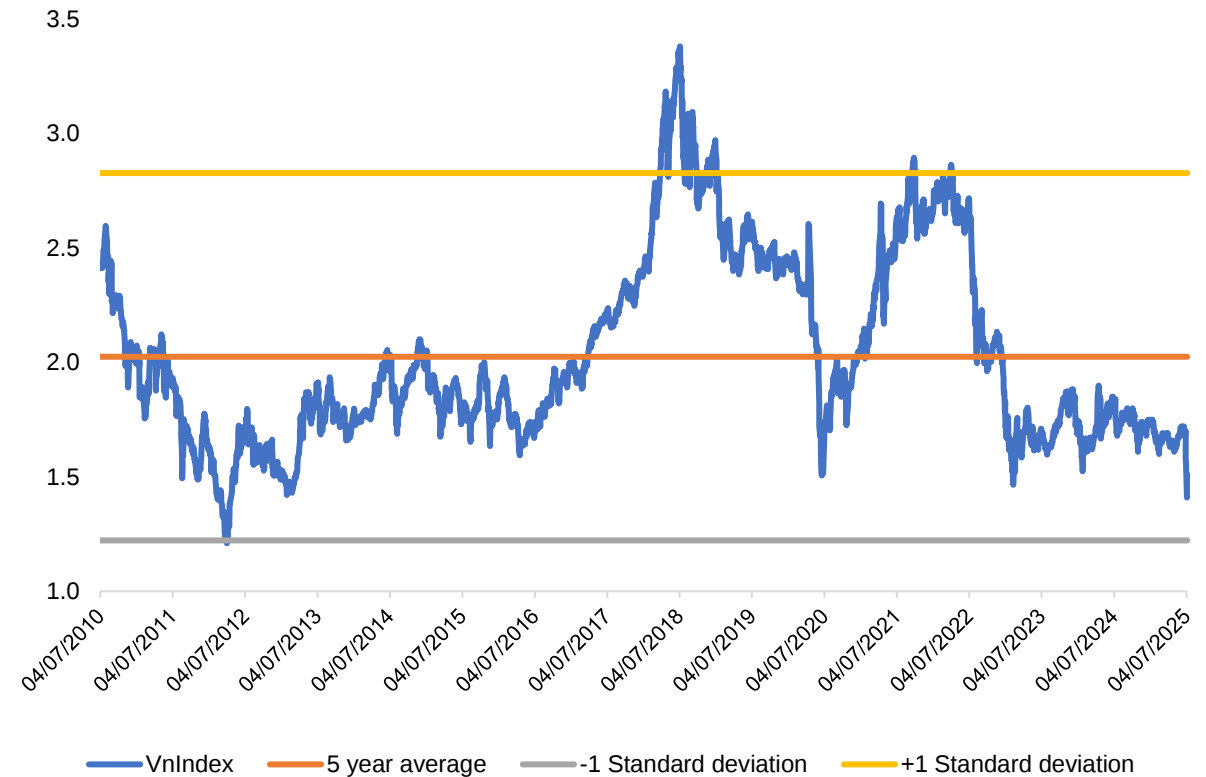
Chỉ số định giá đang rất rẻ - PB về vùng thấp nhất 12 năm

- VN-Index PB hiện đang là 1.51 lần, thấp nhất 12 năm, từ năm 2013
- PE gần chạm đáy xác lập tháng 11/2022

PE VN-Index



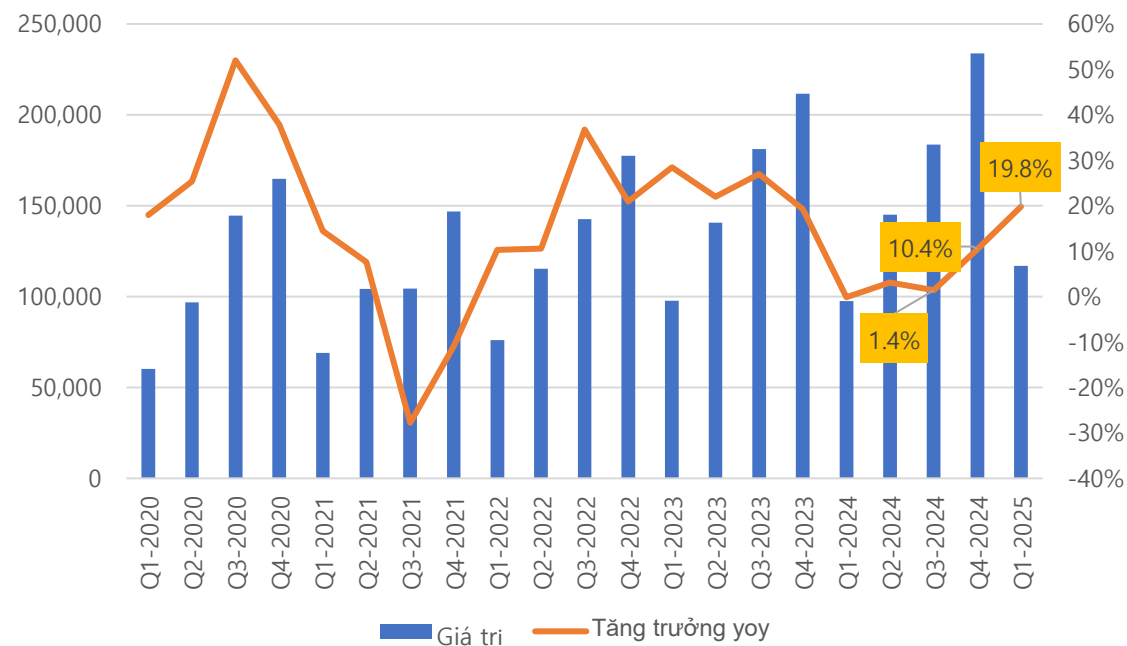
PB VN-Index



Đầu tư công đã tăng trưởng 19.8% ngay trong quý 1/2025

- Tăng trưởng vốn đầu tư công đã tăng liên tục trong 2 quý gần nhất
- Cầu Tứ liên sẽ sử dụng vốn đầu tư công, dự kiến khởi công ngày 19/5 là phép thử quan trọng cho quyết tâm đẩy mạnh đầu tư công của Hà Nội và Việt Nam
- Cầu Tứ Liên: nối đường Nghi Tàm, quận Tây Hồ với huyện Đông Anh, tổng chiều dài tuyến khoảng 3km, tổng mức đầu tư trên 20.000 tỷ đồng
- VIC VHM là doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ dự án Cầu Tứ Liên do đại dự án Vinhomes Cổ Loa nằm ngay dưới chân cầu Tứ Liên

Vốn đầu tư thuộc Ngân sách Nhà nước



MỤC LỤC

1. Dự báo kinh tế 2025: Dồn toàn lực cho tăng trưởng
2. Kinh tế vĩ mô quý 1/2025: Tăng trưởng cao trên nền lãi suất thấp
3. Đàm phán thuế đối ứng với Mỹ: Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tích cực?
4. Thị trường chứng khoán quý 2/2025: Đi lên từ nội lực
- 5. Khuyến nghị nhóm ngành và top cổ phiếu**
6. Cổ phiếu tiêu biểu: HVN VHM

Chủ đề đầu tư năm 2024

STT	Chủ đề đầu tư	Ngành tiêu biểu	Cổ phiếu tiêu biểu
1	Chính sách tiền tệ nới lỏng – Lãi suất thấp, tăng trưởng tín dụng cao	Ngân hàng	VCB BID CTG TCB ACB VIB VPB TPB HDB MBB ACB
		Bất động sản	DXG DXS NLG KDH VHM
		Chứng khoán	HCM SSI VCI
		Thép	HPG
		Xây dựng	CTD VCG CTR
2	Đẩy mạnh đầu tư công	Thép	HPG
		Xây dựng	CTD VCG CTR
3	Nâng hạng thị trường	Cổ phiếu trong danh mục FTSE	HPG VHM MSN VNM VIC VCB SSI
		Chứng khoán	HCM SSI VCI
4	Nhóm bị khối ngoại bán mạnh trong năm 2024		VHM VIB MSN VRE HPG VPB VIC VNM
5	Nhóm tăng trưởng ổn định	Khu công nghiệp	BCM GVR PHR KBC
		Điện nước	PC1 HDG POW REE BWE

Diễn biến nhóm ngành từ đầu năm (ngày 31/12/2024) đến 14/4/2025

Nhóm ngành	Vốn hóa	%	Mã tiêu biểu
Môi giới chứng khoán	192,240,060,425,170	3.5%	HCM VCI SSI
Nước	16,729,178,225,800	2.0%	BWE TDM
Ngân hàng	2,098,380,345,342,950	-0.1%	VCB BID CTG TCB
Sản xuất & Phân phối Điện	139,827,618,383,150	-1.5%	POW PPC NT2
Dịch vụ hàng không	121,191,317,216,300	-1.5%	HVN VJC
Xây dựng	80,168,317,152,750	-2.5%	CTD VCG
Nhựa, cao su & sợi	11,762,538,337,790	-4.9%	TRC DPR AAA
Vật liệu xây dựng & Nội thất	40,567,656,966,870	-5.2%	VGC BMP HT1
Thép và sản phẩm thép	181,373,540,020,880	-5.9%	HPG HSG NKG
Kho bãi, hậu cần và bảo dưỡng	60,763,925,231,350	-6.7%	GMD HAH VSC TMS
Dược phẩm	35,169,773,482,220	-7.7%	DHG IMP
Bảo hiểm	45,874,811,725,450	-8.4%	BVH BIC BMI
Bất động sản	201,465,461,620,350	-8.5%	DIG NLG DXG KDH
Thực phẩm	244,226,461,623,910	-9.0%	VNM MSN KDC
Thủy sản, nông nghiệp	57,008,876,103,270	-9.5%	VHC ANV HAG FMC DBC
Sản xuất bia	73,406,383,306,000	-9.5%	SAB BHN SMB
Phân phối hàng chuyên dụng	142,840,037,093,350	-12.3%	MWG FRT DGW
Khu công nghiệp	215,113,469,277,750	-13.9%	KBC GVR SZC PHR
Phân phối xăng dầu & khí đốt	241,026,904,732,300	-14.7%	PLX GAS BSR
Lâm sản và Chế biến gỗ	11,015,925,607,190	-16.3%	PTB ACG
Phân bón, hóa chất	74,218,731,276,350	-16.3%	DCM DPM DGC
Vận tải Thủy	13,208,708,122,000	-18.8%	PVT VOS VTO
Săm lốp	4,429,492,346,700	-20.6%	DRC CSM
Hàng May mặc	13,086,311,340,360	-21.3%	TCM MSH STK
Phần mềm	182,151,169,828,450	-22.6%	FPT

Top cổ phiếu được lựa chọn

Ngành	Mã	Lý do chính
Ngân hàng	CTG	Tăng vốn
	MBB	Tăng vốn 33%
	TCB	Cổ phần hóa TCBS và ngành BĐS hồi phục
Chứng khoán	HCM	Tăng vốn, nâng hạng, KRX
	MBS	Cơ cấu cổ đông cô đặc, nâng hạng, KRX
Thép	HPG	Đầu tư công, bất động sản hồi phục
Xây dựng	VCG	Đầu tư công, bất động sản hồi phục, và PE thấp hơn CTD
Bất động sản	VHM	Cầu Tứ Liên khởi công ngày 19/5, khối ngoại giảm bán ròng
	DXG	Đã hoàn thành chào bán 150 triệu cp, giá 12,000/cp
Điện nước	POW	Dự kiến nhận bàn giao nhà máy Nhơn Trạch 3 4 vào tháng 6/2025 Tăng nhập LNG từ Mỹ sẽ giúp POW tăng sản lượng Có thể sẽ phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ
Hàng không	HVN	Tăng vốn, giảm lãi suất, đầu tư máy bay để giảm thâm hụt thương mại Mỹ-VN

NHSV Research Recommendations

Ticker	Published Date	Recommend	Price at report date	Target price	Target price (adjusted)	Current price (04/17/2025)	% Upside/Downside	Link
VPB	5/20/2024	BUY	19,800	23,100	22,100	16,550	33.5%	Link
TPB	7/1/2024	BUY	17,350	22,800	19,000	13,100	45.0%	Link
TCB	8/12/2024	BUY	21,250	26,300	26,300	26,000	1.2%	Link
MBB	8/29/2024	BUY	24,850	30,400	26,435	23,000	14.9%	Link
ACB	9/23/2024	BUY	25,650	28,800	29,100	24,300	19.8%	Link
HDB	10/15/2024	OUTPERFORM	27,150	30,200	25,800	20,700	24.6%	Link
CTG	11/28/2024	OUTPERFORM	35,150	38,600	38,600	37,250	3.6%	Link
VCB	2/24/2025	BUY	93,100	108,400	72,508	58,100	24.8%	Link
BID	3/20/2025	BUY	39,800	46,900	46,900	35,850	30.8%	Link
HPG	13/01/2025	BUY	25,900	33,800	33,800	25,500	32.5%	Link
HSG	14/02/2025	OUTPERFORM	16,650	17,990	17,490	13,500	29.6%	Link
NKG	7/3/2025	OUTPERFORM	16,100	17,380	17,380	11,850	46.7%	Link
NLG	9/30/2024	BUY	41,550	48,500	48,500	28,400	70.8%	Link
KDH	10/23/2024	BUY	33,300	42,400	42,400	26,900	57.6%	Link
DXG	11/15/2024	BUY	16,150	18,800	18,800	14,100	33.3%	Link
DXS	1/15/2025	OUTPERFORM	6,500	7,000	7,000	6,040	15.9%	Link
KBC	1/22/2025	BUY	28,950	36,000	36,000	21,500	67.4%	Link
VRE	3/21/2025	BUY	18,450	22,500	22,500	20,400	10.3%	Link
HAH	3/31/2025	OUTPERFORM	52,800	60,180	60,180	58,300	3.2%	Link

MỤC LỤC

1. Dự báo kinh tế 2025: Dồn toàn lực cho tăng trưởng
2. Kinh tế vĩ mô quý 1/2025: Tăng trưởng cao trên nền lãi suất thấp
3. Đàm phán thuế đối ứng với Mỹ: Chờ đợi kết quả đàm phán Việt Nam – Mỹ và tin tưởng vào 1 kịch bản tích cực?
4. Thị trường chứng khoán quý 2/2025: Đi lên từ nội lực
5. Khuyến nghị nhóm ngành và top cổ phiếu
6. **Cổ phiếu tiêu biểu: HVN VHM**

Tổng Công ty Hàng không Việt Nam (HOSE: HVN)

Giá hiện tại: 31,550 VND

Giá mục tiêu: N/A

Khuyến nghị: KHẢ QUAN

Mã cổ phiếu	HVN
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	36,400
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	15,700
Vốn hóa (tỷ đồng)	69,200
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	3,047,089
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	2,214.4
Beta	1.07
P/E	10.05
P/B	-6.5

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp:

Ngày 27/5/1995, Tổng công ty Hàng không Việt Nam được thành lập theo Quyết định số 328/TTg của Thủ tướng Chính phủ trên cơ sở liên kết 20 doanh nghiệp trong ngành hàng không Việt Nam. HVN có mạng lưới điểm phục vụ rộng khắp trong và ngoài nước, bao gồm các chi nhánh tại nhiều tỉnh thành Việt Nam và các quốc gia như Pháp, Singapore, Thái Lan, Úc, Trung Quốc, Indonesia, Ấn Độ. Mục tiêu của HVN là trở thành hãng hàng không Full Service, nằm trong TOP 03 về quy mô trong khu vực Đông Nam Á, TOP 10 hãng hàng không được ưa thích tại châu Á, củng cố dịch vụ 4 sao và từng bước đạt tiêu chuẩn 5 sao.

HÀNG KHÔNG CẤT CÁNH

Luận điểm đầu tư

- Ngành hàng không nói chung và HVN nói riêng được hưởng lợi lớn từ làn sóng phục hồi của nhu cầu du lịch sau đại dịch.
- Giá nhiên liệu hạ nhiệt và trần giá vé máy bay nội địa được nâng lên tác động tích cực lên biên lợi nhuận của các hãng hàng không.
- Chính phủ đẩy mạnh đầu tư nâng cấp hạ tầng, giúp ngành hàng không mở rộng công suất, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai.
- Vietnam Airlines đang lên kế hoạch hiện đại hóa tàu bay và mở rộng mạng lưới đường bay quốc tế (mua 50 máy bay thân hẹp mới, vốn đầu tư ước tính 92,800 tỷ)
- Những giải pháp cuối cùng của Đề án tái cơ cấu tổng thể của HVN được Quốc hội thông qua, bao gồm: (i) cho phép Vietnam Airlines được chào bán thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để **tăng vốn điều lệ với quy mô tối đa 22.000 tỷ đồng**; (ii) cho phép Pacific Airlines được xóa tiền phạt chậm nộp và tiền chậm nộp tính trên các khoản nợ thuế phát sinh.

Diễn biến giá cổ phiếu HVN



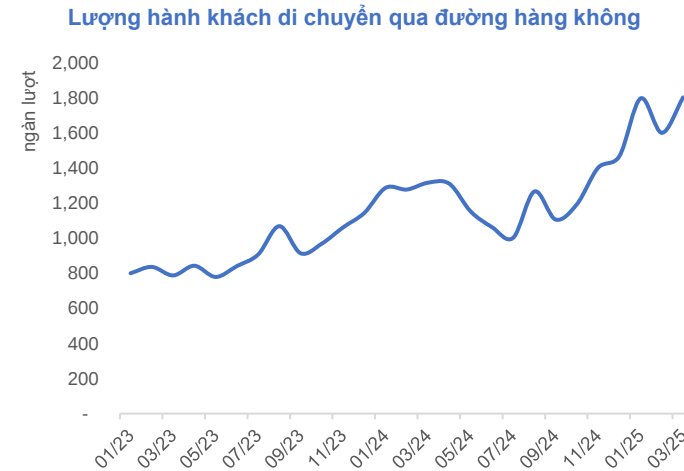
Nguồn: HVN, NHSV Research tổng hợp

Chỉ tiêu	2021	2022	2023	2024
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	27,911	70,410	91,540	105,942
Tăng trưởng (%YoY)	-31%	152%	30%	16%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	(10,018)	(2,876)	3,885	13,902
Tăng trưởng (%YoY)	-35%	71%	235%	258%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	(13,279)	(11,223)	(5,632)	7,958
Tăng trưởng (%YoY)	-19%	15%	50%	241%
Biên lợi nhuận gộp (%)	-35.9%	-4.1%	4.2%	13.1%
EBITDA	(10,109)	(6,244)	2,178	14,792
EPS (VND/CP)	(5,829)	(5,102)	(2,678)	3,416
ROE (%)	-403%	213%	40%	-60%
ROA (%)	-21.1%	-18.1%	-9.5%	13.7%
D/E (%)	118.89	(6.48)	(4.39)	(7.23)
Tỷ lệ thanh toán ngắn hạn (%)	0.28	0.24	0.24	0.30
Tỷ lệ thanh toán nhanh (%)	0.22	0.18	0.19	0.24
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (%)	(15.07)	(8.40)	(2.45)	7.57

Nguồn: HVN, NHSV Research

Ngành hàng không hưởng lợi lớn từ làn sóng phục hồi nhu cầu du lịch sau đại dịch

- Ngành hàng không đang bước vào chu kỳ phục hồi mạnh mẽ khi nhu cầu du lịch quốc tế và nội địa gia tăng đáng kể sau đại dịch, tạo đòn bẩy lớn cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các hãng hàng không trong năm 2025.
- Theo Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA), số lượng hành khách bay trong năm 2025 có thể đạt 5.2 tỷ người, tăng gần 7% so với năm 2024.
- Theo Tổng cục Du lịch Việt Nam, lượng khách quốc tế đến Việt Nam quý I/2025 khoảng 6 triệu lượt, tăng 29.6% so với cùng kỳ 2024, kéo theo nhu cầu vận tải hàng không tăng cao, nhất là ở các chặng bay du lịch trọng điểm.

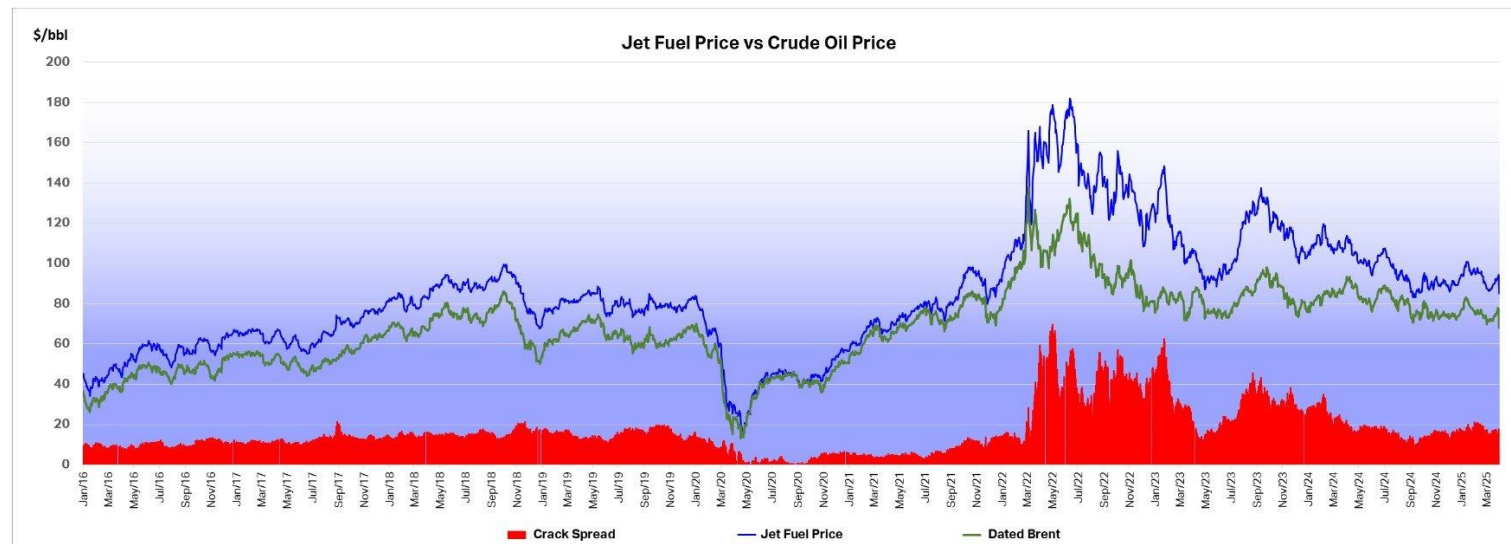


Nguồn: Cục du lịch Việt Nam

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá nhiên liệu hạ nhiệt tác động tích cực lên biên lợi nhuận của các hãng hàng không

- Dự báo giá dầu Jet A1 trong năm 2025 tiếp tục xu hướng giảm nhẹ. Nguyên nhân chính là do: (i) sản lượng dầu từ các quốc gia ngoài OPEC, như Mỹ, tiếp tục tăng, trong khi nhu cầu tiêu thụ tại các nền kinh tế lớn như Trung Quốc và châu Âu có dấu hiệu chững lại; (ii) sự phát triển của năng lượng tái tạo và xe điện đang dần giảm nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ, góp phần giữ giá dầu ở mức ổn định hoặc giảm nhẹ.
- Giá nhiên liệu chiếm khoảng 30–45% tổng chi phí hoạt động của các hãng hàng không. Do vậy, việc giá dầu nguyên liệu Jet A1 ổn định hoặc giảm nhẹ sẽ giúp các hãng hàng không cải thiện biên lợi nhuận.



Nguồn: Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chính phủ đẩy mạnh đầu tư nâng cấp hạ tầng, giúp ngành hàng không mở rộng công suất, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng mạnh mẽ trong tương lai

- Trong bối cảnh ngành hàng không toàn cầu đang phục hồi mạnh mẽ sau đại dịch COVID-19, Việt Nam cũng không nằm ngoài xu hướng tăng trưởng, với nhu cầu đi lại bằng đường hàng không liên tục thiết lập các kỷ lục mới. Tuy nhiên, hạ tầng hàng không hiện tại – đặc biệt tại các trung tâm lớn như Tân Sơn Nhất và Nội Bài – đang đứng trước thách thức quá tải nghiêm trọng, ảnh hưởng đến chất lượng dịch vụ và hiệu quả khai thác.
- Nhằm giải quyết điểm nghẽn này, Chính phủ đang đẩy nhanh tiến độ các dự án trọng điểm nhằm nâng cấp và mở rộng hệ thống cảng hàng không, như sân bay Tân Sơn Nhất (Nhà ga T3 đã hoàn thành) và sân bay Long Thành (giai đoạn 1 dự kiến khai thác 02/09/2026). Điều này sẽ giúp giảm tình trạng quá tải và nâng cao năng lực phục vụ hành khách trong dài hạn.



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vietnam Airlines lên kế hoạch hiện đại hóa tàu bay và mở rộng mạng lưới đường bay quốc tế

- Vietnam Airlines đã đề xuất đầu tư khoảng 92.800 tỷ đồng để mua 50 máy bay thân hẹp mới, bao gồm dòng Airbus A320neo hoặc Boeing 737 MAX, cùng 10 động cơ dự phòng. Dự án này nhằm thay thế các máy bay Airbus A321 cũ và phục vụ các đường bay nội địa cũng như quốc tế có dung lượng thấp, tập trung vào các chặng bay dưới 5 giờ.
- Tính đến cuối năm 2024, đội bay của Vietnam Airlines gồm 63 máy bay Airbus A321, 14 Airbus A350, 17 Boeing 787 và 6 ATR 72. Trong năm qua, hãng đã tiếp nhận thêm 5 máy bay mới, bao gồm 2 Boeing 787 và 3 Airbus A321neo, góp phần nâng cao hiệu quả khai thác và chất lượng dịch vụ.
- Dự kiến, trong năm 2025, Vietnam Airlines sẽ mở mới và khôi phục 15 đường bay quốc tế đến các điểm đến quan trọng như Ý, Nga, Đan Mạch, Trung Quốc, Ấn Độ, Nhật Bản, Hàn Quốc, UAE...

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ

- **Nâng trần giá vé máy bay nội địa:** Việc Bộ Giao thông vận tải ban hành Thông tư 34/2023/TT-BGTVT điều chỉnh khung giá dịch vụ vận chuyển hành khách trên các đường bay nội địa, có hiệu lực từ 1/3/2024 giúp tác động tích cực đến doanh thu và biên lợi nhuận trên các chặng bay nội địa của các hãng hàng không, vốn thường có mức giá bị khống chế trong khi chi phí lại chịu ảnh hưởng trực tiếp từ biến động toàn cầu.
- **Những giải pháp cuối cùng trong Đề án tái cơ cấu tổng thể của HVN đang được triển khai:** Trong năm 2024, Chính phủ và Quốc hội đã phê duyệt các giải pháp cuối cùng trong đề án tái cơ cấu tổng thể của Vietnam Airlines, theo đó, cho phép Vietnam Airlines được chào bán thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn điều lệ với quy mô tối đa 22.000 tỷ đồng. Ngoài ra, Quốc hội cũng cho phép Pacific Airlines được xóa tiền phạt chậm nộp và tiền chậm nộp tính trên các khoản nợ thuế phát sinh. Việc thực hiện thành công đề án này sẽ giúp giải quyết các vấn đề tài chính và gia tăng sức cạnh tranh cho Vietnam Airlines trong bối cảnh thị trường hàng không đang dần hồi phục sau giai đoạn Covid đầy khó khăn.

Thống kê thay đổi khung giá vé nội địa – Trước và Sau Thông tư 34/2023/TT-BGTVT

Cự ly đường bay (km)	Trần giá vé trước đây (theo Thông tư 17/2019/TT-BGTVT)	Trần giá vé mới (Thông tư 34/2023/TT-BGTVT, áp dụng từ 1/3/2024)	Mức tăng (VNĐ)	Tỷ lệ tăng (%)
Dưới 500 km				
Nhóm đường bay phát triển KTXH	1,600,000	1,600,000	-	0.0%
Nhóm đường bay khác dưới 500 km	1,700,000	1,700,000	-	0.0%
500 km – dưới 850 km	2,200,000	2,250,000	50,000	2.3%
850 km – dưới 1.000 km	2,790,000	2,890,000	100,000	3.6%
1.000 km – dưới 1.280 km	3,200,000	3,400,000	200,000	6.3%
Trên 1.280 km	3,750,000	4,000,000	250,000	6.7%

Nguồn: NHSV Research tổng hợp

Công ty Cổ phần Vinhomes (HOSE: VHM)

Ngày 16/4/2025

- Giá hiện tại: 56.500 VND
- Khuyến nghị: MUA

Mã cổ phiếu	VHM
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	57.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	34.000
Vốn hóa (tỷ đồng)	234.943,97
KLGD trung bình 52 tuần (CP)	11.583.802
Số lượng cp đang lưu hành (Tr CP)	4.107,4
Beta	0,87
P/E	7,46
P/B	1,0

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

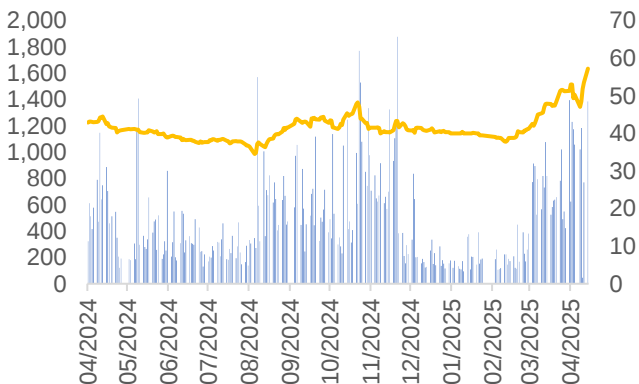
Công ty Cổ phần Vinhomes (HOSE: VHM), được thành lập năm 2008, là công ty bất động sản hàng đầu Việt Nam, trực thuộc Tập đoàn Vingroup, với vị thế dẫn đầu về thị phần và quy mô quỹ đất. Hoạt động chính của công ty bao gồm phát triển và vận hành bất động sản nhà ở, thương mại dịch vụ, văn phòng và công nghiệp. VHM ngày càng khẳng định vai trò tiên phong trong kiến tạo các khu đô thị phức hợp với chiến lược dài hạn là duy trì tốc độ tăng trưởng bền vững, mở rộng quỹ đất chiến lược, đẩy mạnh chuyển đổi số và phát triển các đại đô thị kiểu mẫu mang tầm vóc quốc tế.

KẾT QUẢ KINH DOANH NỔI BẬT, KHẲNG ĐỊNH VỊ THẾ DẪN ĐẦU

Luận điểm đầu tư

- Dẫn đầu thị trường, sở hữu quỹ đất lớn:** Vinhomes là nhà phát triển bất động sản hàng đầu, với gần 19.000 ha quỹ đất tại các vị trí chiến lược và năng lực triển khai đại đô thị đồng bộ.
- Kết quả kinh doanh tốt, tài chính lành mạnh:** Năm 2024, doanh thu đạt 102.323 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế 35.073 tỷ đồng, hoàn thành kế hoạch năm. Đòn bẩy thấp, thanh khoản tốt, khả năng huy động vốn linh hoạt.
- Triển vọng tích cực nhờ các đại dự án sắp triển khai:** Với gần 94.200 tỷ đồng doanh số chưa bàn giao, cùng nhiều đại đô thị sắp mở bán tại Hà Nội, TP.HCM, Long An, Hải Phòng, VHM có dư địa tăng trưởng mạnh giai đoạn 2025–2026.
- Cầu Tứ Liên sắp triển khai sẽ là cú hích lớn cho đại dự án Vinhomes Cổ Loa**
- Rủi ro từ giao dịch nội bộ cần theo dõi:** Giao dịch nội bộ với công ty mẹ và các công ty trong hệ sinh thái chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản của VHM – đặc biệt là các giao dịch liên quan đến mô hình hợp tác đầu tư BCC. Việc chuyển đổi dần sang hình thức sở hữu trực tiếp và tăng cường minh bạch tài chính được kỳ vọng sẽ giảm thiểu rủi ro này trong tương lai.

Diễn biến giá cổ phiếu VHM



Chỉ tiêu	2022	2023	2024	2025F
Doanh số ký bán (tỷ đồng)	128,200	87,000	103,900	95,000
Tăng trưởng YoY	62.5%	-32.1%	19.4%	-8.6%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	62,393	103,557	102,323	97,200
Tăng trưởng YoY	-26.6%	66.0%	-1.2%	-5.0%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	29,162	33,533	35,073	39,911
Tăng trưởng YoY	-25.1%	15.0%	4.6%	13.8%
Biên lợi nhuận gộp (%)	49.2%	34.5%	32.2%	40.0%
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	41.1%	27.0%	24.0%	32.0%
Biên lợi nhuận ròng (%)	46.7%	32.4%	34.3%	41.1%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ SẢN PHẨM

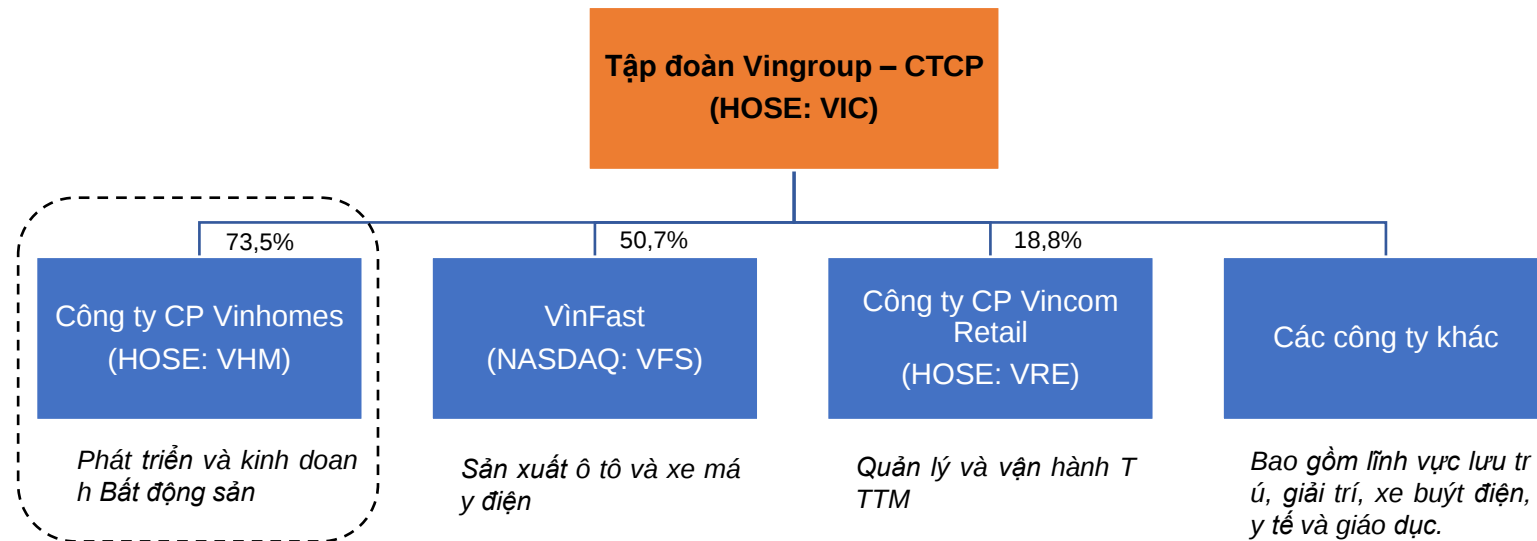
VHM hoạt động trong 4 lĩnh vực kinh doanh chính:



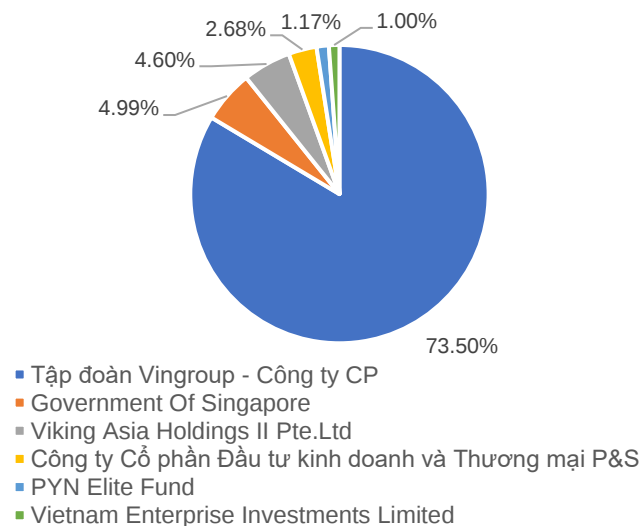
Phát triển và kinh doanh BĐS Nhà ở và TMDV	Cho thuê BĐS	Quản lý BĐS nhà ở	BDS công nghiệp
- Tổng diện tích quỹ đất 188 triệu m² - Phát triển các dự án KĐT phức hợp có quy mô lớn với diện tích từ 300ha trở lên 4 dòng sản phẩm chính Vinhomes Diamond: nhà ở cao tầng và thấp tầng thuộc phân khúc cao cấp Vinhomes Ruby: Căn hộ có diện tích lớn dành cho nhóm khách hàng gia đình Vinhomes Sapphire: Căn hộ hiện đại dành cho giới trẻ Happy Home: Nhà ở xã hội tại vùng ven	- Quản lý và cho thuê 5 dự án căn hộ/biệt thự dịch vụ - Vận hành khai thác 9 tòa văn phòng tại Hà Nội, Đà Nẵng, Hồ Chí Minh, Hưng Yên với tổng diện tích 379.000 m²	Vận hành và quản lý 30 khu đô thị tại 7 tỉnh thành với hơn 110.000 căn hộ; phục vụ gần 493.000 cư dân	Sở hữu 1 dự án Khu phức hợp nhà máy sản xuất ô tô, xe máy điện Vinfast tại KKT Đình Vũ, Cát Hải, Hải Phòng

* Thông tin tại 31/12/2024

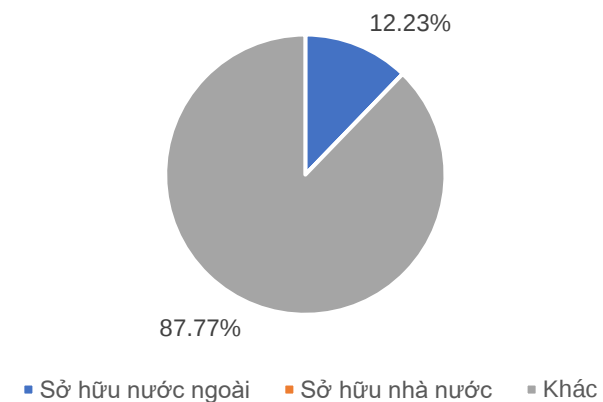
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cơ cấu sở hữu theo nhóm cổ đông lớn



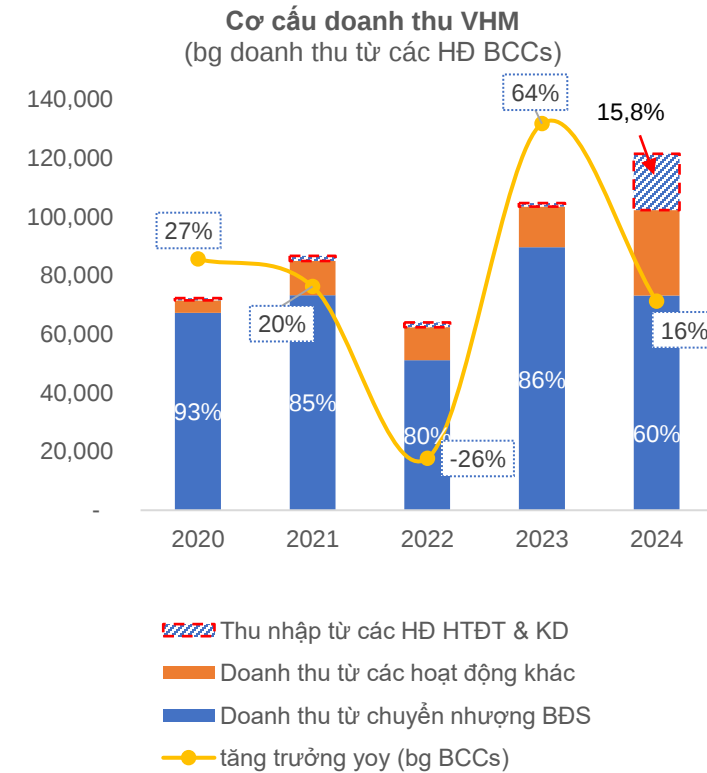
Cơ cấu sở hữu theo nhóm nhà đầu tư



TỔNG QUAN
DOANH NGHIỆP

Doanh thu thuần chủ yếu đến từ hoạt động chuyển nhượng BĐS, thu nhập từ các hợp đồng hợp tác đầu tư và kinh doanh tăng mạnh trong năm 2024

- Năm 2024 doanh thu thuần giảm nhẹ so với năm 2023 xuống 102.323 tỷ đồng (-1,2% yoy)
- Thu nhập từ các HĐ BCCs (khoản lợi nhuận được chia từ các HĐ HTĐT và KD với Tập đoàn Vingroup và các công ty trong cùng tập đoàn, được ghi nhận tại khoản mục doanh thu từ hoạt động tài chính) tăng đột biến lên hơn 19.200 tỷ đồng trong năm 2024.
- Tổng doanh thu (bao gồm doanh thu từ các HĐ BCCs) duy trì mức tăng trưởng +16% yoy, đạt trên 121.500 tỷ đồng (vượt kế hoạch 120.000 tỷ của năm 2024).
- Trong cơ cấu doanh thu, doanh thu từ chuyển nhượng BĐS (bg doanh thu từ các HĐ BCCs) chiếm tỷ trọng lớn với ~76% năm 2024.
- Lợi nhuận sau thuế đạt 35.000 tỷ, hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận năm 2024
- Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống còn 38% (từ mức cao 64% và 55% của năm 2022, 2023). Tuy nhiên điều này không phản ánh hiệu quả hoạt động của VHM giảm mà do các nguyên nhân:
 - Tỷ trọng thu nhập từ các HĐ HTĐT&KD không được ghi nhận vào doanh thu thuần
 - Tỷ trọng doanh thu từ chuyển nhượng BĐS (hoạt động kinh doanh có biên lợi nhuận cao) giảm
 - Một số dự án đại đô thị có chi phí phát triển cao do giá đất tăng

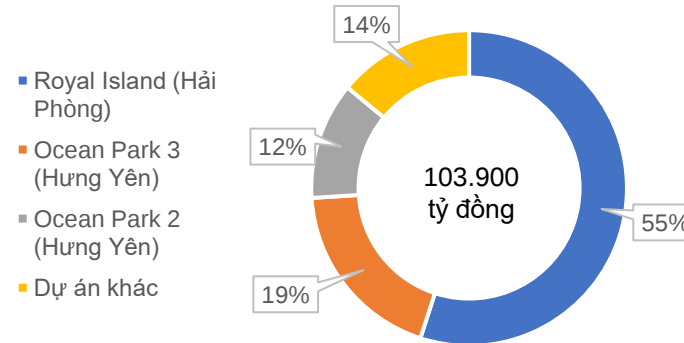


TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

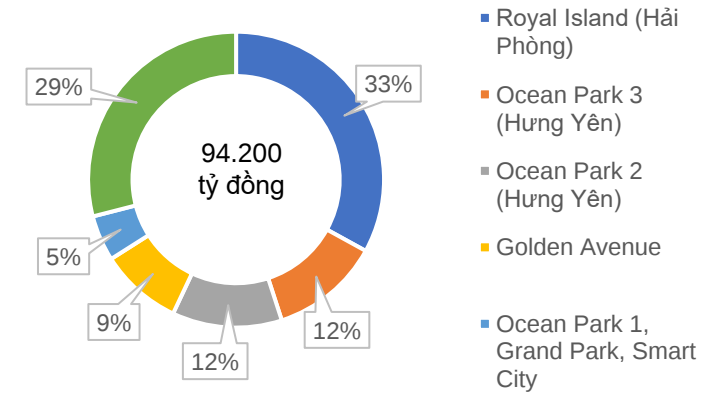
Doanh số ký bán và triển vọng doanh thu được thúc đẩy bởi các đại dự án



Doanh số bán hàng 2024



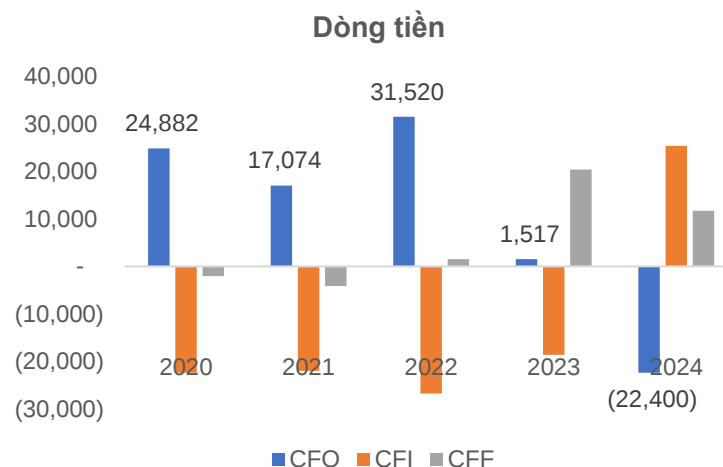
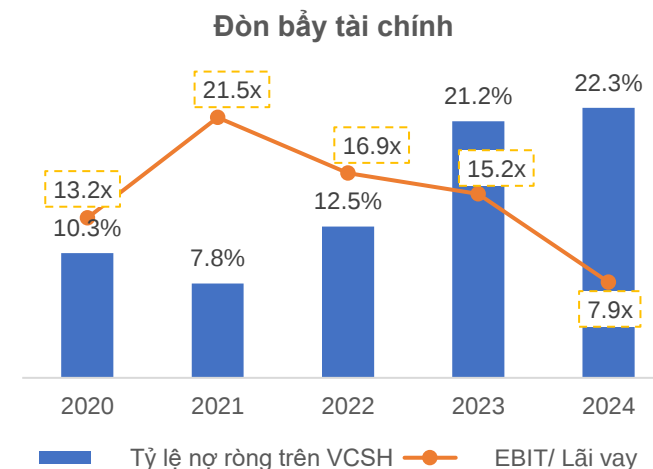
Doanh số chưa bàn giao 2024



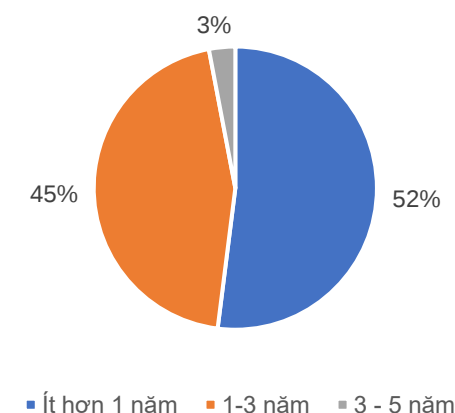
- Doanh số ký bán năm 2024 phản ánh khả năng phục hồi của thị trường, với tổng giá trị hợp đồng ký đạt 103,9 nghìn tỷ đồng (+19,4% so với cùng kỳ), dù số lượng sản phẩm bán ra giảm xuống còn 12.800 căn (-56% so với cùng kỳ). Doanh số cả năm chủ yếu đến từ các sản phẩm thấp tầng có giá trị cao từ các đại dự án Royal Island, OP 2,3.
- Triển vọng năm 2025: Doanh số chưa ghi nhận đạt 94,2 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024 là nền tảng vững chắc cho lợi nhuận năm tới. Các dự án đóng góp chính cho lợi nhuận năm 2025 bao gồm Royal Island, Ocean Park 3, Golden Avenue (Quảng Ninh) và một số giao dịch bán buôn tiềm năng.

Đòn bẩy tài chính có xu hướng tăng nhưng vẫn ở mức an toàn, khả năng chi trả lãi vay được đảm bảo; tuy nhiên dòng tiền biến động mạnh

- Năm 2024 VHM ghi nhận mức tăng nhẹ trong tỷ lệ nợ ròng/VCSH, đạt 22,3% tiếp tục xu hướng tăng nhẹ trong 3 năm trở lại đây, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức thấp so với mặt bằng ngành BĐS.
- Đáng chú ý chỉ số EBIT/lãi vay giảm mạnh còn 7,9 lần – mức thấp nhất trong 5 năm cho thấy biên lợi nhuận giảm trong khi chi phí lãi vay gia tăng.
- Dòng tiền của VHM thể hiện sự biến động mạnh, đặc biệt là từ năm 2023 trở đi. Năm 2024 dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) -22.400 tỷ; mặc dù doanh thu và lợi nhuận vẫn cao. Năm 2024, VHM đã phát hành thành công 22,4 nghìn tỷ TPDN cho thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn mới. Tuy nhiên thời gian đáo hạn nợ trung bình ở mức 1,95 năm có thể gây những lo ngại về áp lực đáo hạn trong thời gian tới.



Cơ cấu nợ theo thời gian đáo hạn

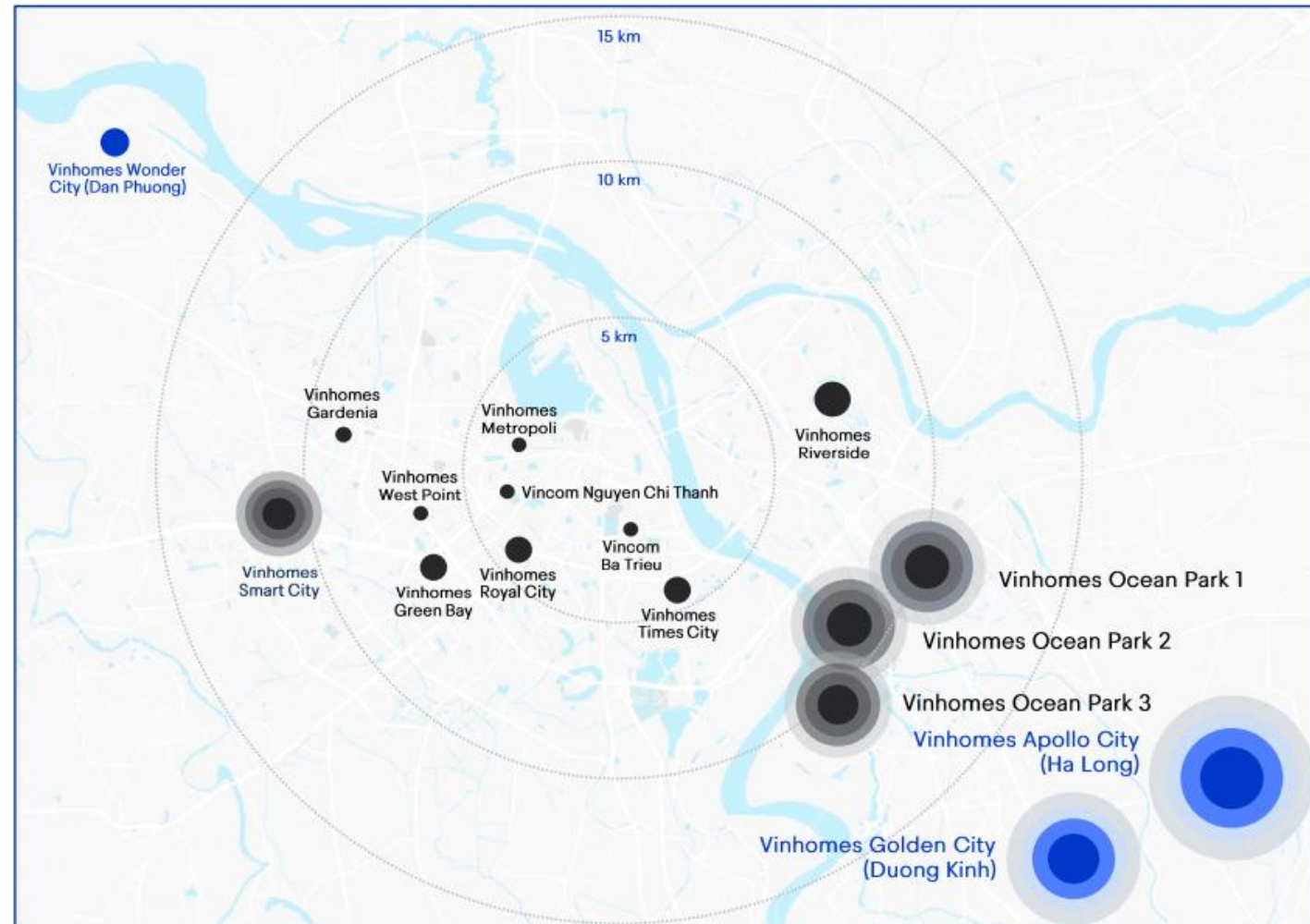


TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Triển vọng dài hạn đến từ chiến lược mở bán các đại dự án

Năm 2025 VHM tập trung mở bán các đại dự án tại các vị trí có điều kiện thị trường và pháp lý thuận lợi, trong đó thị trường phía Nam bao gồm tp HCM và các tỉnh lân cận sẽ là trọng điểm trong giai đoạn 2025 – 2026.

Các dự án tại Hà Nội và các tỉnh phía Bắc



● Dự án đã mở bán

● Dự án mở bán mới

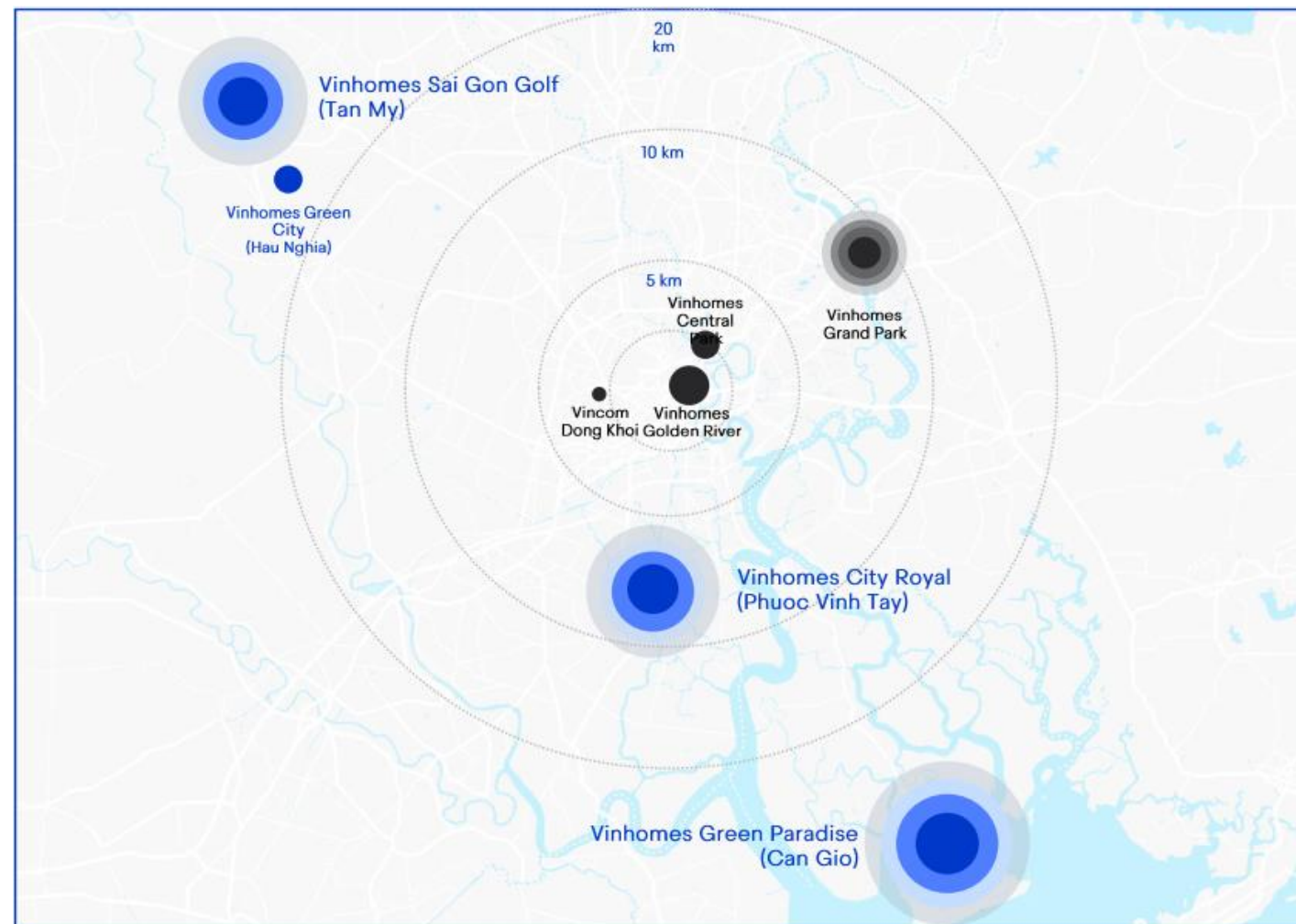
Nguồn: VHM, NHSV Research



Triển vọng dài hạn đến từ chiến lược mở bán các đại dự án

Năm 2025 VHM tập trung mở bán các đại dự án tại các vị trí có điều kiện thị trường và pháp lý thuận lợi, trong đó thị trường phía Nam bao gồm tp HCM và các tỉnh lân cận sẽ là trọng điểm trong giai đoạn 2025 – 2026.

Các dự án tại Hồ Chí Minh và các tỉnh lân cận



● Dự án đã mở bán

● Dự án mở bán mới

Nguồn: VHM, NHSV Research

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vinhomes Global Gate có thể sẽ là dự án lớn cuối cùng của VHM

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Dự án đã hoàn thành			
Ocean Park 1	Gia Lâm, Hà Nội		416
Smart City	Nam Từ Liêm, Hà Nội		208
Grand Park	Hồ Chí Minh		216
Ocean Park 2	Văn Giang, Hưng Yên		458
Ocean Park 3	Văn Giang, Hưng Yên		294
Dự án đang triển khai			
Royal Island	Vũ Yên, Hải Phòng		877
Golden Avenue	Quảng Ninh		69
Global Gate	Cổ Loa, Hà Nội		385
Wonder Park	Đan Phượng, Hà Nội		133
Bất động chuẩn bị triển khai			
Golden City	Dương Kinh Kiến Thụy, Hải Phòng		241
Hậu Nghĩa Đức Hòa	Long An		197
Mỹ Lâm	Tuyên Quang		540
Apollo City	Hạ Long, Quảng Ninh		4,110
Vinhomes Mễ Trì 2	Nam Từ Liêm, Hà Nội	CTCP Trung tâm Hội ch	75
KĐT ven vịnh Cam Ranh	Cam Ranh, Khánh Hòa	Liên danh Công ty Cổ p	1,250
KDL lấn biển Cần Giờ	Hồ Chí Minh		2,870
KĐT mới Phước Vĩnh Tây	Cần Giuộc, Long An	Liên danh Công ty có phần Vinhomes và Công ty cổ phần Tân	1,090
Vin Tâm Xá	Đông Anh, Hà Nội	liên danh Vingroup – Th	268

Vinhomes Global Gate

Thông tin dự án

Chủ đầu tư	Công ty CP Trung tâm hội chợ triển lãm Việt Nam (UPCOM: VEF)
Vị trí	Đông Hội – Đông Anh – Hà Nội 5 phút tới Trung tâm Hà Nội 15 phút tới Sân bay quốc tế Nội Bài
Quy mô	385 ha
Sản phẩm	4.150 căn biệt thự và liền kề 2.000 căn shophouse 2 tòa chung cư 45 tầng với 4.800 căn hộ 2 tòa hỗn hợp văn phòng - Tổ hợp khách sạn, TTTM
Lợi ích của VHM tại Vinhomes Global Gate	VHM đã ký HĐ HTKD (BCC) với VEF để phát triển dự án với các lợi ích: 5% tổng lợi ích của dự án - Cổ tức từ VEF do VHM hiện nắm giữ 4,66% cổ phần tại VEF - Doanh thu từ dịch vụ bán hàng và quản lý dự án với tư cách là đơn vị mua dự án.
Tiến độ triển khai	- Dự án khởi công vào tháng 9/2024, đang được đẩy nhanh tiến độ thi công đảm bảo bàn giao trong năm 2025, cụ thể: - Phân khu Tinh hoa: bàn giao tháng 7/2025 - Phân khu Thịnh Vượng: bàn giao 9/2025 - Phân khu Cát Tường: bàn giao 10/2025 - Trung tâm triển lãm quốc gia – The Grand Expo (90 ha): dự kiến hoàn thành tháng 7/2025



Vị trí và Tổng mặt bằng dự án Vinhomes Global Gate

Nguồn: VHM, NHSV Research

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Cầu Tứ Liên khởi công giúp tăng kết nối và thúc đẩy giá trị dự án Vinhomes Global Gate



Cầu Tứ Liên kết nối dự án và khu vực nội thành



Phối cảnh dự án Cầu Tứ Liên

- Vị trí & Quy mô: Cầu Tứ Liên bắc qua sông Hồng, nối từ quận Tây Hồ sang Đông Hội, Đông Anh có chiều dài 2,9 km với 6 làn xe cơ giới. Đây là công trình giao thông trọng điểm của Hà Nội, thuộc Quy hoạch giao thông vận tải đến năm 2030, tầm nhìn năm 2050 đã được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt.
- Tập đoàn Vingroup đã ký kết thỏa thuận hợp tác với Tập đoàn Xây dựng Thái Bình Dương (CPCG) để thành lập liên danh nhà thầu tham gia đấu thầu dự án cầu Tứ Liên theo hình thức hợp đồng EPC (thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ, thi công xây dựng công trình).
- Tiến độ triển khai:
 - 25/2/2025: Phê duyệt Chủ trương đầu tư với TMĐT hơn 20.000 tỷ đồng
 - 24/3/2025: phê duyệt phương án tuyến và vị trí công trình cầu Tứ Liên cùng đường dẫn hai đầu cầu, tỷ lệ 1/500.
 - Hiện đang triển khai công tác thu hồi đất, bố trí tái định cư, GPMB
 - Dự kiến khởi công: **19/5/2025**
 - Thời gian thi công: 2 năm. Hoàn thành và đưa vào sử dụng trong năm 2027

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

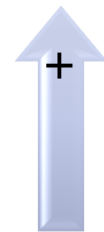
Chiến lược bán buôn – lợi ích và hạn chế

Chiến lược bán buôn (Bulk sales) đóng vai trò quan trọng trong chiến lược kinh doanh của VHM, đặc biệt là trong giai đoạn thị trường BĐS có tính thanh khoản thấp. Thông thường hoạt động bán buôn chiếm 30%-50% tổng giá trị hợp đồng ký bán hàng năm của VHM. Chiến lược bán buôn của Vinhomes mang tính cơ hội và linh hoạt, tùy thuộc vào mức độ quan tâm của thị trường

Một số giao dịch bán buôn lớn trong năm 2024:

- Quý 2/2024: VHM thực hiện giao dịch bán buôn 1.700 căn với tổng giá trị khoảng 16.000 tỷ đồng
- Quý 4/2024: Ghi nhận 2 giao dịch bán buôn lớn với tổng giá trị 9.300 tỷ đồng

Ngoài ra VHM cũng đã đàm phán các giao dịch bán buôn lớn với giá trị ước tính khoảng 40.000 tỷ đồng tại 2 dự án đang triển khai là Vinhomes Global Gate (Đông Anh, Hà Nội) và Vinhomes Wonder City (Đan Phượng, Hà Nội).

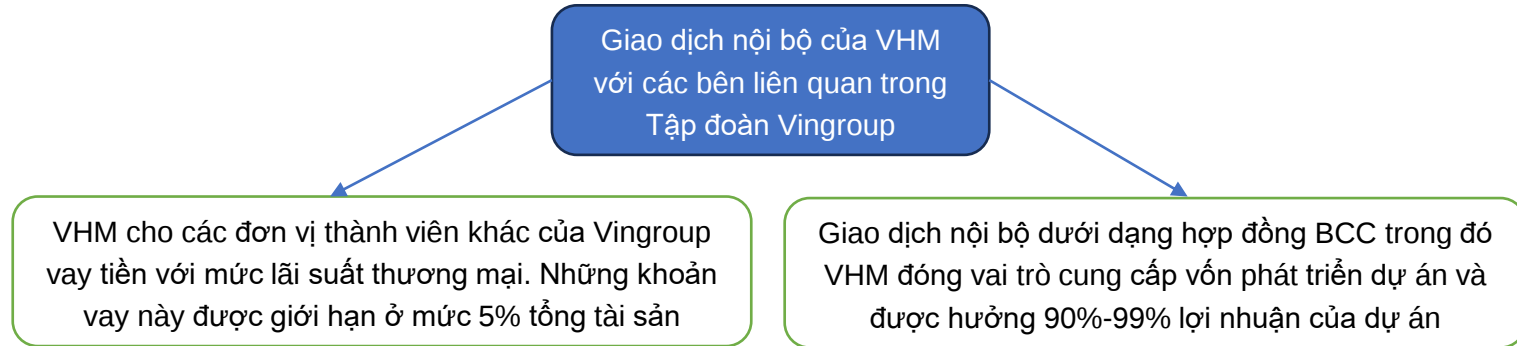


Giúp đẩy nhanh tiến độ thu tiền mặt và ghi nhận lợi nhuận sớm
Hỗ trợ đòn bẩy tài chính
Tối ưu hóa chi phí bán hàng và vận hành

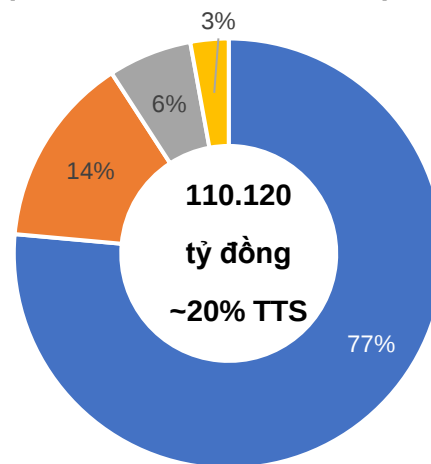
Tính chất không ổn định của các giao dịch bán buôn gây biến động lớn trong kết quả tài chính



Giao dịch với các công ty liên quan thuộc Vingroup làm gia tăng nguy cơ thất thoát dòng tiền



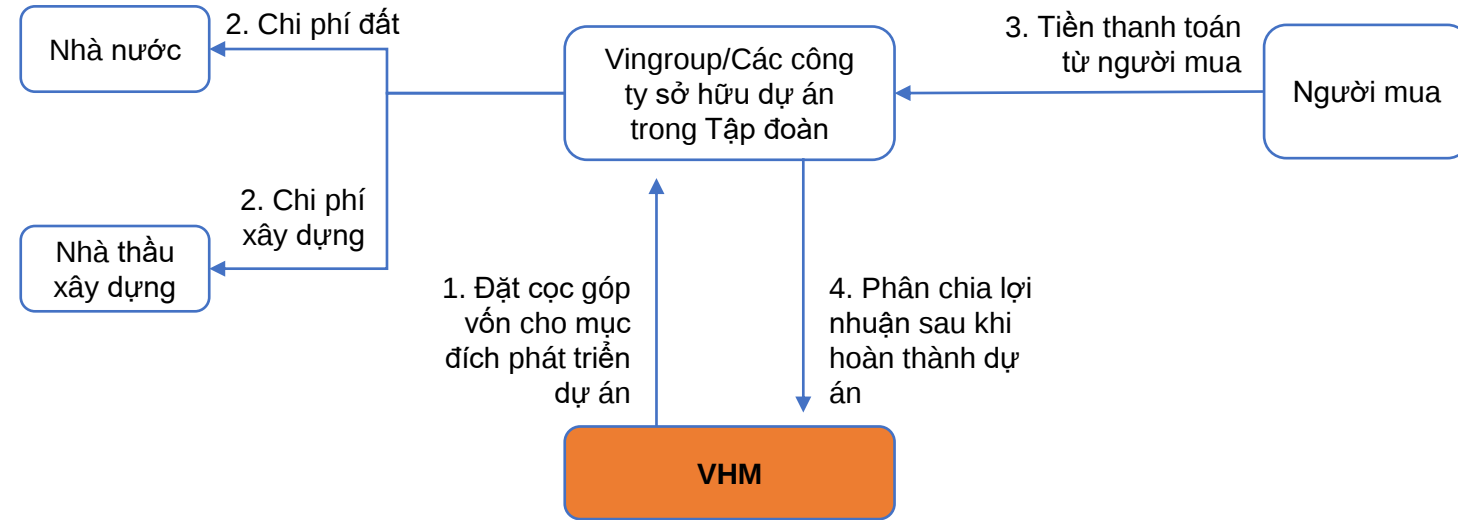
Giao dịch với các bên liên quan tại 31/12/2024



- Đặt cọc, góp vốn cho mục đích phát triển dự án hoặc cho các HĐ BCC
- Cho thuê tài chính dài hạn (VinFast)
- Cho vay ngắn hạn (VinBus)
- Khác

Các khoản mục trong cơ cấu tài sản của VHM liên quan đến Công ty mẹ và nhóm các công ty trong hệ sinh thái, bao gồm cả các khoản đặt cọc góp vốn dưới dạng các Hợp đồng HTĐT & KD, các khoản phải thu và cho vay chiếm khoảng 20% tổng tài sản của VHM tại thời điểm 31/12/2024. Mặc dù một phần trong số này phục vụ hoạt động kinh doanh nhưng mức độ cao của các giao dịch này làm hạn chế tính độc lập tài chính giữa các đơn vị trong Tập đoàn, đồng thời tiềm ẩn rủi ro thất thoát dòng tiền.

Các hợp đồng BCC có cấu trúc phức tạp và khó theo dõi

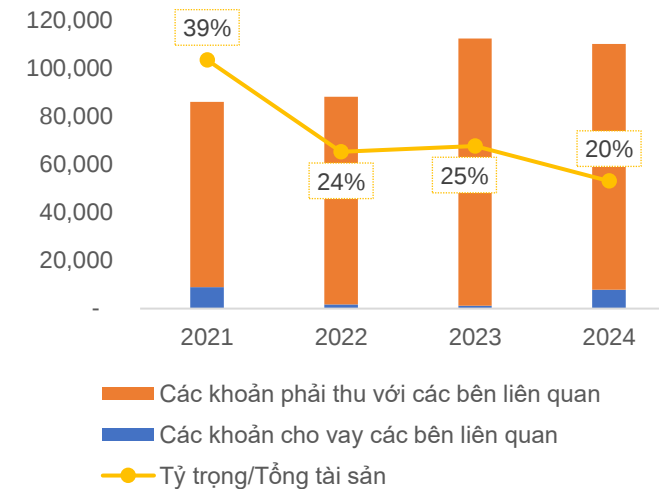


Mặc dù các giao dịch dưới dạng HĐ BCC được một hội đồng độc lập phê duyệt, các thông tin về dòng tiền liên quan đến các HĐ này không được công bố.

Theo ban lãnh đạo, VHM sẽ từng bước tái cấu trúc các khoản đặt cọc và giảm mô hình hợp tác BCC với Vingroup và chuyển sang mô hình chuyển nhượng dự án hoặc cổ phần. Điều này được kỳ vọng sẽ giúp tăng cường tính minh bạch của dòng tiền và giảm tỷ trọng tài sản liên quan đến công ty mẹ và các công ty có liên quan trong Tập đoàn trong tổng tài sản của VHM trong thời gian tới.

Dự kiến trong thời gian tới tỷ trọng các khoản đặt cọc và hợp đồng BCC sẽ giảm, đồng thời VHM sẽ tăng sở hữu lên 100% tại một số dự án bằng hình thức nhận chuyển nhượng từ Vingroup và các công ty trong hệ sinh thái.

Tổng giao dịch với các bên liên quan



Nguồn: VHM, Moody's Ratings, NHSV Research

**RỦI RO HOẠT ĐỘNG
KINH DOANH**

Lợi nhuận 2025 tiếp tục đà tăng trưởng; lợi nhuận từ các dự án theo hợp đồng HT ĐT&KD duy trì tỷ trọng cao

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	
Doanh thu thuần	103,557	102,323	97,200	Kế hoạch chỉ tiêu 2025: Năm 2025 VHM đặt kế hoạch doanh thu 180.000 tỷ đồng, tăng 27% so với doanh thu điều chỉnh năm 2024 (bao gồm cả doanh thu từ các dự án dưới dạng HĐ BCC). Chỉ tiêu LNST đạt 42.000 tỷ đồng, tăng 20% so với LNST năm 2024.
Doanh thu chuyển nhượng BĐS	89,669	73,162	68,040	
% y-o-y	75.1%	-18.4%	-7.0%	
Lợi nhuận gộp	35,707	32,967	38,880	Năm 2025 VHM tiếp tục ghi nhận doanh số bán hàng từ phần còn lại của dự án Ocean Park 2&3, tiếp tục triển khai các đợt bán mới của Royal Island và mở bán mới các dự án Wonder City, Green City (Hậu Nghĩa).
Biên lợi nhuận gộp	34.5%	32.2%	40.0%	
Chi phí bán hàng & hoạt động	(7,756)	(8,384)	(7,776)	Doanh thu năm 2025 chủ yếu đến từ việc bàn giao các dự án Ocean Park 2&3 và Golden Avenue.
% chi phí bán hàng & hoạt động	7.5%	8.2%	8.0%	
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	27,951	24,583	31,104	Thu nhập tài chính bao gồm phần lợi nhuận tiếp tục nhận được từ Hợp đồng BCC dự án Royal Island với tỷ lệ lợi nhuận của VHM là 80%.. Trong trường hợp đảm bảo tiến độ triển khai, dự án Vinhomes Global Gate có thể bàn giao một phần vào cuối năm 2025 và đóng góp vào thu nhập tài chính của VHM
Thu nhập tài chính	19,954	26,844	29,160	
Chi phí tài chính	(3,870)	(10,487)	(10,376)	
Thu nhập khác	(735)	(95)	-	
Lợi nhuận trước thuế	43,310	40,848	49,889	Tỷ trọng chi phí bán hàng và hoạt động kỳ vọng tiếp tục ổn định ở mức 8%
Biên lợi nhuận trước thuế	41.8%	39.9%	51.3%	
Lợi nhuận sau thuế của CĐ CT mẹ	33,533	35,073	39,911	
Biên lợi nhuận sau thuế	32.4%	34.3%	41.1%	

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ
KINH DOANH

**Trụ sở chính**

Tầng 9, tòa tháp Đông, Lotte Center Hà Nội, số 54 Liễu Giai, phường Cống Vị, quận Ba Đình, Hà Nội

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hà Nội

Tầng trệt tòa Somerset Grand Hanoi & Phòng 505, tầng 5 Tòa Tháp Hà Nội, số 49 Hai Bà Trưng, phường Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, HN

Hotline: 1900.1055

Fax: 0243.941.0248

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà President Place, Số 93 Nguyễn Du, Phường Bến Nghé, Quận 1, HCM

Hotline: 0283.838.5917

Fax: 0283.620.0887

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH

Báo cáo này thuộc sở hữu của NHSV. Mọi hành vi sao chép, in ấn khi không có sự cho phép của NHSV đều bị nghiêm cấm. Báo cáo này không nên được coi là một lời đề nghị giao dịch mua bán bất kỳ cổ phiếu nào. Mặc dù những thông tin, dự báo và nhận định trong báo cáo này được dựa trên các nguồn thông tin đáng tin cậy, NHSV không thể khẳng định sự chính xác và hoàn thiện của các nguồn thông tin này. NHSV sẽ không chịu trách nhiệm trước bất kỳ thiệt hại, mất mát nào đến từ việc sử dụng bất kỳ thông tin, nhận định nào đến từ báo cáo này.