

Triển vọng TTCK 4Q2025

Khởi 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 1,814 điểm (tăng mạnh so với mức 1530 điểm trong báo cáo gần nhất. Vùng điểm này tương ứng:

- Mức tăng ước tính 18.6% yoy của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX. Mức tăng này cao hơn dự báo chúng tôi đưa ra trong báo cáo gần nhất ở 15%, phản ánh quan điểm tích cực hơn về tác động của những chính sách kích thích kinh tế của Chính phủ, trong khi vấn đề thuế quan không nghiêm trọng như lo ngại ban đầu.
- Mức P/E mục tiêu là 16.7 lần (theo cách tính của Bloomberg), tương đương với mức P/E bình quân 5 năm gần nhất, và nhỉnh hơn mức 16.3 hiện tại. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý cho TTCK Việt Nam trong bối cảnh thị trường đang có nhiều động lực hỗ trợ, bao gồm: môi trường lãi suất thấp được duy trì, kinh tế tăng trưởng cao hỗ trợ doanh nghiệp mở rộng hoạt động kinh doanh, cung tiền M2 được đẩy mạnh (tương ứng với mức tăng trưởng tín dụng cao), thúc đẩy giải ngân đầu tư công và nâng hạng thị trường.

Hai yếu tố rủi ro đáng chú ý đối với thị trường trong quý 4 là vấn đề tỷ giá và thuế “chuyển tiếp” (transshipment). Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng giai đoạn căng thẳng nhất của tỷ giá đã qua. Dù áp lực tỷ giá có thể quay trở lại ở 1 vài thời điểm khi chỉ số Dollar Index tăng trở lại, tuy nhiên nhìn chung sẽ càng ngày càng giảm bớt về cuối năm. Trong khi đó, chúng tôi cũng đẩy lui rủi ro thuế “chuyển tiếp” sang năm 2026 thay vì cuối năm nay.

Chúng tôi cập nhật các chủ điểm đầu tư triển vọng trong thời gian tới bao gồm: Nâng hạng thị trường, Đầu tư công, và Khởi thông pháp lý.

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

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

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

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

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

10/10/2025

Table of contents

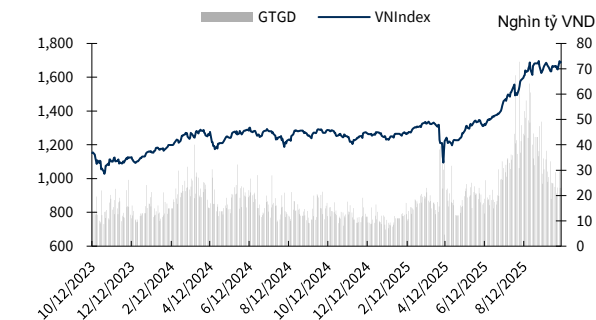
I. TRIỂN VỌNG TTCK 4Q 2025	3
II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	6
III. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ TTCK	8
1. Vĩ mô thế giới – Khi khoảng tối tạm lánh	8
2. Vĩ mô Việt Nam – ổn định vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng	12
IV. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ	15
1. Nâng hạng thị trường	16
2. Đầu tư công	18
3. Khởi thông pháp lý	21
V. DANH MỤC ĐẦU TƯ MẪU	23
VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH	24
Ngân hàng	25
Ngành chứng khoán	26
Bất động sản dân cư	27
BDS Khu công nghiệp	28
Logistics	29
Xây dựng	30
Thép	31
Ống nhựa	32
Bán lẻ	33
Thực phẩm và đồ uống	34
Thủy sản – Chăn nuôi	35
Ngành Công nghệ	36
Ngành điện	37

I. Triển vọng TTCK 4Q 2025

TTCK Việt Nam tăng điểm tích cực trong 9 tháng đầu năm

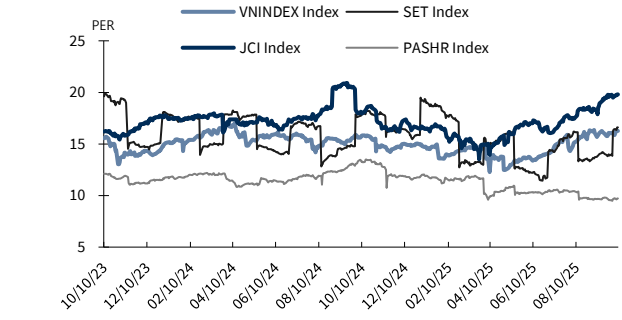
TTCK Việt Nam có diễn biến tăng tích cực trong 9 tháng đầu năm 2025 với biến động được chia làm 3 giai đoạn chính. Giai đoạn đầu kéo dài từ đầu năm đến trước thời điểm công bố thuế quan đối ứng ngày 2/4, chỉ số VNIndex tăng ổn định với động lực đến từ các kỳ vọng về chính sách thúc đẩy kinh tế trong 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, sau đó phục hồi mạnh cho đến giữa tháng 8 với sự đóng góp đáng chú ý đến từ nhóm cổ phiếu họ Vingroup. Giai đoạn 3 kéo dài cho đến hết quý 3, thị trường đi ngang, biến động giằng co đợi thông tin nâng hạng của FTSE. Tính từ đầu năm đến hết quý 3, chỉ số VNIndex tăng 31% về điểm số, đồng thời tăng 31% về giá trị giao dịch so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



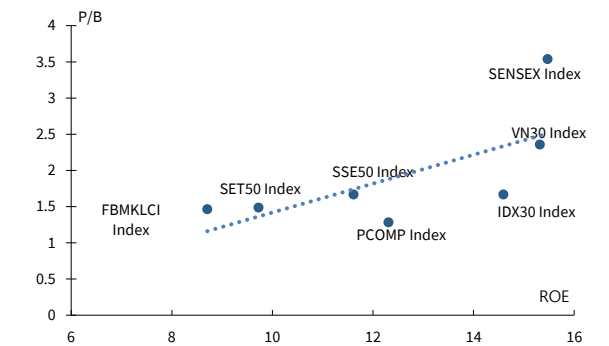
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



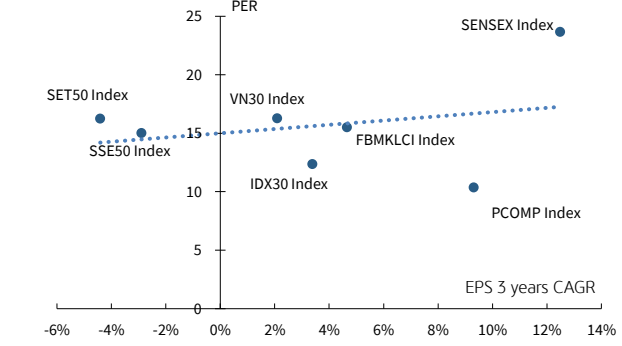
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Nhìn chung, bước sang quý 4, chúng tôi kỳ vọng các động lực tăng trưởng của thị trường trong vài quý gần đây vẫn sẽ tiếp tục được duy trì và mở rộng:

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

Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường lên mức 18.6% (từ 16.7% ở báo cáo Triển vọng TTCK 2025). Việc điều chỉnh này mang hàm ý tích cực hơn về các khía cạnh của kinh tế vĩ mô, cũng như về hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh chính sách tài khóa và tiền tệ nới lỏng, chúng tôi nhận thấy những nỗ lực của Chính Phủ trong việc thúc đẩy kinh tế tư nhân, tập trung vào những đầu tàu công nghiệp – tài chính và khởi thông những rào cản về mặt chính sách, pháp lý đã và đang phát huy hiệu quả giúp hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khởi sắc. Đây là 1 định hướng phù hợp khi mà các doanh nghiệp trong nước cần đóng vai trò đầu tàu thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh khu vực FDI đang có dấu hiệu chững lại do ảnh hưởng bởi thuế quan.

Chính sách nới lỏng tài khóa và tiền tệ được duy trì để hỗ trợ tăng trưởng

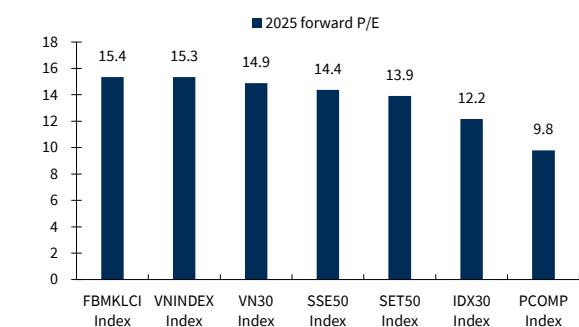
Việc duy trì chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng sẽ là yếu tố then chốt để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng GDP trên 8% năm 2025 và hướng tới 10% năm 2026. Dù áp lực tỷ giá và rủi ro lạm phát tiềm ẩn có thể giới hạn dư địa chính sách, mặt bằng lãi suất được kỳ vọng duy trì ở mức thấp (hoặc chỉ tăng nhẹ) đến hết năm, tạo điều kiện cho tín dụng tăng mạnh, ước đạt khoảng 20% YoY. Bên cạnh đó, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, hỗ trợ doanh nghiệp tư nhân và tháo gỡ khó khăn cho lĩnh vực bất động sản sẽ tiếp tục là những động lực chủ chốt thúc đẩy thị trường chứng khoán Việt Nam trong quý 4/2025.

Môi trường vĩ mô quốc tế thuận lợi với kỳ vọng FED có 2 lần hạ lãi suất

Thị trường chứng khoán toàn cầu 2H2025 tiếp tục được ủng hộ trong bối cảnh cắt giảm lãi suất của các NHTW lớn. Đồng thời, nền kinh tế toàn cầu vẫn duy trì đà phục hồi, dù tốc độ tăng trưởng dự báo có xu hướng chậm lại.

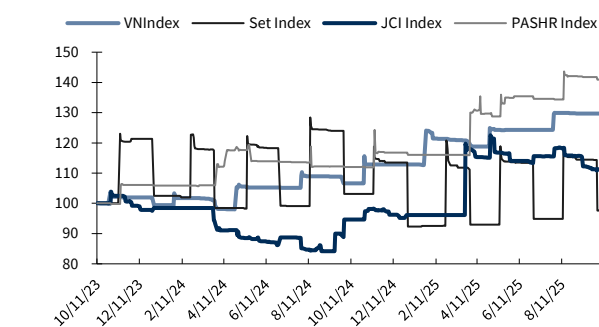
Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng những bất định lớn nhất về căng thẳng thương mại toàn cầu đã qua đi khi Mỹ công bố chính sách thuế đối ứng vào cuối tháng 7/2025. Điều này sẽ là cơ sở để dòng vốn ngoại quay trở lại Việt Nam, trong bối cảnh Việt Nam đã có quyết định được nâng hạng vào tháng 9/2026 theo FTSE. Chúng tôi đẩy lui tác động của rủi ro về thuế chuyển tiếp “transshipment” sang năm 2026 (xem thêm ở phần sau của báo cáo).

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 1,814 điểm

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex đạt mức 1,814 điểm, tương ứng mức tăng trưởng EPS toàn thị trường 18.6% (như phân tích ở phần sau báo cáo), và mức định giá P/E của VNIndex ở 16.7 (tương đương quanh mức bình quân 5 năm gần nhất).

Vùng định giá P/E này là tích cực hơn tương đối so với con số dự báo chúng tôi đưa ra trong báo cáo “Triển vọng 6 tháng cuối năm 2025” với giả định quan trọng là việc đẩy lùi rủi ro thuế quan liên quan đến vấn đề transshipping sang nửa đầu năm 2026. Trong khi đó, các động lực tăng trưởng mạnh mẽ trong nước vẫn được duy trì với mặt bằng lãi suất thấp, tín dụng được định hướng đầy mạnh, đi kèm các chính sách tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp bất động sản, thúc đẩy tiêu dùng nội địa... nhằm đạt mục tiêu tăng trưởng GDP trên 8%. Hơn nữa, việc Việt Nam được thông báo chính thức nâng hạng lên thị trường mới nổi theo FTSE cũng là yếu tố giúp cải thiện định giá của thị trường, cũng như thu hút dòng vốn ngoại quay trở lại.

Mặc dù vậy, trong kịch bản vấn đề transshipping quay trở lại trong quý 4, với mức thuế 40% được áp dụng với hàng hóa Việt Nam không đạt tỷ lệ nội địa hóa cao (60-70%), tác động lên vĩ mô và thị trường chứng khoán sẽ ở mức độ nghiêm trọng hơn. Các đánh giá chi tiết sẽ được chúng tôi cập nhật khi vấn đề này xảy ra.

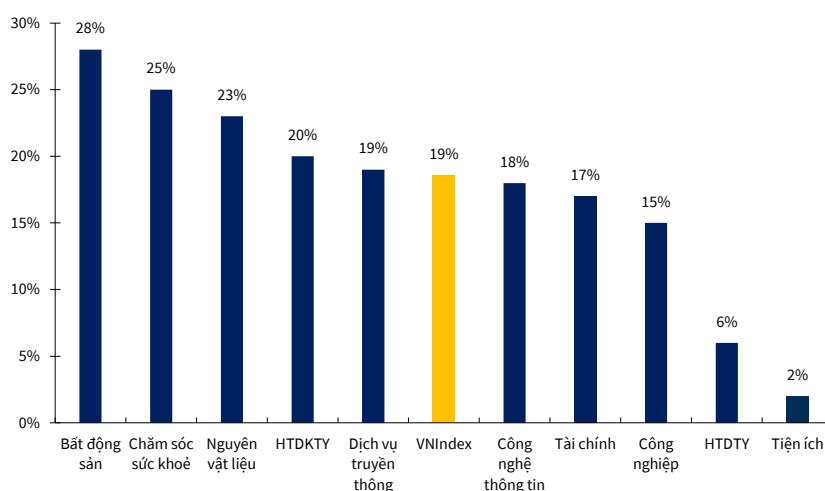
II. Hoạt động kinh doanh

Chúng tôi nâng dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2025 đạt 19% YoY (tăng 4 điểm % so với dự phóng trong báo cáo lần trước)

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 15% ở báo cáo gần nhất lên mức 19% YoY (Biểu đồ 7). Việc điều chỉnh này mang hàm ý tích cực hơn về các khía cạnh của kinh tế vĩ mô, cũng như về hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Bên cạnh chính sách tiền tệ và tài khóa nới lỏng, chúng tôi nhận thấy những nỗ lực của Chính Phủ trong việc thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân, tập trung vào những đầu tàu công nghiệp – tài chính và khơi thông những rào cản về mặt chính sách, pháp lý nhằm bù đắp một số tín hiệu chậm lại của khu vực FDI.

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



Bất động sản và Nguyên vật liệu dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận toàn sàn

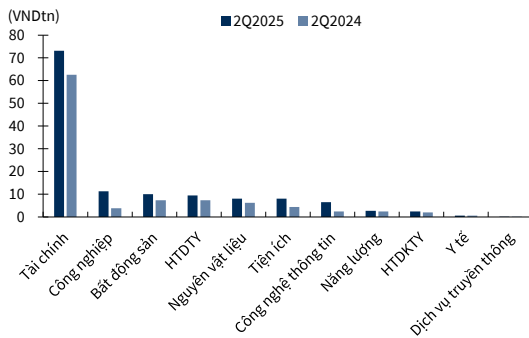
Dựa vào tình hình bối cảnh chung của kinh tế vĩ mô, đánh giá xu hướng ngành, kết hợp dự phóng cụ thể ở nhóm doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi đưa ra dự phóng như sau:

- Các nhóm ngành dẫn dắt: Dẫn đầu đà tăng trưởng là các nhóm ngành có độ nhạy cao với chính sách kinh tế trong nước và chu kỳ kinh tế, bao gồm Bất động sản (+28%), Nguyên vật liệu (+23%), Chăm sóc sức khỏe (+25%), Hàng tiêu dùng không thiết yếu (+20%). Sự phục hồi của các nhóm này được củng cố bởi các chính sách hỗ trợ then chốt của Chính phủ, như:
 - Khơi thông pháp lý và môi trường lãi suất thấp cho các dự án Bất động sản.
 - Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, thúc đẩy nhu cầu cho nhóm Nguyên vật liệu.
 - Chính sách tiền tệ nới lỏng và các biện pháp kích cầu hỗ trợ

cho Hàng tiêu dùng không thiết yếu.

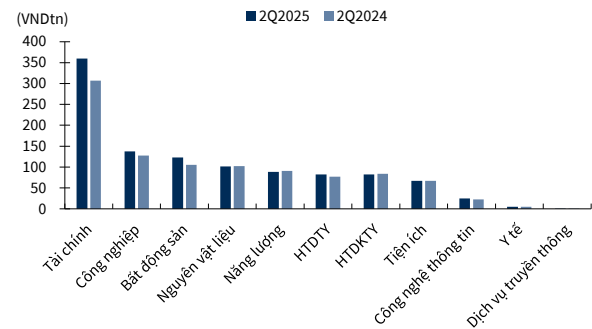
- Các nhóm ngành tăng trưởng thấp hơn: Ở chiều ngược lại, một số nhóm ngành được dự báo có tốc độ tăng trưởng khiêm tốn hơn, bao gồm Công nghiệp (+15%), Hàng tiêu dùng thiết yếu (+6%) và Tiện ích (+2%). Tăng trưởng của các nhóm này nhạy cảm hơn với các yếu tố bên ngoài, đặc biệt là các rủi ro liên quan đến biến động thương mại toàn cầu. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng chững lại của dòng vốn FDI cũng có thể tác động đến nhu cầu đối với các dịch vụ công nghiệp và tiện ích. Riêng với nhóm Hàng tiêu dùng thiết yếu, tốc độ tăng trưởng thấp hơn phản ánh đặc tính phòng thủ và nhu cầu ổn định của ngành. Do đó, nhóm này thường ít có khả năng tạo ra sự tăng trưởng đột biến trong giai đoạn kinh tế phục hồi so với các nhóm mang tính chu kỳ khác.

Biểu đồ 8. Doanh thu Q2 2025 so với cùng kỳ



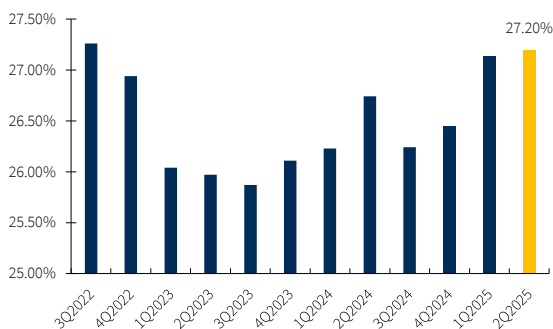
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 9. Lợi nhuận Q2 2025 so với cùng kỳ



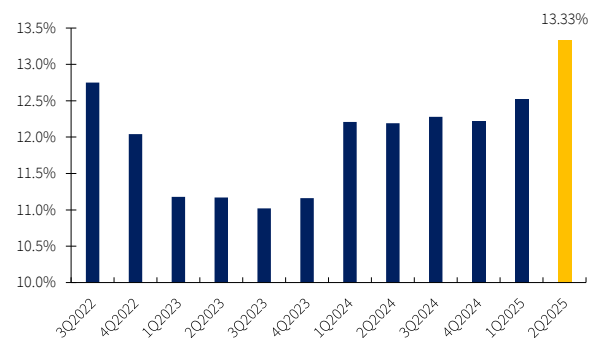
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 10. Biên lợi nhuận ròng trung bình trên toàn VNINDEX



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 11. Biên lợi nhuận gộp trung bình trên toàn VNINDEX



Nguồn: Bloomberg, KBSV

III. Bối cảnh vĩ mô và TTCK

1. Vĩ mô thế giới – Khi khoảng tối tạm lánh

Thị trường chứng khoán toàn cầu 2H2025 tiếp tục được hỗ trợ trong bối cảnh các NHTW lớn đồng loạt cắt giảm lãi suất. Đồng thời, nền kinh tế toàn cầu vẫn duy trì đà phục hồi, dù tốc độ tăng trưởng có xu hướng chậm lại. Theo OECD, dự báo năm 2025 và 2026, tăng trưởng GDP toàn cầu đạt lần lượt 3.2% YoY và 2.9% YoY, giảm nhẹ so với mức tăng ấn tượng ghi nhận trong năm 2024 (3.3% YoY). Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng những bất định lớn nhất về căng thẳng thương mại toàn cầu đã qua đi khi Mỹ công bố chính sách thuế đối ứng vào cuối tháng 7/2025.

Tuy nhiên, NĐT vẫn cần lưu ý đến khả năng căng thẳng trong Tradewar 2.0 có thể gia tăng trở lại, do Mỹ chưa công bố cụ thể các điều kiện để áp dụng mức thuế 40% đối với các mặt hàng “Transshipment”. Ngoài ra, một số rủi ro địa chính trị vẫn hiện hữu, điển hình như căng thẳng tại Nga – Ukraine, Israel – Iran, v.v.

Dự báo FED cắt giảm 2 lần lãi suất trong phần còn lại của năm 2025

FED tiếp tục chuyển trọng tâm vào việc thúc đẩy thị trường lao động, đồng thời chấp nhận một mức lạm phát cao hơn. Do đó, với những dữ kiện gần đây chúng tôi kỳ vọng FED sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất thêm 2 lần (25bps/lần) trong phần còn lại của năm 2025, cụ thể:

(1) Thị trường lao động tại Mỹ đang suy yếu

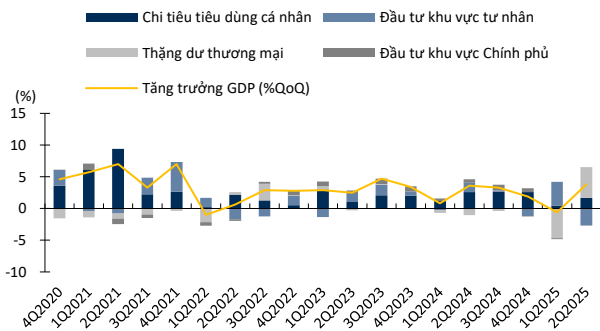
Báo cáo về tỷ lệ thất nghiệp trong tháng 8 của Mỹ ghi nhận mức 4.3% - cao nhất trong 4 năm gần đây. Bên cạnh đó, mức tăng trưởng việc làm mới cũng suy giảm rõ rệt, đạt trung bình 130,000 việc làm/tháng trong nửa đầu năm 2025, thấp hơn đáng kể với mức 168,000 việc làm/tháng ghi nhận năm 2024.

(2) Nền kinh tế dự báo chậm lại

Dự báo tăng trưởng kinh tế Mỹ sẽ có dấu hiệu chậm lại trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026 (biểu đồ 14). Nguyên nhân chủ yếu do chi tiêu tiêu dùng sẽ chịu áp lực đáng kể khi mức thuế nhập khẩu trung bình vào Mỹ tăng mạnh lên 16.3% vào cuối tháng 8/2025, kể từ mức trung bình 2.2% năm 2024 (biểu đồ 15)

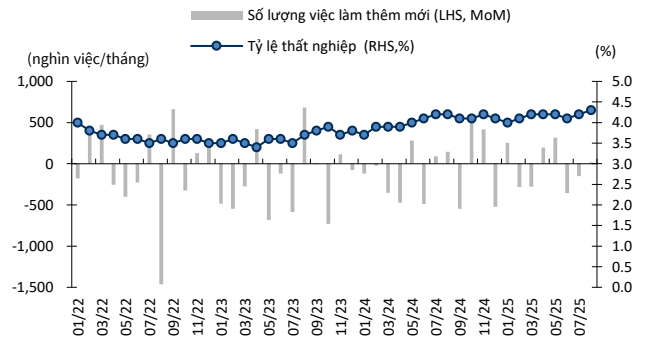
Ngoài ra, theo công cụ FedWatch của CME Group, thị trường dự báo FED sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất 2 lần trong 2 cuộc họp vào tháng 10 và tháng 11 năm 2025, với việc cắt giảm 25bps/lần.

Biểu đồ 12. Tăng trưởng kinh tế Mỹ (%QoQ)



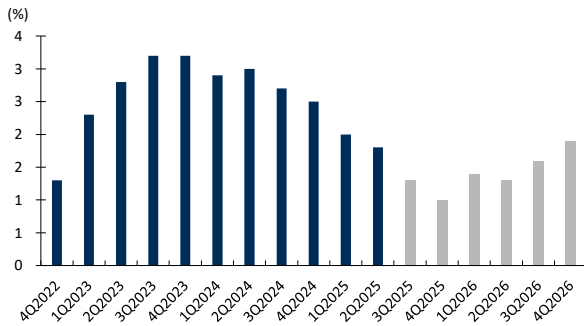
Nguồn: U.S. Bureau of Economic Analysis, KBSV

Biểu đồ 13. Tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ và số lượng việc làm tăng/giảm theo tháng



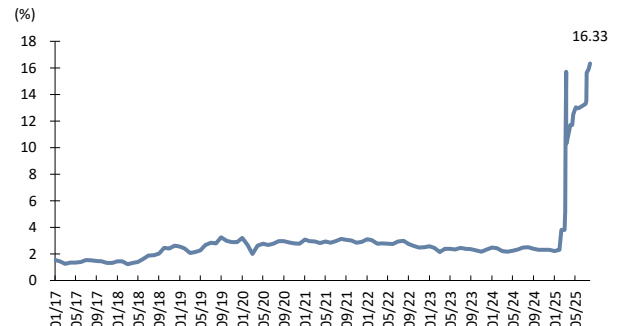
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Dự báo đồng thuận tăng trưởng kinh tế Mỹ (%QoQ)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 15. Thuế nhập khẩu trung bình vào Mỹ



Nguồn: U.S. Conference Board - CB, KBSV

Dự báo đồng USD sẽ duy trì xu hướng giảm

Chúng tôi duy trì quan điểm đồng USD sẽ duy trì xu hướng giảm trong phần còn lại của năm 2025, mặc dù có thể xuất hiện một số nhịp phục hồi ngắn hạn, nguyên nhân chủ yếu đến từ:

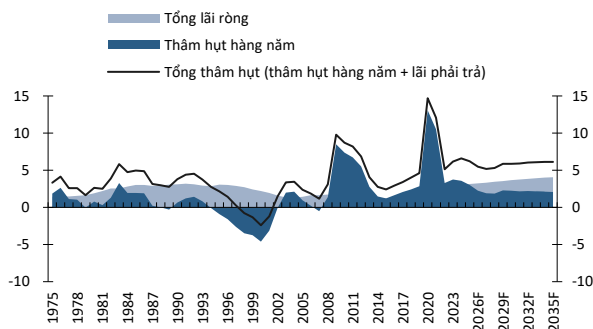
(1) Dự báo nợ công Mỹ tiếp tục gia tăng

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 một phần giải thích cho việc đồng USD tiếp tục giảm giá bất chấp mức lợi suất trái phiếu tăng;

(2) Dự báo FED cắt giảm lãi suất mạnh hơn so với các ngân hàng trung ương khác trong những tháng tới

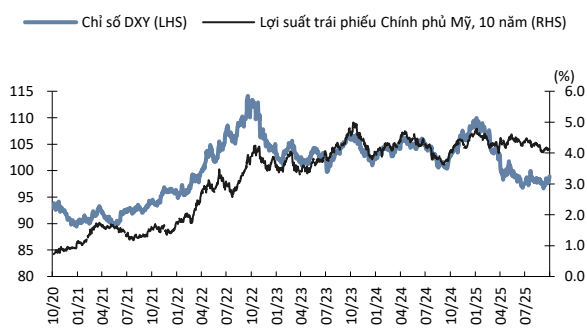
Các ngân hàng trung ương lớn như ECB, BOJ và Trung Quốc đang tiến gần đến giai đoạn cuối của chu kỳ cắt giảm lãi suất. Ngược lại, dự báo cho thấy Fed sẽ tiếp tục cắt giảm lãi suất vào cuối năm 2025 và trong năm 2026, đặc biệt khi thị trường lao động Mỹ có dấu hiệu suy yếu. Xu hướng này dự kiến sẽ tạo áp lực làm suy yếu đồng USD.

Biểu đồ 16. Nợ công của Mỹ



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Chỉ số DXY và lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 18. Dự báo đồng thuận chỉ số DXY

Thời gian dự báo	Tên Tổ chức	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	2026	2027	2028
	Trung bình	96.3	96.1	95.5	94.8	94.3	92.8	91.6
10/07/25	OCBC Bank	96.6	96	95.5	95	94.5	92.8	91.6
09/24/25	Citigroup	98	99.9	101.8	101.3	100.9	99.5	98
09/16/25	NAB/BNZ	93.3	91.8	90.5	89.6	88.9	--	--
09/11/25	Maybank Singapore	98	97.1	96.1	95.2	94.5	92	91.3
09/10/25	Australia & New Zealand Bank- ing Group	95	94.1	93.4	92.6	91.9	--	--
09/05/25	United Overseas Bank	96.3	95.4	94.6	93.9	93	91.5	91.5
07/02/25	MUFG	95.1	93.5	92.7	--	--	--	--
05/21/25	DBS Group	97.8	96.5	--	--	92.5	--	--

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tradewar 2.0 sự bất định vẫn hiện hữu với mức thuế cho hàng hóa Transshipment

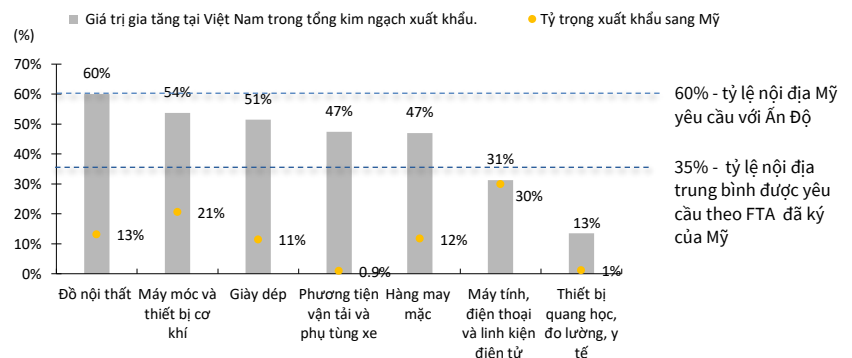
Các mức thuế đối ứng đã được Mỹ áp dụng kể từ 7/8/2025 (bảng 19). Tuy nhiên, sự bất định vẫn hiện hữu ở mức thuế 40% đối với hàng hóa Transshipment – một biện pháp nhằm hạn chế hàng hóa lách xuất xứ được nhập khẩu vào Mỹ. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng việc áp mức thuế 40% đối với hàng hóa Transshipment sẽ tiếp tục bị trì hoãn trong phần còn lại của 2025, do:

- (1) **Giảm tác động lên nền kinh tế của Mỹ.** Hiện tại mức thuế nhập khẩu bình quân vào Mỹ đã tăng lên mức 16.3% vào cuối tháng 8/2025, dự báo PCE của Mỹ sẽ tăng lên mức 3.2% vào cuối 2025. Theo nghiên cứu của FED 2018, nếu thuế nhập khẩu trung bình vào Mỹ tăng 5%, thì tương đương GDP sẽ giảm 0.7% và lạm phát tăng 0.4%. Vì vậy, trong bối cảnh kinh tế Mỹ đang chậm lại và thị trường lao động suy yếu, chúng tôi kỳ vọng Mỹ sẽ chưa áp dụng mức thuế 40% đối với hàng hóa Transshipment, nhằm hạn chế các tác động tiêu cực lên nền kinh tế.
- (2) **Các cuộc đàm phán về tỷ lệ nội địa hóa của Mỹ yêu cầu với các đối tác thương mại chưa có kết quả cụ thể.** Mỹ cũng đã từng có các cuộc đàm phán về mức tỷ lệ nội địa yêu cầu với Ấn Độ, Thái Lan (Mỹ yêu cầu mức quanh 60%). Tuy vậy, các cuộc đàm phán này đều không đạt được thỏa thuận.

Bảng 19. Các mức thuế đối ứng mới được công bố đối với một số Quốc gia

Quốc gia	Thuế đối ứng (áp dụng từ 7/8/2025)
Brazil	10%
Vương quốc Anh	10%
Afghanistan	15%
Angola	15%
EU	15%
Nhật Bản	15%
New Zealand	15%
Hàn Quốc	15%
Campuchia	19%
Indonesia	19%
Malaysia	19%
Pakistan	19%
Philippines	19%
Thái Lan	19%
Bangladesh	20%
Đài Loan	20%
Việt Nam	20%
Ấn Độ	25%
Trung Quốc	34%
Lào	40%
Myanmar	40%

Nguồn: whitehouse.gov, KBSV

Biểu đồ 20. Giá trị gia tăng tại Việt Nam trong tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2024

Nguồn: ITC, Bảng Cân đối Liên ngành Việt Nam (GSO), OECD, KBSV

* Số liệu ước tính có thể bị ảnh hưởng do sự khác nhau giữa các thống kê về mặt hàng của các tổ chức và ảnh hưởng của sai số khi ước tính tỷ trọng nhập khẩu sử dụng cho tiêu dùng cuối cùng trong nước và sử dụng cho sản xuất để xuất khẩu, ước tính sai số nhỏ hơn 5%.

2. Vĩ mô Việt Nam – ổn định vĩ mô, thúc đẩy tăng trưởng

Tăng trưởng kinh tế sẽ tiếp tục được thúc đẩy bởi các lĩnh vực đầu tư công và tiêu dùng bán lẻ

Kim ngạch xuất khẩu tháng 8 tăng trưởng +15.4% YoY nhưng đang có xu hướng giảm tốc kỳ từ sau giai đoạn tháng 4-5/2025. Điều này phù hợp với dự báo của chúng tôi về áp lực tăng trưởng xuất khẩu sau giai đoạn đẩy mạnh đơn hàng (front loading) trước khi mức thuế quan mới có hiệu lực. KBSV dự báo hoạt động xuất khẩu sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn cuối năm do mùa cao đơn hàng để phục vụ cho dịp lễ cuối năm. Do tăng trưởng trong giai đoạn đầu năm khá ấn tượng, dự kiến kim ngạch xuất nhập khẩu cho cả năm nay vẫn đạt 15% YoY.

Để đạt mục tiêu tăng trưởng trên 8% năm 2025, nền kinh tế cần sự dẫn dắt từ các lĩnh vực khác trong nền kinh tế, tiêu biểu là (1) giải ngân đầu tư công và (2) tiêu dùng nội địa, bên cạnh sự hồi phục của thị trường BĐS. Đối với lĩnh vực đầu tư công, giải ngân lũy kế 8T2025 đạt 409 nghìn tỷ đồng (+50% YoY) – tương ứng hoàn thành 46% kế hoạch năm. Mức cải thiện rõ so với các năm trước, cho thấy quyết tâm của Chính phủ và khẳng định vai trò then chốt của lĩnh vực này trong tăng trưởng GDP. Đối với lĩnh vực bán lẻ, mặc dù phục hồi còn chậm trong những tháng đầu năm, chúng tôi kỳ vọng tiêu dùng nội địa sẽ khởi sắc hơn trong giai đoạn cuối năm nhờ (i) Công điện số 179/CT-TTg của Thủ tướng về các giải pháp phát triển thị trường trong nước; (ii) nhu cầu gia tăng trong dịp lễ, Tết cuối năm; và (iii) mặt bằng lãi suất duy trì ở mức thấp.

Tỷ giá hạ nhiệt sau những biện pháp can thiệp của NHNN, dự kiến sẽ ổn định hơn về cuối năm

Chúng tôi cho rằng môi trường vĩ mô ổn định sẽ là điều kiện tiên quyết để đạt mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao. Trong quý 3 tỷ giá tiếp tục leo thang, có thời điểm tăng tới 3.7% YTD, phù hợp dự báo về những giai đoạn căng thẳng tỷ giá trong [báo cáo vĩ mô 2H2025](#). Trước diễn biến đó, NHNN đã có biện pháp can thiệp thông qua 2 đợt bán DTNH (kỳ hạn 180 ngày) trong tháng 8 và tháng 10 với tổng khối lượng ~2.9 tỷ USD, nhờ vậy tỷ giá tạm thời hạ nhiệt. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các yếu tố chính giúp tỷ giá ổn định hơn trong quý 4 sẽ đến từ (1) kỳ vọng Fed có thêm 1-2 đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2025, và thêm 2-3 lần trong năm 2026; (2) mùa cao điểm xuất khẩu, thấp điểm nhập khẩu cũng như nguồn kiều hối về nước sẽ gia tăng cung ngoại tệ. KBSV giữ nguyên kỳ vọng tỷ giá USDVND tăng không quá 4% trong năm 2025.

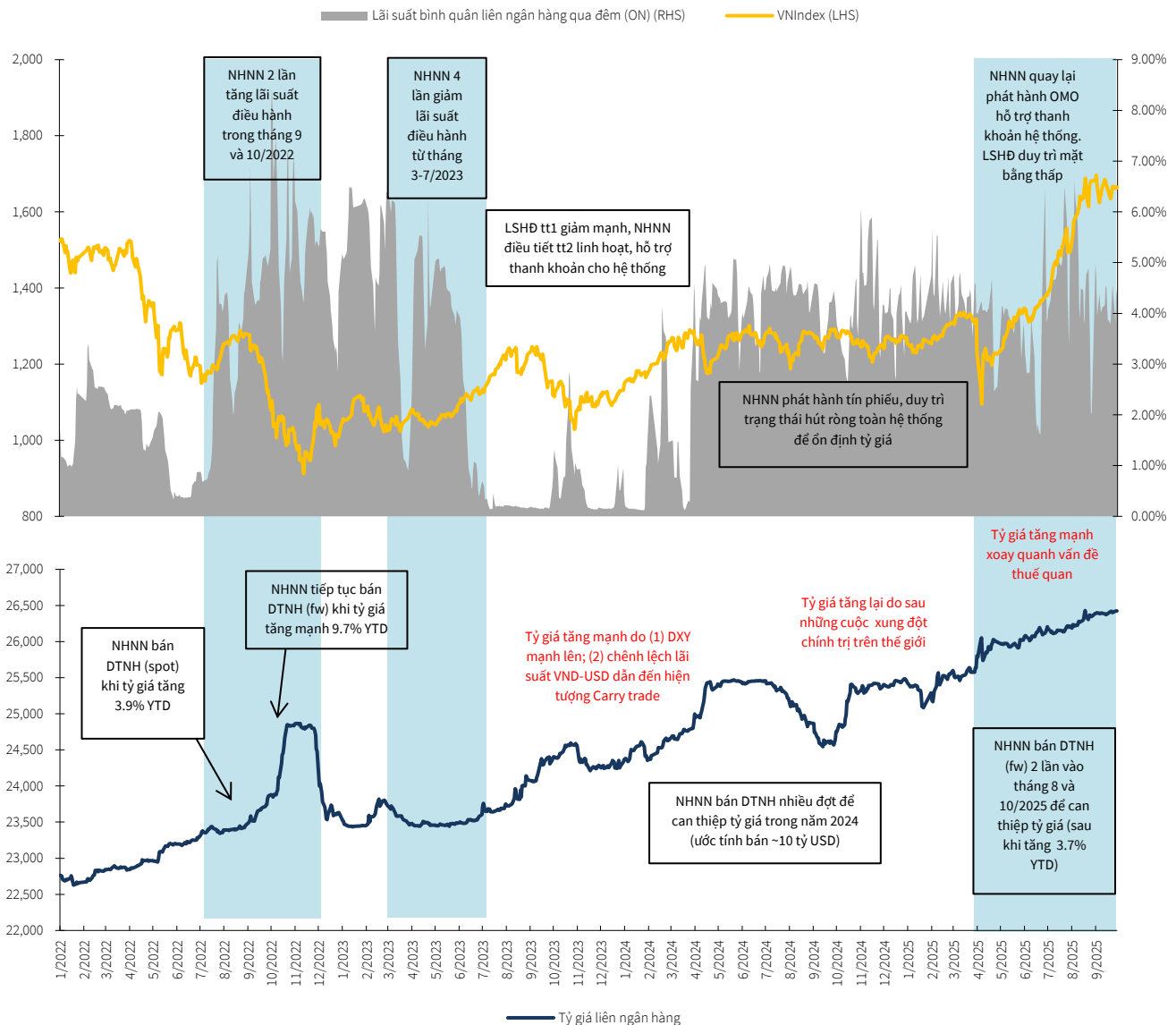
Mặt bằng lãi suất đã tạo đáy, duy trì xu hướng ổn định cho đến hết năm 2025

Với định hướng nới lỏng hỗ trợ kinh tế, mặt bằng lãi suất được duy trì ở mức thấp nhất trong lịch sử (lãi suất trung bình các khoản vay mới đang ở mức 6.52% - giảm 0.41% so với đầu năm 2024). Chính sách này đang cho thấy hiệu quả về mức độ tiếp cận vốn của doanh nghiệp và người dân, nhờ vậy tăng trưởng tín dụng 9 tháng đạt hơn 13.4% YTD (tính đến ngày 25/9) – và là mức tăng trưởng cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. Dự báo chính sách nới lỏng tiền tệ sẽ tiếp tục duy trì cho đến hết năm 2025 khi lạm phát và tỷ giá vẫn đang ở trong mức kiểm soát. Theo đó, lãi suất cho vay theo chúng tôi đã tạo đáy, sẽ duy trì ở mức hiện tại trong quý 4. Trong khi đó, áp lực tăng LSHĐ vẫn đang hiện hữu để đáp ứng cho nhu cầu tín dụng tăng mạnh về cuối năm, đặc biệt là nhóm NHTM quy mô nhỏ.

Xu hướng tăng của thị trường sẽ tiếp tục được hỗ trợ nhờ điều kiện tương đối thuận lợi của vĩ mô

Về tổng thể, KBSV đánh giá điều kiện hiện tại tương đối thuận lợi để thị trường duy trì xu hướng tăng dài hạn nhờ (1) lãi suất duy trì ở mức thấp ít nhất đến hết 2025, tín dụng được đẩy mạnh giúp gia tăng cung tiền M2; (2) tỷ giá trong tầm kiểm soát nhờ chính sách điều hành linh hoạt của NHNN, giai đoạn căng thẳng nhất nhiều khả năng đã qua; và (3) các động lực bổ sung từ câu chuyện nâng hạng cùng sự phục hồi KQKD doanh nghiệp. Quả khứ cho thấy các giai đoạn tỷ giá ổn định, lãi suất duy trì mức thấp, M2 tăng trưởng cao, TTCK Việt Nam thường có xu hướng tăng trưởng mạnh (Biểu đồ 20, 21)

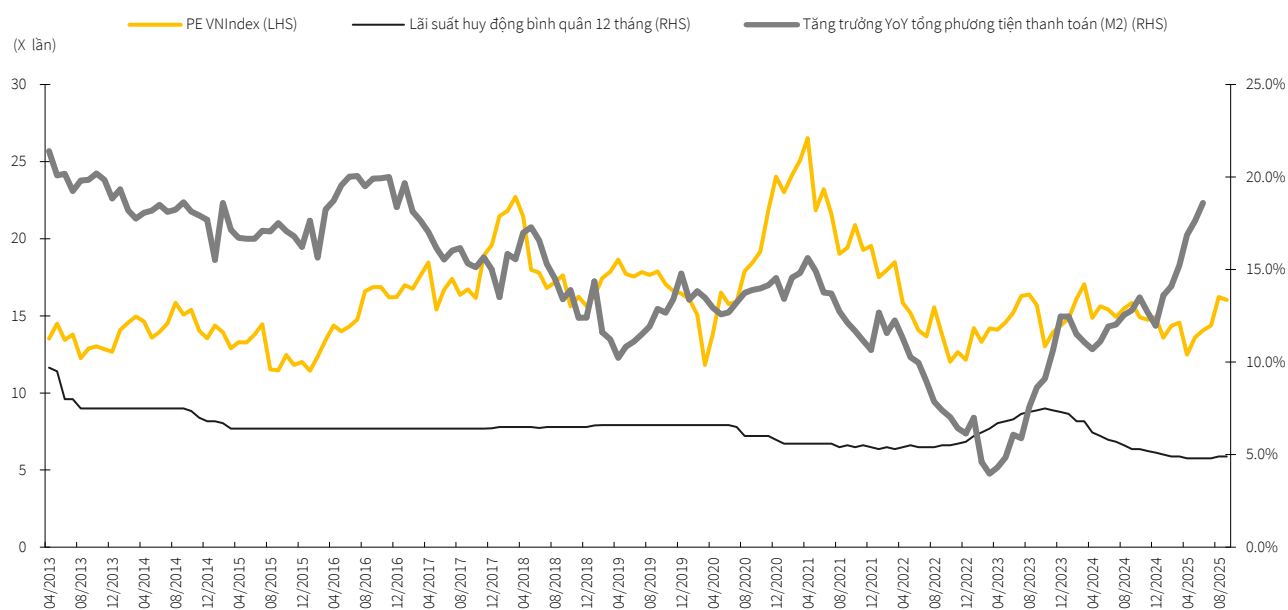
Biểu đồ 20. Mối liên hệ giữa VNIndex, lãi suất LNH (ON), giá và chính sách điều hành của NHNN



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV

Chú thích: DTNH – Dự trữ ngoại hối, Spot – giao ngay, Fw – kỳ hạn

Vùng bôi đậm – thị trường tăng khi tỷ giá ổn định, lãi suất huy động thấp và ngược lại thị trường nhạy cảm với những thời điểm tỷ giá tăng mạnh

Biểu đồ 21. Mối liên hệ giữa P/E của VNIndex, lãi suất huy động 12T, cung tiền M2

Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, KBSV

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 hạ tầng, VLXD, xây lắp điện	GEG, REE, PC1, TV2, VCG, HHV, VLB, HPG
Khởi thông pháp lý	Bất động sản, xây dựng	VHM, KDH, NLG, DXG, HDG

Chúng tôi cập nhật 3 chủ đề đầu tư mang tính chất dẫn dắt trong quý 4 bao gồm Nâng hạng thị trường, Đầu tư công, và Khởi thông pháp lý. Cả 3 chủ đề này đều là các động lực quan trọng hỗ trợ xu hướng của TTCK nói chung và đặc biệt là nhóm ngành được hưởng lợi trực tiếp nói riêng.

1. Nâng hạng thị trường

Đánh giá tác động định lượng

Việc nâng hạng lên Secondary Emerging Market được dự báo là một động lực mạnh mẽ cho dòng vốn nước ngoài, chuyển hướng từ các quỹ chỉ số toàn cầu vào Việt Nam. Quy mô của các quỹ theo dõi chỉ số FTSE Emerging All Cap Index là hơn 100 tỷ USD tài sản đang theo dõi, trong đó tổng vốn hóa 9.4 nghìn tỷ USD. Việc Việt Nam được đưa vào chỉ số FTSE Secondary Emerging Market Index sẽ tự động kích hoạt việc mua vào từ các quỹ thụ động (ETF và các quỹ ủy thác tổ chức) được neo theo các chỉ số này, bao gồm FTSE All-World và FTSE EM. Theo ước tính của KBSV, sẽ có khoảng 0.5-1 tỷ USD dòng vốn từ các quỹ thụ động tham chiếu theo chỉ số FTSE Emerging, bắt đầu giải ngân dựa theo tỷ trọng vốn hóa của thị trường Việt Nam (khoảng 0.5-0.8% - tương ứng với vốn hóa của Philippines và Kuwait).

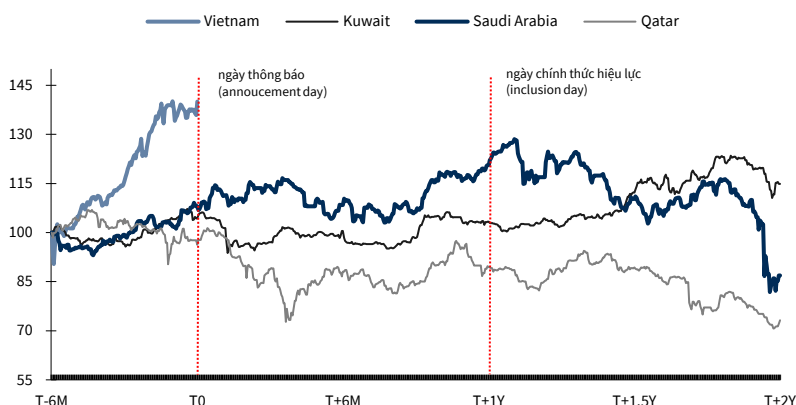
Các nhà đầu tư chủ động thường tái cơ cấu danh mục trước khi dòng vốn thụ động chảy vào. Theo FTSE Russell, quy mô tài sản do các quỹ chủ động quản lý thường gấp nhiều lần quỹ thụ động, nên tác động tổng thể lớn hơn. Dự báo dòng vốn chủ động vào Việt Nam khoảng 2.5 – 7.5 tỷ USD, dựa trên giả định các quỹ chủ động có quy mô gấp 5 lần quỹ thụ động và sẽ phân bổ theo tỷ trọng chỉ số. Trên thực tế, dòng vốn chủ động thường đến sớm và chọn lọc hơn: nhiều quỹ bắt đầu tăng tỷ trọng Việt Nam trước khi nâng hạng chính thức để đón đầu kỳ vọng tăng giá. Lịch sử cho thấy các nước trong danh sách theo dõi thường thu hút dòng vốn đầu cơ đáng kể. Saudi Arabia đã nhận lượng vốn lớn giai đoạn 2018–2019 trước khi được đưa vào chỉ số EM. Kuwait cũng ghi nhận hơn 700 triệu USD mua ròng trong nửa cuối 2018, trước khi MSCI nâng hạng.

Biểu đồ 22. Ước tính dòng vốn từ các quỹ

Quỹ thụ động		
tỷ USD	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở
KBSV ước tính	1.00	0.7
Tổ chức tài chính khác	1.75	1
Quỹ chủ động		
tỷ USD	Kịch bản tích cực	Kịch bản cơ sở
Tổ chức tài chính khác	7.45	2.2

Nguồn: KBSV tổng hợp

Thị trường chứng khoán Ả Rập Xê Út tăng 15% từ thời điểm công bố nâng hạng đến đợt giải ngân đầu tiên, do quy mô thị trường lớn nên FTSE thực hiện nâng hạng trong 6 giai đoạn. Ngược lại, Qatar có diễn biến kém tích cực, tuy nhiên phần nào bị ảnh hưởng bởi giai đoạn giá dầu ở mức thấp, tác động tiêu cực lên kinh tế nước này. Trong khi đó, Việt Nam nhờ bối cảnh vĩ mô thuận lợi, ghi nhận mức tăng vượt trội gần 40% trong 6 tháng gần đây sau nhịp giảm sâu đầu tháng 4, thậm chí nổi bật hơn so với các thị trường từng được MSCI nâng hạng. Hầu hết diễn biến của các thị trường có sự cải thiện tập trung vào giai đoạn sau ngày công bố đến thời điểm chính thức được thêm vào chỉ số.

Biểu đồ 23. Ước tính dòng vốn từ các quỹ

Nguồn: KBSV tổng hợp

Gián đoạn dòng vốn chuyển đổi sau khi nâng hạng

Thị trường chứng khoán Việt Nam có thể chịu áp lực bán rông cơ cấu trong ngắn hạn (dự kiến sau ngày chính thức nâng hạng) do cơ chế bắt buộc thoái vốn (exit mandate). Các quỹ theo dõi thị trường Cận Biên phải thoái vốn khỏi danh mục trước ngày chuyển đổi chính thức. Nguyên tắc của quỹ thụ động yêu cầu họ phải bán cổ phiếu của quốc gia được nâng hạng vì quốc gia đó không còn thuộc chỉ số Frontier Market mà quỹ đang theo dõi. Việc bán rông tạm thời này được dự đoán sẽ đảo ngược khi các dòng vốn thụ động và chủ động lớn hơn tham chiếu theo chỉ số Emerging index có thể bắt đầu giải ngân tham gia trước và sau thời điểm chính thức nâng hạng.

Các cổ phiếu VN30 dự kiến được hưởng lợi chính

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 SSI, HCM, và VCI, cũng sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự gia tăng lợi nhuận và phí giao dịch.

Biểu đồ 24. Cổ phiếu đáp ứng đủ tiêu chí để được thêm vào FTSE Emerging Index.

	Tỷ lệ Free Float	Room ngoại còn lại	Vốn hóa (tỷ USD)
VCB	11%	26.2%	20.0
VIC	30%	85.9%	16.5
VHM	25%	78.8%	14.0
HPG	55%	53.6%	7.6
VNM	40%	51.5%	4.8
MSN	55%	74.5%	4.1
LPB	95%	83.2%	3.8
STB	100%	33.1%	3.5

Nguồn: KBSV tổng hợp

2. Đầu tư công

Tình hình giải ngân đầu tư công: tăng so với cùng kỳ nhưng tốc độ giải ngân còn chậm

Theo báo cáo của Bộ Tài chính, lũy kế giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến hết tháng 07/2025 là 318,573 tỷ VND đạt 33% kế hoạch. Giải ngân ước tính đến hết tháng 08/2025 là 409,174 tỷ VND, đạt 39.9% kế hoạch (Biểu đồ 26). Một số dự án đường bộ kết nối quan trọng, tổng mức đầu tư lớn được đề cập đã khởi công, cập nhật tiến độ theo đúng chỉ đạo (Bảng 27). Xét về giá trị giải ngân, tình hình giải ngân 7 tháng đầu năm cao hơn so với cùng kỳ, tuy nhiên vẫn đang tương đối chậm so với kế hoạch. Vì vậy trong ngắn hạn, tốc độ giải ngân phải tăng mạnh trong các tháng còn lại của năm để phấn đấu đạt mục tiêu theo chỉ đạo của Chính phủ.

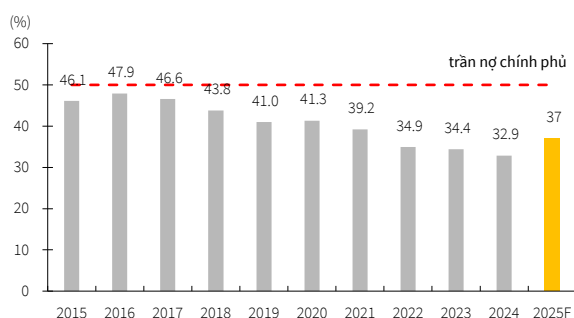
Xu hướng đẩy mạnh đầu tư công sẽ là tất yếu trong trung và dài hạn

Trong bối cảnh khu vực FDI đang có dấu hiệu chậm lại do những tác động bởi chính sách thuế quan, nền kinh tế cần động lực để duy trì đà tăng trưởng và đầu tư công được là một trong những mũi nhọn trọng yếu, vừa trực tiếp kích thích tổng cầu, vừa gián tiếp cải thiện năng lực cạnh tranh thông qua nâng cấp hạ tầng giao thông, năng lượng và logistics. Từ mục tiêu đi đến chủ trương chỉ đạo, thông báo số 493/TB-VPCP ngày 18/9/2025 kết luận của Thủ tướng Chính phủ nêu rõ: Đầu tư công là một trong ba trụ cột thúc đẩy phát triển kinh tế.

Về thực tế, dư địa tài khóa vẫn còn nhiều khi tỷ lệ nợ chính phủ/GDP của Việt Nam dự kiến vào cuối 2025 là khoảng 36-37% GDP, thấp hơn nhiều so với ngưỡng trần 50% do Quốc hội quy định (Biểu đồ 25). Điều này mở ra cơ hội để Chính phủ tiếp tục mở rộng chi tiêu đầu tư công mà vẫn đảm bảo an toàn nợ trong trung hạn.

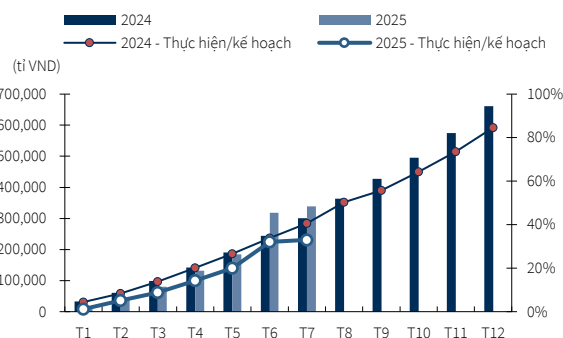
Tổng hợp lại, kết hợp các yếu tố liên quan đến tinh gọn bộ máy, quy trình thời gian gần đây, đầu tư công chắc chắn sẽ đẩy mạnh hơn nữa và trở thành xu hướng chủ đạo trong thời gian tới. Vì vậy, đây sẽ là chủ đề đầu tư xuyên suốt trong trung hạn.

Biểu đồ 25. Tỷ lệ nợ chính phủ trên GDP của Việt Nam giai đoạn 2020-2025



Nguồn: Bloomberg, KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 26. Tình hình giải ngân đầu tư công giai đoạn 2024-2025



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

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

Bảng 27. Cập nhật thông tin một số dự án đầu tư công

STT	Tên Dự án	Tổng Mức Đầu tư	Tiến độ
1	Mở rộng cao tốc TP.HCM - Long Thành - Dầu Giây	khoảng 14,300 tỷ đồng	Triển khai thi công đồng loạt: Dự án đã khởi công ngày 19/8/2025. Trong Q4/2025, sẽ tập trung thi công xây lắp các đoạn mở rộng (từ 4 lên 8-10 làn xe), triển khai thi công cầu Long Thành.
2	Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú	khoảng 8,981 tỷ đồng	Dự án đã khởi công ngày 19/8/2025. Tỉnh Đồng Nai sẽ nỗ lực GPMB trong tháng 10/2025.
3	Dự án thành phần 3 Vành đai 4 Vùng Thủ đô	khoảng 56,293 tỷ đồng	Dự án thành phần này đã khởi công ngày 6/9/2025. Trong Q4/2025, các nhà thầu sẽ tập trung triển khai thi công ngay sau khi khởi công, đặc biệt là các công tác chuẩn bị và xây dựng nền móng, đảm bảo thi công liên tục.
4	Cao tốc Tân Phú - Bảo Lộc và Bảo Lộc - Liên Khương	Tân Phú - Bảo Lộc: khoảng 17,200 tỷ đồng Bảo Lộc - Liên Khương: khoảng 17,700 tỷ đồng	Tân Phú - Bảo Lộc: Công tác GPMB đạt tiến độ cao (~85% tính đến T6/2025). Bảo Lộc - Liên Khương: Dự án đã khởi công ngày 29/6/2025 nhưng đang gặp vướng mắc về GPMB. Q4/2025 tập trung giải quyết dứt điểm GPMB và bắt đầu thi công xây lắp.
5	Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	khoảng 19,617 tỷ đồng	TP.HCM và Tây Ninh đang quyết liệt đẩy nhanh GPMB. TP.HCM phấn đấu hoàn tất phương án bồi thường GPMB trong tháng 10-11/2025. Tuy nhiên, tiến độ GPMB hiện đang chậm so với kế hoạch ban đầu

Điểm nhấn trong thời gian tới là khởi công dự án đường sắt cao tốc Bắc Nam, song song các dự án hạ tầng quy mô lớn

Ngoài những dự án hạ tầng giao thông đường bộ kết nối đã và đang được triển khai, đáng chú ý sẽ là các đại dự án hạ tầng quy mô lớn (đường sắt cao tốc Bắc – Nam, các tuyến vành đai tại Hà Nội và TP.HCM, nhà máy điện hạt nhân, ...) được kỳ vọng tạo hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ, đóng vai trò trụ cột cho tăng trưởng kinh tế. Đặc biệt, đường sắt cao tốc Bắc – Nam là dự án có tổng mức đầu tư tới 67 tỷ USD, bước đi chiến lược trong việc thay đổi hạ tầng kết nối, cải thiện năng lực cạnh tranh của Việt Nam.

Biểu đồ 28. Dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam

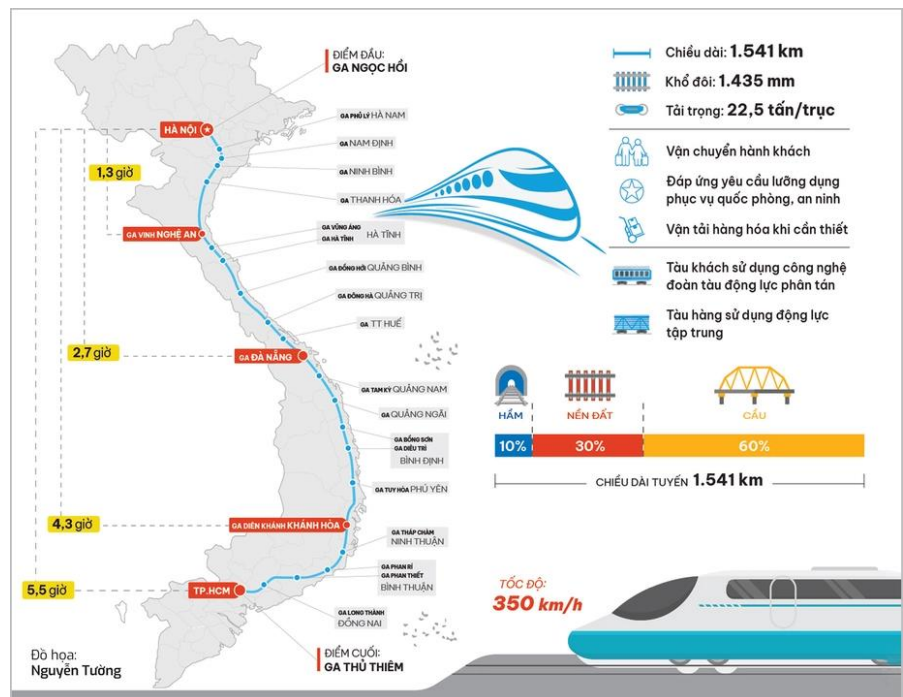
- Tổng mức đầu tư 1.71 triệu tỷ đồng (67 tỷ USD).

- Đầu tư theo hình thức: Chính phủ trình và được chấp thuận bổ sung hình thức đầu tư theo phương thức đối tác công – tư (PPP) bên cạnh hình thức đầu tư công. Theo đó, Chính phủ sẽ tổ chức lựa chọn hình thức đầu tư, nhà đầu tư phù hợp.

- Mục tiêu hoàn thành cơ bản trong 2035.

- Tổng chiều dài 1,541 km, đi qua 20 tỉnh với 23 ga hành khách, 5 ga hàng hóa. Đáp ứng được nhu cầu phục vụ quốc phòng và vận tải hàng hóa khi cần thiết.

- Thời gian khởi công dự kiến vào cuối 2026



Nguồn: Cổng thông tin Bộ GTVT, KBSV tổng hợp

Dự án đường sắt cao tốc Bắc Nam tác động tích cực đến tăng trưởng kinh tế

Trong giai đoạn xây dựng, theo Bộ Kế hoạch và Đầu tư, dự án Đường sắt cao tốc Bắc Nam có thể đóng góp thêm khoảng 0.97% vào tăng trưởng GDP mỗi năm. Báo cáo tóm tắt nghiên cứu tiền khả thi của dự án cho thấy phần chi phí cho xây dựng chiếm tới 846 nghìn tỷ VND. Ở giai đoạn này, lượng vật liệu xây dựng lớn bao gồm: đá, cát, xi măng, thép... cần được cung cấp để phục vụ xây dựng hạ tầng (cầu, hầm, nền đường, nhà ga, ...). Hàng trăm nghìn công nhân được huy động, tạo ra lượng việc làm lớn.

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 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 khả quan của nhóm ngành.

3. Khởi thông pháp lý

Các chính sách khởi thông pháp lý mang lại tác động tích cực và lan tỏa đến nhiều nhóm ngành

Với mục tiêu tăng trưởng 2025 tham vọng ở mức 8.3-8.5% và phấn đấu tăng trưởng 2 chữ số trong các năm tiếp theo, bên cạnh việc tăng cường đầu tư cơ sở hạ tầng và nâng cao chất lượng nguồn nhân lực, việc khởi thông pháp lý cũng là 1 giải pháp được Chính phủ chú trọng, và kỳ vọng mang lại các tác động tích cực lên các nhóm ngành liên quan.

Cụ thể, trong kỳ họp tháng 10 tới đây, khoảng 47 dự án luật và 1 dự án nghị quyết sẽ được trình Quốc hội xem xét. Đồng thời, Chính phủ, Thủ tướng Chính phủ, các Bộ, cơ quan ngang Bộ sẽ ban hành một số lượng lớn văn bản quy định chi tiết thi hành các luật, nghị quyết đã được Quốc hội thông qua để có hiệu lực đồng thời với các luật, nghị quyết. Chúng tôi cho rằng một số lĩnh vực sẽ được ưu tiên xem xét, tháo gỡ như: Đầu tư công, Bất động sản, Tài chính, Năng lượng, ... nếu được thông qua và triển khai hiệu quả, nhóm này sẽ được hưởng lợi tích cực. Trong [Báo cáo chiến lược 2H2025](#), KBSV đã phân tích về định hướng thúc đẩy phát triển doanh nghiệp trong nước. Vì vậy, trong báo cáo lần này, KBSV sẽ ưu tiên phân tích một số thay đổi về pháp lý đáng chú ý gần đây có thể ảnh hưởng đến triển vọng của các doanh nghiệp.

Nhóm ngành bất động sản đón nhận nhiều thay đổi

Ngành Bất động sản gần đây nhận được nhiều giải pháp tháo gỡ liên quan đến pháp lý, nhằm giải phóng nguồn lực và thúc đẩy tăng trưởng lành mạnh, trong bối cảnh đây là nhóm ngành đóng vai trò quan trọng và có tính lan tỏa đối với nền kinh tế. Các văn bản dự thảo khắc phục “nút thắt” ngắn hạn đi cùng ổn định dài hạn đã được đưa ra như “Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đất đai” và “Dự thảo Quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai” (Chi tiết Bảng XX). Chúng tôi kỳ vọng những thay đổi này sẽ đẩy nhanh quá trình triển khai dự án mới, tháo gỡ các dự án đang “tắc” hiện tại. Theo đó các doanh nghiệp Bất động sản với kinh nghiệm nhiều năm, quỹ đất lớn sẽ được hưởng lợi từ những thay đổi này như VHM, NLG, KDH, TCH, DXG, ...

Ngoài ra, việc hỗ trợ thị trường bất động sản cũng sẽ hỗ trợ các nhóm ngành được hưởng lợi gián tiếp do nhu cầu gia tăng như xây dựng, vật liệu xây dựng, ngân hàng...

Các nhóm ngành Điện, Tài chính cũng sẽ đón nhận tác động tích cực từ thay đổi về mặt pháp lý

Ngành Điện cũng đang có dự thảo Nghị quyết Về các cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026 – 2030. Chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là chất xúc tác cho nhiều thay đổi của ngành Điện và triển vọng của các cổ phiếu trong ngành. Phân tích kỹ hơn sẽ được trình bày trong phần *Triển vọng ngành Điện*

Ngoài ra, ngành Tài chính, đặc biệt là trong lĩnh vực Ngân hàng, Chứng khoán cũng đã có nhiều chính sách liên quan như Luật hoá Nghị quyết 42, thông tư 14 thay đổi cách tính hệ số CAR để tiến tới nghiên cứu bỏ room tín dụng, nhóm giải pháp giúp nâng hạng thị trường Việt Nam,... Nhà đầu tư có thể tham khảo trong [Báo cáo triển vọng thị trường Việt Nam 2H2025](#) mà chúng tôi đã trình bày trước đó, đi cùng cơ hội đầu tư tại phần triển vọng của nhóm ngành tương ứng.

Bảng 29. Cập nhật thông tin một số chính sách ngành Bất động sản gần đây

Nội dung	Dự thảo Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Đất đai	Dự thảo Nghị quyết Quy định một số cơ chế, chính sách tháo gỡ khó khăn, vướng mắc trong tổ chức thi hành Luật Đất đai	Ghi chú
Tính pháp lý và hiệu lực	Sửa đổi, bổ sung trực tiếp các điều khoản của Luật Đất đai số 31/2024/QH15. Hiệu lực thi hành từ 01/01/2026.	Quy định các cơ chế, chính sách đặc thù để tháo gỡ khó khăn. Nếu có quy định khác nhau, sẽ áp dụng theo Nghị quyết. Hiệu lực thi hành từ 01/01/2026.	Áp dụng các giải pháp linh hoạt, mang tính tình thế mà không cần sửa đổi toàn bộ Luật.
Quy hoạch, Kế hoạch sử dụng đất (QH, KHSDD)	Lập đồng thời QHSDD các cấp. Vẫn còn quy định về QHSDD và KHSDD cấp xã (đưa ra 2 phương án: giữ lại hoặc bỏ)	Không lập KHSDD 5 năm (2026-2030) của thành phố trực thuộc Trung ương, QHSDD cấp huyện, KHSDD hàng năm cấp huyện, QHSDD cấp xã thay vào đó, tổ chức lập KHSDD cấp xã với thời kỳ 05 năm .	Tinh giản mạnh mẽ hệ thống quy hoạch , thay vì nhiều cấp tập trung vào KHSDD cấp xã làm công cụ điều hành trực tiếp
Thu hồi đất	Bổ sung các trường hợp thu hồi đất để phát triển kinh tế - xã hội (dự án khu thương mại tự do, trung tâm tài chính quốc tế, logistic...) Cho phép thu hồi phần diện tích đất còn lại nếu chủ đầu tư đã thỏa thuận được trên 75% diện tích hoặc trên 75% số lượng người sử dụng đất . Về nguyên tắc, phải hoàn thành phê duyệt phương án bồi thường, hỗ trợ, tái định cư (BT, HT, TĐC) và bố trí tái định cư trước khi thu hồi đất.	Bổ sung thêm các trường hợp thu hồi đất như: dự án đầu tư công khẩn cấp, tạo quỹ đất thanh toán dự án BT. Đưa ra 2 phương án về tỷ lệ thỏa thuận để thu hồi phần còn lại: (1) trên 75% cả diện tích và số người hoặc (2) trên 85% cả diện tích và số người . Vẫn giữ nguyên tắc chung nhưng bổ sung các trường hợp ngoại lệ cho phép thu hồi đất trước khi hoàn thành bố trí tái định cư, ví dụ như: dự án quan trọng quốc gia, dự án đầu tư công khẩn cấp, dự án tái định cư tại chỗ, hoặc khi được đa số người dân đồng ý.	Kỳ vọng sẽ đẩy nhanh hơn quá trình thu hồi đất, giải phóng mặt bằng Linh hoạt hơn cho các dự án cấp bách, đẩy nhanh tiến độ bằng cách cho phép thực hiện song song việc thu hồi đất và hoàn thiện các thủ tục tái định cư trong một số trường hợp nhất định.
Giá đất và căn cứ tính nghĩa vụ tài chính	Căn cứ tính tiền sử dụng đất, tiền thuê đất, tiền bồi thường là bảng giá đất và hệ số điều chỉnh giá đất . Nguyên tắc định giá đất bao gồm nhiều yếu tố, trong đó có việc bảo đảm vai trò của Nhà nước và kết quả định giá chỉ là tài liệu tham khảo.	Khẳng định lại căn cứ tính toán dựa trên bảng giá đất và hệ số điều chỉnh giá đất. Bổ sung nguyên tắc định giá đất phải theo nguyên tắc thị trường và bảo đảm hài hòa lợi ích giữa Nhà nước, người dân và Nhà đầu tư.	Nhấn mạnh nguyên tắc thị trường và hài hòa lợi ích , thể hiện định hướng giải quyết các xung đột về giá đất trong thực tế.
Giao đất, cho thuê đất	Người sử dụng đất được lựa chọn hình thức trả tiền thuê đất một lần hoặc hàng năm. Bổ sung nhiều trường hợp giao đất, cho thuê đất không qua đấu giá.	Tái khẳng định quyền lựa chọn hình thức trả tiền thuê đất. Cho phép người có thẩm quyền quyết định giao đất, cho thuê đất lúa, đất rừng mà không cần trình Hội đồng nhân dân cấp tỉnh chấp thuận . Bổ sung thêm trường hợp không đấu giá (đất thanh toán hợp đồng BT).	Đơn giản hóa thủ tục hành chính bằng cách loại bỏ bước xin ý kiến HĐND, rút ngắn thời gian triển khai dự án, đặc biệt là các dự án có liên quan đến đất lúa, đất rừng.
Quyền của người sử dụng đất	Cho phép tổ chức kinh tế, cá nhân... được bán tài sản gắn liền với đất khi thuê đất trả tiền hằng năm nếu đủ điều kiện.	- Quy định chi tiết và có phần cụ thể hơn về điều kiện bán tài sản trên đất thuê trả tiền hằng năm, ví dụ như tài sản phải có giấy phép xây dựng hoặc được tạo Lập hợp pháp, Không vi phạm mục đích sử dụng đất.	
Tách thửa, hợp thửa	Quy định các nguyên tắc chung về tách thửa, hợp thửa, trong đó yêu cầu phải có lối đi kết nối với giao thông công cộng, khi dành đất làm lối đi thì Không phải chuyển mục đích sử dụng đất.	- Làm rõ hơn và bổ sung một số quy định, ví dụ: khi chuyển mục đích một phần thửa đất thì không bắt buộc phải tách thửa. Việc hợp thửa phải cùng mục đích sử dụng, trừ một số trường hợp đặc biệt liên quan đến đất ở.	
Vai trò, thẩm quyền của UBND cấp xã	Có nhiều điều khoản thay thế "cấp huyện" bằng "cấp xã", nâng cao vai trò của cấp xã trong các thủ tục như: quyết định thu hồi đất, giao đất, cho thuê đất, cấp giấy chứng nhận trong một số trường hợp, giải quyết tranh chấp....	- Tiếp tục nhấn mạnh vai trò của cấp xã, đặc biệt trong việc lập kế hoạch sử dụng đất cấp xã làm căn cứ pháp lý trung tâm cho các hoạt động quản lý đất đai.	Tăng cường phân cấp, phân quyền mạnh mẽ cho chính quyền cấp xã , đưa công tác quản lý đất đai

Nguồn: Các văn bản dự thảo Nghị quyết, KBSV tổng hợp

V. Danh mục đầu tư mẫu

Mã	Giá mục tiêu	Giá đóng cửa tháng	Lợi nhuận kì vọng	PE 2025 Fw	Tăng trưởng LNST 2025 Est	Điểm nhấn đầu tư	Link báo cáo
HPG	35,300	28,150	25%	12.4	20.5%	- Sản lượng tiêu thụ 2025/2026 dự kiến tăng 30%/25% nhờ BDS hồi phục, thúc đẩy đầu tư công và thuế chống bán phá giá được phê duyệt - Kỳ vọng giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới trong khi chi phí đầu vào duy trì thấp sẽ cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp. - Giai đoạn 2 DQ2 đi vào hoạt động từ 4Q2025 với 2 lò cao lớn giúp tối ưu chi phí sản xuất và nhà máy sản xuất thép đường ray đi vào hoạt động từ 1Q2027 sẽ thúc đẩy sản lượng và doanh thu	HPG
MWG	90,100	77,700	16%	20.4	51.7%	- Sau khi đạt 1,770 cửa hàng vào cuối 2024, BHX tiếp tục mở mới mạng lưới ra miền Trung và các tỉnh lân cận Tp. HCM, có thể đạt 600-800 cửa hàng trong 2025, vượt xa kế hoạch của BLĐ - 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 mạng lưới sau khi đạt điểm hòa vốn với mục tiêu đạt 500 cửa hàng vào 2027 (hiện mới chỉ có 115 cửa hàng)	MWG
CTD	99,000	78,100	27%	17.6	-2.0%	- Backlog cuối Q1 FY26 đạt 45,000 - 50,000 tỷ VND nhờ đóng góp từ mảng đầu tư công, ước tính doanh thu tăng 20%/9% trong FY26/FY27 - Ban lãnh đạo xác định mục tiêu trung hạn là tối ưu biên lợi nhuận nhờ tối ưu chuỗi cung ứng và tái cơ cấu Unicons, kỳ vọng biên lãi gộp đạt 3.4%/3.6% trong FY26/FY27 - Emerald68 bắt đầu bàn giao từ 3Q2026, ước tính đóng góp 377 tỷ VND lợi nhuận cho CTD trong FY27-FY28	CTD
MSN	104,700	81,000	29%	39.1	56.9%	- Quy định hóa đơn và thuế khoán thắt chặt giúp cải thiện khả năng cạnh tranh của bán lẻ hiện đại - MSR giảm lỗ đáng kể nhờ giá vonfram tăng lên 600 usd/mtu và kì vọng duy trì ở giá này nếu chiến tranh thương mại vẫn căng thẳng. - WCM mở rộng mạnh mẽ, mở rộng 500/400 cửa hàng trong 2025/2026, với EBIT tăng mạnh đạt 483/684 tỷ VNĐ, tăng 344%/42% YoY - MCH kì vọng IPO và có thể bán vốn trong 2026.	MSN
NLG	49,000	40,200	22%	21.9	38.0%	- Dự án Southgate (mở bán phân khu the Pearl & Solaria rise) là động lực chính cho tăng trưởng doanh số bán hàng của NLG. - NLG dự kiến sẽ hoàn tất pháp lý dự án Izumi City và mở bán trong nửa cuối 2025. - Pháp lý tại các dự án trọng điểm của NLG có nhiều bước tiến quan trọng, tạo tiền đề cho việc mở bán trong thời gian tới.	NLG
KDH	39,600	33,800	17%	32.7	29.2%	- Mở bán Dự án Gladia tại Tp. Thủ Đức (hợp tác với Keppel). Doanh số bán hàng ước tính 2025-2026 đạt 4,975 tỷ VND (+7x YoY) và 5,811 tỷ VND (+21% YoY) - Các dự án trong danh mục sẽ triển khai có vị trí đặc địa, gần đây có tiến triển về mặt pháp lý sẽ đảm bảo cho doanh số bán hàng các năm tới, bao gồm: the Solina (16.4ha) tại HCM; KDC Tân Tạo (330ha) tại Bình Tân, HCM; Phong Phú 2 (130ha) tại HCM.	KDH
ACB	32,500	25,500	27%	6.9	12.8%	- Tăng trưởng tín dụng dự báo đạt 17-18%/năm trong giai đoạn 2025-2027. Động lực đến từ (1) Gia tăng tỷ trọng cho vay DN lớn, (2) cho vay bán lẻ (cá nhân và SME) hồi phục tốt hơn. - NIM bắt đầu có sự cải thiện, dự kiến đi ngang trong phần còn lại trong năm 2025 và hồi phục từ năm 2026. - Giữ vững phong độ về chất lượng tài sản, dự kiến thu hồi nợ xấu cải thiện tốt hơn khi Luật TCTD sửa đổi về NQ42 chính thức có hiệu lực từ tháng 10/2025.	ACB
MBB	33,900	26,200	29%	7.5	24.8%	- Tăng trưởng tín dụng tích cực top đầu ngành (trên 20% cho năm 2025) với (1) sự tăng trưởng đồng đều của các phân khúc; (2) tiếp nhận bank 0đ giúp MBB có hạn mức tín dụng cao hơn. - Chất lượng tài sản cải thiện tốt hơn nhờ (1) nhóm khách hàng lớn đang dần được tháo gỡ pháp lý theo định hướng hỗ trợ của CP; (2) thận trọng hơn với giải ngân khoản vay mới. - Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn: (1) Tham gia làm sàn GD tài sản số; (2) nới room ngoại lên 49%	MBB

VI. Triển vọng ngành

Ngân hàng

Tín dụng bất tốc trong giai đoạn cuối năm

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

Tăng trưởng tín dụng năm 2025 dự kiến vượt kế hoạch, tăng 20% YoY

Tính đến 29/09/2025, tín dụng toàn hệ thống tăng 13.4% YTD, gấp đôi so với cùng kỳ (6,3%) và là mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Động lực chính đến từ cho vay doanh nghiệp nhờ thị trường BĐS hồi phục, trong khi bán lẻ tăng chậm hơn và chủ yếu từ cho vay mua nhà. KBSV kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp diễn trong những tháng còn lại, song mảng bán lẻ có thể hồi phục tốt hơn về cuối năm. Môi trường vĩ mô tương đối thuận lợi để tín dụng toàn hệ thống có thể đạt mức 20% trong năm 2025, gồm (1) mặt bằng lãi suất tiếp tục đi ngang ở mức thấp hiện tại; (2) thị trường BĐS sôi động hơn khi nguồn cung tăng cường; (3) nhu cầu tín dụng tiêu dùng của nhóm bán lẻ hồi phục tích cực; (4) đẩy mạnh đầu tư công và hỗ trợ tín dụng doanh nghiệp SME (theo định hướng NQ68).

NIM kỳ vọng sẽ giảm chậm lại trước khi hồi phục vào năm sau

Chúng tôi đánh giá, lợi suất cho vay đang có thêm dư địa để cải thiện nhờ (1) tăng trưởng tín dụng thường tăng tốc vào giai đoạn cuối năm; (2) gia tăng tỷ trọng các khoản vay trung dài hạn; (3) sự hồi phục rõ nét hơn từ thị trường BĐS và tiêu dùng bán lẻ; và (4) hoạt động thu hồi nợ xấu khả quan. Ở chiều ngược lại, chi phí vốn có thể nhích lên do tỷ trọng huy động từ giấy tờ có giá tăng và lãi suất huy động có khả năng điều chỉnh nhẹ. Tác động hai chiều này được kỳ vọng sẽ bù trừ một phần, khiến NIM toàn ngành nhiều khả năng sẽ đi ngang hoặc chỉ giảm nhẹ trong những tháng còn lại của năm.

Chất lượng tài sản cải thiện so với đầu năm nhưng vẫn cần lưu tâm trong dài hạn

Tỷ lệ nợ xấu (NPL) của 27 ngân hàng giảm 10bps so với quý trước, về mức 2% trong khi nợ nhóm 2 giảm đáng kể ở hầu hết các ngân hàng. Việc luật hoá Nghị quyết 42 từ tháng 10/2025 được kỳ vọng sẽ nâng cao ý thức trả nợ của khách hàng, hỗ trợ công tác thu hồi nợ và góp phần cải thiện chất lượng tài sản tích cực hơn trong thời gian tới. Tuy vậy, bộ đệm dự phòng mỏng đang thu hẹp tính linh hoạt trong công tác trích lập dự phòng. KBSV cho rằng các ngân hàng sẽ cần thêm thời gian để cải thiện chất lượng tài sản rõ nét hơn, trong khi rủi ro dài hạn vẫn hiện hữu do tín dụng tăng mạnh vào các lĩnh vực rủi ro cao.

Chờ đợi vùng giá hấp dẫn để gia tăng tỷ trọng

Chỉ số định giá P/B ngành ngân hàng hiện ở mức 1.75x, tương đương với trung bình 5 năm (1.7x), phản ánh thanh khoản thị trường sôi động cùng KQKD khả quan đã thu hút dòng tiền nhà đầu tư. Triển vọng dài hạn của toàn ngành vẫn tương đối tích cực, cùng với câu chuyện riêng của mỗi ngân hàng (IPO công ty con, tăng vốn, phát triển tiền số...). Do đó, nhà đầu tư có thể cân nhắc gia tăng tỷ trọng trong các nhịp điều chỉnh, tận dụng xu hướng tăng dài hạn của thị trường. MBB, VPB, TCB, ACB, CTG là những cổ phiếu chúng tôi ưa thích mà NĐT có thể cân nhắc giải ngân khi các cổ phiếu này có mức giá điều chỉnh hấp dẫn hơn.

Tích cực duy trì

Khuyến nghị	
VCB	Mua
Giá mục tiêu	VND 70,800
CTG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 52,100
BID	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 48,100
TCB	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 43,400
VPB	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 31,800
ACB	Mua
Giá mục tiêu	VND 32,500
MBB	Mua
Giá mục tiêu	VND 33,900
VIB	Mua
Giá mục tiêu	VND 25,500

Ngành chứng khoán

Lực đẩy trung hạn từ nâng hạng thị trường

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng

(+84) 24-7303-5333 tungna@kbsec.com.vn

Lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận sau thuế của nhóm công ty chứng khoán theo dõi trong 1H2025 có sự cải thiện mạnh mẽ so với cùng kỳ

1H2025, tổng lợi nhuận hoạt động của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất đạt 26,074 tỷ VND (+18.2% YoY); LNST đạt 13,989 tỷ VND, tăng 13.3% YoY. Lợi nhuận toàn ngành phục hồi mạnh mẽ trong 1H2025 nhờ đà tăng mạnh mẽ của thị trường chung sau năm 2024 tương đối ảm đạm.

Mảng cho vay ký quỹ và mảng đầu tư là động lực tăng trưởng

1H2025, Mảng cho vay ký quỹ và mảng đầu tư dẫn dắt tăng trưởng với lợi nhuận hoạt động lần lượt đạt 10,748 tỷ VND (+23.1% YoY) và 12,441 tỷ VND (+23.9% YoY) nhờ thị trường tăng trưởng tốt cả về mặt giá và thanh khoản. Trong khi đó mảng môi giới có đóng góp hạn chế hơn với lợi nhuận gộp đạt 1,055 tỷ VND, giảm 40.3% YoY do các CTCK đẩy mạnh giảm trừ phí giao dịch để thu hút khách hàng do áp lực cạnh tranh.

KBSV duy trì kì vọng thị trường có diễn biến tích cực về giá và thanh khoản trong trung hạn

KBSV duy trì quan điểm tích cực về giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong trung hạn dựa trên: (1) Định giá thị trường vẫn đang ở vùng hợp lý; (2) Định hướng nới lỏng chính sách tiền tệ của NHNN và mặt bằng lãi suất duy trì ở nền thấp tương đối; (3) Thị trường Việt Nam đã được quyết định nâng hạng theo đánh giá của FTSE Russell trong kì tháng 9/2025 và chính thức được thêm vào chỉ số thị trường mới nổi của FTSE vào ngày 21/9/2026, qua đó sẽ thúc đẩy dòng vốn ngoại quay trở lại.

Nhóm CTCK dự kiến sẽ có KQKD tốt trong quý 3, tuy nhiên chứng lại trong quý 4

Theo quan điểm của KBSV, KQKD của nhóm CTCK trong 3Q2025 sẽ rất tích cực nhờ thị trường tăng mạnh cùng thanh khoản cao. Tuy nhiên, bước sang 4Q, khả năng điều chỉnh có thể diễn ra sau khi thị trường đã phần nào phản ánh câu chuyện nâng hạng trong khi áp lực hiện hữu từ vấn đề tỷ giá và thuế đối ứng bắt đầu ảnh hưởng đến nền kinh tế.

Vẫn còn dư địa tăng giá trong trung – dài hạn đối với nhóm Chứng khoán

KBSV cho rằng nhóm chứng khoán hiện vẫn còn dư địa tăng giá với kì vọng thị trường chứng khoán sẽ có mức tăng tốt trong năm 2025 – 2026 về cả giá và thanh khoản cùng tác động tích cực từ nâng hạng thị trường. Nhà đầu tư có thể chờ giải ngân vào các nhịp điều chỉnh đối với nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức, nguồn lực mạnh mẽ và đang ở mức định giá hấp dẫn như SSI, VCI và HCM.

Tích cực duy trì

Bất động sản dân cư

Tiếp tục hồi phục

Số lượng căn hộ mở bán trong năm 2Q2025 tại thị trường Bất động sản Hà Nội tiếp tục tăng trong khi thị trường Tp. HCM vẫn trầm lắng; trong khi tỷ lệ hấp thụ ở cả 2 thị trường suy giảm. Theo số liệu của CBRE, tại thị trường HN, nguồn cung căn hộ mở bán mới đạt 6,846 căn (+75% QoQ) từ 8 dự án và số căn bán được đạt gần 5,810 căn (+31% QoQ, -27%YoY), nâng tổng số căn bán được trong 1H2025 lên 9,130 căn. Tỷ lệ hấp thụ trung bình của những dự án mới mở bán đạt 60% (thấp hơn mức 70% cùng kỳ). Thị trường Tp.HCM tương đối trầm lắng hơn với 1,400 căn mở bán mới (-16%YoY) – mức thấp nhất kể từ 2015. Tỷ lệ hấp thụ trung bình đạt 74% (giảm so với mức 86% cùng kỳ). Giá bán trung bình tại thị trường HN đã tăng lên mức 79 triệu VND/m² (+6% QoQ, +33%YoY), gần bằng với mức giá của thị trường HCM là 82 triệu VND/m² (+7% QoQ, +29% YoY).

Nguồn cung nhà phố/biệt thự tại Hà Nội & Tp. HCM phục hồi chậm. Thị trường HN ghi nhận nguồn cung đạt 2,500 căn trong nửa đầu năm, số căn bán được đạt 2,566 căn, phục hồi so với cùng kỳ nhưng thấp hơn 50% số lượng nguồn cung mới trong 2H2024. Thị trường Tp.HCM ghi nhận duy trì tăng nhẹ trong Quý 2/2025 với 74 căn mở bán (+27.5% QoQ) nhờ một dự án ở quận Nhà Bè trong khi tình trạng nguồn cung các dự án mới trong trung tâm thành phố thấp. Giá bán duy trì đà tăng với mức giá sơ cấp tại thị trường HN đạt 230 triệu đồng/m² (+1.5%QoQ); trong khi thị trường Tp. HCM giảm nhẹ đạt 303 triệu VND/m² (-2%QoQ) do ảnh hưởng từ nguồn cung từ các dự án mở bán ở cách xa trung tâm và khu vực xung quanh chưa phát triển.

Thị trường Bất động sản được kỳ vọng tiếp tục hồi phục nhờ (1) Nguồn cung cải thiện nhờ nỗ lực tháo gỡ của Chính phủ cho một số dự án, rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý, tạo điều kiện phát triển NOXH; (2) 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 ngân hàng cho vay linh hoạt hơn; 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 ngang hoặc thấp hơn so với mức P/B trung bình trong vòng 5 năm qua. Với triển vọng Tích cực của ngành BĐS và cuối năm thường là thời điểm đẩy nhanh mở bán, 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 và cơ cấu tài chính an toàn. Các cơ hội đầu tư đáng chú ý là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG, DXG.

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận

(+84) 24-7303-5333 thuannd@kbsec.com.vn

Tích cực duy trì

Khuyến nghị

KDH	MUA
Giá mục tiêu	VND 49,000

NLG	MUA
Giá mục tiêu	VND 39,600

BĐS Khu công nghiệp

Định giá phù hợp cho triển vọng dài hạn

Chuyên viên phân tích Nguyễn Thị Trang

(+84) 24-7303-5333 trangnt6@kbsec.com.vn

Diện tích đất KCN bàn giao trong quý 2/2025 sụt giảm rõ rệt, đặc biệt là khu vực miền Nam. Theo CRBE, tính chung 6T2025, diện tích bàn giao tại miền Bắc và miền Nam đạt lần lượt 260ha và 55ha (+13%/-79% YoY), trong đó mức tăng tại miền Bắc chủ yếu ghi nhận trong quý 1/2025 với 195ha (chiếm 75% diện tích bàn giao trong 6T2025). Tỷ lệ lấp đầy duy trì ở mức cao, đạt 80.4% tại miền Bắc và 89% tại miền Nam, do nguồn cung bổ sung hạn chế, cụ thể: 340ha tại miền Bắc, miền Nam không ghi nhận nguồn cung mới.

Giá cho thuê KCN trung bình trong 6T2025 ghi nhận mức tăng ổn định tại cả miền Bắc và miền Nam, đạt lần lượt 138 USD/m²/chu kỳ thuê (+2.9% YoY) và 179 USD/m²/chu kỳ thuê (+3.4% YoY).

Dòng vốn FDI đăng ký ngành công nghiệp chế biến chế tạo trong Q2/2025 đã ghi nhận mức sụt giảm mạnh, đạt 5.2 tỷ USD – giảm 22% YoY và 21% QoQ, điều này phản ánh những rủi ro bất định trong Tradewar 2.0. Tuy nhiên, mức tăng trưởng tích cực của dòng vốn FDI vào ngành BĐS đã bù đắp mức giảm của nhóm ngành công nghiệp, cụ thể vốn FDI đăng ký ngành BĐS đạt gần 2.8 tỷ USD, tăng gấp 2 lần so với cùng kỳ, nhờ các dự án lớn như Lodgis Hospitality Holdings, Phương Trạch Tower, Ganmuda Land... Tính chung Q2/2025, dòng vốn FDI đăng ký ghi nhận 10.54 tỷ USD (+17% YoY), vốn FDI giải ngân đạt 6.76 tỷ USD (+8.86% YoY)

Chúng tôi duy trì quan điểm dòng vốn FDI trong ngắn hạn, giai đoạn 2H2025 - 2026 sẽ sụt giảm, đặc biệt là ở ngành Công nghiệp/công nghệ có tỷ lệ nội địa hóa thấp, do áp lực từ mức thuế 40% mà Mỹ sẽ áp với hàng “trung chuyển” qua Việt Nam. Điển hình như các dự án của Samsung, LG, Luxshare, Goetek, đã kí MOU từ 2024, nhưng hiện vẫn chưa có kế hoạch cụ thể. Trong dài hạn, 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) 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, trong dài hạn, đà tăng trưởng sẽ chậm lại so với 2018 – 2024 (làn sóng Trung Quốc +1), do nhóm doanh nghiệp FDI hướng tới Mỹ sẽ phải cân nhắc kỹ lưỡng về khả năng cung ứng của các doanh nghiệp trong nước nhằm tăng tỷ lệ nội địa hóa tại Việt Nam.

Trong 2H2025, chúng tôi duy trì quan điểm tiến độ bàn giao đất của doanh nghiệp BĐS KCN vẫn sẽ chịu áp lực giảm do tác động của Tradewar 2.0. Tuy nhiên, rủi ro này đã một phần phản ánh vào giá, trong khi triển vọng dài hạn về việc thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn hiện hữu. Vì vậy, NĐT dài hạn có thể cân nhắc giải ngân với các cổ phiếu như SIP, PHR, GVR nhờ quỹ đất lớn và định giá thấp, cụ thể PBR của SIP/GVR/PHR đang giao dịch tại 2.8x/2.0x/1.9x dưới trung bình 5 năm.

Trung lập thay đổi

Khuyến nghị

GVR	MUA
Giá mục tiêu	34,500VND

SIP	MUA
Giá mục tiêu	71,300VND

KBC	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	40,000VND

Logistics

Triển vọng bất định phụ thuộc thuế đối ứng

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh

(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

Tăng trưởng sản lượng những tháng cuối năm sẽ khó duy trì được như giai đoạn nửa đầu năm nay (1H2025 ghi nhận 574 triệu tấn hàng hóa qua cảng, tăng 15% yoy) khi tác động của thuế đối ứng rõ ràng hơn, tuy nhiên dự kiến vẫn ở mức tích cực đến cuối năm khi: (1) số lượng đơn hàng đã kí từ nay đến cuối năm vẫn đang ở mức ổn định cùng chỉ số PMI đã quay lại mức trên 50 từ tháng 7, (2) nhu cầu nội địa dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao khi chính phủ ưu tiên đạt mục tiêu GDP trên 8.5% trong năm nay. Về trung hạn, các tác động của thuế đối ứng sẽ được đánh giá đầy đủ hơn sau khi quy định chính thức về tỷ lệ nội địa hóa được ban hành. Bên cạnh đó, đề xuất điều chỉnh khung giá dịch vụ cảng đang được thẩm định sau khi được thông qua kỳ vọng sẽ nới rộng dư địa tăng giá cho các cảng nước sâu, phần nào bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng hàng từ Mỹ.

Giá cước giao ngay thị trường cước vận tải container quốc tế tiếp tục đà điều chỉnh giảm kéo dài 15 tuần liên tiếp (tuần 4 tháng 9 ghi nhận cước trung bình đạt 1761 USD/40ft, giảm 56% YTD) do lo ngại dư cung khi lượng tàu mới bàn giao vượt trội so với lượng tàu phá dỡ. Bước sang quý 4, diễn biến giá cước dự kiến sẽ còn biến động phụ thuộc vào các quyết định thuế quan sắp tới. Tuy nhiên, giá cho thuê tàu cỡ nhỏ nhiều khả năng tiếp tục duy trì mức cao do (1) các hãng tàu ưu tiên thuê tàu thay vì mua mới để đảm bảo tính chủ động trong bối cảnh thị trường bất ổn và (2) các hãng tàu lớn trên thế giới có xu hướng đóng mới tàu cỡ lớn và tăng nhu cầu thuê tàu cỡ nhỏ gom trả hàng tại cảng khu vực. Doanh nghiệp sở hữu tàu và có mạng lưới đối tác thuê ổn định như HAH sẽ hưởng lợi từ hoạt động cho thuê tàu trong giai đoạn này.

Ngành hàng không ít chịu ảnh hưởng từ thuế quan hơn cảng và vận tải biển.

8T2025, khách quốc tế đến Việt Nam ghi nhận gần 14 triệu lượt (+22% yoy, kỳ vọng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho ngành nhờ tác động tích cực từ chính sách visa và các đường bay thẳng quốc tế được mở mới. Việc nhà ga T3 Tân Sơn Nhất đi vào vận hành từ quý 2 đã giúp cải thiện năng lực khai thác, tạo dư địa tăng trưởng thêm cho nhóm doanh nghiệp dịch vụ mặt đất, hành khách và thương mại (ACV, AST). Với nhóm dịch vụ hàng hóa, đơn hàng về cuối năm vẫn ở mức tích cực, tuy nhiên triển vọng từ 2026 cần phải theo dõi thêm cho tới khi các quy định về chuyển tải chính thức được thông qua.

Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm trung lập với khối ngành logistics trong 4Q2025. Rủi ro chính đến từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ và xu hướng dư cung tàu toàn cầu. Tuy nhiên, những doanh nghiệp có câu chuyện riêng (mở rộng công suất, ít phụ thuộc Mỹ, sở hữu đội tàu cho thuê ổn định, hoặc hưởng lợi trực tiếp từ tăng trưởng hành khách quốc tế) như GMD, HAH, ACV, SCS vẫn là lựa chọn đầu tư trung dài hạn đáng cân nhắc. Ở vùng giá hiện tại, nhà đầu tư nên chờ tín hiệu rõ ràng hơn về chính sách hoặc chờ cổ phiếu có nhịp điều chỉnh xuống mức giá hấp dẫn hơn trước khi giải ngân.

Trung lập duy trì

Recommendations

GMD	MUA
Giá mục tiêu	79,800 VND
ACV	MUA
Giá mục tiêu	72,500 VND
SCS	MUA
Giá mục tiêu	71,000 VND

Xây dựng

Tiếp tục đón sóng đầu tư công

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Ngọc Anh

(+84) 24-7303-5333 anhntn@kbsec.com.vn

Xây dựng dân dụng khởi sắc nhờ bất động sản hồi phục. 1H2025 thị trường ghi nhận 58 dự án với quy mô 16,627 căn/lô nền (+29% QoQ) được cấp phép mới. Chúng tôi kì vọng mảng xây dựng dân dụng tiếp tục hưởng lợi từ đà phục hồi của bất động sản nhà ở nhờ (1) mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà vẫn ở mức tương đối thấp và (2) nỗ lực tháo gỡ pháp lý cải thiện nguồn cung từ phía chính phủ. Tuy nhiên cạnh tranh trong ngành dự kiến vẫn ở mức cao khi nhiều nhà thầu chấp nhận biên lợi nhuận thấp để tăng cạnh tranh và đảm bảo dòng tiền.

Nhu cầu xây dựng công nghiệp chậm lại trong ngắn hạn khi dòng vốn FDI vào Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục sụt giảm đến 2026 do áp lực từ chính sách thuế đối ứng của Mỹ. FDI đăng ký mới tháng 7 và tháng 8 ghi nhận 2.6/2.1 tỷ USD (-8%/-18% yoy), một số dự án đã ký kết MOU nhưng hiện vẫn chưa có kế hoạch triển khai cụ thể khiến backlog mới hạn chế. Tuy vậy chúng tôi vẫn đánh giá triển vọng dài hạn là tích cực nhờ lợi thế chi phí cạnh tranh, vị trí địa chính trị thuận lợi và mạng lưới các FTA của Việt Nam, dù tốc độ thu hút FDI có thể chậm hơn giai đoạn trước.

Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công cải thiện mạnh trong nửa cuối 2025 tạo động lực duy trì tăng trưởng trong quý cuối năm cho các doanh nghiệp xây dựng hạ tầng. Lũy kế 8 tháng năm 2025, giải ngân đạt 46.3% kế hoạch cả năm (so với 40.4% cùng kỳ 2024), phản ánh rõ quyết tâm thúc đẩy giải ngân của Chính phủ. Các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành và loạt dự án BOT giao thông khác tiếp tục mang lại nguồn công việc dồi dào cho các nhà thầu. Ngoài ra, Luật PPP sửa đổi (có hiệu lực từ 1/7/2025) và chính sách hỗ trợ tài chính đối với 11 dự án BOT trọng điểm sẽ giúp cải thiện bài toán dòng tiền, góp phần giảm rủi ro tài chính cho các doanh nghiệp hạ tầng. Bên cạnh đó, Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh đã có hiệu lực từ quý 2/2025 đảm bảo dư địa tăng trưởng dài hạn cho các doanh nghiệp xây lắp điện, đặc biệt trong truyền tải và năng lượng tái tạo.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực với nhóm cổ phiếu xây dựng dân dụng và hạ tầng nhờ sự hồi phục của thị trường bất động sản nhà ở và động lực mạnh mẽ từ đầu tư công. Ngược lại, mảng công nghiệp nhiều khả năng sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng chậm hơn do những lo ngại liên quan đến chính sách thuế quan của Mỹ. Từ đầu năm đến nay, giá cổ phiếu xây dựng dân dụng đã hồi phục nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với vùng đỉnh giai đoạn 2021–2022, phản ánh sự thận trọng trước khi bất động sản thật sự bước vào chu kỳ mới. Trong khi đó, cổ phiếu đầu tư công đã tăng mạnh ngay từ đầu năm, đưa định giá tiến sát vùng đỉnh lịch sử. Nhà đầu tư nên ưu tiên nhịp điều chỉnh phù hợp để giải ngân khi hiện tại dư địa tăng giá không còn nhiều. Các cổ phiếu đáng chú ý bao gồm HHV, VCG, CTD, PC1.

Tích cực duy trì

Recommendations

PC1	MUA
Giá mục tiêu	32,000 VND

CTD	MUA
Giá mục tiêu	99,000 VND

Thép

Kỳ vọng giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyễn

(+84) 24-7303-5333 nguyennnd1@kbsec.com.vn

Nhu cầu nội địa được kỳ vọng tiếp tục là điểm sáng trong 2026 – 2027

Tổng sản lượng tiêu thụ thép 8M2025 đạt 19 triệu tấn (tăng 18% YoY), được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ trong nước (tăng 48% YoY) nhờ thị trường Bất động sản hồi phục và các dự án đầu tư công được đẩy nhanh giải ngân, tăng tốc triển khai. Ở chiều ngược lại, dưới tác động của xu hướng bảo hộ thương mại, sản lượng xuất khẩu 8M2025 giảm 42% so với cùng kỳ. Tại thị trường nội địa, tiêu thụ thép xây dựng và HRC tăng lần lượt 34%/17% YoY. Trong khi đó, sản lượng HRC và tôn mạ xuất khẩu giảm lần lượt 65%/45% YoY ở kênh xuất khẩu. KBSV duy trì kỳ vọng lĩnh vực Bất động sản và đầu tư công sẽ là hai động lực chính thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ thép nhờ (1) nguồn cung căn hộ tại Hà Nội và TP. HCM ước tính tăng 8%/2% YoY trong 2026/2027 (theo CBRE) và (2) định hướng ưu tiên thúc đẩy các dự án đầu tư công trọng điểm của Chính phủ.

Tín hiệu tích cực khi giá thép có dấu hiệu hồi phục, thúc đẩy từ phía cung

Chính sách “Chống cạnh tranh tiêu cực” tại Trung Quốc hướng tới (1) cắt giảm sản lượng thép thô và các lò cao sử dụng công nghệ cũ, lỗi thời để thúc đẩy sản xuất “xanh” và (2) kiểm soát cuộc cạnh tranh về giá bán giữa các nhà sản xuất. Chúng tôi kỳ vọng chính sách trên sẽ đẩy nhanh tiến độ hiện thực hóa mục tiêu cắt giảm công suất thép thô (50 triệu tấn, tương ứng 4% tổng sản lượng 2024) của Trung Quốc, từ đó, hỗ trợ biên lãi gộp của các nhà sản xuất. Tính từ đầu 3Q2025 khi thông tin được công bố tới nay, giá HRC/tôn mạ/quặng sắt tại Trung Quốc đã tăng lần lượt 7%/4%/12%. Chúng tôi kỳ vọng giá thép sẽ dần bước vào chu kỳ mới nhờ sự cải thiện từ phía nguồn cung khi cắt giảm công suất, tuy nhiên, tốc độ tăng sẽ tương đối chậm khi thị trường Bất động sản tại Trung Quốc (phản ánh nhu cầu tiêu thụ) chưa có tín hiệu hồi phục.

Định giá phù hợp nhưng triển vọng phân hóa, cần có sự chọn lọc

Giá cổ phiếu thép trong danh sách theo dõi của KBSV đã tăng trung bình 28% trong 3 tháng trở lại đây, phần lớn phản ánh triển vọng biên lãi gộp cải thiện trong ngắn hạn nhờ các đợt tăng giá bán thép của các nhà sản xuất. Ở vùng giá hiện tại, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đã phản ánh hết rủi ro liên quan tới tác động tiêu cực của các biện pháp chống bán phá giá lên sản lượng xuất khẩu của các nhà sản xuất. Động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp thép trong thời gian tới đến từ (1) gia tăng công suất sản xuất, (2) khả năng cạnh tranh tại thị trường nội địa và (3) kỳ vọng giá thép dần bước vào chu kỳ tăng mới, được thúc đẩy bởi nhu cầu gia tăng. Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân từng phần ở những nhịp điều chỉnh của thị trường. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, HSG, NKG.

Trung lập

Khuyến nghị

HPG	Mua
Giá mục tiêu	VND 35,300
HSG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 18,000
NKG	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 16,500

Ống nhựa

Kỳ vọng giá PVC resin tiếp tục ổn định trong 2026

Nhu cầu tiêu thụ hồi phục, cạnh tranh thị phần dự báo gia tăng

Sản lượng tiêu thụ ống nhựa 2Q2025 ước tính đạt 102,000 tấn (+14% YoY), tổng sản lượng tiêu thụ 1H2025 toàn ngành đạt 188,000 tấn (tăng 21% so với cùng kỳ). Động lực tăng trưởng chính tới từ sự hồi phục của hoạt động xây dựng dân dụng, được thúc đẩy bởi sự hồi phục của thị trường Bất động sản với số dự án được cấp phép mới (48 dự án được cấp phép xây dựng trong 1H2025, so với 38 dự án cùng kỳ). KBSV điều chỉnh tăng dự phóng sản lượng tiêu thụ 2025 lên 402,000 tấn (+20% YoY) và ước tính sản lượng tiêu thụ 2026 đạt 434,000 tấn (+8% YoY) nhờ nguồn cung Bất động sản được dự báo tiếp tục gia tăng trong 2026 – 2027. Hiện tại, NTP/BMP là hai doanh nghiệp đang nắm giữ thị phần lớn nhất trong ngành (xấp xỉ 65%).

Giá đầu vào tiếp tục ở mức thấp, kỳ vọng duy trì biên lãi gộp cao trong 2026

Giá PVC resin tại Trung Quốc trong 3Q2025 giảm 12% YoY nhưng tăng nhẹ 2% QoQ, chủ yếu dao động trong biên độ hẹp trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ chưa thực sự hồi phục. Chúng tôi tiếp tục duy trì quan điểm rằng biên lãi gộp của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa có thể duy trì ở vùng cao 12 tháng tới nhờ chi phí đầu vào tiếp tục duy trì ở vùng thấp so với cùng kỳ, động lực chính nhờ (1) thị trường Bất động sản tại Trung Quốc chưa có tín hiệu hồi phục và (2) giá đầu vào được dự phóng dao động ở vùng 65 – 66 USD/thùng trong 2026 (Bloomberg thống kê). Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ hồi phục, các doanh nghiệp sản xuất có thể đẩy một phần chi phí tăng thêm sang phía người mua, góp phần duy trì và cải thiện biên lợi nhuận. Trong kịch bản cơ sở, KBSV cho rằng giá PVC resin sẽ bắt đầu hồi phục từ cuối 2026 trở đi khi hoạt động sản xuất công nghiệp tại Trung Quốc khởi sắc hơn.

Định giá ở vùng cao, giá cổ phiếu sẽ nhạy cảm với biến động giá PVC resin

Hiện tại, BMP và NTP đều đang được giao dịch ở vùng P/B +2 STD so với trung bình 5 năm, phản ánh kỳ vọng ghi nhận kết quả kinh doanh cao nhất từ trước tới nay của các doanh nghiệp này nhờ biên lợi nhuận cao. Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong 2026 – 2027 sẽ phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá PVC resin. Nhà đầu tư có thể cân nhắc giải ngân ở những nhịp điều chỉnh của thị trường nhưng cần chú ý tới biên an toàn khi định giá cổ phiếu đã ở vùng cao so với lịch sử và chi phí đầu vào được dự báo sẽ dần tăng trở lại từ cuối 2026. BMP là cổ phiếu ưa thích của KBSV nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi tối ưu cùng tỷ suất sinh lời cổ tức tiền ước tính đạt 9-10% trong 2025-2026.

Chuyên viên cao cấp Nguyễn Dương Nguyên

(+84) 24-7303-5333 nguyend1@kbsec.com.vn

Trung lập

Khuyến nghị

BMP	Mua
Giá mục tiêu	VND 146,200

Bán lẻ

Kỳ vọng phân hóa

Chuyên viên phân tích ngành Nghiêm Sỹ Tiến

(+84) 24-7303-5333 tiens@kbsec.com.vn

Bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ 8 tháng tăng 9.4% YoY

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tháng 8 ước tăng 10,6% YoY. Lũy kế 8M2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9,4% YoY. Trong đó: Doanh thu bán lẻ hàng hóa tám tháng năm 2025 ước đạt 3,495.8 nghìn tỷ đồng, chiếm 76,3% tổng mức và tăng 8,1% YoY; doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tám tháng năm 2025 ước đạt 552,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 12,1% tổng mức và tăng 14,7% YoY.

KQKD của các doanh nghiệp bán lẻ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng ấn tượng

Tổng doanh thu của các chuỗi cửa hàng bán lẻ lớn như MWG, FRT, DGW, MSN đạt 145,278 tỷ VND (+9.2% YoY). Lũy kế 8M2025, doanh thu thuần MWG tăng trưởng 13.5% YoY, hoàn thành 70% kế hoạch năm với động lực dẫn dắt chính từ mảng ICT và BHX. FRT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ khả năng sinh lời của Long Châu. Các mảng ngoài ICT&CE giúp cho DGW duy trì tốc độ tăng trưởng trên 2 chữ số. Đối với MSN, doanh thu của MCH ghi nhận giảm 15% YoY do tác động ngắn hạn của việc thắt chặt quy định thuế với kênh bán hàng truyền thống GT, ngược lại WCM tiếp tục mở rộng mạnh mẽ trong kì và đem lại biên lợi nhuận dương.

Triển vọng tích cực trong năm 2025

Triển vọng ngành bán lẻ từ nay đến cuối năm 2025 được đánh giá tích cực, không chỉ nhờ chính sách tiền tệ nới lỏng giúp giảm chi phí vay tiêu dùng, mà còn từ các biện pháp kích thích tài khóa trực tiếp như chính sách giảm thuế GTGT (VAT) xuống 8% đối với một số nhóm hàng hóa, dịch vụ, giúp trực tiếp tăng khả năng chi tiêu của người dân. Thêm vào đó, môi trường cạnh tranh đang trở nên lành mạnh hơn cho các chuỗi bán lẻ chính hãng, từ việc siết chặt quản lý và yêu cầu xuất hóa đơn điện tử cho từng giao dịch theo Nghị định 123 đang dần minh bạch hóa thị trường.

Triển vọng phân hóa giữa các cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với MWG và TRUNG LẬP đối với DGW, FRT dựa trên tiềm năng tăng giá so với giá mục tiêu trong báo cáo gần nhất. Theo đó, định giá MWG tương đối hấp dẫn với triển vọng mở rộng từ chuỗi BHX và khả năng đảm bảo lợi nhuận bởi chuỗi ICT&CE. Trong khi đó, DGW và FRT dự kiến sẽ có sự gián đoạn tăng trưởng trong ngắn hạn do các lĩnh vực kinh doanh chính chậm hơn so với kỳ vọng.

Tích cực Duy trì

Recommendations	
MWG	MUA
Giá mục tiêu	VND 90,100
FRT	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 129,900
DGW	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	VND 46,000

Thực phẩm và đồ uống

Tiêu thụ nội địa ổn định

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân

 (+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

Thắt chặt quy định về thuế khoán và cải tổ hệ thống bán lẻ, phân phối truyền thống ảnh hưởng đến ngành tiêu dùng trong ngắn hạn. Trong quý 2, chính phủ đưa ra một loạt các chính sách nhằm cải cách môi trường kinh doanh như (1) thắt chặt quy định hóa đơn để tăng mức thuế thực nộp của hộ kinh doanh nhỏ lẻ; (2) Đẩy mạnh tuyên truyền và ngăn chặn hàng lậu, hàng nhái và kém chất lượng (3) Định hướng giảm chợ tạm và tăng tiêu dùng tại các kênh bán lẻ hiện đại.

Các doanh nghiệp F&B ghi nhận KQKD trái chiều trong quý 2. VNM ghi nhận doanh thu tăng nhẹ 0.4% YoY nhờ nhu cầu nhập hàng của đại lý phục hồi sau khi gián đoạn trong quý 1. Ngược lại, Masan Consumer (UPCOM:MCH) ghi nhận doanh thu giảm mạnh -15% YoY do tác động của thay đổi quy định kể trên và tái cấu trúc kênh phân phối. Giá heo hơi neo cao giúp giá bán các sản phẩm có thương hiệu của MML tăng mạnh, đưa doanh thu tổng tăng 37% YoY. QNS ghi nhận doanh số sữa đậu nành và đường lần lượt +5%/-10% YoY (loại trừ thay đổi cách ghi nhận kế toán) trong bối cảnh nhu cầu sữa đậu nành của công ty phục hồi nhưng cạnh tranh tại thị trường đường gay gắt.

Triển vọng tươi sáng cho các doanh nghiệp đầu ngành. Tiêu dùng nội địa sẽ tiếp tục được hỗ trợ nhờ các chính sách như giảm thuế VAT 2%, đề xuất tăng mức giảm trừ gia cảnh, ngăn chặn hàng giả và hàng nhái. MSN và VNM kì vọng sẽ ghi nhận KQKD phục hồi trong nửa cuối năm nhờ quá trình tái cấu trúc kênh phân phối dần kết thúc. Ngoài ra, cả hai doanh nghiệp đều đầu tư mạnh mẽ vào phát triển sản phẩm và kênh phân phối hiện đại giúp hưởng lợi trong xu thế chuyển dịch hiện tại. Trái lại, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ đường của QNS trong ngắn hạn sẽ sụt giảm với giá bán thấp hơn -20% YoY do nguồn cung dồi dào và xu hướng giảm tiêu thụ đường của người tiêu dùng có thể tiếp tục diễn ra.

Định giá đã ở vùng hợp lý. Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với ngành ở thời điểm hiện tại do định giá hầu hết các doanh nghiệp đều khá phù hợp với triển vọng. Nhà đầu tư có thể giải ngân vào MSN với những nhịp điều chỉnh với kì vọng sự chuyển dịch sang bán lẻ hiện đại ngày càng rõ ràng, cùng sự tăng trưởng và phục hồi mạnh mẽ của các sản phẩm thương hiệu trong hệ thống của doanh nghiệp này.

Trung lập duy trì

Khuyến nghị	
VNM	TRUNG LẬP
Giá mục tiêu	65,800
MSN	
Giá mục tiêu	MUA
	104,700

Thủy sản – Chăn nuôi

Rủi ro đến từ xuất khẩu

Thuế quan thúc đẩy xuất khẩu Thủy sản trong quý 2. Trong 2Q25, xuất khẩu tôm và cá tra đạt lần lượt 1.14 tỷ USD (+20% YoY) và 544 triệu USD (+7%YoY). Xuất khẩu cá tra sang Mỹ tăng 12% YoY nhờ hạn trót thuế quan, trong khi xuất khẩu sang Trung Quốc và EU ghi nhận mức giảm 3% tại mỗi thị trường. Doanh số xuất khẩu trong tháng 7-8 của cả 2 mặt hàng đều ghi sự sụt giảm sau khi các nhà nhập khẩu đã tích trữ đủ hàng, giảm lần lượt -14%/-10% YoY đối với tôm và cá tra tại thị trường Mỹ. Tuy vậy, các doanh nghiệp đã nhanh chóng đa dạng hóa thị trường sang Trung Quốc và EU giúp tổng doanh thu xuất khẩu 2 mặt hàng này tăng 9.3%/14% trong 2 tháng đầu của quý 3. Đối với cá tra, phần lớn tăng trưởng đến từ sản lượng khi giá bán trung bình đi ngang quanh mức 2.8 USD/kg, được hỗ trợ bởi chi phí vận chuyển giảm và tỉ giá VND yếu. Ngược lại, giá bán tôm thẻ chân trắng tăng từ 5-11% YoY ở hầu hết thị trường nhờ nhu cầu ổn định đối với mặt hàng này.

Dịch bệnh heo diễn biến phức tạp, khiến giá heo đầu ra đang ở mức thấp. Trong 8M2025, dịch bệnh tả lợn đã khiến hơn 100 nghìn con lợn chết tại 33/34 tỉnh thành. Thời tiết mưa nhiều và rủi ro lây nhiễm tăng cao khiến các trang trại nuôi bán chạy dịch, kéo giá heo hơi giảm mạnh đỉnh, từ 78 nghìn/kg về mức 55 nghìn/kg. Về phía cầu, dịch bệnh còn khiến người tiêu dùng e ngại và giảm tiêu thụ thịt heo, tạo thêm áp lực lên giá heo hơi trang trại.

Kì vọng tiêu thụ heo tích cực hơn vào dịp lễ cuối năm, trong khi xuất khẩu thủy sản hạ nhiệt. Sản lượng heo thương phẩm được dự báo khan hiếm vào cuối năm do quá trình tái đàn diễn ra chậm và dịch bệnh tiếp tục phức tạp. Với chuỗi giá trị khép kín, sản lượng heo nuôi của các doanh nghiệp liên kết kì vọng sẽ ổn định hơn, đem lại tăng trưởng tốt trong trường hợp giá heo phục hồi trở lại. Về xuất khẩu thủy sản, chúng tôi dự báo xuất khẩu cá tra sẽ hạ nhiệt về sản lượng và doanh số do nhu cầu nhập hàng đã phản ánh trong quý 2 và đầu quý 3. Ngược lại, sản lượng và giá bán tôm sẽ ổn định nhờ là sản phẩm được yêu thích trên toàn cầu, cũng như việc các doanh nghiệp đang đẩy mạnh đa dạng hóa sang các thị trường.

Định giá chiết khấu về mức hấp dẫn. Định giá PB của VHC và DBC đang lần lượt là 1.26 và 1.38, thấp hơn lần lượt -30%/-8% so với mức trung bình 5 năm, phản ánh triển vọng ngắn hạn kém hấp dẫn của ngành. Nhà đầu tư có thể cân nhắc (1) giải ngân vào DBC với kì vọng giá heo phục hồi trong nửa cuối năm; (2) VHC trong bối cảnh định giá hấp dẫn cho một doanh nghiệp có chuỗi giá trị khép kín và dẫn đầu thị phần tại các thị trường lớn như Mỹ và EU

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Đức Quân

(+84) 24-7303-5333 quannd@kbsec.com.vn

Trung lập duy trì

Khuyến nghị

DBC	MUA
Giá mục tiêu	VND 35,100

VHC	MUA
Giá mục tiêu	VND 64,800

Ngành Công nghệ

Chiến lược đa dạng hóa củng cố triển vọng dài hạn

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh

(+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

Doanh thu công nghệ thông tin giảm tốc. Trong 6 tháng đầu năm 2025, tăng trưởng doanh thu toàn ngành công nghệ ước đạt 21%, thấp hơn so với mức 27% của 1H/2024 và hoàn thành 54% kế hoạch doanh thu năm 2025. Lợi nhuận ngành đạt 158 nghìn tỷ VND, tăng gần 20% YoY và đạt 57% kế hoạch. Đáng chú ý, mức tăng trưởng 2 chữ số của doanh thu đạt được với mức tăng chỉ 4% của lực lượng lao động, phản ánh sự cải thiện của năng suất lao động trên đầu người.

Tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp niêm yết sụt giảm rõ rệt. Q2.2025, doanh thu các doanh nghiệp CNTT niêm yết chỉ tăng trưởng gần 5%, chậm hơn mức tăng toàn ngành. Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp được cải thiện tích cực nhờ hiệu suất nâng cao và chi phí tối ưu, đạt 34.6% (+0.9 ppts svck). Kết quả, LNST đạt 2,893 tỷ VND, tăng 20% YoY nhưng thấp vẫn hơn mức tăng trưởng 39% của Q1.

Tăng trưởng dương được duy trì nhờ đa dạng hóa dịch vụ cung cấp. Thương mại toàn cầu bất ổn sẽ ảnh hưởng tới các quyết định chi tiêu không cấp thiết của doanh nghiệp bị cắt giảm, cụ thể là đầu tư cho công nghệ thông tin. Canalsys giảm dự báo chi tiêu IT toàn cầu trong 2025 còn 7% YoY (so với mức 8.3% trước đó), với động lực duy trì đến từ một số phân khúc dịch vụ IT thiết yếu (bao gồm dịch vụ quản lý và giám sát) có thời gian hợp đồng kéo dài 5-7 năm. Các doanh nghiệp Việt Nam sẽ trở thành đối tác phù hợp nhờ sở hữu: i) Nguồn cung nhân lực dồi dào và chi phí dễ tiếp cận, ii) Uy tín và năng lực được tạo dựng thông qua các hợp đồng lớn từng thực hiện trong quá khứ. FPT hiện đang là doanh nghiệp tiên phong ký kết các hợp đồng lớn trong lĩnh vực này, với hợp đồng lớn nhất có giá trị 225 triệu USD, tương đương 4% doanh thu hằng năm tại nước ngoài của FPT.

Biên lợi nhuận cải thiện giúp gia tăng lợi nhuận lõi. Chúng tôi cho rằng khả năng cải thiện biên lợi nhuận thông qua nâng cao hiệu suất làm việc và tối ưu chi phí sẽ tiếp tục được các doanh nghiệp duy trì nhờ: i) Hạn chế tuyển dụng nhân lực cho phép chi phí nhân sự được điều chỉnh tăng ở mức tối thiểu, ii) Áp lực cạnh tranh nhân lực giữa các công ty suy giảm khiến nhân lực chủ động gắn bó với công ty và chi phí tuyển dụng phát sinh thấp.

Định giá cổ phiếu phù hợp tích lũy. Giá cổ phiếu các doanh nghiệp đang ở mức P/E 18 lần (thấp hơn trung bình 5 năm 19 lần), phản ánh triển vọng kém khả quan. Dù vậy, với mức tăng trưởng ấn tượng 47% YoY của hợp đồng ký mới đạt được trong 2 tháng 7&8/2025, FPT cho thấy lợi thế từ dịch vụ đa dạng giúp doanh nghiệp vượt qua khó khăn. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị mua đối với FPT.

Trung lập duy trì

Khuyến nghị

FPT

Mua

Giá mục tiêu

VND 123,100

Ngành điện

Tỏa sáng nhờ hàng loạt cơ chế thúc đẩy đầu tư

Chuyên viên phân tích ngành Nguyễn Việt Anh

 (+84) 24-7303-5333 anhnv3@kbsec.com.vn

Tiêu thụ điện giảm tốc do khối công nghiệp. 8 tháng đầu năm 2025, tăng trưởng sản lượng điện giảm tốc, đạt 214.5 tỷ kWh (3.1% YoY) và chỉ hoàn thành 57% dự báo tiêu thụ điện năm 2025 do tình hình sản xuất ảm đạm với 5/8 tháng chỉ số PMI dưới mức 50 và các tháng còn lại nhích nhẹ trên 50 điểm. Tiêu thụ điện tại phía Bắc tiếp tục dẫn đầu cả nước về tốc độ tăng trưởng, đạt 70.7 tỷ kWh (+5.6% YoY), trong khi khu vực phía Nam (bao gồm Hồ Chí Minh) gần như đi ngang, đạt 84 tỷ kWh.

Chu kỳ thuận lợi của thủy điện kết thúc, nhiệt điện sẽ được tăng công suất. Từ 2026, với kỳ vọng nhu cầu điện gia tăng khi hoạt động sản xuất hồi phục và El Nino sẽ gia tăng nền nhiệt độ, các nhà máy điện than sẽ được ưu tiên huy động nhằm bù đắp suy giảm từ thủy điện và nhiệt điện khí. Đối với điện khí, các nhà máy sử dụng khí Đông Nam Bộ (bao gồm Phú Mỹ 1, Nhơn Trạch 2) và sử dụng khí LNG nhập khẩu (Nhơn Trạch 3&4) sẽ được ưu tiên huy động và là trụ cột đáp ứng phụ tải điện của khu vực.

Triển vọng tỏa sáng của ngành điện nói chung và nhóm điện LNG nói riêng nhờ cơ chế thúc đẩy đầu tư. Trong 3 quý đầu 2025, ngành điện ghi nhận nhiều cơ chế tháo gỡ pháp lý, hứa hẹn là bàn đạp thúc đẩy đầu tư dự án mới. Nghị quyết 72 cho phép EVN điều chỉnh giá điện để bù lỗ 44,000 tỷ đồng và chi phí tỷ giá tương lai, giúp cải thiện tài chính, thu hút vốn tư nhân và thúc đẩy tiến độ nguồn điện theo QHĐ VIII. Điện khí LNG với vai trò trụ cột, đóng góp tới 10.7% tổng công suất phát điện đến 2030, sẽ được đẩy mạnh triển khai nhờ các chính sách hỗ trợ. Dự thảo nghị quyết về các cơ chế tháo gỡ khó khăn phát triển năng lượng quốc gia mới đây đã công bố cơ chế hỗ trợ các dự án LNG đi vào vận hành trước ngày 01/01/2031 bao gồm: i) Sản lượng hợp đồng tối thiểu dài hạn không thấp hơn 75% sản lượng bình quân của các dự án điện khí và ii) Thời gian áp dụng mức sản lượng tối thiểu là không quá 10 năm kể từ ngày dự án đi vào vận hành.

Triển vọng sinh lời hấp dẫn nhờ cơ chế thúc đẩy đầu tư tạo thuận lợi. Dưới góc nhìn định giá P/B, định giá có sự phân hóa, với nhóm điện khí và tái tạo đang giao dịch trên 1 lần độ lệch chuẩn trung bình 5 năm. Ngược lại, nhóm điện than có triển vọng kém hơn, phản ánh qua mức định giá thấp hơn trung bình. Chúng tôi cho rằng dù định giá nhóm điện khí cao nhưng tiềm năng sinh lời vẫn hấp dẫn nhờ động lực đến từ môi trường đầu tư thuận lợi, tiêu biểu là POW với dự án NT3&4 hưởng lợi từ cơ chế tăng sản lượng hợp đồng. Ngoài ra, nhóm vật liệu và xây lắp hạ tầng điện (GEX, PC1) sẽ hưởng lợi từ việc EVN đầu tư mạnh mẽ trở lại.

Tích cực thay đổi

Khuyến nghị	
POW	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 17,200
GEG	Mua
Giá mục tiêu	VND 18,600
REE	Trung lập
Giá mục tiêu	VND 68,800

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 độc 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.