

Triển vọng TTCK 2H2025

Khơi thông nội lực, thúc đẩy tăng trưởng

Chúng tôi nâng mức dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2025 lên 1530 điểm (tăng nhẹ so với mức 1,460 điểm trong báo cáo năm, nhưng tăng mạnh so với mức 1,100 điểm trong báo cáo quý 1, được đặt theo kịch bản tiêu cực khi mức thuế đối ứng là 46%). Vùng điểm này tương ứng:

- Mức tăng ước tính 15% yoy của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX. Mức tăng này thấp hơn dự báo chúng tôi đưa ra thời điểm đầu năm ở 16.7%, phản ánh quan điểm thận trọng về tác động của thuế quan lên hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp. Mặc dù vậy, mức điều chỉnh là không lớn khi mà chúng tôi nhận thấy các chính sách thúc đẩy kinh tế nội địa của Chính phủ để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% cả năm sẽ mang lại môi trường kinh doanh thuận lợi cho các doanh nghiệp trong nước và lĩnh vực đầu tư công.
- Mức P/E mục tiêu là 14.2 lần (theo cách tính của Bloomberg), thấp hơn mức bình quân 3 năm và 10 năm gần nhất lần lượt là 14.5 và 16.6 lần). Chúng tôi đánh giá đây là vùng định giá tương đối thận trọng của thị trường, phản ánh những rủi ro bất định tiềm tàng, đặc biệt liên quan đến những tác động thực tế của vấn đề thuế quan khi chính thức được áp dụng cũng như khái niệm transshipping của Chính quyền ông Trump.

Động lực tăng trưởng chính của TTCK Việt Nam trong nửa sau của 2025 sẽ đến từ các chính sách kích thích kinh tế mạnh mẽ của Chính phủ như duy trì mặt bằng lãi suất thấp, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, đẩy mạnh đầu tư công, kích cầu tiêu dùng trong nước, hỗ trợ doanh nghiệp tư nhân và các chính sách tháo gỡ khó khăn cho thị trường bất động sản... Trong bối cảnh ổn định vĩ mô hiện đang được đảm bảo với lạm phát, tỷ giá dự báo nằm trong tầm kiểm soát, chúng tôi cho rằng việc đẩy mạnh các chính sách này là hoàn toàn khả thi khi chưa phải lo ngại các cơn gió ngược trong ngắn hạn. Điều này là hết sức cần thiết để đạt mục tiêu tăng trưởng cao trong năm 2025 khi mà môi trường bên ngoài có nhiều biến động.

Chúng tôi cập nhật các chủ điểm đầu tư triển vọng trong thời gian tới bao gồm: Nâng hạng thị trường, Đầu tư công, Nghị quyết 42 và Chính sách thúc đẩy doanh nghiệp tư nhân. KBSV nhận định các lĩnh vực mang tính chất nội lực như trên sẽ được tập trung khai thác nhằm bù đắp cho sự giảm tốc của khu vực xuất khẩu và FDI.

Trần Đức Anh
Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường
anhdt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến
Chuyên viên chiến lược đầu tư
tiensn@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận
Chuyên viên chiến lược đầu tư
thuannd@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh
Chuyên viên vĩ mô
linhpp@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang
Chuyên viên vĩ mô
trangnt6@kbsec.com.vn

10/07/2025

NỘI DUNG

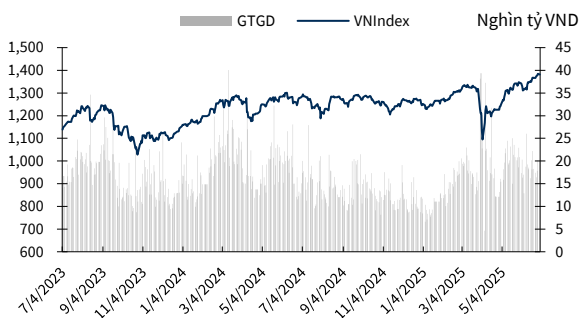
I. TRIỂN VỌNG TTCK 2H 2025	3
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	6
III. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ TTCK	8
1. Vĩ mô thế giới – rủi ro toàn cầu hạ nhiệt	8
2. Vĩ mô Việt Nam – Đẩy mạnh động lực tăng trưởng trong nước	11
IV. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ	15
1. Nâng hạng thị trường	16
2. Đầu tư công	18
3. Luật hoá Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu	21
4. Các chính sách thúc đẩy doanh nghiệp trong nước	24
V. DANH MỤC ĐẦU TƯ MẪU	27
VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH	28
Ngân hàng	29
Bất động sản dân cư	30
BDS Khu công nghiệp	31
Logistics	32
Thép	33
Ống nhựa	34
Bán lẻ	35
Đồ uống	36
Điện	37
Công nghệ	38
Chăn nuôi – Thủy sản	39
Xây dựng	40

I. Triển vọng TTCK 2H 2025

TTCK Việt Nam tăng điểm trong nửa đầu năm

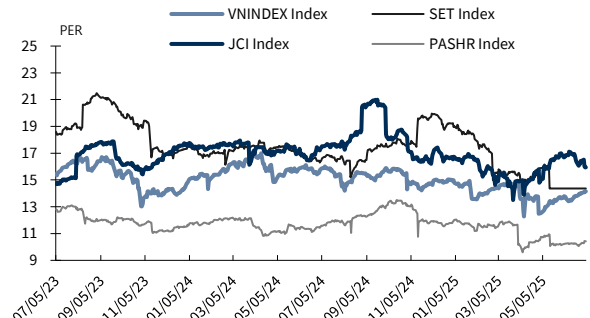
TTCK Việt Nam có diễn biến tăng tích cực trong nửa đầu 2025 với biến động được chia làm 2 giai đoạn chính. Giai đoạn đầu kéo dài từ đầu năm đến trước thời điểm công bố thuế quan đối ứng ngày 2/4, chỉ số VNIndex tăng ổn định với động lực đến từ các kỳ vọng về chính sách thúc đẩy kinh tế trong nước, cũng như các kết quả khả quan từ cả bối cảnh vĩ mô lẫn hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Giai đoạn 2 thị trường có biến động trời sập, giảm sốc cho đến khi thông tin thuế đối ứng tạm hoãn vào ngày 9/4 trước khi phục hồi mạnh mẽ cho đến hết quý 2 với sự đóng góp đáng chú ý đến từ nhóm cổ phiếu họ Vingroup. Tính từ đầu năm đến hết quý 2, chỉ số VNIndex tăng 8.9% về điểm số, đồng thời giảm 12% về giá trị giao dịch so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



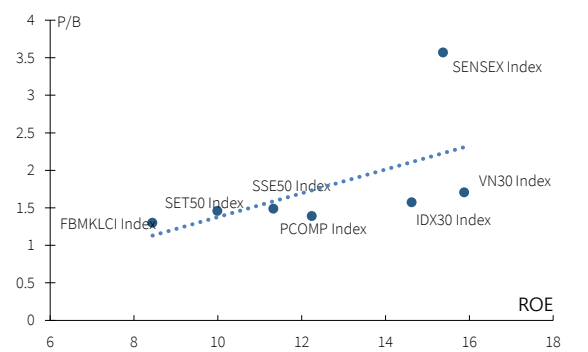
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



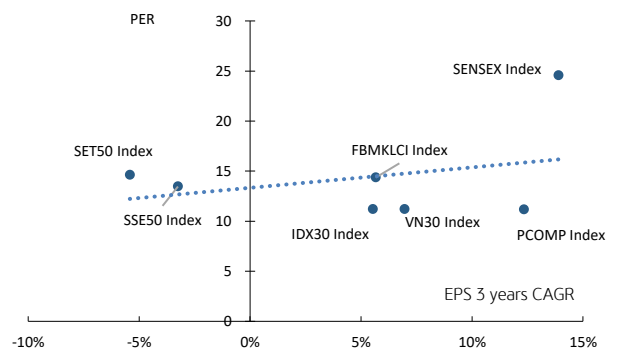
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Tương quan P/B, ROE các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Tương quan P/E, tăng trưởng EPS các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mức thuế đối ứng được công bố của Việt Nam đã xoa tan sự bất định đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư xuyên suốt quý 2. Mặc dù đây không phải là mức thấp như kỳ vọng của thị trường, tuy nhiên đã giảm đáng kể so với mức 46% được công bố thời điểm ban đầu. Trong bối cảnh thuế quan tiềm ẩn tác động tiêu cực lên hoạt động xuất khẩu, các động lực tăng trưởng trong nước sẽ được thúc đẩy mạnh hơn nữa trong nửa sau 2025, từ đó là yếu tố quan trọng hỗ trợ xu hướng tăng của TTCK. Trong nửa sau của năm 2025, chúng tôi cho rằng các yếu tố chính định hình xu hướng thị trường bao gồm:

Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết tiếp tục xu hướng tăng trưởng cao

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường xuống mức 15% (từ 16.7% ở báo cáo Triển vọng TTCK 2025). Việc điều chỉnh này phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về tác động của thuế quan lên hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Dù vậy mức điều chỉnh là không lớn khi mà chúng tôi nhìn nhận động lực tăng trưởng mới đã xuất hiện đến từ các chính sách thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ của Chính phủ để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm nay.

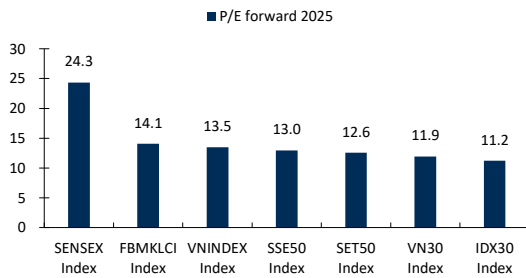
Chính sách vĩ mô trong nước

Các chính sách thúc đẩy kinh tế nội địa như chính sách tiền tệ, chính sách tài khoá nới lỏng sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong nửa sau 2025, trong bối cảnh mục tiêu tăng trưởng GDP 2025 ở mức 8% là rất tham vọng và rào cản thuế quan tiềm ẩn rủi ro tác động lên hoạt động xuất khẩu (dù Việt Nam đã kết thúc đàm phán với kết quả khả quan). Môi trường lãi suất thấp được duy trì, tín dụng được đẩy mạnh, đầu tư công tăng tốc, đi kèm các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp tư nhân và tháo gỡ khó khăn cho lĩnh vực bất động sản sẽ là các động lực quan trọng cho TTCK Việt Nam nửa sau 2025.

Môi trường vĩ mô quốc tế

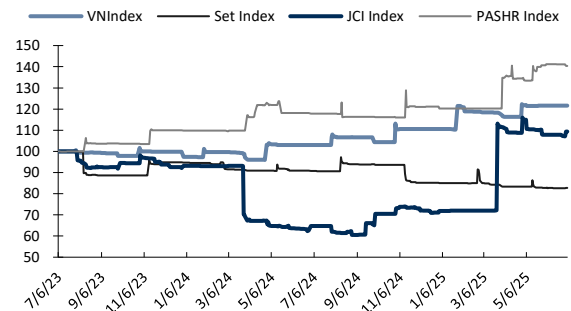
Rủi ro vĩ mô toàn cầu kỳ vọng sẽ dần hạ nhiệt trong nửa sau 2025 khi xung đột Iran – Israel kết thúc, vấn đề thuế quan dần đi đến hồi kết. Sự tập trung của giới đầu tư sẽ xoay quanh chính sách tài khoá của Mỹ (bao gồm dự luật cắt giảm thuế One Big Beautiful Bill), thời điểm FED hạ lãi suất, và sức khoẻ các nền kinh tế lớn. Chúng tôi cho rằng dòng tiền đầu tư sẽ có xu hướng tìm đến các tài sản có tính rủi ro cao hơn, bao gồm cả các TTCK mới nổi. Điều này sẽ là cơ sở để dòng vốn ngoại quay trở lại Việt Nam, trong bối cảnh Việt Nam kỳ vọng sớm được nâng hạng vào tháng 9 theo FTSE.

Biểu đồ 5. P/E forward 2025 các thị trường



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Biến động EPS nhóm ASEAN4



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2025 ở 1,530 điểm

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex đạt mức 1,530 điểm, tương ứng mức tăng trưởng EPS toàn thị trường 15% (như phân tích ở phần sau báo cáo), và mức định giá P/E của VNIndex ở 14.2 (tương đương quanh mức bình quân 3 năm trừ 1 độ lệch chuẩn – đồng thời thấp hơn mức bình quân 10 năm gần nhất là 16.6 lần).

Vùng định giá P/E này là tương đối thận trọng trong bối cảnh Chính phủ đang nỗ lực đẩy mạnh các động lực tăng trưởng trong nước để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm nay. Nguyên nhân là do chúng tôi cần thêm thời gian để đánh giá tác động thực tế của mức thuế quan do Chính quyền ông Trump áp lên hàng hóa Việt Nam, khái niệm transshipping mà Mỹ xác định cho hàng hóa Việt Nam, cũng như mức thuế mà các đối thủ cạnh tranh của Việt Nam bị áp. Các kịch bản tích cực sẽ thúc đẩy chúng tôi điều chỉnh định giá trong báo cáo lần tới.

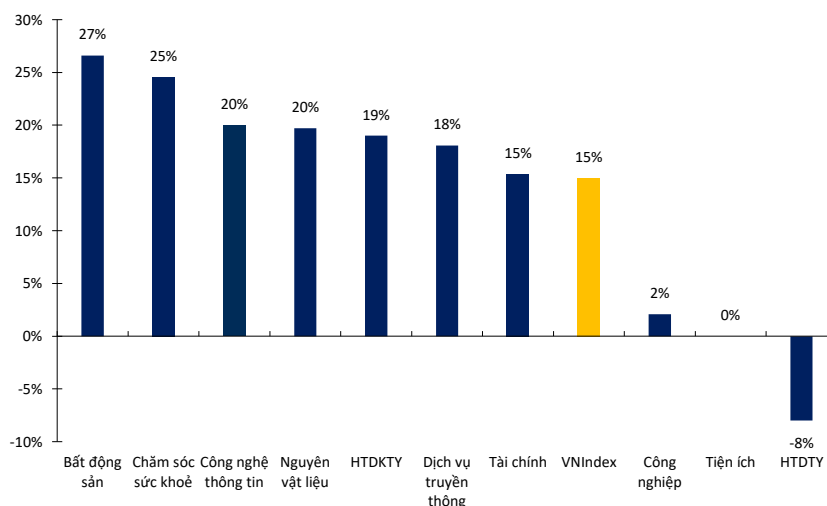
II. Hoạt động kinh doanh

Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2025 đạt 15% YoY (giảm 1.6 điểm % so với dự phóng trong báo cáo đầu năm)

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 16.7% ở báo cáo Triển vọng TTCK 2025 về 15% YoY (Biểu đồ 7). Việc điều chỉnh này phản ánh quan điểm thận trọng hơn của chúng tôi về tác động của thuế quan lên hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết. Dù vậy mức điều chỉnh là không lớn khi mà chúng tôi nhìn nhận động lực tăng trưởng mới đã xuất hiện đến từ các chính sách thúc đẩy tăng trưởng mạnh mẽ của Chính phủ để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trong năm nay.

Tăng trưởng chung toàn thị trường được KBSV dự phóng dựa trên thay đổi của từng nhóm ngành sau khi đã xét đến những yếu tố ảnh hưởng liên quan.

Biểu đồ 7. Dự phóng tăng trưởng EPS 2025 so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

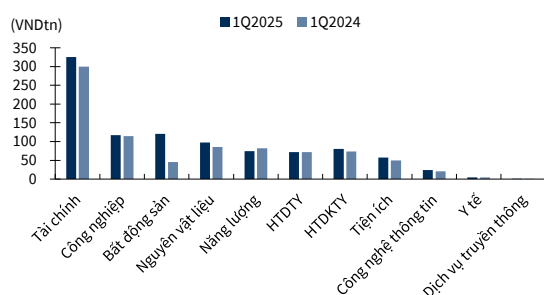
Chính sách thuế quan của Mỹ và các chính sách thúc đẩy kinh tế trong nước tạo ra sự phân hoá trong tăng trưởng ở các nhóm ngành

Dựa vào tình hình bối cảnh chung của kinh tế vĩ mô, đánh giá xu hướng ngành, kết hợp dự phóng cụ thể ở nhóm doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi đưa ra nhận định như sau:

- Các nhóm ngành dẫn dắt bao gồm Bất động sản (+27% yoy), Y tế (+25% yoy), Công nghệ thông tin (+20%) khi đây là các nhóm ngành sẽ ít bị tác động bởi thuế quan. Trong khi đó, 3 nhóm này sẽ được hưởng lợi tích cực từ các thay đổi chính sách của chính phủ, kỳ vọng sẽ thẩm thấu mạnh mẽ trong thời gian tới như:
 - o Đẩy mạnh đầu tư công xây dựng hạ tầng, tháo gỡ pháp lý cho các dự án Bất động sản;
 - o Chính sách hỗ trợ, thúc đẩy phát triển lĩnh vực công nghệ, chuyển đổi số/xanh, đào tạo nhân lực chất lượng hỗ trợ nhóm Công nghệ thông tin;
 - o Động thái truy quét thuốc và thực phẩm chức năng giả, tích cực cho ngành Dược, y tế.

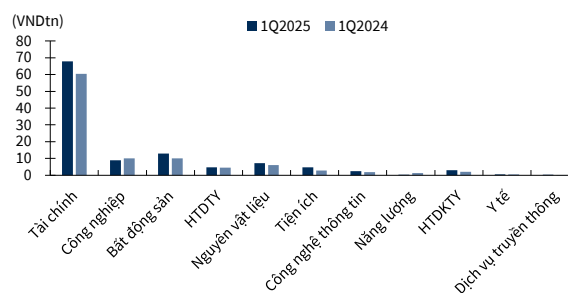
- Các nhóm ngành tăng trưởng thấp hơn so với mặt bằng chung gồm Công nghiệp, Hàng tiêu dùng thiết yếu & Tiện ích. Đây cũng là những nhóm nhạy cảm với chính sách thuế của Mỹ, đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu như thủy sản, dệt may. Công nghiệp và Tiện ích gặp bất lợi khi dòng vốn FDI vào Việt Nam chậm lại, nhu cầu đối với dịch vụ trong nhóm ngành này có thể bị ảnh hưởng. Trong khi đó, Hàng tiêu dùng thiết yếu đối mặt với cầu tiêu dùng nội địa yếu và cạnh tranh gia tăng trong ngành.

Biểu đồ 8. Doanh thu Q1 2025 so với cùng kỳ



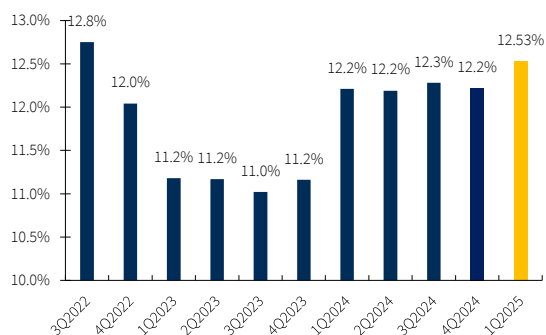
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Lợi nhuận Q1 2025 so với cùng kỳ



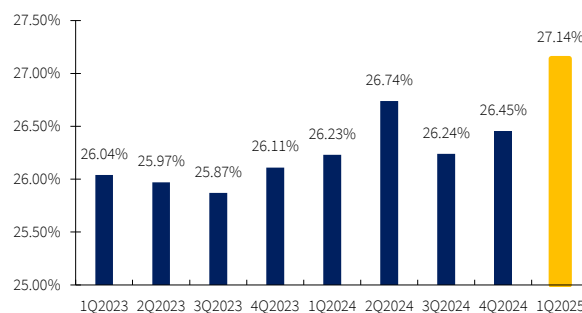
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Biên lợi nhuận ròng trung bình của các doanh nghiệp trên HSX



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận gộp trung bình của các doanh nghiệp trên HSX



Nguồn: Bloomberg, KBSV

III. Bối cảnh vĩ mô và TTCK

1. Vĩ mô thế giới – rủi ro toàn cầu hạ nhiệt

Rủi ro vĩ mô toàn cầu kỳ vọng sẽ dần hạ nhiệt trong nửa sau 2025 khi xung đột Iran – Israel kết thúc, vấn đề thuế quan dần đi đến hồi kết. Sự tập trung của giới đầu tư sẽ xoay quanh chính sách tài khoá của Mỹ (bao gồm dự luật cắt giảm thuế One Big Beautiful Bill), thời điểm FED hạ lãi suất, và sức khoẻ các nền kinh tế lớn. Chúng tôi cho rằng dòng tiền đầu tư sẽ có xu hướng tìm đến các tài sản có tính rủi ro cao hơn, bao gồm cả các TTCK mới nổi. Điều này sẽ là cơ sở để dòng vốn ngoại quay trở lại Việt Nam, trong bối cảnh Việt Nam kỳ vọng sớm được nâng hạng vào tháng 9 theo FTSE.

Bảng 1. Các mức thuế đối ứng mới được công bố

	Thuế đối ứng	
	Công bố lần đầu 2/4/2025	Mức thuế áp dụng mới (sơ bộ) (tính đến 8/7)
Lào	48	40
Burma	44	40
Campuchia	49	36
Thái Lan	36	36
Bangladesh	37	35
Serbia	37	35
Indonesia	32	32
Nam Phi	30	30
Bosnia	35	30
Nhật Bản	24	25
Hàn Quốc	25	25
Malaysia	24	25
Kazakhstan	27	25
Tunisia	28	25
Việt Nam	46	20
Anh	20	10

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tradewar 2.0 – những bất định dần được tháo gỡ

Tính đến ngày 7/7, Tổng thống D. Trump đã lần lượt công bố các mức thuế đối ứng mới đối với các đối tác thương mại lớn của Mỹ. Đồng thời, ông cũng thông báo sẽ hoãn việc thực thi các chính sách này đến ngày 1/8, cho thấy các chính sách thương mại của Mỹ vẫn chưa hoàn toàn rõ ràng và chắc chắn. Tuy nhiên, xét về tổng thể, chúng tôi cho rằng rủi ro đối với nền kinh tế toàn cầu đã giảm đáng kể so với dự báo ban đầu khi D.Trump công bố mức thuế đối ứng ngày 2/4. Trong đó: Anh, Việt Nam, Trung Quốc là 3 Quốc gia đạt được những thỏa thuận rõ ràng hơn với Mỹ, cụ thể:

- **Anh:** Thỏa thuận Thịnh vượng Kinh tế (EDP), Mỹ giữ nguyên mức thuế tối thiểu 10%; giảm thuế nhập khẩu với các mặt hàng ô tô; xem xét loại bỏ mức thuế 25% hiện tại đối với thép và nhôm của Anh.
- **Việt Nam:** hàng hóa xuất xứ Việt Nam sẽ chịu mức thuế 20%; hàng hóa được coi là "trung chuyển" qua Việt Nam sẽ bị đánh thuế 40%. Ngược lại, hàng hóa từ Hoa Kỳ nhập khẩu vào Việt Nam sẽ được hưởng mức thuế 0%.
- **Trung Quốc:** Thỏa thuận tại Geneve, 2 nước đã bãi bỏ các mức thuế trả đũa, đồng thời Mỹ đã hoãn mức thuế đối ứng (34%) với Trung Quốc trong

90 ngày. Theo đó mức thuế nhập khẩu hàng hóa Trung Quốc vào Mỹ là 10% (ngoại trừ các sản phẩm Fentanyl).

Các cuộc chiến ở Trung Đông hạ nhiệt

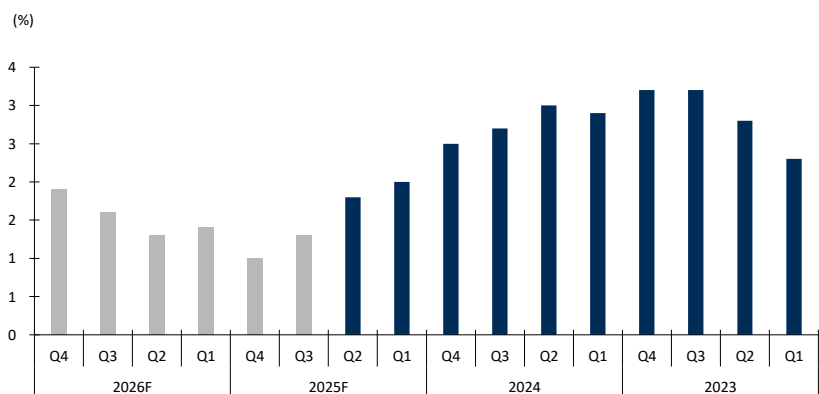
Cú shock địa chính trị ở khu vực Trung Đông trong quý 2 đã gây ra nhiều xáo trộn với thị trường tài chính toàn cầu, khiến các TTCK lớn nhiều phiên lao dốc và giá dầu tăng mạnh. Tuy vậy, các thỏa thuận ngừng bắn giữa Iran - Israel đã nhanh chóng đạt được sau 12 ngày giao tranh, điều này giúp căng thẳng chính trị trong khu vực Trung Đông giảm đáng kể. Theo đó, dòng vốn đầu tư toàn cầu cũng sẽ có xu hướng tìm đến những tài sản tài chính mang tính rủi ro cao hơn, bao gồm cả các TTCK mới nổi trong đó có Việt Nam.

Dự báo FED sẽ cắt giảm lãi suất cuối năm 2025

Kỳ vọng FED sẽ cắt giảm lãi suất 2 lần vào cuối năm 2025, với 25bps/lần, điều này được củng cố bởi những tác động từ các chính sách thuế quan và sự thay đổi trong định hướng chính sách của FED, cụ thể:

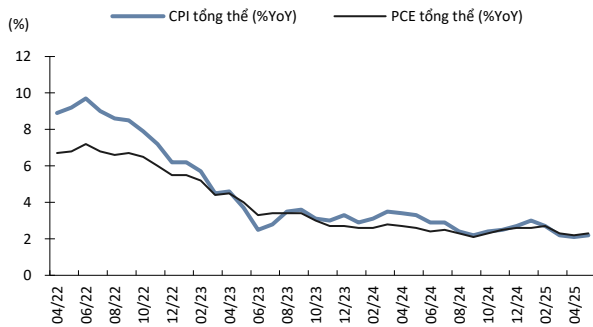
- **Dự báo nền kinh tế Mỹ chậm lại từ cuối 2025 (biểu đồ 12).** Các mức thuế nhập khẩu bình quân vào Mỹ tăng lên sẽ khiến giá cả hàng hóa tăng, ảnh hưởng đến tiêu dùng và thị trường việc làm trong 2H2025
- **FED xoay chuyển định hướng chính sách.** Tại cuộc họp của FED vào tháng 5/2025, Chủ tịch Powell cho biết FED sẽ tập trung nhiều hơn vào "thiếu hụt" (shortfalls) thay vì "sai lệch" (deviations). Điều này có nghĩa là FED sẽ chuyển trọng tâm vào thị trường lao động, sẵn sàng chấp nhận thị trường lao động "nóng" hơn, đồng thời chấp nhận một mức lạm phát cao hơn mục tiêu trong một khoảng thời gian nhất định. Do đó, FED có thể cắt giảm lãi suất sớm hơn ngay cả khi lạm phát đang cao hơn mức mục tiêu.

Biểu đồ 12. Dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ



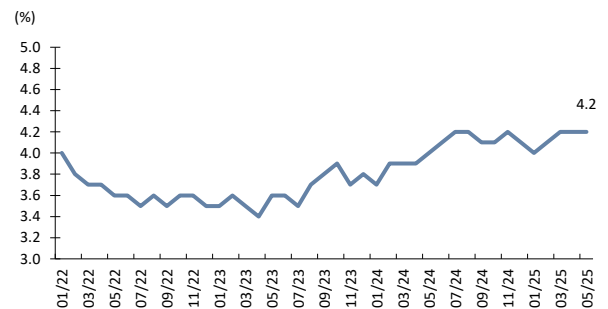
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 13. Chỉ số CPI và PCE của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Tỷ lệ thất nghiệp Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

“One Big Beautiful Bill Act” – động lực cho nền kinh tế Mỹ trong ngắn và trung hạn, nhưng gia tăng áp lực lên thâm hụt ngân sách và lợi suất TPCP Mỹ

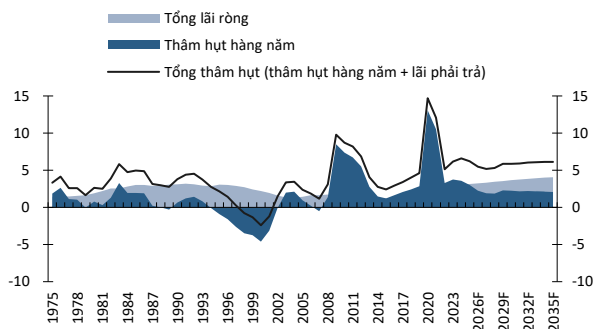
Ngày 3/7, Chính Quyền D.Trump đã thông qua chính sách tài khóa được gọi là “One Big Beautiful Bill Act” – Dự luật chính sách tài khóa toàn diện với quy mô lớn. Các chính sách này sẽ là động lực tăng trưởng kinh tế tại Mỹ trong giai đoạn tới, khi nền kinh tế dự báo chịu áp lực từ tiêu dùng suy giảm do Tradewar 2.0. Đây được coi là 1 trong những động lực quan trọng hỗ trợ TTCK Mỹ vượt đỉnh trong thời gian qua và vẫn sẽ là động lực quan trọng trong nửa sau của 2025.

Tuy vậy, các rủi ro của đạo luật đối với nền kinh tế Mỹ trong dài hạn vẫn là điều cần lưu ý trong bối cảnh thâm hụt ngân sách của Mỹ ngày càng gia tăng. Theo CBO – Văn phòng Ngân sách Quốc hội Mỹ, thâm hụt ngân sách của Chính phủ Mỹ sẽ tăng thêm 2,4 nghìn tỷ USD/ 10 năm (0.6% GDP) - đã tính tới sự bù đắp từ doanh thu thuế quan. Mức thâm hụt này đang khiến các nhà đầu tư có xu hướng giảm sở hữu Trái phiếu Chính phủ Mỹ, điều này giải thích cho việc đồng USD tiếp tục giảm giá bất chấp mức lợi suất trái phiếu tăng (biểu đồ 16). Dự báo xu hướng này sẽ kéo dài trong giai đoạn 2025 – 2026. Bên cạnh đó, khi lợi suất trái phiếu tăng, điều này đồng nghĩa với việc FED sẽ gặp khó khăn hơn trong việc cắt giảm lãi suất trong dài hạn.

One Big Beautiful Bill Act - Gói tài khóa đã được Hạ viện thông qua bao gồm năm thành phần chính:

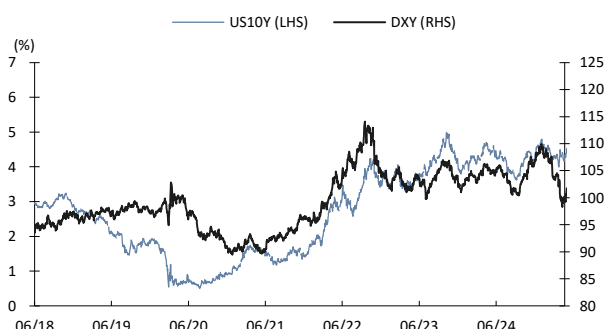
1. **Gia hạn và mở rộng cắt giảm thuế cá nhân:** gia hạn khoảng 3,3 nghìn tỷ USD (tương đương 1% GDP) trong vòng 10 năm
2. **Bãi bỏ một số loại thuế:** bãi bỏ thuế với tiền tip và tiền làm thêm giờ, khấu trừ lãi suất vay mua ô tô, tăng mức khấu trừ cho người cao tuổi
3. **Ưu đãi đầu tư kinh doanh:** khấu trừ 100% chi phí đầu tư thiết bị, chi phí R&D...
4. **Chi tiêu mới:** bổ sung khoảng 400 tỷ USD vào quỹ mới cho thực thi nhập cư, quốc phòng, không lưu, trợ cấp nông nghiệp
5. **Cắt giảm chi tiêu:** Đạo luật sẽ cắt giảm chi tiêu chính phủ 1,6 nghìn tỷ USD trong 10 năm (0,4% GDP)

Biểu đồ 15. Thâm hụt ngân sách Mỹ



Nguồn: CBO, KBSV

Biểu đồ 16. Lợi suất trái phiếu chính phủ Mỹ và chỉ số DXY



Nguồn: Bloomberg, KBSV

2. Vĩ mô Việt Nam – Đẩy mạnh động lực tăng trưởng trong nước

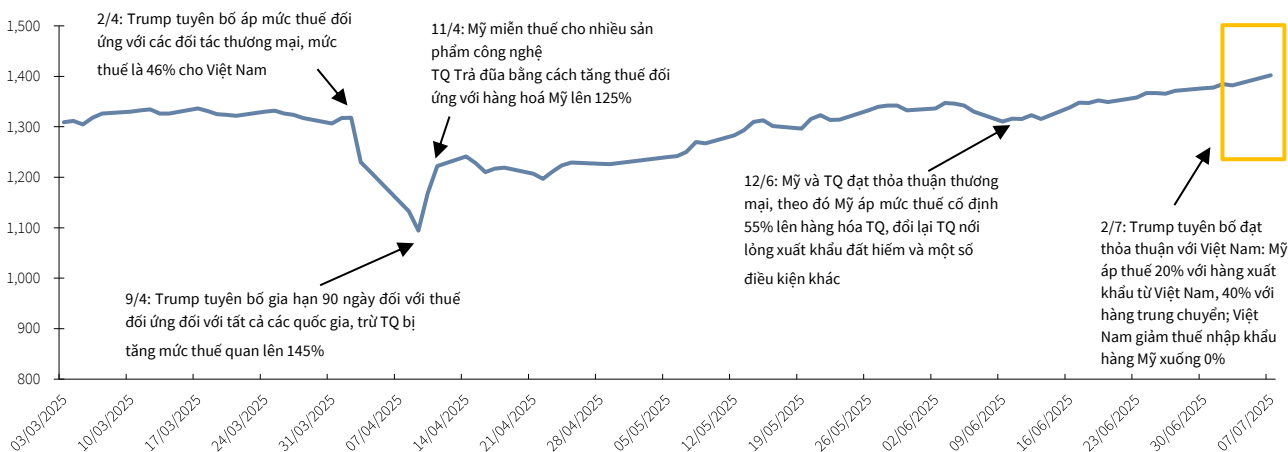
Những thay đổi mới trong thoả thuận thuế quan giữa Mỹ và Việt Nam

Bất định xoay quanh vấn đề thuế quan được giải toả

TTCK Việt Nam đón nhận kết quả đàm phán thuế quan tương đối tích cực với xu hướng tăng điểm được duy trì. Mặc dù chúng tôi không đánh giá quá tích cực với mức thuế bị Chính quyền ông Trump áp vào hàng hoá Việt Nam, nhưng việc thông tin này được công bố đã giúp giải toả tâm lý nhà đầu tư trong nước. Động lực tăng trưởng chính của thị trường trong nửa sau 2025 sẽ xoay quanh các chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế với mũi nhọn là kinh tế tư nhân của Chính phủ.

Một kết quả thuế quan không xấu, kết hợp với các chính sách vĩ mô nổi trội mạnh mẽ trong nước đang tạo nên một môi trường đầu tư thuận lợi hơn trong nửa sau 2025.

Biểu đồ 19. Diễn biến VNIndex và các sự kiện liên quan đến thuế quan



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Mỹ sẽ áp thuế 20% đối với hàng xuất khẩu từ Việt Nam và 40% đối với hàng hoá trung chuyển (trans-shipping); trong khi đó Việt Nam sẽ cắt giảm toàn bộ thuế nhập khẩu với hàng hoá từ Mỹ xuống 0%

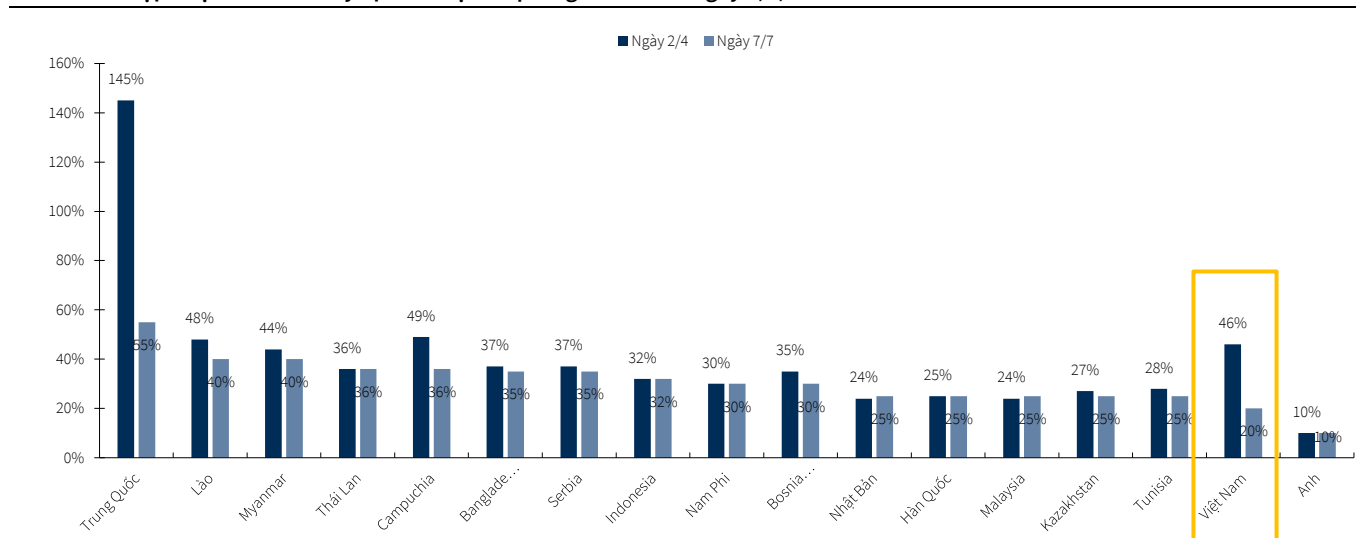
Mặc dù kịch bản xấu nhất với mức thuế 46% không xảy ra, mức 20% cũng khiến hoạt động thương mại của Việt Nam – Mỹ sẽ không còn nhiều thuận lợi như trước đây (khi chưa có chính sách thuế quan của Trump). Những rủi ro tiềm ẩn trong dài hạn liên quan đến (1) sự sụt giảm hoạt động xuất khẩu do thị trường Mỹ – thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm gần 1/3 tổng kim ngạch xuất khẩu; (2) dòng vốn FDI dù không rút mạnh như kịch bản thuế 46% nhưng tăng trưởng sẽ giảm tốc do chính sách thuế nghiêm ngặt về hàng hoá trung chuyển qua Việt Nam; (3) gia tăng áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp nội địa.

Thêm vào đó, các tiêu chí cụ thể đánh giá hàng trung chuyển (chịu mức thuế 40% từ Mỹ) cũng là một thông tin quan trọng cần theo dõi. Yếu tố này vẫn tiềm ẩn những tác động đáng kể đến dòng vốn FDI và hoạt động xuất khẩu của Việt Nam trong thời gian tới nếu Mỹ yêu cầu tỷ lệ nội địa hoá cao (trên 50%). Trong kịch bản đó, thị trường có thể xuất hiện thêm nhịp điều chỉnh mang tính ngắn hạn. Tuy nhiên, các tiêu chí này nhiều khả năng cũng sẽ được áp dụng chung đối với các nước cùng nhóm hưởng lợi từ Tradewar 1.0. Như vậy trong trung dài hạn, các doanh nghiệp FDI sẽ phải tiếp tục quá trình dịch chuyển, tái cơ cấu chuỗi cung ứng để tăng tỷ lệ nội địa hóa. Đây là cơ hội để Việt Nam có thể tăng tính hiệu quả của dòng vốn FDI, mang lại nhiều giá trị gia tăng thực chất hơn cho nền kinh tế.

Việt Nam hiện vẫn duy trì được lợi thế cạnh tranh so với các quốc gia khác

Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo Chuyên đề cập nhật thoả thuận thuế quan mới ngày 2/7, mức độ tác động sẽ còn phụ thuộc vào chênh lệch giữa thuế áp cho Việt Nam so với các quốc gia khác. Ngày 8/7, ông Trump đã gửi thư thông báo mức thuế 25-40% cho 14 đối tác thương mại của Mỹ, bắt đầu áp dụng từ ngày 1/8, nhưng có thể thoả thuận thêm. Chúng tôi cho rằng các nước sẽ tiếp tục đàm phán để thoả thuận về mức thuế thấp hơn trước ngày 1/8. Nhưng hiện tại, Việt Nam chủ động trước trong việc đàm phán đã mang lại mức thuế khả quan hơn so với các quốc gia khác để tiếp tục duy trì được những lợi thế cạnh tranh.

Biểu đồ 20. Cập nhật mức thuế Mỹ áp cho một số quốc gia tính đến ngày 8/7/2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tăng trưởng kinh tế tương đối khả quan trong 1H2025, Chính phủ đang nỗ lực hoàn thành mục tiêu 8%

Với việc mức thuế hiện tại khả quan hơn còn số ban đầu, Chính phủ cũng đang cho thấy những nỗ lực để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% trong năm 2025. Kết quả sơ bộ cho thấy, 6 tháng đầu năm 2025 tăng trưởng kinh tế đạt kết quả tích cực toàn diện với các chỉ tiêu chính như: GDP quý 2 tăng 7.67% YoY, ước tính 6T tăng 7.31% YoY; xuất khẩu 6T tăng trưởng 14.4%; lĩnh vực du lịch thu hút 10.7 triệu người (+20% YoY); tổng vốn đầu tư toàn xã hội tăng 9.8% YoY với mức giải ngân đầu tư công khả quan trong những tháng đầu năm; mặc dù những triển vọng thuế quan chưa rõ ràng Việt Nam vẫn thu hút dòng vốn FDI với FDI thực hiện ghi nhận đạt 11.7 tỷ USD (+8.1% YoY).

Đây là kết quả tích cực của chiến lược phát triển kinh tế toàn diện của Chính phủ với những chính sách ưu đãi lãi suất, tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp, đẩy mạnh đầu tư công. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý rằng, hoạt động xuất khẩu tăng vọt trong 2 tháng trở lại đây là hiệu ứng mang tính tạm thời khi doanh nghiệp đẩy mạnh đơn hàng xuất đi trong giai đoạn hoãn thuế. Trong khi đó PMI đã ghi nhận giảm 3 tháng liên tiếp đang cho thấy những thách thức tiềm ẩn với nền kinh tế trong 6 tháng cuối năm. KBSV dự báo tăng trưởng kinh tế cho cả năm 2025 đạt 7.6-7.8%.

Mặc dù rủi ro còn hiện diện hữu nhưng áp lực tỷ giá sẽ phần nào được giải toả trong giai đoạn cuối năm

Chỉ số DXY đã suy giảm đáng kể trong nửa đầu năm nay (-11% YTD) nhưng đồng VNĐ vẫn tiếp tục đà mất giá (tỷ giá USD/VND đã tăng 2.83% YTD). Diễn biến này đến từ 2 nguyên nhân chính: i) chính sách tiền tệ nới lỏng của NHNN bao gồm duy trì lãi suất thấp, thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, mở rộng cung tiền M2; ii) tâm lý đầu cơ trước các lo ngại về việc thuế quan sẽ gây đảo chiều dòng vốn đầu tư ra khỏi Việt Nam.

Nguyên nhân thứ hai hiện không còn đáng lo ngại khi mà mức thuế Việt Nam phải chịu không quá cao để khiến dòng vốn đầu tư cả trực tiếp hay gián tiếp rời đi. Thêm vào đó, khả năng cao FED sẽ có 2 lần hạ lãi suất trong năm nay và chính sách tài khoá rộng của chính quyền ông Trump (*thông qua dự luật One Big Beautiful Bill được chúng tôi đề cập đến ở phần sau*) sẽ khiến đồng USD duy trì ở mức thấp. Theo đó, mặc dù vẫn duy trì quan điểm thận trọng về tỷ giá, chúng tôi cho rằng USD/VND sẽ không tăng quá 4% trong năm nay, và là mức biến động trong biên độ cho phép trong bối cảnh các chính sách kinh tế đang được đẩy mạnh theo hướng kích thích tăng trưởng.

Mặt bằng lãi suất suất cho vay ổn định, áp lực huy động gia tăng với các ngân hàng

Chính phủ sẽ tiếp tục chính sách nới lỏng để ưu tiên tăng trưởng ít nhất cho đến hết năm 2025 trước khi xuất hiện rủi ro mới. Do đó, lãi suất cho vay dự kiến sẽ vẫn đi ngang ở vùng thấp tương đối với những gói tín dụng ưu đãi để thúc đẩy nhu cầu vốn của doanh nghiệp. Trong năm nay, Chính phủ đã chỉ đạo NHNN triển khai gói tín dụng ưu đãi 500 nghìn tỷ đồng thu hút sự tham gia của 12 ngân hàng, tập trung vào các lĩnh vực hạ tầng và công nghệ số, nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và giải phóng nguồn lực xã hội. Tín dụng 6 tháng đầu năm ghi nhận mức tăng trưởng tích cực (hơn 9.9% - so với mức 6% của 6T2024). Diễn biến này dự kiến sẽ tiếp tục trong 6 tháng cuối năm, nhưng mức tăng trưởng cho vay mạnh mẽ cũng tạo áp lực thanh khoản cho các ngân hàng. Mặc dù NHNN đã tích cực hỗ trợ thanh khoản cho các ngân hàng thông qua (1) gia tăng tiền gửi kho bạc tại các NHQD (đạt 423 nghìn tính tới tháng 5/2025); (2) hỗ trợ thông qua nghiệp vụ thị trường mở (OMO), để nguồn vốn vẫn ổn định phục

vụ cho tăng trưởng tín dụng; chúng tôi không loại trừ thanh khoản sẽ căng thẳng trong một vài thời điểm – nhất là thời điểm đẩy mạnh tín dụng cuối năm. Do đó, KBSV không loại trừ khả năng lãi suất huy động có thể tăng nhẹ trở lại từ quý 4/2025.

Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật các vấn đề này trong báo cáo vĩ mô.

IV. Chủ đề đầu tư

Chủ đề đầu tư	Nhóm ngành/ nhóm cổ phiếu hưởng lợi	Cổ phiếu tiêu biểu
Nâng hạng thị trường	Chứng khoán	VCI, HCM, SSI
Đầu tư công	Xây dựng, VLXD, xây lắp điện	GEG, REE, PC1, TV2, VCG, HHV, VLB, HPG
Nghị Quyết 42	Ngân hàng	VCB, TCB, MBB, CTG, BID
Chính sách thúc đẩy doanh nghiệp trong nước	Bất động sản, các doanh nghiệp đầu ngành	VHM, KDH, NLG, DXG, HDG, FPT, HPG

Chúng tôi cập nhật các chủ điểm đầu tư triển vọng trong thời gian tới bao gồm: Nâng hạng thị trường, Đầu tư công, Nghị quyết 42 và Chính sách thúc đẩy doanh nghiệp trong nước. Trong bối cảnh nền kinh tế vĩ mô có nhiều bất định dưới sự ảnh hưởng của chiến tranh thương mại trên toàn thế giới, KBSV nhận định các lĩnh vực mang tính chất nội lực như trên sẽ được tập trung khai thác nhằm bù đắp cho những thiếu hụt thặng dư từ xuất khẩu, từ đó các nhóm cổ phiếu tương ứng sẽ có triển vọng tăng giá tích cực trong năm nay.

1. Nâng hạng thị trường

Báo cáo chiến lược nửa sau của năm 2025 sẽ tiếp tục cập nhật và nêu lại ngắn gọn về quan điểm của KBSV cho khả năng thị trường chứng khoán Việt Nam được chấp thuận nâng hạng trong tháng 9/2025. Đây vốn là chủ đề được quan tâm trong nhiều năm và thời gian gần đây bắt đầu sôi động trở lại khi Ủy ban Chứng khoán có những động thái đẩy nhanh tiến trình cải thiện cơ chế, nới lỏng các quy định để đáp ứng theo tiêu chí của tổ chức xếp hạng.

Việt Nam vẫn nằm trong danh sách theo dõi của FTSE Russell trong kỳ phân loại tháng 4/2025.

FTSE Russell tiếp tục giữ nguyên Việt Nam trong danh sách theo dõi nâng hạng từ thị trường cận biên (Frontier Markets) lên thị trường mới nổi loại 2 (Secondary Emerging Markets) trong kỳ đánh giá tháng 4/2025 vừa qua. Việt Nam đã nằm trong danh sách này từ tháng 09/2018 tới nay. Theo phản hồi từ tổ chức trên, cả hai tiêu chí “Chu kỳ thanh toán (DvP)” và “Thanh toán – chi phí liên quan đến các giao dịch không thành công” vẫn bị xếp hạng là “hạn chế”. Ngoài ra, Việt Nam cần phải cải thiện quy trình đăng ký tài khoản mới vì các thông lệ thị trường hiện tại có thể dẫn đến thời gian đăng ký kéo dài. Đồng thời, việc đưa ra một cơ chế hiệu quả để tạo điều kiện thuận lợi cho giao dịch giữa các nhà đầu tư nước ngoài trong các chứng khoán đã đạt hoặc đang tiến gần đến giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL) cũng được coi là quan trọng.

Mặc dù vậy, FTSE Russell có ghi nhận cam kết liên tục của cơ quan quản lý thị trường Việt Nam trong việc theo đuổi nhiều cải cách về mặt quy định, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho nhà đầu tư nước ngoài. Ủy ban Chứng khoán trước đó vào tháng 3 đã đề ra 9 giải pháp nhằm hướng tới mục tiêu nâng hạng nhanh chóng trong 2025 – 2026, tập trung vào giải quyết các khía cạnh quan trọng nhất trong tiêu chí của thị trường mới nổi.

Bảng 2. Các nhóm nội dung SSC đề ra, triển khai hướng tới mục tiêu nâng hạng

STT	Nhóm nội dung	Giải pháp cụ thể được đề xuất	Mục tiêu chính
1	Pháp lý	Bỏ công khai danh tính người đại diện ủy quyền trong công bố thông tin (TT 68/2024/TT-BTC).	Tăng bảo mật, chuẩn quốc tế.
2	Quy trình	CTCK thống nhất quy trình, giảm khác biệt dịch vụ (TT 68/2024/TT-BTC).	Nâng cao chuyên nghiệp, đồng bộ dịch vụ.
3	Giao dịch	KRX cho phép giữ room T+3 (TT 68/2024/TT-BTC).	Tăng linh hoạt quản lý room ngoại.
4	Hạ tầng	Triển khai hệ thống giao tiếp điện tử (STP) CTCK-Ngân hàng lưu ký.	Tự động hóa, tăng hiệu quả giao dịch.
5	Thông tin	Công khai lộ trình & tính năng KRX.	Tăng minh bạch, tạo niềm tin cho NĐT.
6	Tiếp cận NĐTNN	Triển khai tài khoản giao dịch tổng hợp (OTA).	Đơn giản hóa, thu hút quỹ đầu tư ngoại.
7	Thanh toán	Triển khai cơ chế đối tác bù trừ trung tâm (CCP).	Tăng an toàn, hiệu quả thanh toán.
8	Hỗ trợ NĐTNN	Thành lập nhóm đối thoại chính sách về vướng mắc của NĐTNN.	Giải quyết vấn đề, cải thiện môi trường đầu tư.
9	Thủ tục	Đơn giản hóa, rút ngắn thời gian mở tài khoản đầu tư gián tiếp NĐTNN.	Giảm rào cản hành chính, thu hút vốn ngoại.

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

Hệ thống KRX đã đi vào hoạt động kể từ tháng 5

Hệ thống KRX chính thức được đưa vào vận hành vào ngày 5/5. Đây sẽ là tiến trình quan trọng để tạo ra nền tảng chuẩn bị cho những phương thức và các công cụ giao dịch mới sau này, đặc biệt là cơ hội triển khai trung tâm bù trừ CCP – một tiêu chí quan trọng trong chặng đường nâng hạng của FTSE Russell và MSCI.

Bảng 3. Thay đổi mới sau khi KRX đi vào vận hành

STT	Khía cạnh chính	Thay đổi sau KRX	Tác động cốt lõi
1	Ưu tiên lệnh	ATO/ATC không còn ưu tiên thời gian nhập lệnh.	Công bằng hơn, tránh "nhồi lệnh".
2	Bảng giá ATO/ATC	Hiển thị giá LO, khối lượng đã trừ khớp.	Rõ ràng, trực quan hơn.
3	Sửa lệnh	Không sửa đồng thời giá & khối lượng.	Giảm lỗi, tăng ổn định.
4	Lệnh MP	Đổi tên thành MTL, tự chuyển LO khi không khớp hết.	Giảm rủi ro khớp giá xấu.
5	Lô lẻ	Giao dịch suốt phiên.	Tăng linh hoạt giao dịch lô lẻ.
6	CK hạn chế	Giao dịch cả ngày (HOSE).	Tăng thanh khoản mã hạn chế.
7	Room ngoại	Cập nhật room ngoại theo thời gian thực.	Minh bạch, chính xác room.
8	Phái sinh	Quy ước tên mã chuẩn quốc tế.	Chuyên nghiệp hóa phái sinh.
9	Ký quỹ phái sinh	Nộp tiền và đặt lệnh mở vị thế trực tiếp tại CTCK.	Quy trình tiện lợi hơn.
10	Chu kỳ TT (Dự kiến)	Tiềm năng rút ngắn T+2/T+1.	Tăng tốc độ quay vòng vốn.
11	Tài khoản OTA (Dự kiến)	Tiềm năng triển khai.	Đơn giản cho quỹ ngoại.

Nguồn: KBSV tổng hợp

KBSV giữ nguyên quan điểm cho kịch bản thị trường được chấp thuận nâng hạng vào tháng 09/2025

Chúng tôi bảo lưu quan điểm tích cực về tiềm năng nâng hạng của thị trường chứng khoán Việt Nam. Khi được chấp thuận, thị trường có thể thu hút một lượng vốn đáng kể, ước tính từ 800 triệu đến 1 tỷ USD từ các quỹ thụ động mô phỏng theo chỉ số FTSE, và con số này sẽ còn lớn hơn khi tính cả các bộ chỉ số khác. Đáng chú ý, dòng vốn từ các quỹ chủ động được dự báo sẽ còn mạnh mẽ hơn, có thể đạt từ 4 - 6 tỷ USD.

Theo đó, các cổ phiếu đầu ngành đáp ứng tiêu chí về vốn hóa và thanh khoản như VCB, MSN, VNM, HPG, VIC, VHM, SSI... sẽ là những ứng viên hàng đầu được thêm vào rổ chỉ số. Bên cạnh đó, các cổ phiếu có triển vọng tăng trưởng tốt và còn "room" cho khối ngoại cũng sẽ nằm trong tầm ngắm của các quỹ chủ động. Ngoài ra, nhóm công ty chứng khoán, đặc biệt là những đơn vị có thị phần môi giới cho tổ chức nước ngoài lớn nhất như VCI, HCM, và SSI cũng sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự gia tăng lợi nhuận và phí giao dịch.

2. Đầu tư công

Tình hình giải ngân đầu tư công nửa đầu 2026

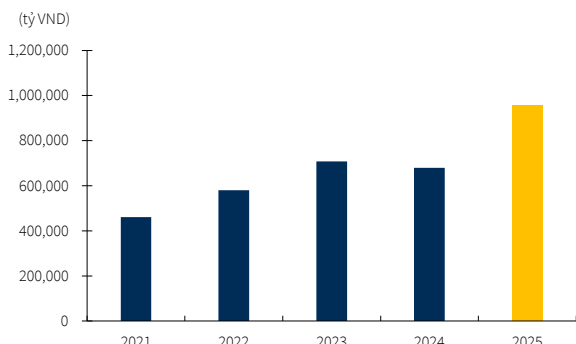
Theo báo cáo của Bộ Tài chính, lũy kế giải ngân đầu tư công nguồn vốn ngân sách nhà nước (NSNN) từ đầu năm đến hết tháng 04/2025 là 137,168 tỷ VND, đạt 14.33% kế hoạch. Giải ngân ước tính đến hết tháng 05/2025 là 209,669.5 tỷ VND, đạt 21.9% tổng kế hoạch (Biểu đồ 22). Tình hình giải ngân trong tháng 05 bắt đầu cho thấy nhiều dấu hiệu tích cực trong giải ngân.

Theo thông tin được đưa ra tại hội nghị do Thủ tướng chủ trì sáng 22/06, 6 tháng đầu năm 2025, giải ngân vốn đầu tư công đạt gần 264,800 tỷ VND, đạt 32.06% kế hoạch và cao hơn cả về tỷ lệ lẫn giá trị tuyệt đối so với cùng kỳ năm 2024.

Giải ngân đầu tư công kỳ vọng sẽ được đẩy nhanh vào giai đoạn cuối năm

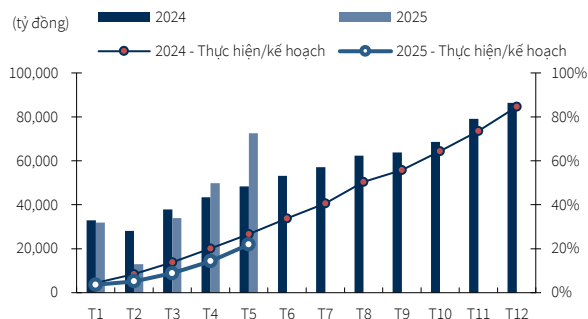
Chính phủ cho thấy quyết tâm, nỗ lực trong việc tăng tốc giải ngân, thể hiện qua các khâu từ giám sát, đốc thúc, chỉ đạo, hỗ trợ đẩy nhanh giải phóng mặt bằng, tiếp cận khai thác nguồn cung nguyên vật liệu cho đến chính sách hỗ trợ, tháo gỡ pháp lý, tinh gọn quy trình thủ tục. KBSV cho rằng xu hướng này sẽ còn được đẩy mạnh hơn nữa trong thời gian tới, nhiều dự án đầu tư công trọng điểm kỳ vọng sẽ bắt đầu triển khai từ nửa sau của 2025, đặc biệt về cuối năm sẽ là thời điểm giải ngân được đẩy nhanh nhất. Những lĩnh vực ưu tiên phát triển vẫn sẽ bao gồm hạ tầng giao thông và năng lượng.

Biểu đồ 21. Kế hoạch vốn đầu tư công Thủ tướng giao



Nguồn: KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 22. Tình hình giải ngân đầu tư công giai đoạn 2024-2025



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

Chú thích: Thời hạn chốt sổ giải ngân tính đến hết tháng 1 năm sau.

Bảng 4. Một số dự án được chỉ đạo triển khai trong Quý 3/2025

Dự án	Ghi chú
Mở rộng cao tốc Tp. HCM - Long Thành	Báo nghiên cứu khả thi dự án, bảo đảm phê duyệt trong tháng 07/2025
Dự án Dầu Giây - Tân Phú	Hoàn thiện thủ tục để khởi công dự án trong tháng 08/2025
Dự án thành phần 3 Vành đai 4 Thủ đô	Hoàn thiện thủ tục để khởi công dự án trong tháng 07/2025
Dự án Tân Phú - Bảo Lộc và Bảo Lộc - Liên Khương	Tổ chức khởi công vào tháng 08/2025
Dự án cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	Đẩy nhanh lập và phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi, hoàn thành trong tháng 06/2025

Nguồn: KBSV tổng hợp

Nhóm doanh nghiệp tham gia vào đầu tư công sẽ được hưởng lợi

Chúng tôi tiếp tục đánh giá triển vọng khả quan đối với các nhóm ngành trực tiếp tham gia hoặc gián tiếp cung ứng sản phẩm, dịch vụ cho các dự án đầu tư công. Cụ thể:

- Với việc đốc thúc triển khai của Chính phủ, KBSV duy trì quan điểm tích cực đối với nhóm doanh nghiệp nhà thầu thi công, xây lắp hạ tầng như VCG, LCG, HHV, PC1.
- Trong lĩnh vực năng lượng, việc tháo gỡ vướng mắc cho các dự án điện, đặc biệt là năng lượng tái tạo đi cùng kế hoạch phát triển nguồn điện đa dạng và hiện đại hóa lưới truyền tải sẽ là chất xúc tác cho các doanh nghiệp thuộc nhóm này như GEG, REE, PC1, TV2.
- Nhóm doanh nghiệp như vật liệu xây dựng như HPG, VLB, PLC, HT1 ... cũng kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu cầu tăng cao khi triển khai hàng loạt các dự án đầu tư công lớn. Thực tế, nhu cầu vật liệu xây dựng gần đây cũng cho thấy cải thiện đáng kể, phản ánh vào giá một số loại vật liệu như xi măng, đá, thép ... Kết hợp với sự phục hồi của thị trường BĐS, KBSV kỳ vọng cầu nguyên vật liệu sẽ tích cực trong thời gian tới kéo theo triển vọng của nhóm ngành.

Tháo gỡ pháp lý và khơi thông trong lĩnh vực đầu tư công cũng đáng lưu tâm. Quốc hội đã thông qua Luật sửa đổi bổ sung của 8 Luật (1 luật sửa 8 luật) lĩnh vực tài chính, đầu tư, ngân sách. Những sửa đổi này giúp tháo gỡ pháp lý, tinh gọn thủ tục quy trình, phân cấp thẩm quyền chấp nhận đầu tư về địa phương và tạo điều kiện cho đẩy nhanh đầu tư công. Ngoài ra, điểm đáng lưu ý trong lần sửa đổi này là việc thông qua cơ chế chia sẻ phần tăng, giảm doanh thu, giúp xử lý 11 dự án BOT giao thông kém hiệu quả (Bảng 5). Trước đó, Bộ Xây dựng đã chính thức trình phương án sử dụng vốn NSNN để thực hiện hỗ trợ tài chính & mua lại (thanh lý hợp đồng) đối với 11 BOT này. KBSV cho rằng các doanh nghiệp có thể hưởng lợi bao gồm HHV, CTI, C4G do có các dự án cần tháo gỡ thuộc danh mục trên.

Bảng 5. Danh sách 11 dự án BOT gặp khó khăn, vướng mắc đề nghị xử lý

Đề xuất bố trí vốn NSNN để thanh toán chấm dứt hợp đồng 7/11 dự án				
Tên dự án	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Tổng vốn đầu tư (tỷ VND)	Sơ bộ giá trị thanh toán vốn nhà nước (tỷ VND)
BOT Quốc lộ 1 đoạn tránh thành phố Thanh Hóa	CTCP BOT Đường tránh Thanh Hóa	1,014	741	882
BOT đường Thái Nguyên - Chợ Mới	Liên danh Tổng Công ty Xây dựng công trình giao thông 4 (C4G) và các Công ty Tuấn Lộc, Trường Lộc	2,713	2,208	2,631
Nâng cấp, mở rộng đường HCM (QL14) đoạn Km1738+148 - Km1763+610	Liên danh Toàn Mỹ 14 - Băng Dương	836	705	379
Nâng cấp Quốc lộ 91 đoạn Km14+000 đến Km50+889	CTCP Đầu tư QL91 Cần Thơ - An Giang (trong đó bao gồm CTI)	1,588	1,585	1,278
Cải tạo, nâng cấp luồng sông Sài Gòn đoạn từ cầu đường sắt Bình Lợi tới cảng Bến Súc	TNHH Đầu tư BOT Bình Lợi	1,303	612	571
Cải tạo, nâng cấp đường 39B đoạn tuyến tránh thị trấn Thanh Nê và đoạn từ đường vào Trung tâm Điện lực Thái Bình đến cầu Diêm Điền	CTCP TASCOT Nam Thái	550	452	543
Hạng mục cầu An Hải	CTCP Xây dựng và Kinh doanh địa ốc Hòa Bình	33	33	33
Đề xuất bổ sung vốn nhà nước (giai đoạn khai thác) để bảo đảm hiệu quả tài chính và tiếp tục thực hiện hợp đồng 4/11 dự án				
Tên dự án	Chủ đầu tư	Tổng mức đầu tư	Bổ sung vốn nhà nước	
BOT cầu Việt Trì - Ba Vì nối QL32 với QL32C	TNHH BOT Phú Hà	1,462	598	
BOT cầu Thái Hà vượt sông Hồng	Công ty CP BOT cầu Thái	1,709	1,024	
BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả (bao gồm hầm Đèo Cả, hầm Cổ Mã, hầm Cù Mông, hầm Hải Vân)	Công ty Cổ phần Đầu tư Đèo Cả (HHV)	18,904	2,280	
Cao tốc Bắc Giang - TP. Lạng Sơn đoạn Km45+100 - Km108+500, kết hợp tăng cường mặt đường Quốc Lộ 1 đoạn Km1+800 - Km106+500	Công ty Cổ phần Đầu tư Đèo Cả (HHV)	12,188	4,580	

Nguồn: Bộ Xây dựng, KBSV tổng hợp

3. Luật hoá Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu

Luật hoá NQ42 – khơi thông pháp lý trong quy trình xử lý nợ xấu toàn hệ thống

Ngày 27/6/2025, tại Kỳ họp thứ 9 Quốc hội đã chính thức thông qua Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật các Tổ chức tín dụng. Đối với Luật hoá NQ42, Quốc hội bổ sung 3 Điều 198a, Điều 198b, Điều 198c lần lượt quy định (1) Quyền thu giữ TSBĐ; (2) Kê biên TSBĐ của bên thi hành án; (3) Hoàn trả TSBĐ là vật chứng trong vụ án hình sự. Trong đó Điều 198b và Điều 198c là sự kế thừa 2 quy định trong Nghị quyết số 42/2017/QH14 ngày 21/6/2017 của Quốc hội về thí điểm xử lý nợ xấu của các TCTD trước đây. Việc Luật hoá NQ42 được coi là một bước tiến quan trọng trong việc hoàn thiện khung pháp lý về xử lý nợ xấu, giúp khơi thông dòng vốn tồn đọng từ lâu, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn cho nền kinh tế nói chung.

Bảng 6. Vai trò quan trọng của việc xây dựng khung pháp lý về xử lý nợ xấu

STT	Nội dung	Không có khung pháp lý về xử lý nợ xấu	Luật hoá (bổ sung và kế thừa từ NQ42)
1	Cơ sở pháp lý xử lý nợ xấu	Phân tán, không rõ ràng, chủ yếu dựa trên Bộ luật Dân sự, Luật Thi hành án, Luật Các TCTD.	Cơ chế đặc thù và tập trung, có tính "ưu tiên xử lý nhanh" dành riêng cho nợ xấu và tài sản bảo đảm (TSBĐ).
2	Quyền thu giữ TSBĐ	- Chủ yếu dựa vào thỏa thuận tự nguyện trong hợp đồng bảo đảm. - Thiếu quy định cụ thể nên khi bên vay không hợp tác, TCTD tiến hành khởi kiện ra Tòa án để yêu cầu xử lý TSBĐ, quy trình này thường kéo dài mất nhiều thời gian, tốn nhiều chi phí cho đôi bên.	Trao quyền thu giữ TSBĐ một cách chủ động cho TCTD/VAMC khi đáp ứng đủ điều kiện (có thỏa thuận trong HĐ, đã thông báo cho bên vay, có sự chứng kiến của chính quyền địa Phương...). Được phép thu giữ TSBĐ ngoài tố tụng nếu hợp đồng có thỏa thuận thu giữ, giảm phụ thuộc vào tòa án.
3	Thủ tục xử lý TSBĐ	Thủ tục bán đấu giá TSBĐ thường phức tạp, nhiều bước, mất thời gian. Việc bán đấu giá hoặc xử lý dễ gặp khiếu nại do khách hàng không công nhận giá trị.	Cho phép định giá TSBĐ theo giá trị thị trường. Giá thị trường được tổ chức độc lập định giá, hạn chế tranh chấp.
4	Ưu tiên thanh toán nghĩa vụ nợ	Theo Điều 308 BLDS 2005 & 2015, ngân hàng không được ưu tiên tuyệt đối , phải thanh toán các nghĩa vụ khác trước (ví dụ: án phí, thuế...) ⇒ Thường bị trì hoãn xử lý nợ vì vướng ưu tiên	Điều 11 NQ42: Quy định ngân hàng được ưu tiên thanh toán từ tiền bán TSBĐ trước các nghĩa vụ khác. ⇒ Tăng khả năng thu hồi nợ cho ngân hàng, khuyến khích đẩy nhanh xử lý nợ xấu bằng TSBĐ.
5	Mua bán nợ	VAMC chủ yếu thực hiện mua bán nợ xấu bằng trái phiếu đặc biệt (TPĐB), không có dòng tiền thật. ⇒ VAMC chủ yếu giữ vai trò "giữ hộ" nợ, ít quyền xử lý.	Cho phép mua bán nợ theo giá thị trường, VAMC có thể chuyển từ TPĐB sang mua nợ có dòng tiền thật. ⇒ Tạo điều kiện và cơ sở pháp lý cho VAMC mua bán nợ xấu theo cơ chế thị trường (bao gồm cả mua bằng tiền mặt); đồng thời được trao thêm quyền bán nợ, xử lý tài sản, chuyển đổi hình thức mua, hoạt động như một tổ chức xử lý nợ chủ động.
6	Phạm vi áp dụng với nợ xấu	Mọi khoản nợ xấu	NQ42 là cơ chế thí điểm giới hạn nợ phát sinh trước 15/8/2017. Hiện tại Luật TCTD sửa đổi 2025 đã Luật hóa mở rộng – Áp dụng với mọi khoản nợ xấu, không giới hạn thời gian phát sinh.

Nguồn: Các Bộ luật, quy định hiện hành, KBSV

Các quy định của NQ 42 phần lớn đã được chính thức luật hóa trong Luật Các TCTD sửa đổi năm 2024. Sau kỳ họp Quốc hội vừa qua, luật mới tiếp tục bổ sung thêm 3 nội dung quan trọng:

Bảng 7. 3 nội dung quan trọng được Luật hoá trong Kỳ họp QH thứ 9

STT	Điều luật	Nội dung chính và đánh giá của KBSV
1	Luật hoá quyền tịch thu TSBĐ	Luật quy định rõ quyền thu giữ TSBĐ của TCTD nếu hợp đồng đảm bảo có điều khoản thoả thuận. Trước đây, nếu khách hàng không hợp tác, ngân hàng buộc phải khởi kiện ra tòa để yêu cầu xử lý, kéo theo quy trình tố tụng kéo dài, tốn kém và dễ bị khách hàng lợi dụng để trì hoãn nghĩa vụ trả nợ. Tuy nhiên, việc luật hoá (i) tạo điều kiện cho các ngân hàng chủ động hơn trong việc xử lý TSBĐ, giảm thiểu quy trình phức tạp trước đây, tiết kiệm chi phí tố tụng để giải quyết tranh chấp với KH tại Tòa án; đồng thời (ii) nâng cao ý thức trách nhiệm của bên đi vay trong việc tất toán nghĩa vụ nợ/ bàn giao TSBĐ trong trường hợp không trả được nợ.
2	Luật hoá kê biên TSBĐ	Luật quy định rõ TSBĐ cho khoản nợ xấu sẽ không bị kê biên để thi hành án khi hợp đồng bảo đảm có hiệu lực trước thời điểm bản án/ quy định Tòa án có hiệu lực. Quy định này nhằm giảm thiểu tình trạng tài sản bị “mắc kẹt” trong nhiều nghĩa vụ thi hành án khác nhau, gây đình trệ quá trình xử lý nợ, đồng thời tăng tính khả thi trong thu hồi giá trị TSBĐ cho các TCTD.
3	Luật hoá hoàn trả TSBĐ trong vụ án hình sự và vi phạm hành chính	Luật quy định hoàn trả vật chứng trong vụ án hình sự là TSBĐ cho khoản nợ xấu sau khi xác định chứng cứ và xét thấy không ảnh hưởng đến vụ án hình sự. Việc này tạo điều kiện cho các ngân hàng kịp thời thanh lý với điều kiện quy trình pháp lý đang diễn ra không bị ảnh hưởng bởi các vụ án liên quan.

Nguồn: Luật Các TCTD sửa đổi 2025, KBSV

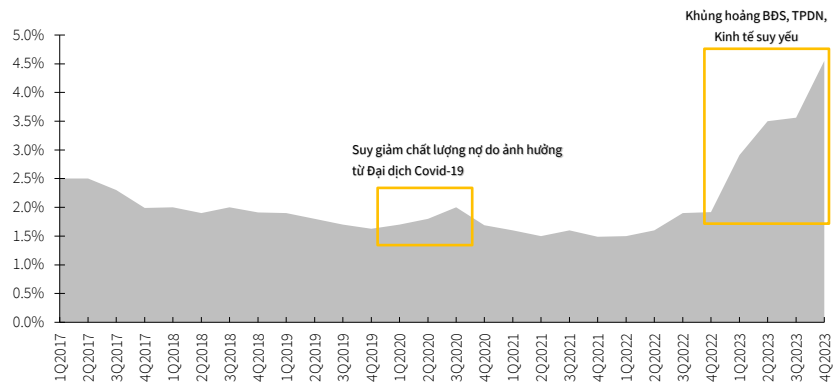
Việc luật hóa Nghị quyết 42 sẽ khung pháp lý xử lý nợ xấu, qua đó hỗ trợ trực tiếp cho ngành ngân hàng và tạo hiệu ứng lan tỏa tích cực đến nền kinh tế

KBSV cho rằng sự thay đổi trọng yếu khung pháp lý xử lý nợ đóng vai trò quan trọng và có tác động tích cực lên ngành ngân hàng nói riêng và nền kinh tế nói chung:

- **Hoàn thiện khung pháp lý:** Luật hóa giúp chấm dứt tình trạng "thí điểm" như NQ42 (2017–2023), tạo nền tảng pháp lý ổn định, lâu dài. Nâng cao giá trị pháp lý và tính ràng buộc khi được quy định thành luật, áp dụng thống nhất toàn hệ thống (thay vì chỉ áp dụng cho các khoản nợ trước năm 2017). Ngoài ra, việc luật hoá NQ42 được kỳ vọng cũng sẽ khắc phục những xung đột giữa các bộ luật với nhau, thay thế các quy định chồng chéo và tạm thời hiện nay.
- **Hỗ trợ tích cực cho hoạt động của ngành ngân hàng:** Thứ nhất, ngân hàng có thể tăng tốc độ xử lý nợ xấu khi quy trình xử lý rút ngắn lại, giảm chi phí kiện tụng và dự phòng rủi ro. Thứ hai, tăng khả năng thu hồi nợ do luật mới trao thêm quyền cho các ngân hàng về quyền thu giữ TSBĐ và ưu tiên thanh toán thay vì bị trì hoãn do vướng mắc với các nghĩa vụ khác của KH như trước đây. Thứ ba, chất lượng tài sản toàn hệ thống dự kiến cải thiện nhờ lành mạnh hoá bảng cân đối kế toán, giảm gánh nặng nợ xấu, giải phóng nợ tồn đọng để dòng chảy tín dụng hiệu quả hơn. Hiệu quả xử lý nợ xấu tăng lên đóng góp vào tăng trưởng thu nhập cho các ngân hàng.
- **Tác động lan tỏa tới thị trường bất động sản và các ngành liên quan:** TSBĐ của các khoản nợ xấu chủ yếu là BĐS, do đó việc tháo gỡ các nút thắt pháp lý thông qua luật hóa Nghị quyết 42 không chỉ giúp đẩy nhanh quá trình xử lý nợ mà còn góp phần thúc đẩy thanh khoản và gia tăng nguồn cung trên thị trường bất động sản. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý tác động này là hai chiều, khi thị trường BĐS hồi phục tốt thì quá trình xử lý nợ mới được đẩy nhanh. Ngoài ra, dòng vốn có thể được khơi thông và tái phân bổ hiệu quả hơn sang các ngành kinh tế khác (sản xuất- tiêu dùng), hỗ trợ quá trình phục hồi tăng trưởng trong trung và dài hạn.

Kể từ khi NQ42 được thí điểm áp dụng vào năm 2017, chất lượng nợ toàn hệ thống ghi nhận sự cải thiện tích cực khi tỷ lệ nợ xấu giảm dần theo từng quý (từ mức 2.5% đầu năm 2017 về 1.5%). Ngoại trừ giai đoạn năm 2020 nợ xấu tăng trở lại do ảnh hưởng từ đại dịch Covid-19 và giai đoạn từ năm 2023 trở lại đây nợ xấu tăng mạnh trở lại do sức khoẻ nền kinh tế suy giảm, thị trường BĐS và TPDN khủng hoảng trong khi NQ42 hết hiệu lực thi hành kể từ cuối năm 2023.

Biểu đồ 23. Nợ xấu nội bảng toàn hệ thống giai đoạn 2017-2023

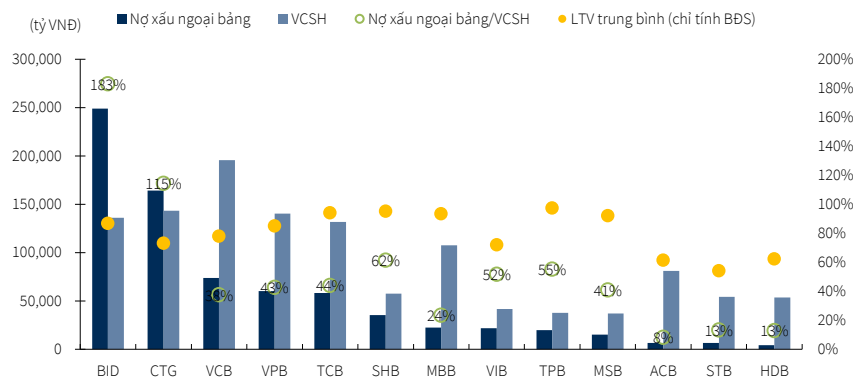


Nguồn: NHNN, KBSV

Các ngân hàng có khoản vay được thể chấp chủ yếu bằng BĐS dự kiến được hưởng lợi chính từ Luật hoá NQ42

Tiếp nối chủ đề về khơi thông pháp lý cho thị trường bất động sản đã được chúng tôi phân tích trong các báo cáo gần đây, KBSV cho rằng nhóm ngân hàng sở hữu danh mục nợ xấu có TSBĐ chủ yếu là BĐS sẽ là đối tượng được hưởng lợi trực tiếp và rõ nét nhất từ việc luật hóa Nghị quyết 42. Hoàn thiện hành lang pháp lý, quy định rõ ràng quy trình xử lý nợ xấu sẽ tạo điều kiện thuận lợi để các ngân hàng đẩy nhanh xử lý các khoản nợ tồn đọng. Khi việc xử lý TSBĐ của các khoản nợ này được đẩy nhanh, các ngân hàng sẽ có thể thu hồi một phần vốn gốc và lãi, qua đó (i) Ghi nhận tăng thu nhập lãi thuần trong trường hợp khách hàng chủ động tất toán; hoặc (ii) Ghi nhận thu nhập ngoài lãi trong trường hợp ngân hàng thu hồi giá trị từ đấu giá TSBĐ.

Biểu đồ 24. Quy mô nợ xấu ngoại bảng và tỷ lệ LTV của một số ngân hàng



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng, KBSV

Chú thích:

Giá trị nợ đã xử lý (ngoại bảng) – phản ánh quy mô các khoản nợ xấu tiềm năng có thể thu hồi trở lại nếu quy trình xử lý TSBĐ được cải thiện.

Tỷ lệ so với vốn chủ sở hữu (%VCSH) – thể hiện mức độ ảnh hưởng của các khoản nợ ngoại bảng đến quy mô hoạt động và an toàn vốn.

Tỷ lệ LTV (Loan-to-Value) chỉ tính BĐS – tỷ lệ càng thấp cho thấy tài sản đảm bảo có giá trị lớn so với dư nợ, đồng nghĩa với khả năng thu hồi cao khi xử lý.

Theo quan điểm của chúng tôi, các ngân hàng có **quy mô nợ ngoại bảng lớn và tỷ lệ LTV ở mức thấp đến trung bình** sẽ là nhóm hưởng lợi nhiều nhất từ quá trình luật hóa Nghị quyết 42. Đây là nhóm có khả năng thu hồi giá trị từ tài sản bảo đảm cao hơn, từ đó tạo điều kiện ghi nhận hoàn nhập dự phòng hoặc tăng thu nhập khác trong kỳ. Ngoài ra các ngân hàng với chiến lược cho vay bán lẻ cũng sẽ có lợi thế hơn do TSBĐ của nợ xấu bán lẻ dễ thu hồi hơn bởi tính chất không phức tạp bằng các dự án BĐS của doanh nghiệp. Dựa trên các tiêu chí này, chúng tôi đưa TCB, VPB, STB, VIB vào danh sách theo dõi tích cực trong bối cảnh kỳ vọng cải cách pháp lý tiếp tục được thúc đẩy.

4. Các chính sách thúc đẩy doanh nghiệp trong nước

Trong bối cảnh áp lực thuế quan là hiện hữu, động lực tăng trưởng từ dòng vốn FDI không còn bền vững, Chính phủ đã có những chính sách cụ thể thúc đẩy các doanh nghiệp trong nước từ đầu năm đến nay, bao gồm các doanh nghiệp đầu ngành đang niêm yết trên TTCK. Chúng tôi cho rằng đây vẫn là động lực quan trọng hỗ trợ cho thị trường trong nửa sau năm 2025, cũng như các năm tiếp theo.

Nghị quyết 68-NQ/TW là văn bản quan trọng với nhiều điểm mới

Có thể nói khởi động của chính sách thúc đẩy kinh tế tư nhân là Nghị Quyết 68-NQ/TW, là văn bản quan trọng, đóng vai trò định hướng chiến lược, phát triển đất nước hướng tới “kỷ nguyên vươn mình”. Điểm nhấn của Nghị quyết là xác định kinh tế tư nhân là **động lực quan trọng nhất** của nền kinh tế quốc gia. Nghị quyết 68 đặt ra các mục tiêu định lượng cụ thể với lộ trình rõ ràng, thể hiện tham vọng lớn trong việc đưa kinh tế tư nhân trở thành động lực chính của nền kinh tế. (Bảng 9)

Để đạt được các mục tiêu đã đề ra, một loạt các giải pháp đột phá nhằm cải thiện môi trường kinh doanh và nâng cao năng lực cạnh tranh của khu vực kinh tế tư nhân (Bảng 8).

Bảng 8. Các giải pháp hỗ trợ giúp phát triển kinh tế tư nhân

Giải pháp	Nội dung
Cải cách thủ tục hành chính	Cắt giảm ít nhất 30% thời gian xử lý thủ tục, chi phí tuân thủ, điều kiện kinh doanh đến 2025. Chuyển từ tiền kiểm sang hậu kiểm.
Ưu đãi thuế	Bãi bỏ lệ phí môn bài, miễn thuế TNDN 3 năm đầu cho DNNVV. Tính 200% chi phí R&D vào chi phí được trừ. Miễn, giảm thuế cho doanh nghiệp đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số/xanh. Chi phí đào tạo được trừ.
Giảm tiền thuê đất	Giảm tối thiểu 30% tiền thuê đất trong 5 năm đầu cho doanh nghiệp công nghệ cao, doanh nghiệp vừa và nhỏ (DNNVV), khởi nghiệp sáng tạo.
Đổi mới thanh tra/ kiểm tra	Thanh tra, kiểm tra tối đa 1 lần/năm (trừ vi phạm rõ ràng). Xử lý nghiêm những nhiễu. Ưu tiên thanh tra trực tuyến.
Hỗ trợ tiếp cận vốn	Thúc đẩy tín dụng thương mại ưu đãi, tín dụng xanh. Hoàn thiện khung pháp lý quỹ bảo lãnh tín dụng DNNVV, quỹ phát triển DNNVV. Bổ sung chức năng đầu tư cho quỹ địa phương, quỹ tư nhân. Khung pháp lý cho vay ngang hàng, gọi vốn cộng đồng.
Hỗ trợ chuyển đổi số/xanh (ESG)	Đưa khái niệm ESG vào nghị quyết. Khuyến khích phát triển bền vững, kinh tế tuần hoàn, giảm phát thải. Hỗ trợ đầu tư máy móc, công nghệ xanh.
Hỗ trợ phát triển nhân lực	Chi phí đào tạo được trừ. Miễn, giảm thuế thu nhập cá nhân (TNCN) cho chuyên gia, nhà khoa học. Hỗ trợ đào tạo theo đơn đặt hàng
Xóa bỏ thuế khoán hộ kinh doanh	Xóa bỏ hình thức thuế khoán chậm nhất vào năm 2026.
Bảo vệ quyền sở hữu/ kinh doanh/ tách bạch trách nhiệm	Bảo đảm đầy đủ quyền sở hữu, tự do kinh doanh, cạnh tranh bình đẳng. Ưu tiên biện pháp dân sự, kinh tế, hành chính thay vì hình sự. Tách bạch tài sản, trách nhiệm cá nhân và doanh nghiệp. Không hồi tố. Đảm bảo suy đoán vô tội.

Nguồn: NQ68-NQ/TW, KBSV tổng hợp

Bảng 9. Mục tiêu đặt ra trong Nghị quyết 68

Mục tiêu	Đến năm 2030	Đến năm 2045
Số lượng doanh nghiệp hoạt động	2 triệu doanh nghiệp	Ít nhất 3 triệu doanh nghiệp
Doanh nghiệp/ nghìn dân	20 doanh nghiệp/ nghìn dân	
Số tập đoàn lớn tham gia chuỗi giá trị toàn cầu	Ít nhất 20 doanh nghiệp	
Tốc độ tăng trưởng bình quân kinh tế tư nhân	Khoảng 10-12% mỗi năm (cao hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế chung)	
Đóng góp vào GDP	Khoảng 55-58% GDP	Trên 60% GDP
Đóng góp vào tổng thu ngân sách nhà nước	35-40% tổng thu	
Tỷ lệ lao động được sử dụng	Khoảng 84-85% tổng lực lượng lao động	
Năng suất lao động tăng bình quân	8.5-9.5% mỗi năm	
Xếp hạng công nghệ, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số	Top 3 ASEAN, Top 5 châu Á	

Nguồn: NQ68-NQ/TW, KBSV tổng hợp

3 nhóm doanh nghiệp hưởng lợi rõ rệt nhất từ chính sách thúc đẩy kinh tế tư nhân của Chính phủ, bao gồm:

Nhóm doanh nghiệp quy mô lớn, đầu ngành

Với mục tiêu từ NQ68 là có tối thiểu 20 doanh nghiệp tham gia chuỗi giá trị toàn cầu đến năm 2030, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ có thêm các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng quy mô hoạt động, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ cao, chuyển đổi xanh, các doanh nghiệp đầu ngành mũi nhọn, ...

Nhóm doanh nghiệp bất động sản, đặc biệt các doanh nghiệp đang vướng mắc pháp lý

Bất chấp áp lực từ các biến động bên ngoài, đặc biệt liên quan đến vấn đề thuế quan, mục tiêu tăng trưởng 8% được Chính phủ duy trì. Để đạt mục tiêu này, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ có nhiều nỗ lực để thúc đẩy thị trường bất động sản tăng trưởng mạnh, và cũng phù hợp với tinh thần của NQ68. Tín dụng vào lĩnh vực bất động sản có tín hiệu tương đối tích cực. Theo số liệu từ Bộ Xây dựng, riêng tín dụng bất động sản, quý 1 năm nay ghi nhận mức tăng 7.49%. Ngoài ra, nhiều dự án bị tắc nghẽn nhiều năm của các chủ đầu tư đã trở lại sau khi được tháo gỡ vướng mắc pháp lý. Đơn cử như The Prive của Đất Xanh, trước đây là Gem Riverside, đình trệ từ năm 2018. Sau thời gian dài hoàn thiện pháp lý liên quan đến thủ tục đầu tư và tính tiền sử dụng đất, tháng 9/2024, dự án này đã được cấp phép xây dựng và nay chuẩn bị ra mắt. Novaland (NVL) được gỡ vướng 2 dự án khu đất 30,2 ha tại phường Bình Khánh (The Water Bay) và khu đất 30,1 ha Nam Rạch Chiếc (Lakeview City) ở phường An Phú, TP. Thủ Đức. Ngoài ra, dự án trọng điểm khác của NVL là Aqua City (Đồng Nai) cũng đã được phê duyệt điều chỉnh quy hoạch 1/500 các dự án thành phần – sau 4 năm vướng mắc. Thêm vào đó, Hồ Chí Minh và Hà Nội cũng đang tích cực lên danh sách và tiến hành thí điểm chuyển đổi mục đích sử dụng đất cho nhiều dự án. Những dự án được “mở khoá” này sẽ truyền đi tín hiệu tốt cho tháo gỡ những dự án cùng khu vực.

Ngoài ra, việc Chính phủ đẩy mạnh nâng cấp hoàn thiện hạ tầng, giao thông kết nối cũng là yếu tố giúp cho thị trường Bất động sản phục hồi tích cực trở lại, phần nào kéo theo nhóm xây dựng và vật liệu xây dựng.

Nhóm doanh nghiệp tư nhân tham gia các dự án đầu tư công

Một trong những động lực thúc đẩy tăng trưởng kinh tế năm 2025 đến từ Chính sách đẩy mạnh đầu tư công. Trong đó, vai trò của nhóm doanh nghiệp tư nhân sẽ ngày càng nổi bật hơn, tham gia sâu rộng hơn vào đại dự án trọng điểm (Long Thành, đường sắt cao tốc...). Chúng tôi đã có phân tích kỹ hơn nội dung này, nhà đầu tư có thể tham khảo kỹ hơn trong phần chủ đề Đầu tư công.

V. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa tháng	Lợi nhuận kỳ vọng	PE 2025 Fw	Tăng trưởng LNST 2025 Est	Điểm nhấn đầu tư	Link báo cáo
MWG	73,400	65,500	12%	20.0	28.3%	- Mở rộng chuỗi BHX ra miền Trung, số lượng cửa hàng kỳ vọng tăng trên 30%. - Chuỗi ICT&CE tiếp tục áp dụng chiến lược khuyến mại & chiết khấu để gia tăng thị phần - EraBlue được kỳ vọng mở rộng mạnh mẽ lưới sau khi đạt điểm hòa vốn với mục tiêu đạt 500 cửa hàng vào 2027 (hiện mới chỉ có 115 cửa hàng)	MWG
HPG	36,500	22,700	61%	8.4	38.0%	- Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng nhờ BĐS hồi phục, thúc đẩy đầu tư công và thuế chống bán phá giá. - Giá quặng sắt và than coking giảm theo xu hướng thế giới trong khi giá thép đi ngang giúp biên lãi gộp tăng lên 15% (so với mức 13% của 2024). - Giai đoạn 2 DQ2 đi vào hoạt động từ 1Q2026 và nhà máy sản xuất thép đường ray đi vào hoạt động từ 1Q2027 với công suất 700,000 tấn/năm.	HPG
VCI	44,700	38,250	17%	21.1	18.0%	- Thanh khoản thị trường chung hồi phục nhờ nền thấp 2024 trong bối cảnh lãi suất duy trì thấp - Kỳ vọng nâng hạng thị trường FTSE Russell tác động tích cực đến dòng vốn khối ngoại - Thị phần môi giới đang có xu hướng cải thiện, danh mục tự doanh hưởng lợi từ tăng trưởng của thị trường chung	VCI
VPB	24,600	18,500	33%	7.7	21.3%	- Tín dụng hồi phục, kỳ vọng tăng 25%: (1) thị trường BĐS hồi phục, (2) nghị quyết 68 - Luật hoá Nghị quyết 42 giúp VPB đẩy nhanh quá trình thu hồi và xử lý nợ xấu - Đà giảm của NIM do áp lực tăng chi phí đầu vào sẽ được bù đắp phần nào bởi nhu cầu tín dụng tăng cao, đặc biệt ở nhóm BĐS.	VPB
MBB	30,400	25,800	18%	5.5	9.9%	- Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng bình quân hàng năm của MBB duy trì >20% trong giai đoạn 2025- 2027 - NIM ổn định trong dài hạn: COF cải thiện nhờ (1) Dự kiến tiếp tục gia tăng CASA khi phát triển sản phẩm sinh lời tự động, (2) vay vốn ưu đãi từ SBV do nhận chuyển giao tổ chức tín dụng yếu kém - Kỳ vọng Novaland và Trung Nam được tháo gỡ sẽ giúp cải thiện chất lượng tài sản	MBB
HĐG	31,000	26,350	18%	14.6	48.0%	- Mở bán Charm Villas GD3 (108 căn còn lại), ước tính doanh số bán hàng khoảng 2700 tỷ VND. 2025F kỳ vọng bàn giao 30 căn, doanh thu ước tính 750 tỷ (+100% yoy) - Dự án tại Thanh Xuân được cho vào danh sách thí điểm phát triển NOTM (2.8ha) - Kỳ vọng "mở khoá" 2 dự án tại HCM: Hado Green Lane(2.3 ha) và Hado Minh Long (2.7ha)	HĐG
PNJ	98,400	83,100	18%	13.5	-1.8%	- Định hướng thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, với mục tiêu GDP tăng trên 7%/năm, sẽ giúp tạo động lực mạnh mẽ cho tiêu thụ vàng trang sức - Nghị định 24 cho phép nhập khẩu vàng sẽ giúp tăng cung nguyên liệu, cải thiện hiệu quả hoạt động và tăng trưởng mảng vàng miếng (chiếm 25-30% doanh thu trước đây)	PNJ
HHV	14,500	12,350	17%	11.5	10.7%	- Dòng tiền tăng trưởng ổn định từ các dự án BOT đến từ (1) khả năng trúng thầu dự án mới cao, (2) tăng trưởng lưu lượng xe 5-10%/năm, (3) mức thu phí tăng 10% sau mỗi 4 năm - Backlog xây lắp cuối 2024 đạt 3,996 tỷ (+9.5% yoy), đảm bảo nguồn dự án BOT tương lai - Luật PPP sửa đổi bổ sung hiệu lực từ tháng 7/2025, cho phép tỷ trọng tham gia của vốn nhà nước tăng từ 50% lên 70%, sẽ tác động tích cực đến tình hình tài chính doanh nghiệp	HHV

VI. Triển vọng ngành

Ngân hàng

Diễn biến khả quan trước vĩ mô bất định

Chuyên viên phân tích Phạm Phương Linh
 (+84) 24-7303-5333 linhph@kbsec.com.vn

10/07/2025

Tăng trưởng tín dụng khả quan dù bối cảnh vĩ mô còn nhiều bất định

Tín dụng có xu hướng tăng tốc trở lại trong quý 2, tăng trưởng 9.9% YTD tính đến cuối tháng 6 – mức tăng tương đối tích so với tình hình giải ngân chậm cùng kỳ năm trước (6%). Động lực tăng trưởng đến từ các lĩnh vực như đầu tư công, bất động sản – vốn được hưởng lợi trong môi trường lãi suất thấp. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm, tạo điều kiện để tăng trưởng tín dụng cả năm tiến gần mục tiêu 16% mà Ngân hàng Nhà nước đã đề ra từ đầu năm. Bên cạnh đó, nhờ những điều chỉnh chính sách thuế và thương mại theo hướng thuận lợi hơn, dòng vốn tín dụng được kỳ vọng sẽ phân bổ ngày càng đồng đều hơn sang các lĩnh vực sản xuất, xuất nhập khẩu và nhóm doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI), góp phần củng cố đà phục hồi toàn diện của nền kinh tế.

NIM sẽ tiếp tục chịu áp lực suy giảm

Kết quả sơ bộ của một số ngân hàng cho thấy NIM tiếp tục suy giảm trong quý 2, nối tiếp xu hướng đã hình thành từ các quý trước. KBSV duy trì quan điểm lãi suất cho vay sẽ khó tăng trở lại do (1) tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, (2) các ngân hàng tiếp tục cạnh tranh để thu hút khách hàng vay. Trong khi đó, chúng tôi không loại trừ trường hợp lãi suất huy động sẽ tăng trở lại về giai đoạn cuối năm nhằm đáp ứng nhu cầu tín dụng ngày càng gia tăng. NIM sẽ tiếp tục chịu áp lực, nhưng mức độ ảnh hưởng sẽ phân hoá theo năng lực quản trị CoF; các ngân hàng có CASA cao, sản phẩm huy động hiệu quả và đẩy mạnh tín dụng sẽ hạn chế được tác động tiêu cực.

Luật hoá Nghị Quyết 42 – bước chuyển mình trong xử lý nợ xấu

Chất lượng tài sản toàn ngành suy giảm trong quý 1/2025 khi nợ xấu mới hình thành tăng trở lại từ xu hướng giảm của cuối năm trước. Triển vọng chất lượng tài sản được dự báo sẽ cải thiện trong các quý tới, nhờ môi trường vĩ mô dần ổn định, đặc biệt khi các yếu tố rủi ro liên quan đến chính sách thuế quan không còn tạo áp lực đáng kể lên nền kinh tế. Luật sửa đổi các TCTD – với trọng tâm xử lý các khoản nợ xấu và kế thừa các cơ chế hiệu quả từ Nghị quyết 42 – đang từng bước hoàn thiện khung pháp lý về xử lý nợ xấu. Sự thay đổi này được đánh giá là sẽ mang lại những ảnh hưởng tích cực cho toàn ngành (đã đề cập ở phần chủ đề đầu tư).

Định giá hấp dẫn với triển vọng

Hầu hết cổ phiếu ngân hàng đã điều chỉnh mạnh vào thời điểm công bố chính sách thuế quan ngày 2/4, sau đó phục hồi nhưng hiện vẫn giao dịch dưới mức P/B trung bình 5 năm. Đây có thể là vùng giá hấp dẫn để nhà đầu tư xem xét tích lũy, với các lựa chọn đáng chú ý như VCB, CTG – hưởng lợi từ môi trường thuế quan thuận lợi hơn trước và tăng trưởng ổn định; TCB với câu chuyện IPO TCBS tạo kỳ vọng định giá lại. MBB và VPB với kỳ vọng chất lượng tài sản cải thiện đáng kể nhờ tháo gỡ của chính phủ cho các DN khó khăn và khung pháp lý xử lý nợ xấu hoàn thiện.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị	
CTG	Mua
Giá mục tiêu	VND 45,800
BID	Mua
Giá mục tiêu	VND 45,000
TCB	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 35,600
VPB	Mua
Giá mục tiêu	VND 24,600
ACB	Mua
Giá mục tiêu	VND 28,800
MBB	Mua
Giá mục tiêu	VND 30,400
VCB	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 70,700
STB	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 50,000
VIB	Mua
Giá mục tiêu	VND 24,600

Bất động sản dân cư

Tích cực trong nửa còn lại của năm

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đình Thuận
(+84) 24-7303-5333 thuannd@kbsec.com.vn

10/07/2025

Số lượng căn hộ mở bán trong 1Q2025 tại thị trường Bất động sản Hà Nội tiếp tục tăng trong khi thị trường Tp. HCM vẫn tương đối trầm lắng; tương tự với tỷ lệ hấp thụ ở cả 2 thị trường. Theo số liệu của CBRE, tại thị trường HN, nguồn cung căn hộ mở bán mới đạt 3,920 căn (+70%YoY) và số căn bán được đạt hơn 3,950 căn (+72%YoY), đóng góp bởi các dự án từ các chủ đầu tư có tiếng như Vinhomes, CapitaLand, MIK, Masterise. Thị trường Tp.HCM tương đối trầm lắng hơn với 350 căn mở bán mới (-36%YoY) – thấp nhất kể từ 2008. Giá bán trung bình tại thị trường HN đã tăng lên mức 76 triệu VND/m² (+28%YoY), gần bằng với mức giá của thị trường HCM là 77 triệu VND/m².

Nguồn cung nhà phố/biệt thự tại Hà Nội giảm trong Quý 1/2025 trong khi thị trường Tp. HCM duy trì tăng nhẹ. Thị trường HN ghi nhận nguồn cung mới đạt 1,500 căn (-46%YoY). Tỷ lệ hấp thụ vẫn ổn định, số căn bán được đạt 1,800 căn, tập trung chủ yếu tại những dự án mở mới tại Đan Phượng, Đông Anh và Văn Giang (Hưng Yên). Thị trường Tp.HCM ghi nhận duy trì tăng nhẹ trong Quý 1/2025 với 58 căn mở bán (+9% QoQ), nguồn cung các dự án mới trong trung tâm thành phố tương đối thấp trong 2 năm trở lại đây. Giá bán duy trì đà tăng với mức giá sơ cấp tại thị trường HN đạt 230 triệu đồng/m² (+13%YoY); trong khi thị trường Tp. HCM giảm nhẹ đạt 305 triệu VND/m² (-1.3%QoQ) do ảnh hưởng từ nguồn cung từ các dự án mở bán nằm ngoài ở cách trung tâm khoảng 20km và khu vực xung quanh chưa phát triển.

Thị trường Bất động sản kỳ vọng sẽ tích cực trong nửa sau của 2025 nhờ (1) Lãi suất cho vay mua nhà duy trì ở mức tương đối thấp, CĐT đưa ra nhiều chính sách bán hàng mới ưu đãi và linh hoạt hơn; (2) Nguồn cung cải thiện nhờ nỗ lực của Chính phủ và các Bộ, ngành trong việc chỉ đạo, điều hành hướng dẫn tháo gỡ pháp lý cho một số dự án, rút ngắn thời gian hoàn thiện thủ tục, tạo điều kiện phát triển NOXH; và (3) Đẩy mạnh đầu tư công, xây dựng hạ tầng với các dự án lớn, các trục giao thông nối trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận kích thích nhu cầu đầu tư BĐS.

Chúng tôi nhận thấy nhiều cổ phiếu BĐS hiện đang giao dịch ở mức P/B 2025fw thấp hơn so với mức P/B trung bình trong vòng 5 năm qua. Với triển vọng Tích cực của ngành BĐS, nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu ngành BĐS khi giá cổ phiếu điều chỉnh và lựa chọn những doanh nghiệp có triển vọng tốt với quỹ đất sạch lớn, đầy đủ pháp lý, có các dự án đang triển khai và mở bán và cơ cấu tài chính an toàn. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm các cổ phiếu VHM, KDH, NLG, DXG, HDG.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

KDH	MUA
Giá mục tiêu	38,900VND

BĐS Khu công nghiệp

Định giá hấp dẫn cho triển vọng dài hạn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang
(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

10/07/2025

Quý 1/2025, Tỷ lệ lấp đầy đạt mức cao, giá cho thuê tiếp tục tăng. Theo thống kê của CRBE, tỷ lệ lấp đầy ở thị trường cấp 1 tại miền Bắc và miền Nam đạt lần lượt là 80% và 89%. Giá thuê KCN trung bình Quý 1/2025 ghi nhận mức tăng tích cực ở cả 2 khu vực, cụ thể: miền Bắc giá thuê bình quân đạt 139 USD/m²/kỳ hạn, tăng 3.7% YoY; miền Nam (ngoại trừ TP.HCM, nơi đạt tỷ lệ lấp đầy 100%) giá thuê bình quân đạt 170 USD/m²/kỳ hạn, tăng 4% YoY.

Nguồn cung mới tăng nhẹ so với cùng kỳ. Theo C&W, quý 1/2025, nguồn cung đất KCN ở miền Bắc đạt 16,800 ha, đi ngang so với quý trước và tăng 9.2% YoY; miền Nam nguồn cung quỹ đất đạt 28,500 ha, tăng nhẹ 1.6% YoY.

Tổng thống D.Trump đã tuyên bố mức thuế đối ứng với Việt Nam, bao gồm 20% cho hàng hóa xuất xứ từ Việt Nam và 40% cho hàng hóa được coi là “trung chuyển” với tỷ lệ nội địa sản xuất tại Việt Nam thấp. Chúng tôi cho rằng với mức thuế 20% là mức tương đối tích cực với Việt Nam trong dài hạn. Tuy vậy, rủi ro sẽ tăng với mức thuế 40% nếu Mỹ yêu cầu nghiêm ngặt về xuất xứ của Việt Nam, vì phần lớn các khâu sản xuất tại Việt Nam ở phân đoạn Low value added – chủ yếu phụ thuộc vào NVL nhập khẩu, với tỷ lệ nội địa khoảng 33% (theo Peter Navarro, Cố vấn cao cấp của D.Trump).

Triển vọng ngành BĐS KCN tích cực trở lại, chúng tôi kỳ vọng Việt Nam tiếp tục thu hút dòng vốn FDI, bao gồm cả các doanh nghiệp hướng đến thị trường Mỹ, do: (1) mức thuế đối ứng mới không tạo khoảng cách cạnh tranh lớn với các đối thủ chính; (2) Việt Nam sở hữu lợi thế về nhân công giá rẻ, Chính trị ổn định, sở hữu nhiều FTA...; (3) trong dài hạn, kỳ vọng các doanh nghiệp FDI sẽ gia tăng công đoạn sản xuất tại Việt Nam, tăng tỷ lệ nội địa hóa để tận dụng mức thuế thấp (20%)... Tuy vậy, đà tăng trưởng sẽ chậm lại so với 2018 – 2024 (xu hướng Trung Quốc +1), do các doanh nghiệp FDI hướng tới Mỹ sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng về vấn đề tỷ lệ nội địa ở Việt Nam để tránh bị áp mức thuế 40%.

Chúng tôi đánh giá tích cực cơ hội đầu tư tại các doanh nghiệp BĐS KCN sở hữu: (1) quỹ đất KCN lớn như SIP (gần 1,200 ha) chủ yếu tại Tây Ninh, Đồng Nai; BCM (gần 1,000 ha) tại Bình Dương; (2) quỹ đất cao su có triển vọng chuyển đổi sang KCN và cơ sở hạ tầng khác như GVR, PHR. Bên cạnh đó, hầu hết các doanh nghiệp BĐS KCN có định giá hấp dẫn, với PBR của SIP/KBC/BCM/PHR đang giao dịch ở mức 3.1x/1.1x/3.3x/2.1x, dưới trung bình 5 năm. Riêng GVR đang giao dịch ở 2.2x cao hơn mức trung bình 5 năm (2.1x). Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân tại các nhịp điều chỉnh với các cổ phiếu: SIP, PHR, BCM, GVR.

Tích cực thay đổi

Khuyến nghị	
GVR	MUA
Giá mục tiêu	36,200VND
SIP	MUA
Giá mục tiêu	80,200VND
KBC	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	27,400VND

Logistics

Rủ ro thuế hiện hữu

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh
(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

10/07/2025

Trung lập duy trì

Khuyến nghị	
GMD	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	69,000 VND
ACV	
Giá mục tiêu	MUA 109,500 VND

Ngành cảng biển khó giữ được đà tăng trưởng như 1H2025. Sản lượng hàng hóa qua cảng biển Việt Nam tăng mạnh trong nửa đầu năm 2025 (+13% yoy), chủ yếu nhờ xu hướng đẩy nhanh đơn hàng trong thời hạn 90 ngày hoãn thuế đối ứng. Tuy nhiên, sản lượng trong nửa cuối năm dự kiến sẽ khó duy trì được đà tăng mạnh của 1H2025 do chịu ảnh hưởng trực tiếp từ chính sách thuế quan, đặc biệt là các cảng phía Nam chủ yếu phục vụ hàng đi Mỹ. Dù vậy, triển vọng ngành kỳ vọng vẫn được hỗ trợ bởi (1) Dư địa tăng giá dịch vụ khi giá dịch vụ cảng Việt Nam vốn đang ở mức thấp hơn so với mặt bằng khu vực và (2) Hệ thống các FTA đa phương và song phương giúp Việt Nam đa dạng hóa thị trường, phần nào bù đắp mức giảm sản lượng từ thị trường Mỹ.

Giá cước vận tải giao ngay có xu hướng giảm, hoạt động cho thuê dự kiến tích cực. Giá cước giao ngay thế giới sau khi phục hồi nhẹ trong tháng 5 đã tiếp tục điều chỉnh giảm từ đầu tháng 6 do nhu cầu vận chuyển sang Mỹ không theo kịp mức tăng công suất tàu. Diễn biến giá cước trong nửa cuối năm 2025 phụ thuộc nhiều vào các quyết định thuế quan sắp tới, tuy nhiên áp lực giảm vẫn còn do lượng tàu đóng mới tiếp tục vượt trội so với lượng tàu bị phá dỡ. Trong khi đó, giá cho thuê tàu dự kiến sẽ tiếp tục neo ở mức cao trong bối cảnh thị trường còn nhiều biến động, các hãng tàu ưu tiên giữ đội tàu để đảm bảo tính linh hoạt. Doanh nghiệp sở hữu tàu và có mạng lưới đối tác thuê ổn định sẽ hưởng lợi rõ rệt trong giai đoạn này.

Nhóm ngành hàng không ít chịu tác động về thuế quan hơn cảng và vận tải biển

Nhóm dịch vụ hành khách kỳ vọng tiếp tục phục hồi mạnh, đặc biệt ở phân khúc khách quốc tế nhờ chính sách nối lỏng visa và loạt đường bay quốc tế mới đã và đang được triển khai. Việc nhà ga T3 Tân Sơn Nhất chính thức đưa vào hoạt động từ quý 2/2025 không chỉ giúp giảm áp lực quá tải tại khu vực TP.HCM mà còn tạo dư địa tăng trưởng mới cho các doanh nghiệp khai thác dịch vụ mặt đất, hành khách và thương mại tại đây. Ở chiều ngược lại, nhóm dịch vụ liên quan đến hàng hóa dự kiến sẽ chịu ảnh hưởng từ thuế đối ứng, tuy nhiên tác động kỳ vọng sẽ không quá lớn do chênh lệch không nhiều giữa mức thuế áp dụng với Việt Nam và các quốc gia khác.

Chúng tôi duy trì nhận định TRUNG LẬP với khối ngành logistics do rủi ro hiện hữu từ chính sách thuế đối ứng. Nhà đầu tư có thể cân nhắc các cổ phiếu có câu chuyện riêng như có các dự án mở rộng công suất, tài chính lành mạnh, bao gồm GMD, SGP, HAH, ACV, tuy nhiên cần chờ thêm nhịp điều chỉnh sâu hơn hoặc tín hiệu rõ ràng hơn về chính sách để ra quyết định giải ngân.

Thép

Nhu cầu nội địa tiếp tục cải thiện, rủi ro từ thuế quan đã được phản ánh vào giá

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyễn
(+84) 24-7303-5333 nguyennnd1@kbsec.com.vn

10/07/2025

Nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục là động lực chính thúc đẩy sản lượng

Đối với lĩnh vực thép, tổng sản lượng tiêu thụ 5M2025 đạt 11.9 triệu tấn (+20% YoY) nhờ tiêu thụ trong nước tăng 48% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, thép HRC, tôn mạ nội địa tăng 52%/71%/31% YoY nhờ (1) Hoạt động xây dựng dân dụng gia tăng và (2) Thị trường Bất động sản hồi phục. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu giảm 37% so với cùng kỳ (tiêu thụ tôn mạ, HRC giảm lần lượt 38%/66% YoY) do tác động từ các biện pháp bảo hộ, chống bán phá giá từ các thị trường chính như Mỹ, EU.

Các nhà sản xuất tập trung tối ưu biên lợi nhuận khi giá thép đi ngang

Nhu cầu tiêu thụ thấp tại Trung Quốc khiến giá quặng sắt và than cốc giảm 15%/33% so với cùng kỳ. Nhờ đó, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất thượng nguồn (tiêu thụ quặng sắt và than cốc trực tiếp) đã có sự cải thiện đáng kể trong 1Q2025 (biên lãi gộp của HPG tăng 95bps YoY) và xu hướng này được dự báo sẽ tiếp diễn trong phần còn lại của 2025 khi hoạt động sản xuất công nghiệp hay thị trường Bất động sản Trung Quốc tiếp tục duy trì ở mức yếu. Đối với nhóm sản xuất hạ nguồn (tôn mạ, thép ống), sau khi AD20 có hiệu lực, 60-70% nguồn HRC đầu vào được sử dụng từ thị trường trong nước với một số đơn hàng nhỏ nhập khẩu từ Indonesia, Nhật Bản trong 5M2025. Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp của HSG, NKG, GDA sẽ duy trì ổn định trong phần còn lại của 2025 nhờ (1) Biện pháp chống bán phá giá tôn mạ nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc đã được áp dụng giúp giảm áp lực cạnh tranh về giá với các sản phẩm nhập khẩu và (2) Xu hướng giá thép đi ngang.

Định giá phù hợp, HPG là lựa chọn ưu tiên

Theo quan sát của KBSV, trong bối cảnh giá thép được dự báo đi ngang, chúng tôi ưa thích HPG theo góc nhìn đầu tư giá trị với định giá hấp dẫn, cụ thể; (1) P/B hiện tại đang ở vùng -0.4 STD so với trung bình 10 năm với (2) Tăng trưởng LNST giai đoạn 2025 – 2027 ước tính đạt 16%/năm nhờ Dung Quất 2 đi vào hoạt động. Đối với HSG, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh rủi ro tác động tiêu cực từ thuế quan với P/B hiện tại ở vùng -0.4 STD so với đường trung bình 10 năm, bên cạnh đó, hàng tồn kho giá cao đã được tối ưu và giảm về dưới mức trung bình 3 năm. KBSV kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cải thiện nhờ nhu cầu nội địa hồi phục sẽ là động lực chính thúc đẩy LNST của ngành thép trong 2025 và nửa đầu 2026. Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân từng phần ở những nhịp điều chỉnh của thị trường, tập trung những doanh nghiệp có lợi thế tại thị trường nội địa hoặc những doanh nghiệp xuất khẩu có khả năng thay thế sản lượng bị ảnh hưởng bởi thuế quan bằng việc mở rộng thị trường mới nhanh chóng. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, HSG.

Tích cực

Khuyến nghị

HPG	Mua
Giá mục tiêu	VND 36,500
HSG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 18,000

Ổng nhựa

Nhu cầu hồi phục, kỳ vọng biên lợi nhuận ổn định

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên
 (+84) 24-7303-5333 nguyenn1@kbsec.com.vn

10/07/2025

Nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục là động lực chính thúc đẩy sản lượng

Sản lượng tiêu thụ toàn ngành 1Q2025 ước tính tăng 30% so với cùng kỳ, động lực chính tới từ hoạt động xây dựng dân dụng hồi phục mạnh mẽ giúp nhu cầu tiêu thụ cải thiện mạnh hơn so với kỳ vọng. Trong báo cáo gần nhất, CBRE dự phóng nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh tăng lần lượt 11%/8% YoY trong 2025/2026, trong đó, mức tăng trưởng tại TP. HCM được dự báo ở mức 74%/17% YoY. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng sản lượng tiêu thụ toàn ngành ống nhựa đạt 385.5 nghìn tấn trong 2025, tăng 15% YoY (so với dự phóng kỳ trước là 6% YoY).

Kỳ vọng chi phí đầu vào tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 2025 - 2026

Giá PVC resin Trung Quốc tháng 06/2025 giảm 22% YoY trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ tiếp tục duy trì ở mức yếu do hoạt động sản xuất kinh doanh co hẹp và thị trường Bất động sản tiếp tục gặp khó khăn, mặc cho các chính sách hỗ trợ từ Chính phủ. Nhờ đó, biên lãi gộp của BMP, NTP có xu hướng đi ngang khi các nhà sản xuất đẩy mạnh các chương trình chiết khấu cho đại lý để thúc đẩy sản lượng bán hàng. KBSV kỳ vọng giá PVC resin tiếp tục dao động ở vùng thấp nhờ triển vọng tiêu thụ thấp tại Trung Quốc. Cùng với đó, giá dầu thô được dự báo dao động ổn định ở vùng 65 – 70 USD/thùng trong 2025 (tổng hợp từ các ngân hàng đầu tư toàn cầu) trong trường hợp căng thẳng địa chính trị không gia tăng. Chi phí đầu vào thấp là cơ sở giúp các nhà sản xuất (1) Gia tăng chính sách chiết khấu cho các đại lý nhằm kích cầu tiêu thụ, cải thiện sản lượng tiêu thụ và (2) Duy trì biên lợi nhuận ở mức cao.

Định giá ở vùng cao so với lịch sử

Hiện tại, BMP và NTP đều đang được giao dịch ở vùng P/B +2 STD so với trung bình 5 năm, phản ánh một phần kỳ vọng kết quả kinh doanh ấn tượng nhờ (1) sản lượng tiêu thụ cải thiện với động lực chính tới từ sự hồi phục của hoạt động xây dựng và (2) chi phí đầu vào tiếp tục duy trì ở mức thấp trong 2025 – 2026. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể cân nhắc các nhịp điều chỉnh của thị trường để tìm kiếm cơ hội đầu tư vào các doanh nghiệp ống nhựa, ưu tiên những doanh nghiệp có lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ suất cổ tức ở mức cao như BMP, kỳ vọng đạt 9-10% trong 2025 – 2027 (so với mức trung bình 4-5% trong lịch sử).

Tích cực

Khuyến nghị

BMP	Mua
Giá mục tiêu	VND 145,900

Bán lẻ

Triển vọng tươi sáng

Bán lẻ cả nước tăng trưởng tốt, áp lực thuế quan giảm dần

Doanh số bán lẻ chung tăng 9.8% YoY trong 5M2025, được thúc đẩy bởi khách du lịch phục hồi về mức trước dịch Covid-19 trong 2024 và tăng trưởng kinh tế khả quan trên 7%, trong khi lạm phát ở mức 3%. Với kì vọng thuế quan từ Mỹ quanh mức 20%, chúng tôi kì vọng tâm lý tiêu dùng không bị tác động nhiều. Các động lực tăng trưởng kinh tế đang được triển khai rất tốt bao gồm (1) Giải ngân đầu tư công mạnh mẽ (2) Cắt giảm thủ tục hành chính và đẩy mạnh phát triển kinh tế tư nhân.

Các doanh nghiệp bán lẻ thiết yếu tích cực mở rộng với tăng trưởng doanh thu 2 chữ số

Lũy kế 5M2025, MWG tập trung mở mới 410 cửa hàng Bách Hóa Xanh với doanh thu tăng trưởng 19% YoY. Chuỗi ĐMX và TGDĐ cũng duy trì được mức tăng trưởng tốt nhờ nhu cầu máy tính và điện máy phục hồi mạnh mẽ. Tương tự, MSN cũng đẩy mạnh mở mới 257 cửa hàng Winmart, giúp doanh thu tăng 17.6% YoY sau 5 tháng. Điểm chung là cả 2 doanh nghiệp đều tập trung mở mới tại Miền Trung với độ phủ còn thấp và chi phí/ cửa hàng thấp hơn đáng kể so với 2 khu vực còn lại. Đối với FRT, mặc dù tốc độ mở rộng có phần chậm lại, chuỗi Long Châu tiếp tục dẫn dắt khả năng sinh lời trong quý 1/2025, với lợi nhuận ròng tăng 330% YoY. Chúng tôi cho rằng nhờ tăng trưởng kinh tế khả quan, các doanh nghiệp sẽ tận dụng thời gian này để đẩy mạnh mở mới, tăng trưởng doanh thu và chiếm lĩnh thị phần. Ngoài ra, các chuỗi bán lẻ lớn còn có thể hưởng lợi từ cuộc chiến chống hàng giả đang được triển khai tích cực.

Biến động kinh tế và thị trường vàng khiến triển vọng của PNJ khiêm tốn

PNJ không mở cửa hàng mới trong giai đoạn qua, với doanh thu và lợi nhuận giảm lần lượt -23.5% và -8.1% YoY, chủ yếu do giá vàng tăng cao và nguồn cung thắt chặt khiến sản lượng suy giảm. Chúng tôi kì vọng nghị định 24 sẽ có thể cải thiện nguồn cung nguyên liệu vàng, dù cần theo dõi và đánh giá thêm. Triển vọng trong 2 quý tới khá hạn chế do bước vào mùa tiêu thụ thấp và giá vàng đầu vào vẫn ở mức cao.

Định giá có phần phản ánh sự phục hồi tốt của ngành.

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với MWG, MSN, PNJ và TRUNG LẬP đối với FRT dựa trên tiềm năng tăng giá so với giá mục tiêu trong báo cáo gần nhất. Theo đó, MWG hiện tại giao dịch ở mức PE 2025/26 là 20.3x/18.3x, so với mức trung bình 5 năm là 15x, phản ánh triển vọng tích cực của chuỗi BHX. Trong khi đó, lợi nhuận của MSN dự kiến sẽ cải thiện mạnh mẽ nhờ mảng bán lẻ tiêu dùng có lãi và giảm lỗ mảng không cốt lõi, giúp PE cho 2025/26 lần lượt giảm về vùng hợp lý hơn là 32x/25x. Trái lại, PNJ đang giao dịch ở mức hấp dẫn với PE cho 2025/26 là 13x/11x, thấp hơn mức trung bình quá khứ là 15x.

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannnd@kbsec.com.vn
Chuyên viên phân tích ngành Nghiêm Sỹ Tiến
(+84) 24-7303-5333 tienss@kbsec.com.vn

10/07/2025

Tích cực Duy trì

Recommendations	
MWG	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 73,400
MSN	MUA
Giá mục tiêu	VND 100,000
FRT	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 176,900
PNJ	MUA
Giá mục tiêu	VND 98,400

Đồ uống

Trong nguy cơ cơ

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

10/07/2025

Tiêu thụ gặp áp lực giảm, bù đắp bởi hành động điều chỉnh giá

Theo Nielsen IQ, doanh thu ngành hàng FMCG tại Việt Nam đi ngang với mức tăng nhẹ 0.7%-1% YoY trong 5M2025, được dẫn dắt chủ yếu từ hoạt động điều chỉnh giá của doanh nghiệp. Tăng trưởng tiêu thụ đã quay trở lại mức âm sau khi Tết kết thúc, kéo dài từ tháng 3 đến tháng 5 với mức giảm từ 3%-5% YoY.

KQKD của các doanh nghiệp phản ánh trái chiều

Hai doanh nghiệp đầu ngành là Sabeco và Vinamilk đều ghi nhận doanh thu nội địa trong 1Q2025 giảm mạnh, lần lượt -19%/-12% YoY. Theo đó, cả hai doanh nghiệp đều có hoạt động điều chỉnh giá nhẹ với mức tăng quanh 2-3%. Điểm tích cực là doanh thu nội địa của VNM đã có sự cải thiện mạnh mẽ từ 10-11% YoY trong 2 tháng đầu của 2Q2025, cho thấy sự sụt giảm trong quý trước nhiều khả năng chủ yếu đến từ việc tái cấu trúc đội ngũ phân phối. Đối với SAB, chúng tôi nhận thấy cạnh tranh đang căng thẳng hơn khi Heineken đẩy mạnh các sản phẩm Bia ở phân khúc bình dân, vốn là điểm mạnh của SAB. Ở chiều ngược lại, doanh thu sữa đậu nành của Vinasoy – Fami (Upcom: QNS) ghi nhận tăng trưởng tích cực 19% YoY với sản lượng tăng 10% so với mức nền thấp của 1Q2024, trong khi giá bán không thay đổi nhiều mà chủ yếu do doanh nghiệp thay đổi “chính sách ghi nhận chiết khấu” từ giảm doanh thu sang chi phí bán hàng.

Triển vọng trung và dài hạn trái ngược giữa các doanh nghiệp

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với Vinamilk (VNM) trong trung và dài hạn nhờ (1) Thương hiệu và quy mô hàng đầu; (2) Liên tục ra mắt các sản phẩm mới với bao bì và chất lượng vượt trội. Trái lại, doanh thu và thị phần của SAB bị đe dọa bởi cạnh tranh gay gắt, tuy được hỗ trợ mạnh mẽ nhờ (1) Chi phí nguyên liệu đầu vào thấp hơn; (2) Hoàn tăng thuế Tiêu Thụ đặc biệt (TTĐB) sang 2027 giúp nhu cầu dự kiến không bị ảnh hưởng đáng kể. Đối với QNS, KBSV cho rằng lợi nhuận chịu áp lực lớn do VNM liên tục ra mắt sản phẩm sữa đậu nành mới với bao bì, hương vị và chất lượng dinh dưỡng cạnh tranh khiến QNS phải tăng chiết khấu.

Định giá hấp dẫn cho 1 doanh nghiệp đầu ngành

Mặc dù trong bối cảnh ngành đồ uống có phần bão hòa với tăng trưởng tốt, chúng tôi cho rằng VNM vẫn là lựa chọn phòng thủ vững trãi nhờ tỉ suất cổ tức ổn định 7.5% trên thị giá và mức tăng trưởng nhỏ 1 con số. Với PE 2025/26 lần lượt là 13.5x/12.5x, khá hấp dẫn so với mức trung bình 5 năm của doanh nghiệp là 15.1x, KBSV tiếp tục khuyến nghị MUA đối với VNM.

Trung lập Duy trì

Recommendations

VNM	MUA
Giá mục tiêu	VND 65,300

Điện

Tập trung nguồn lực mở rộng công suất phát điện

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

10/07/2025

Tiêu thụ điện giảm tốc do khối công nghiệp. 5 tháng đầu năm 2025, tăng trưởng sản lượng điện giảm tốc, đạt 127.6 tỷ kWh (2.6% YoY) và chỉ hoàn thành 34% dự báo tiêu thụ điện năm 2025 do tình hình sản xuất ảm đạm với 4/5 tháng chỉ số PMI dưới mức 50 điểm. Tiêu thụ điện phục vụ công nghiệp tại phía Bắc tăng trưởng chậm nhưng vẫn dẫn đầu cả nước, đạt 25.6 tỷ kWh (+5% YoY), trong khi khu vực sản xuất phía Nam (chưa bao gồm Hồ Chí Minh) ghi nhận tăng trưởng cao hơn, đạt 23.1 tỷ kWh (+6.2% YoY).

Chu kỳ thuận lợi của thủy điện kết thúc, nhiệt điện sẽ được tăng công suất. 5T/25, Bộ Công Thương huy động tối đa các nhà máy thủy điện nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi. Tổng sản lượng các nhà máy thủy điện đạt 25.7 tỷ kWh (+35% YoY) và chiếm 20% tổng sản lượng. Công suất điện than và điện khí lần lượt đạt 72.4 tỷ kWh và 8.7 tỷ kWh (-2.1% YoY/-26% YoY), chiếm 57%/7% tổng sản lượng. Tuy nhiên mực nước 1 số hồ thấp hơn cùng kỳ và Lanina kết thúc khiến sản lượng thủy điện đi ngang và là cơ sở để nhiệt điện được tăng huy động trong nửa cuối năm ở mức 10% YoY.

Triển vọng khả quan hơn cho các doanh nghiệp điện tái tạo và LNG. Trong Q1.25, doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất điện cải thiện, đạt 40,614 tỷ VND (14.7% YoY) với nhóm thủy điện và điện khí đạt 6,304/20,185 tỷ VND (25%/25% YoY). Điện tái tạo chuyển biến tích cực với doanh thu đạt 1,438 tỷ VND (+32% YoY) nhờ dự án Tân Phú Đông của GEG ghi nhận khoản hồi tố. Chúng tôi cho rằng việc duy trì chính sách huy động tối đa công suất điện tái tạo được đề cập trong QHĐ VIII Điều và các văn bản xác định giá - sản lượng nhà máy điện LNG sẽ là động lực chính cho các nhóm này tăng sản lượng điện và cải thiện kết quả kinh doanh.

Các doanh nghiệp niêm yết có cơ hội mở rộng công suất. Chúng tôi cho rằng QHĐ VIII điều chỉnh sẽ mở ra cơ hội bổ sung công suất với các doanh nghiệp niêm yết nhờ khả năng tiếp cận nguồn vốn. Một số doanh nghiệp đang tham gia đấu thầu dự án như REE, GEG, ASM tại tỉnh Trà Vinh với tổng công suất lần lượt 176/128/48 MW sẽ có lợi thế nhờ kinh nghiệm đầu tư dự án. Ngoài ra, sức khỏe tài chính các doanh nghiệp niêm yết đã cải thiện đáng kể với tỷ lệ nợ vay/VCSH toàn ngành cuối 2024 đạt 0.46 lần, giảm đáng kể so với mức 0.68 lần vào năm 2017 là cơ sở bảo đảm khả năng đầu tư các dự án tiềm năng.

Định giá dài hạn hấp dẫn. Hiện P/B các doanh nghiệp trong ngành đã đến vùng giá hợp lý (1.3x so với mức trung bình 5 năm là 1.4x) sau khi phản ánh tác động tích cực của các cơ chế pháp lý được tháo gỡ. Tiềm năng tăng giá dài hạn của cổ phiếu vì vậy sẽ phụ thuộc vào tiến độ triển khai các dự án mới, điều mà chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp lớn (POW, REE, GEG, TV2) với kinh nghiệm sẽ có lợi thế.

Trung lập^{thay đổi}

Khuyến nghị

POW	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 14,800

GEG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 16,300

REE	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 80,600

Công nghệ

Tìm kiếm cơ hội trong bất ổn

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh
(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

10/07/2025

Doanh thu công nghệ thông tin dự báo giảm tốc. Doanh thu CNTT năm 2024 ước đạt 4,200 nghìn tỷ VND, (+13% yoy) với doanh thu công nghệ số và viễn thông đạt 3,800/147 nghìn tỷ VND (+11.2% YoY/+3.5% YoY). Trước áp lực suy thoái kinh tế toàn cầu do căng thẳng thương mại, Vinasa dự báo doanh thu ICT Việt Nam sẽ tăng trưởng chậm lại, đạt 4,320 nghìn tỷ VND trong 2025 (+3% YoY).

Doanh thu các doanh nghiệp niêm yết tăng trưởng chậm lại. Q1.2025, doanh thu và lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp CNTT niêm yết tăng trưởng tích cực, đạt 19,453 tỷ VND (+19.4% YoY) và 3,114 tỷ VND (+38.4% YoY). Loại trừ khoản doanh thu bất thường của SGT, doanh thu cốt lõi chỉ tăng trưởng 15.6% YoY, thấp hơn mức trung bình 17% của 2024. FPT tiếp tục là doanh nghiệp đóng góp chính doanh thu, đạt 16,065 tỷ VND (+14% YoY), dù vậy thấp hơn mức tăng 29% của năm ngoái.

Doanh nghiệp Việt tìm kiếm cơ hội trong bối cảnh bất ổn. Theo Infosys, dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu dưới tác động căng thẳng thương mại chỉ đạt 2.2% sẽ khiến tốc độ tăng trưởng chi tiêu IT 2025 chậm lại, còn 7% YoY (so với mức 8.3% trước đó). Đối mặt với những bất ổn kinh tế ảnh hưởng tới chi tiêu công nghệ toàn cầu, chúng tôi cho rằng Việt Nam sẽ có lợi thế tìm kiếm hợp đồng trong lĩnh vực quản lý IT nhờ: i) Các doanh nghiệp cắt giảm lao động để tiết kiệm chi phí, ii) Việt Nam nổi lên là sự lựa chọn thay thế với nhân công dồi dào và chi phí dễ tiếp cận. FPT với kinh nghiệm ký kết các hợp đồng quản lý IT quy mô lớn sẽ hưởng lợi từ xu hướng trên (Đề cập trong báo cáo cập nhật FPT 4Q2024 [tại đây](#)).

Luật Công nghiệp Công nghệ số là điểm tựa cho phát triển ngành. Với mục tiêu ngành công nghệ số đạt tăng trưởng gấp 2-3 lần tốc độ GDP, Việt Nam xây dựng chính sách ưu đãi cho các dự án trong lĩnh vực công nghệ bao gồm: miễn giảm tiền thuê đất trong thời gian dài, hạch toán chi phí R&D lên đến 200% chi phí thực tế để giảm thuế, gia hạn Visa cho chuyên gia nước ngoài. Chúng tôi cho rằng các chính sách trên sẽ giúp Việt Nam tiếp tục thu hút dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực công nghệ, thực hiện hóa mục tiêu đạt trở thành trung tâm công nghệ toàn cầu.

Định giá cổ phiếu phù hợp trong ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng tin tức thuế quan sẽ ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh trong ngắn hạn. Hiện giá cổ phiếu các doanh nghiệp đang giao dịch ở mức P/E 17 lần (thấp hơn trung bình 5 năm 20 lần), phản ánh đầy đủ rủi ro ngắn hạn và đang là mức phù hợp để tích lũy. FPT với vị thế doanh nghiệp đầu ngành được củng cố bởi danh mục dịch vụ và khách hàng đa dạng sẽ ít chịu tác động bởi thuế quan và phù hợp khuyến nghị của chúng tôi.

Trung lập duy trì

Khuyến nghị

FPT

Mua

Giá mục tiêu

VND 141,100

Chăn nuôi – Thủy sản

Rủi ro đến từ xuất khẩu

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân
(+84) 34-565-0008 quannd@kbsec.com.vn

10/07/2025

Các doanh nghiệp chăn nuôi heo tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực trong 2Q2025. Với giá bán heo thương phẩm ở mức 68-71 nghìn/kg tại 2 miền, các doanh nghiệp nuôi heo với quy trình khép kín tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực. Theo đó, DBC ước có thể ghi nhận mức lợi nhuận gần 500 tỉ VNĐ, tương đương quý đầu và tăng 245% YoY. Đối với BAF, kì vọng kết quả kinh doanh cũng tiếp tục bứt phá với sản lượng bán hàng công bố đạt 134 nghìn con trong tháng 4-5, cao hơn đáng kể so với 117 nghìn con trong cả 2Q2024.

Xuất khẩu tôm và cá tra có xu hướng trái chiều. Xuất khẩu tôm khá tích cực với doanh số tháng 4/5 tăng lần lượt 25.7%/12.4% YoY, tăng tương ở hầu hết các thị trường, đặc biệt là thị trường Mỹ tăng “front loading” (Tăng nhập khẩu trước thuế quan) với doanh thu 2 tháng lần lượt tăng 24.5%/9.7% YoY. Trái lại, hiện tượng “Front-loading” mạnh mẽ từ cá rô phi Trung Quốc khiến doanh số cá tra Việt Nam tại Mỹ có phần kém tích cực hơn với tăng trưởng tháng 4/5 lần lượt đạt -14.8%/+35.4% YoY. Tác động thuế quan còn ảnh hưởng lớn tới thị trường xuất khẩu cá tra lớn nhất là Trung Quốc với doanh số dù tăng +6%/-9% YoY trong tháng 4/5, nhưng chủ yếu đến từ nhập cá nguyên con về chế biến với biên lợi nhuận thấp. Lũy kế 5M2025, xuất khẩu tôm và cá tra tăng lần lượt 28.3% và 4.2% YoY.

Triển vọng tích cực với các doanh nghiệp chăn nuôi, thận trọng với xuất khẩu thủy sản

Chúng tôi dự báo giá heo hơi sẽ hạ nhiệt trong giai đoạn tới và có thể duy trì quanh mức 60 nghìn/kg. Mức giá hiện tại (67-70 nghìn/kg) vẫn đem lại thu nhập cho nông hộ với giá vốn từ 55-60 nghìn/kg, theo ước tính của Agromonitor, cho thấy nguồn cung sẽ cải thiện trong thời gian tới, gây áp lực lên giá heo. Ngoài ra, nguy cơ dịch bệnh cao trong giai đoạn mưa nhiều bắt đầu từ mùa hè là yếu tố có thể ảnh hưởng đến nguồn cung heo trên thị trường. Đối với Thủy sản, triển vọng phụ thuộc nhiều vào khoảng cách thuế quan với các đối thủ chính của hai mặt hàng là Tôm (Ấn Độ, Thái Lan và Ecuador) và Cá Tra (Trung Quốc, Indonesia). Triển vọng của Cá Tra sẽ tích cực hơn phần nào đạt được thỏa thuận mức thuế 20% tại Mỹ, thấp hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh. Tuy vậy, cạnh tranh giữa các doanh nghiệp cá Tra Việt Nam dự kiến sẽ gay gắt hơn khi thêm 6 doanh nghiệp hưởng mức thuế CBPG 0% tại thị trường này.

Định giá hiện phù hợp với triển vọng của các doanh nghiệp có tính chu kỳ cao. VHC hiện đang giao dịch với mức PB cho 2025/26 là 1.3/1.2, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình 5 năm là 1.8, phản ánh triển vọng cạnh tranh cao hơn tại thị trường Mỹ và bất ổn thuế quan. Trái lại, PB cho 2025/26 của DBC đang ở mức 1.4x/1.3x cho 2025/26, tương đối phù hợp với mức trung bình quá khứ 5 năm là 1.3 lần. Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** với cả 2 doanh nghiệp sau khi VHC và DBC đều có đà tăng khoảng 45% và tiệm cận/vượt mức giá mục tiêu gần nhất.

Trung lập

Khuyến nghị

DBC	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 35,100
VHC	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 54,500

Xây dựng

Đầu tư công bắt tốc về cuối năm

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh
 (+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

10/07/2025

Xây dựng dân dụng hồi phục nhờ nguồn cung dự án Bất động sản nhà ở gia tăng. 1Q2025, số dự án và căn hộ được cấp phép xây mới lần lượt đạt 26 dự án (+37% yoy) và 15,780 căn hộ (+61% yoy). Chúng tôi kỳ vọng ngành bất động sản dân dụng sẽ tiếp tục phục hồi trong nửa cuối 2025 do hành lang pháp lý hoàn thiện giúp tăng tốc khởi thông nhiều dự án, tuy nhiên thị trường vẫn cần theo dõi thêm rủi ro từ chính sách tiền tệ và khả năng hấp thụ thực tế của người mua.

Ngành xây dựng công nghiệp trong nửa cuối năm 2025 chịu áp lực từ tác động của thuế đối ứng. Nhu cầu về khu công nghiệp sẽ khó có thể giữ được đà tăng trưởng mạnh như giai đoạn 2018–2024. Tuy vậy, do mức chênh lệch thuế đối ứng giữa Việt Nam và các quốc gia khác không nhiều, Việt Nam kỳ vọng sẽ vẫn duy trì được sức hấp dẫn tương đối trong mắt các nhà đầu tư, hỗ trợ nhu cầu xây dựng khu công nghiệp tiếp tục tăng trưởng ổn định. Xây dựng nhà xưởng xuất khẩu 2H2025 dự kiến sẽ tăng trưởng chậm lại, trong khi mảng xây dựng phục vụ nhu cầu nội địa và logistics khu vực được kỳ vọng duy trì tích cực hơn.

Nửa cuối năm 2025, ngành xây dựng hạ tầng được kỳ vọng duy trì tăng trưởng tích cực nhờ đã giải ngân vốn đầu tư công mạnh. Kế hoạch giải ngân đầu tư công 2025 là 860 nghìn tỷ VND, tăng 16% so với kế hoạch 2024. Số lũy kế giải ngân 6 tháng đầu năm ước đạt hơn 268 nghìn tỷ VND, hoàn thành 32.5% kế hoạch so với mức 28% cùng kỳ 2024. Diễn biến này cho thấy tiến độ giải ngân đang được cải thiện rõ rệt, tạo động lực tích cực cho các doanh nghiệp thi công hạ tầng, giúp duy trì nguồn công việc ổn định và cải thiện dòng tiền trong nửa cuối năm 2025. Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh chính thức thông qua từ quý 2/2025 đảm bảo nguồn công việc dài hạn cho các doanh nghiệp xây lắp điện, đặc biệt trong mảng truyền tải và năng lượng tái tạo. Bên cạnh đó, Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư PPP có hiệu lực từ 1/7/2025 với cơ chế hỗ trợ tài chính trong giai đoạn vận hành và nâng tỷ lệ vốn nhà nước hỗ trợ từ tối đa 50% lên 70%, cùng với danh sách 11 dự án BOT được Bộ Xây dựng đề xuất nhận hỗ trợ từ ngân sách, sẽ góp phần trực tiếp cải thiện bài toán tài chính, tác động tích cực đến dòng tiền của các doanh nghiệp BOT.

Chúng tôi duy trì quan điểm Tích cực đối với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng và hạ tầng nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản cũng như nỗ lực đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý bao gồm PC1, HHV và VCG, hiện đang giao dịch ở giá tương đối hấp dẫn với P/B đều đang ở mức thấp hơn trung bình 5 năm, đồng thời tiềm năng tăng trưởng được đảm bảo với nguồn cung công việc lớn và ổn định nhờ hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ đầu tư công, quy hoạch điện VIII và các dự án cao tốc trọng điểm đang được đẩy mạnh triển khai.

Tích cực duy trì

Recommendations	
PC1	MUA
Giá mục tiêu	26,700 VND
HHV	MUA
Giá mục tiêu	14,500 VND
VCG	MUA
Giá mục tiêu	25,000 VND

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích cao cấp

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Tích cực:	Trung lập:	Tiêu cực:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.