

# Triển vọng TTCK 2Q 2025

## Bảo thuế quan

Chúng tôi giảm mạnh dự báo vùng điểm hợp lý của chỉ số VNIndex thời điểm cuối năm 2025 xuống mức 1,100 điểm (từ mức 1,460 điểm trong báo cáo năm), tương ứng mức tăng nhẹ 5% yoy của EPS bình quân các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HSX, và P/E mục tiêu là 11.9 lần (theo cách tính của Bloomberg), thấp hơn so với mức 14.9 thời điểm cuối năm 2024 và thấp hơn mức bình quân 10 năm ở 16.6.

Động thái đánh thuế mạnh tay của Chính quyền Donald Trump với mức thuế đối ứng lên đến 46% lên hàng hóa Việt Nam là nguyên nhân trực tiếp dẫn đến việc hạ dự báo. Dù các diễn biến mới cho thấy có khả năng mức thuế này sẽ được hạ xuống tới đây sau đàm phán, tuy nhiên do nhiều yếu tố bất định khó dự báo trước, chúng tôi sử dụng mức thuế 46% này làm kịch bản cơ sở xuyên suốt báo cáo. Cụ thể, chúng tôi giảm mạnh tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết từ mức 15% xuống còn 5% do lo ngại tác động của chính sách thuế quan mới lên hoạt động xuất khẩu nói riêng và toàn nền kinh tế nói chung. Đồng thời, chúng tôi giảm mức P/E hợp lý cuối 2025 để phản ánh rủi ro mặt bằng lãi suất có thể tăng trở lại dưới áp lực tỷ giá, và tâm lý thận trọng của nhà đầu tư.

Các tác động tiêu cực nhất của chính sách thuế này sẽ tập trung vào giai đoạn quý 2 khi thị trường tập trung đánh giá mức độ ảnh hưởng lên tăng trưởng, cũng như các chỉ tiêu vĩ mô và hoạt động của doanh nghiệp niêm yết. Theo đó, chúng tôi thiên về kịch bản đà giảm sẽ kéo dài xuyên suốt gần hết quý dù có thể xuất hiện các nhịp hồi phục ngắn hạn xen.

Các theme đầu tư chính được chúng tôi lựa chọn cho giai đoạn sau của năm 2025 bao gồm: Nâng hạng thị trường, Đầu tư công, Khởi thông pháp lý và Nổi tin dụng. 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 chú trọng nhằm bù đắp cho sự giảm sút của hoạt động xuất khẩu và khu vực FDI, từ đó các nhóm cổ phiếu tương ứng sẽ có triển vọng tăng giá tích cực trong năm nay.

Từ góc độ triển vọng ngành, trong 2025, bộ phận phân tích doanh nghiệp của chúng tôi đánh giá tích cực đối với triển vọng các ngành Ngân hàng, Bất động sản dân cư, Thực phẩm và đồ uống, Xây dựng, Điện (*Chi tiết về triển vọng ngành xem thêm ở phần VI của báo cáo*).

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  
linhpp@kbsec.com.vn

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

10/04/2025

## Contents

|                                                                       |           |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>I. TRIỂN VỌNG TTCK 2025</b>                                        | <b>3</b>  |
| <b>II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH</b>                                       | <b>5</b>  |
| <b>III. BỐI CẢNH VĨ MÔ VÀ TTCK</b>                                    | <b>7</b>  |
| 1. Thuế đối ứng - Tác động đến xuất khẩu và dòng vốn FDI vào Việt Nam | 7         |
| 2. Áp lực với triển vọng kinh tế vĩ mô trong nước                     | 10        |
| <b>IV. CHỦ ĐỀ ĐẦU TƯ</b>                                              | <b>12</b> |
| 1. Nâng hạng thị trường                                               | 13        |
| 2. Đầu tư công                                                        | 15        |
| 3. Khởi thông pháp lý                                                 | 17        |
| 4. Nới tín dụng                                                       | 19        |
| <b>V. DANH MỤC ĐẦU TƯ MẪU</b>                                         | <b>23</b> |
| <b>VI. TRIỂN VỌNG NGÀNH</b>                                           | <b>24</b> |
| Ngân hàng                                                             | 25        |
| Ngành chứng khoán                                                     | 26        |
| Bất động sản dân cư                                                   | 27        |
| BDS Khu công nghiệp                                                   | 28        |
| Logistics                                                             | 29        |
| Vật liệu xây dựng                                                     | 30        |
| Thực phẩm và đồ uống                                                  | 31        |
| Ngành Bán lẻ                                                          | 32        |
| Ngành điện                                                            | 33        |
| Ngành Công nghệ                                                       | 34        |
| Ngành dệt may                                                         | 35        |
| Chăn nuôi – Thủy sản                                                  | 36        |
| Xây dựng                                                              | 37        |

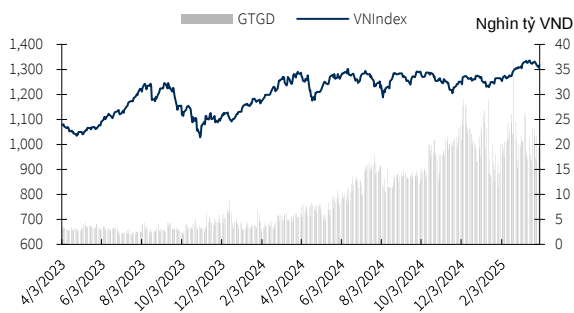
## I. Triển vọng TTCK 2025

### TTCK Việt Nam tăng nhẹ trong quý I

TTCK Việt Nam có diễn biến tăng nhẹ trong quý I 2025 với động lực đến từ kết quả vĩ mô 2024 khả quan, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp niêm yết tích cực, các cam kết thúc đẩy tăng trưởng của Chính phủ cho năm 2025, cùng với đó là môi trường lãi suất thấp được duy trì.

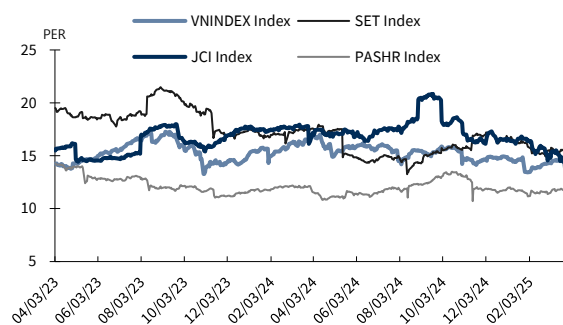
Chỉ số VNIndex tăng trong hầu hết thời gian của quý I, trước khi quay đầu điều chỉnh từ giữa tháng 3 dưới áp lực từ sự thoái lui của nhóm công nghệ toàn cầu, và lo ngại tác động từ chính sách thuế của Chính quyền Mỹ. Tính cho cả quý, chỉ số VNIndex tăng 3.1% về điểm số so với thời điểm đầu năm, trong khi giá trị giao dịch giảm 24% so với cùng kỳ.

Biểu đồ 1. Biến động chỉ số VNIndex



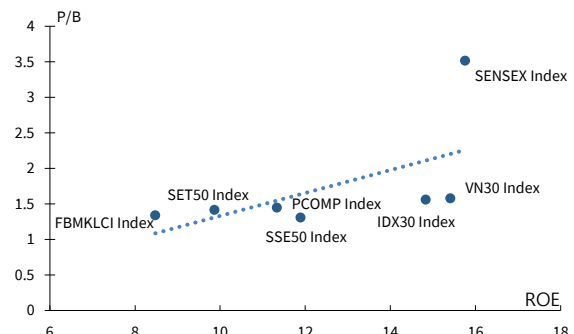
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Biến động P/E nhóm ASEAN4



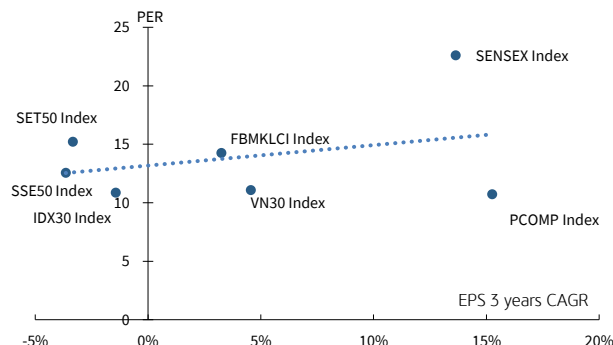
Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Triển vọng thị trường trong phần còn lại của năm 2025 sẽ gặp nhiều thử thách với áp lực chính đến từ chính sách thuế quan của ông Trump áp lên hàng hoá Việt Nam với mức thuế lên đến 46%. Mặc dù vậy, tăng trưởng lợi nhuận các doanh nghiệp vẫn có sự cải thiện nhẹ so với cùng kỳ, và mặt bằng lãi suất dù

tăng cao hơn so với ước tính ban đầu nhưng vẫn ở vùng thấp sẽ là các yếu tố giúp thị trường không sụt giảm quá mạnh:

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

Với tình hình thế giới nhiều biến động, KBSV giữ quan điểm thận trọng hơn với tăng trưởng EPS toàn thị trường về mức 5% (điều chỉnh giảm so với trước đó do lo ngại rủi ro thuế quan). Mỹ đã áp mức thuế 46% đối với Việt Nam đem tới rủi ro đối với hoạt động xuất khẩu. Kinh tế Việt Nam vốn ảnh hưởng nhiều bởi xuất khẩu nên việc áp thuế quan sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng, đặc biệt là những ngành nghề như dệt may, thủy sản. Tuy nhiên, những chính sách và biện pháp kích thích của chính phủ vẫn sẽ là yếu tố tích cực giúp cải thiện tình hình kinh tế, hỗ trợ doanh nghiệp và hướng tới mục tiêu cải thiện tăng trưởng GDP.

**Chính sách thuế của ông Trump gây áp lực mạnh lên kinh tế vĩ mô và TTCK**

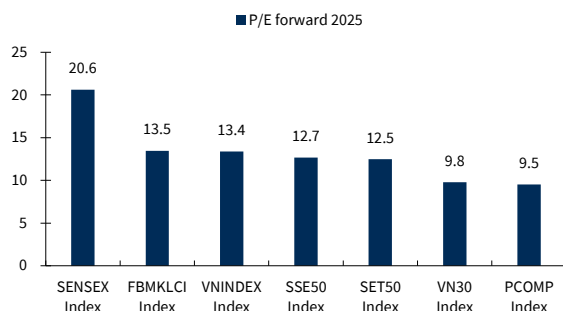
Chính sách thuế đối ứng với mức thuế 46% áp dụng cho Việt Nam có thể ảnh hưởng đến mục tiêu tăng trưởng GDP 8% do sự suy giảm trong (i) hoạt động xuất khẩu, (ii) khu vực đầu tư (FDI) và (iii) tiêu dùng bị ảnh hưởng gián tiếp. Dù vậy, Chính phủ vẫn sẽ có những biện pháp nỗ lực thúc đẩy tăng trưởng thông qua giải ngân đầu tư công và đa dạng hoá thị trường xuất khẩu của Việt Nam. Chúng tôi điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 xuống 5-6% (so với dự phóng 7% trước đó) sau khi đã cân nhắc ảnh hưởng từ chính sách thuế đối ứng.

Chúng tôi cho rằng, đỉnh điểm của cuộc chiến thương mại có thể sẽ diễn ra trong Tháng 4/2025, sau khi Mỹ công bố chính sách Thuế quan và các Quốc gia khác đưa ra các biện pháp đáp trả/thương lượng. Chúng tôi đánh giá những rủi ro của những chính sách Thuế quan có thể tác động đến nền kinh tế Việt Nam trong dài hạn. Tuy nhiên, các tác động tiêu cực đến thị trường chứng khoán có thể được cân bằng trở lại vào cuối Quý 2/2025, do Thị trường đã chiết khấu một phần để phản ánh những tác động tiêu cực, bên cạnh đó những rủi ro bất định có thể giảm xuống do các định hướng chính sách trong Tradewar 2.0 dần rõ ràng hơn.

**Mặt bằng lãi suất tăng trở lại, phản ứng với các áp lực tỷ giá từ chính sách thuế quan của ông Trump, tuy nhiên nhìn chung vẫn ở vùng thấp**

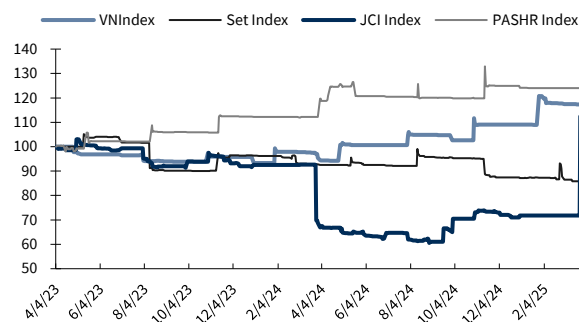
Áp lực tỷ giá gia tăng do nguồn cung ngoại tệ suy giảm mặc dù diễn biến của chỉ số DXY nhiều khả năng sẽ ít gây áp lực hơn so với 2024. Việc Mỹ áp thuế đối ứng 46% lên các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam là một yếu tố “chưa được lường trước”, vì vậy chúng tôi cho rằng NHNN có thể sẽ phải gia tăng mức độ chấp nhận về ngưỡng giảm giá của VNĐ lên mức 5% để duy trì CSTT nổi lóng. Lãi suất có thể tăng trở lại 1-1.5% khi tỷ giá quá căng thẳng nhưng vẫn ở vùng tương đối thấp so với đáy Covid-19.

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 1,100

Đối với triển vọng thị trường trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng chỉ số VNIndex đạt mức 1,100, tương ứng mức tăng trưởng EPS toàn thị trường 5% (như phân tích ở phần sau báo cáo), và mức định giá P/E của VNIndex giảm xuống 11.9, so với thời điểm cuối 2024 ở mức 14.6 lần (thấp hơn mức bình quân 10 năm gần nhất là 16.6 lần).

Yếu tố chính khiến chúng tôi thận trọng và điều chỉnh giảm vùng định giá P/E của thị trường đến từ quan ngại chính sách thuế quan của ông Trump sẽ gây ra nhiều ảnh hưởng đến triển vọng vĩ mô, môi trường đầu tư, mặt bằng lãi suất, xu hướng dòng vốn ngoại, cũng như tâm lý nhà đầu tư trong nước (như đề cập ở phần sau của báo cáo).

Mặc dù vậy, TTCK Việt Nam vẫn còn những yếu tố nội tại tích cực giúp thị trường có cơ hội xuất hiện các nhịp hồi phục đan xen. Trong đó có thể kể đến như việc đưa vào hệ thống giao dịch KRX vào đầu tháng 5 và nâng hạng thị trường vào tháng 9, đầu tư công được đẩy mạnh khi đóng vai trò là động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế, các chính sách tháo gỡ khó khăn cho doanh nghiệp bất động sản, chính sách kích cầu tiêu dùng, mặt bằng lãi suất dù tăng trở lại nhưng vẫn ở mức thấp, trong khi các doanh nghiệp niêm yết vẫn ghi nhận tăng trưởng so với cùng kỳ.

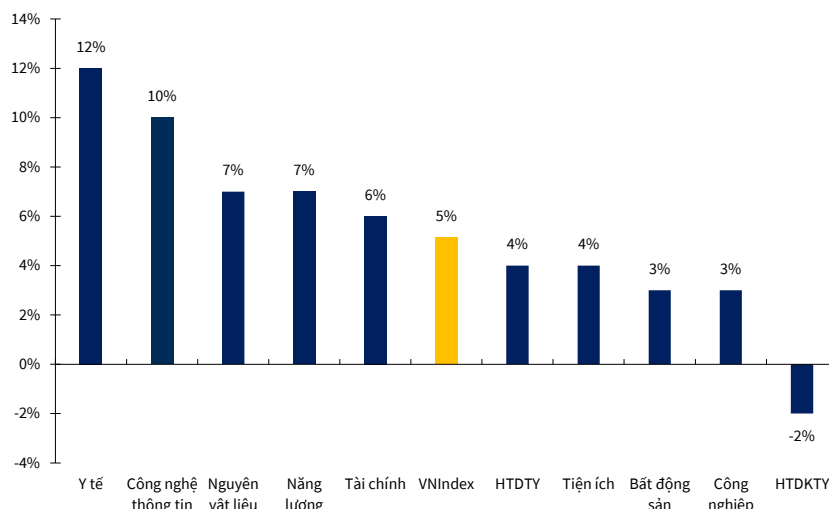


## II. Hoạt động kinh doanh

**Chúng tôi hạ dự phóng tăng trưởng EPS bình quân các doanh nghiệp trên sàn HSX năm 2025 đạt 5% YoY (giảm 10 điểm % so với dự phóng trong báo cáo gần nhất)**

Chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng EPS toàn thị trường từ 16% ở báo cáo Triển vọng TTCK 2025 xuống 5% YoY (Biểu đồ 7). Kỳ vọng được điều chỉnh giảm mạnh so với trước đó do lo ngại rủi ro thuế quan. Mỹ đã áp mức thuế 46% đối với Việt Nam đem tới rủi ro đối với hoạt động xuất khẩu. Kinh tế Việt Nam vốn ảnh hưởng nhiều bởi xuất khẩu nên việc áp thuế quan sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến tăng trưởng chung.

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

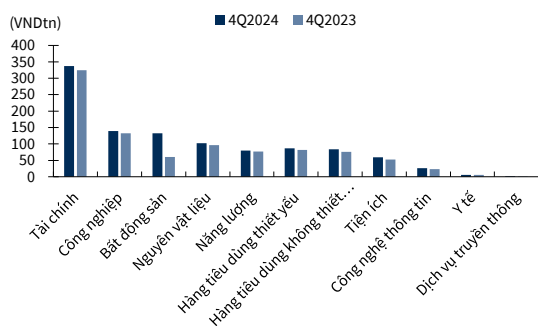
### Điều chỉnh tăng trưởng ở những nhóm ngành sẽ chịu ảnh hưởng mạnh bởi chính sách thuế quan

Dựa vào đánh giá xu hướng ngành, kết hợp dự báo cụ thể ở nhóm doanh nghiệp đầu ngành, chúng tôi dự phóng:

Các nhóm ngành dẫn dắt bao gồm Y tế (+12% yoy), CNTT (+10% yoy), Nguyên vật liệu (+7% yoy), thể hiện quan điểm về những nhóm ngành ít có rủi ro hơn trong việc bị áp thuế. Nhóm nguyên vật liệu được hưởng lợi khi đầu tư công được đẩy mạnh như một biện pháp để thúc đẩy kinh tế.

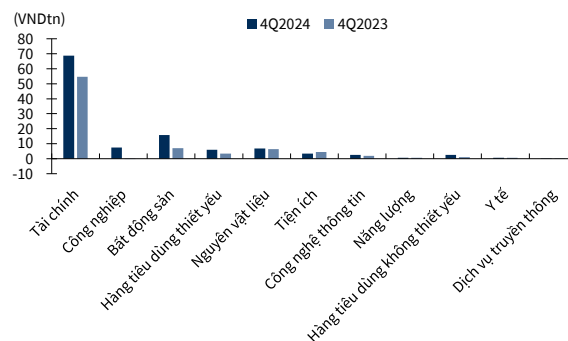
Các nhóm ngành tăng trưởng thấp hơn so với mặt bằng chung gồm Công nghiệp, Hàng tiêu dùng không thiết yếu. Chúng tôi đánh giá nhóm này sẽ bị ảnh hưởng nhiều bởi chính sách thuế quan, đặc biệt là các nhóm xuất khẩu các mặt hàng sang Mỹ như dệt may, thủy sản. Ngoài ra, nhóm Ngân hàng với tỷ trọng lớn cũng tương ứng chịu điều chỉnh tăng trưởng, do những rủi ro biến động vĩ mô bất thường có thể diễn ảnh hưởng đến hoạt động của toàn ngành.

Biểu đồ 8. Doanh thu Q4 2024 so với cùng kỳ

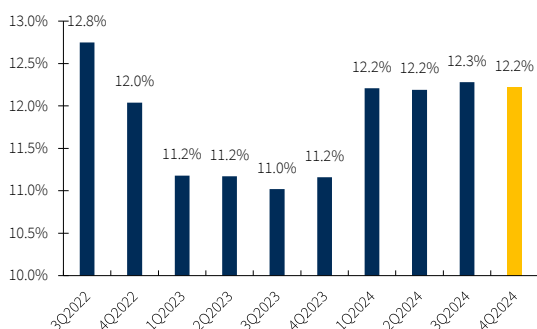


Nguồn: Bloomberg, KBSV

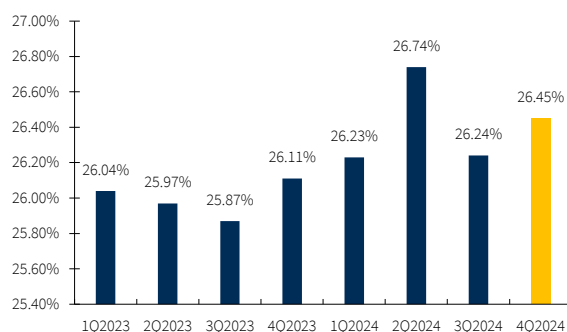
Biểu đồ 9. Lợi nhuận Q 2024 so với cùng kỳ



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

### Doanh thu và lợi nhuận trong Quý 4/2024 đều cho thấy dấu hiệu tích cực

Về KQKD 4Q/2024, tổng doanh thu của các doanh nghiệp trên sàn HSX tăng ở mức 13.5% YoY. Các nhóm ngành gặp khó khăn trong năm 2023 đã cho thấy sự phục hồi doanh thu tích cực trong Quý 4/2024, tiêu biểu là nhóm Bất động sản (+120% YoY), và Hàng tiêu dùng thiết yếu (+8% YoY). Các nhóm còn lại hầu hết đều có mức tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ. Lợi nhuận nhóm ngành đều cho thấy phục hồi, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi trong báo cáo trước đó. Nhóm tài chính là nhóm có tăng trưởng ấn tượng với mức 41% YoY. Biên lợi nhuận gộp và ròng đã tăng mạnh đều trở lại kể từ khi chạm đáy vào giữa 2023 (Biểu đồ 10). Điều này cho thấy doanh nghiệp đã cải thiện đáng kể kết quả kinh doanh trong giai đoạn gần đây. Với tình hình thế giới nhiều biến động, KBSV vẫn giữ quan điểm thận trọng hơn với tăng trưởng chung. Tuy nhiên, những chính sách và biện pháp kích thích của chính phủ vẫn sẽ là yếu tố tích cực giúp cải thiện tình hình kinh tế, hỗ trợ doanh nghiệp và hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP 8%.



## III. Bối cảnh vĩ mô và TTCK

### 1. Thuế đối ứng - Tác động đến xuất khẩu và dòng vốn FDI vào Việt Nam

#### Sự không nhất quán của D.Trump đem lại cơ hội đàm phán cho Việt Nam

Ngày 2/4, Chính quyền D.Trump đã công bố mức Thuế đối ứng với hơn 180 nền kinh tế. Trong đó, Việt Nam nằm trong TOP các Quốc gia chịu mức Thuế đối ứng cao nhất (46%). Tuy nhiên 10/4, D. Trump thông báo tạm hoãn việc áp đặt các mức Thuế đối ứng mới với hầu hết các quốc gia trong vòng 90 ngày, ngoại trừ Trung Quốc. Theo đó, mức thuế nhập khẩu vào Mỹ sẽ được giảm xuống còn 10%.

Sự thay đổi đột ngột và thiếu nhất quán trong các thông báo của D.Trump đã tạo ra một khoảng trống thời gian quý báu cho các đối tác thương mại của Mỹ,

đặc biệt là Việt Nam. Điều này mở ra cơ hội để Việt Nam thực hiện các biện pháp xoa dịu quan hệ thương mại song phương và đàm phán nhằm giảm mức Thuế đối ứng mà Mỹ áp dụng với Việt Nam.

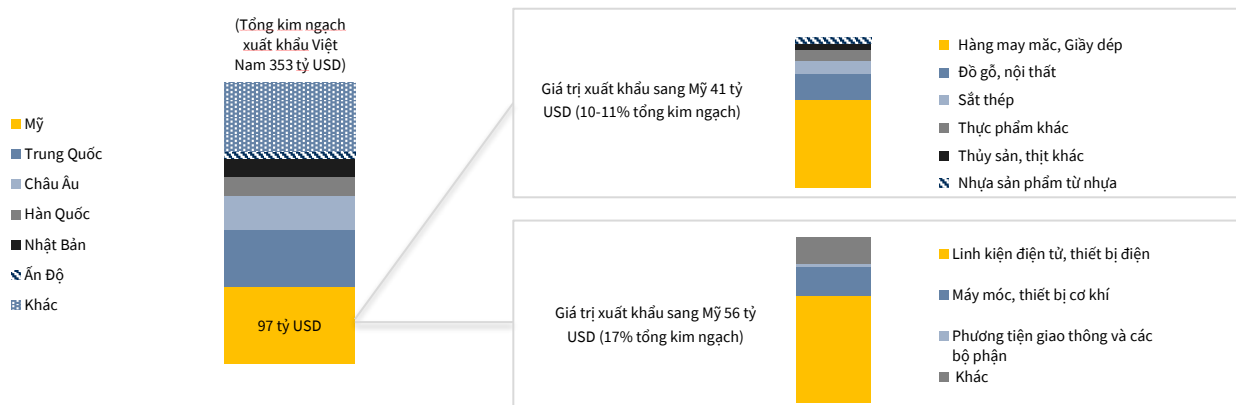
Mặc dù vậy, các chính sách cụ thể vẫn chưa rõ ràng, và rủi ro về Chính sách Thuế đối ứng với Việt Nam vẫn hiện hữu. Do đó, trong báo cáo này, chúng tôi tập trung đánh giá vào những tác động tiềm tàng từ chính sách thuế đối ứng (46%) đến Việt Nam.

### Thuế đối ứng có thể làm tổng giá trị xuất khẩu của Việt Nam có thể giảm tới 10% trong ngắn hạn

Chúng tôi dự báo các doanh nghiệp FDI sẽ có xu hướng tạm dừng giải ngân cho các dự án đầu tư nhà máy mới đã đăng ký trước đó. Đồng thời cắt giảm sản lượng tại các nhóm ngành dễ chịu ảnh hưởng trong ngắn hạn, cụ thể:

- **Các ngành như may mặc, đồ gỗ nội thất, thủy sản, sắt thép sẽ chịu tác động tiêu cực ngay lập tức.** Chúng tôi ước tính, nhóm mặt hàng này chiếm 10% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam (biểu đồ 2). Điều này đồng nghĩa với việc, nếu các đơn hàng xuất khẩu này bị ảnh hưởng, tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam có thể giảm tới 10%, do:
  - (1) Việc dịch chuyển đơn hàng có thể chỉ mất từ 3 – 6 tháng sang các đối tác chịu mức thuế thấp hơn Việt Nam;
  - (2) Rủi ro suy thoái toàn cầu gia tăng làm giảm nhu cầu tiêu dùng.
- **Đối với các mặt hàng ngành Linh kiện điện tử, thiết bị điện, và công nghệ cao vẫn bị chịu ảnh hưởng nhưng ở mức độ vừa phải hơn** (chiếm khoảng 17% tổng giá trị kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam), do:
  - (1) Việc dịch chuyển đơn hàng sang quốc gia khác gặp nhiều trở ngại hơn về nhà máy sản xuất, chi phí đầu tư và nguồn lao động;
  - (2) Do đây là những mặt hàng đóng vai trò phụ trợ cho hoạt động sản xuất ngành công nghiệp, công nghệ cao tại Mỹ, nên có cơ sở kỳ vọng Việt Nam có thể đàm phán, thương lượng để D. Trump xem xét giảm mức thuế áp dụng đối với các sản phẩm này. Bên cạnh đó, Tradewar 1.0, các mặt hàng này cũng được loại trừ ra khỏi danh sách áp thuế nhập khẩu của Mỹ với Trung Quốc.

Biểu đồ 12. Kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam 2023



Nguồn: GSO, KBSV



**Trong dài hạn, Việt Nam sẽ mất lợi thế cạnh tranh trong việc thu hút doanh nghiệp FDI xuất khẩu đến Mỹ**

Mức thuế đối ứng 46% mà Việt Nam phải chịu cao hơn đáng kể so với các quốc gia cạnh tranh khác như Ấn Độ, Indonesia, Philippines và Malaysia... Điều này tạo ra bất lợi lớn cho Việt Nam trong việc thu hút các doanh nghiệp FDI nhằm đến thị trường xuất khẩu Mỹ, từ đó tác động đến:

- **Các doanh nghiệp FDI mới sẽ tạm dừng giải ngân vào Việt Nam.** Mặc dù Việt Nam có khả năng đàm phán để giảm thuế, nhưng các doanh nghiệp FDI đã phần nào nhận thức được xu hướng leo thang và định hướng của D.Trump trong Tradewar 2.0. Điều này khiến họ lo ngại về chi phí và rủi ro khi đầu tư nhà máy tại Việt Nam
- **Các doanh nghiệp FDI đang hoạt động tại Việt Nam sẽ cắt giảm công suất.** Phần công suất sản xuất dành cho xuất khẩu sang thị trường Mỹ – ước tính chiếm khoảng 30% – có khả năng sẽ dần bị cắt giảm tại Việt Nam. Thay vào đó, các doanh nghiệp có xu hướng chuyển dịch phần công suất này sang những quốc gia khác có mức thuế quan thấp hơn

**Việt Nam vẫn duy trì sức hút đối với các doanh nghiệp FDI nhằm đến thị trường xuất khẩu ngoài Mỹ**

Chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI giải ngân có thể phục hồi và được bù đắp bởi các doanh nghiệp FDI có thị trường xuất khẩu ngoài Mỹ, nhờ Việt Nam vẫn duy trì lợi thế về lực lượng nhân công giá rẻ, vị trí thuận lợi cho việc giao thương, các chính sách thu hút vốn FDI... Một số doanh nghiệp FDI có thị trường xuất khẩu ngoài Mỹ tương đối lớn tại Việt Nam như Samsung, LG, Intel (bảng 1).

Mặc dù vậy trong ngắn hạn (1–2 năm tới), các doanh nghiệp này có thể tạm thời ngừng mở rộng đầu tư tại Việt Nam, do công suất dư thừa từ phần sản lượng phục vụ cho Thị trường Mỹ và cần thêm thời gian để dịch chuyển đơn hàng sang thị trường khác.

**Bảng 13. Top FDI xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam**

|                                 | Công ty mẹ | Tổng xuất khẩu 2023 (USD) | Tỷ trọng xuất khẩu trong tổng kim ngạch xuất khẩu Việt Nam | Tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ |
|---------------------------------|------------|---------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------|
| Samsung                         | Hàn Quốc   | 55,939,812,607            | 16%                                                        | 15-20%                     |
| LG                              | Hàn Quốc   | 13,844,964,815.75         | 4%                                                         | 4%                         |
| Intel                           | Mỹ         | 10,068,090,480            | 3%                                                         | 7%                         |
| Luxshare                        | Mỹ         | 6,582,758,244.36          | 2%                                                         | 48%                        |
| Tti                             | Trung Quốc | 1,745,043,449.17          | 0.494%                                                     | 88%                        |
| Pouyuen Vietnam Company Limited | Đài Loan   | 815,406,005.04            | 0.231%                                                     | 23%                        |
| SUMITOMO WIRING SYSTEMS, LTD    | Nhật Bản   | 10,123,426.07             | 0.003%                                                     | 5-10%                      |

Nguồn: Trademap, KBSV

**Việt Nam có cơ hội để đàm phán giảm mức thuế**

Tháng 7/2024 là hạn chót để Mỹ áp thuế đối ứng. Dựa trên những hành động trước đây của ông Donald Trump, chúng tôi tin rằng những nỗ lực đàm phán của Việt Nam có thể giúp giảm thuế đối ứng xuống mức thấp hơn. Đồng thời, Việt Nam cũng có thể tận dụng cơ hội này, thuyết phục Mỹ giảm thuế đối với các mặt hàng nguyên liệu và phụ trợ quan trọng cho ngành sản xuất của Mỹ, bao gồm, linh kiện điện tử, thiết bị điện, điện tử và các sản phẩm hỗ trợ sản xuất chip bán dẫn. Từ đó tiếp tục thu hút FDI ngành này trong dài hạn

## 2. Áp lực với triển vọng kinh tế vĩ mô trong nước

### Chính sách thuế của ông Trump gây áp lực lên triển vọng tăng trưởng kinh tế

Mặc dù các chỉ số kinh tế vĩ mô Việt Nam ghi nhận những con số tương đối khả quan trong quý 1/2025, chúng tôi thận trọng với triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới, sau khi chính sách thuế đối ứng của ông Trump được ban hành. Mục tiêu tăng trưởng GDP 8% trở nên thách thức hơn nếu kịch bản áp thuế 46% vẫn được áp dụng cho Việt Nam. Cụ thể, ảnh hưởng đến từng cấu phần trong GDP bao gồm: (1) X - Kim ngạch Xuất khẩu (KNXK) dự kiến suy giảm do Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn của Việt Nam, đóng góp khoảng 28% GDP; (2) I - Khu vực đầu tư bị ảnh hưởng do FDI không còn được hưởng lợi như Trade War I (được đánh giá chi tiết trong [Báo cáo chuyên đề Việt Nam trong Tradewar 2.0](#)); (3) C- Tiêu dùng trong nước bị ảnh hưởng gián tiếp khi thu nhập của người dân và doanh nghiệp trong các ngành xuất khẩu dự kiến suy giảm.

Dù vậy, chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ có những biện pháp để hạn chế ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách thuế quan, như (1) đẩy mạnh giải ngân đầu tư công với mục tiêu giải ngân năm 2025 là 875 nghìn tỷ đồng (tăng G); (2) khuyến khích doanh nghiệp tích cực đa dạng hoá thị trường xuất khẩu, bù đắp phần nào sự sụt giảm KNXK sang thị trường Mỹ; (3) duy trì mặt bằng lãi suất thấp thúc đẩy tăng trưởng các lĩnh vực kinh tế trong nước. Chúng tôi điều chỉnh mức dự báo tăng trưởng GDP năm 2025 xuống 5-6% (so với dự phóng 7% trước đó) sau khi đã cân nhắc ảnh hưởng từ chính sách thuế đối ứng.

### Áp lực tỷ giá hiện hữu chủ yếu do suy giảm nguồn cung ngoại tệ

Áp lực tỷ giá USD/VND có thể gia tăng trong thời gian tới do thiếu hụt nguồn cung ngoại tệ khi xuất khẩu và dòng vốn FDI dự kiến suy giảm. Việc Mỹ áp thuế đối ứng 46% lên các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam là một yếu tố “chưa được lường trước”, vì vậy chúng tôi cho rằng NHNN có thể sẽ phải gia tăng mức độ chấp nhận về ngưỡng giảm giá của VND lên mức 5%. Mặc dù vậy, sức ép về tỷ giá trong năm 2025 có thể sẽ phần nào được trung hòa bởi diễn biến thuận lợi hơn năm trước của chỉ số DXY khi kỳ vọng Fed có tối thiểu 2 lần cắt giảm lãi suất. Tính tới hiện tại, chỉ số DXY đã giảm 5.1% YTD so với mức tăng 7.1% của năm ngoái.

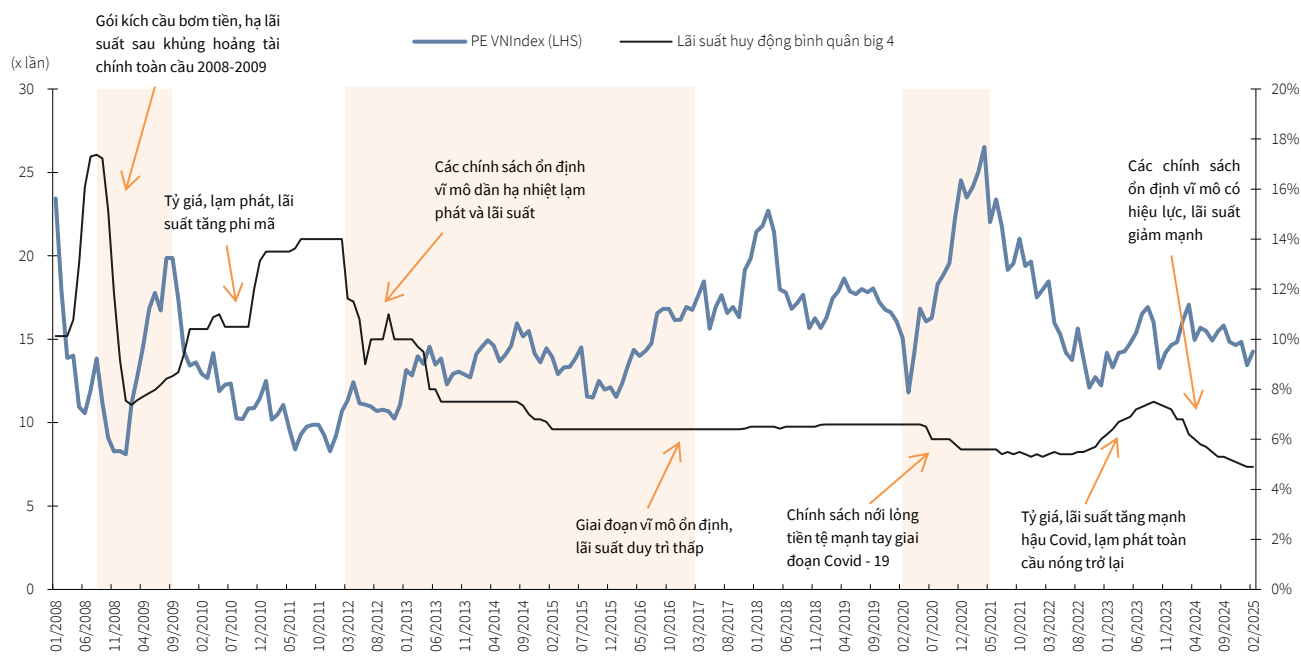
### Mặt bằng lãi suất tăng trở lại phản ứng với áp lực tỷ giá, nhưng sẽ vẫn ở mức thấp

Theo Vụ Chính sách tiền tệ đánh giá, chính sách thuế quan của Mỹ gây áp lực lên tỷ giá nhưng NHNN cam kết bơm thanh khoản kịp thời, tạo điều kiện giảm lãi suất để hỗ trợ tăng trưởng. KBSV cho rằng NHNN nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì định hướng nới lỏng CSTT, giữ mặt bằng lãi suất ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng khi tỷ giá vẫn biến động trong biên độ cho phép. Tuy nhiên, trong trường hợp VND giảm giá quá mạnh (trên 5%), NHNN có thể sẽ có biện pháp can thiệp thông qua (1) bán dự trữ ngoại hối; (2) điều chỉnh tăng lãi suất tái chiết khấu và hút tiền đồng trên OMO. Cùng với áp lực tỷ giá khi đó, việc giữ mặt bằng lãi suất thấp trong cả năm 2025 trở thành thách thức. Dự báo lãi suất huy động có thể tăng 1-2%, lãi suất cho vay tăng nhẹ và chậm hơn lãi suất huy động (0.5-1%). Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng lãi suất vẫn được duy trì ở vùng thấp tương đối và sẽ tiếp tục đóng vai trò thúc đẩy tăng trưởng kinh tế trong nước.

Chúng tôi nhận thấy mối tương quan giữa P/E của VNIndex và mặt bằng lãi suất (biểu đồ 14). Xét trong bối cảnh hiện tại, lãi suất thấp có thể sẽ là yếu tố hỗ trợ

tích cực, song với tình hình vĩ mô trong nước và quốc tế còn nhiều biến động với mức độ bất định cao, chúng tôi thận trọng với xu hướng trong thời gian tới của thị trường.

**Biểu đồ 14. Mối tương quan P/E VNIndex và mặt bằng lãi suất**



Nguồn: Fiinpro, KBSV

Chú thích: vùng in đậm thể hiện các giai đoạn P/E của TTCK tăng mạnh nhờ môi trường lãi suất thấp

#### 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                         | SSI, HCM, VCI                          |
| Đầu tư công          | Xây dựng, VLXD, Điện                | GEG, REE, PC1, TV2, VCG, HHV, VLB, HPG |
| Khởi thông pháp lý   | Bất động sản                        | NLG, KDH, DXG                          |
| Nới tín dụng         | Ngân hàng, Bất động sản             | VCB, ACB, TCB, CTG, NLG, KDH, DXG      |

Chúng tôi cập nhật các chủ điểm đầu tư triển vọng trong thời gian tới sau khi cú sốc về thuế quan của Mỹ lắng xuống bao gồm: Nâng hạng thị trường, Đầu tư công, Khởi thông pháp lý và Nới tín dụng. 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

Nâng hạng thị trường là một chủ đề đã được KBSV đề cập xuyên suốt trong các Báo cáo chiến lược thị trường gần đây. Chúng tôi duy trì quan điểm gần nhất về khả năng tích cực được chấp nhận nâng hạng của Việt Nam theo FTSE trong tháng 09/2025 cũng như tiềm năng dòng vốn chảy vào thị trường khi sự kiện này xảy ra. Đây vốn là thông tin được mong chờ nhiều năm với khả năng tác động mạnh đến diễn biến của thị trường, vì vậy KBSV sẽ tiếp tục nêu ngắn gọn lại thông tin và cập nhật quan điểm về một số diễn biến mới nhất của chủ đề này.

### Tiến trình nâng hạng của Việt Nam trước kỳ đánh giá tháng 03/2025

Việt Nam đã nằm trong danh sách theo dõi nâng hạng của FTSE Russell từ tháng 9/2018 và vẫn chưa được chấp thuận nâng hạng vào kỳ đánh giá gần nhất (10/2024) do còn vướng tiêu chí “Chu kỳ thanh toán”. Những thay đổi tích cực đã được đưa ra để khắc phục vấn đề này, cụ thể là Thông tư 68/2024/TT-BC cho phép nhà đầu tư nước ngoài giao dịch chứng khoán mà không cần ký quỹ (non-prefunding) nhưng vẫn còn lo ngại về quy trình thực hiện và cơ chế. Vừa qua Ủy ban chứng khoán đã kiến nghị sửa đổi, bổ sung các văn bản pháp lý, đồng thời phối hợp tích cực với các Bộ, ngành liên quan quyết liệt triển khai 9 nhóm nội dung nhằm từng bước đáp ứng các tiêu chí của các tổ chức đánh giá xếp hạng thị trường hướng tới mục tiêu nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam từ cận biên lên mới nổi (Bảng 22).

**Bảng 15. Các nhóm nội dung SSC đề ra, triển khai hướng tới mục tiêu nâng hạng**

| STT | Giải pháp                                                                                                                                                  | Ghi chú                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1   | UBCKNN đề xuất sửa đổi phụ lục công bố thông tin tại Thông tư 68/2024/TT-BTC theo hướng bỏ nội dung công bố thông tin về danh tính đại diện có thẩm quyền. | Phía FTSE Russell đề xuất chỉ công bố thông tin về tổ chức không thanh toán giao dịch, không cần CBTT người đại diện của tổ chức.                                                                                                                                                                                                                               |
| 2   | Giải pháp cho NPF (Non-prefunding)                                                                                                                         | UBCKNN đã trao đổi với các CTCK và đề nghị các CTCK thống nhất cách thức xử lý, hạn chế thấp nhất sự khác biệt khi triển khai dịch vụ. Thống nhất:<br>- Danh mục chứng khoán sử dụng cho dịch vụ NPF<br>- Xác định mức tiền phải có khi đặt lệnh mua cổ phiếu<br>- Quy trình xử lý "fail trade" (giao dịch lỗi)<br>- Ký kết thoả thuận/ hợp đồng với khách hàng |
| 3   | Giữ room ngoại cho NĐTNN khi thực hiện giao dịch mua lại cổ phiếu từ CTCK                                                                                  | Hệ thống KRX sẽ cho phép giữ room đến thời điểm tới T+3<br>Triển khai hệ thống KRX sau khi các thành viên kiểm thử, dự kiến thời gian vận hành tháng 5 hoặc tháng 6/2025                                                                                                                                                                                        |
| 4   | Triển khai hệ thống giao tiếp điện tử giữa các Công ty chứng khoán và Ngân hàng lưu ký (STP)                                                               | Hiện tại, hệ thống cơ bản đã hoàn thành, VSDC đã tiến hành test với các thành viên thị trường và sẽ đưa vào vận hành trong tháng 3/2025.                                                                                                                                                                                                                        |
| 5   | Lộ trình triển khai hệ thống KRX, công bố công khai đầy đủ các tính năng cải tiến, khác biệt, ưu việt                                                      | Các SGDCK, VSDC công bố về chức năng, tính năng mới của hệ thống KRX trước khi hệ thống KRX được đưa vào vận hành để thị trường nắm được đầy đủ thông tin về hệ thống KRX.<br>Các SGDCK, VSDC nhanh chóng triển khai thực hiện, báo cáo UBCKNN.<br>Thời gian: Trong tháng 4/2025                                                                                |

|   |                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6 | Triển khai tài khoản giao dịch tổng (OTA - Omnibus trading account)                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Xem xét sửa đổi, bổ sung Thông tư 120/2020/TT-BTC để bổ sung quy định về tài khoản tổng của công ty quản lý quỹ.</li> <li>- Làm rõ quy trình phân bổ lệnh giao dịch tổng để chi tiết hoạch toán vào các quỹ, các danh mục của quỹ.</li> </ul> <p>UBCKNN đang nghiên cứu để triển khai theo hướng ban đầu áp dụng cho các Quỹ đầu tư nước ngoài</p>                                                            |
| 7 | Triển khai cơ chế CCP cho TTCK Việt Nam                                                                | <p>Một số công việc để triển khai cơ chế CCP cần thực hiện như sau:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Thành lập công ty con của VSDC.</li> <li>- Hoàn thiện quy trình thanh toán giữa VSDC và thành viên.</li> <li>- Cho phép ngân hàng thương mại (NHTM) được làm thành viên bù trừ.</li> </ul>                                                                                                                                            |
| 8 | Thành lập nhóm đối thoại chính sách để trao đổi với cơ quan quản lý những khó khăn vướng mắc của NĐTNN | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhóm đối thoại chính sách có nhiệm vụ cập nhật thường xuyên các vấn đề cần khắc phục để giúp nhà đầu tư nước ngoài (NĐTNN) có trải nghiệm thị trường tốt nhất trong phạm vi quy định pháp luật, từ đó, hỗ trợ cho việc nâng hạng</li> <li>- Nhóm đối thoại chính sách trong đó bao gồm thành viên từ phía UBCKNN và các chuyên gia, các quỹ đầu tư, các tổ chức đầu tư quốc tế, một số CTCK, NHLK.</li> </ul> |
| 9 | Thủ tục mở tài khoản vốn đầu tư gián tiếp nước ngoài                                                   | <p>Sửa đổi, bổ sung một số quy định pháp luật nhằm đơn giản hóa, rút ngắn thời gian mở tài khoản phục vụ cho hoạt động đầu tư gián tiếp của NĐTNN.</p> <p>Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đang xây dựng Thông tư thay thế Thông tư 05/2014/TT-NHNN.</p>                                                                                                                                                                                                      |

Nguồn: Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

**KBSV duy trì quan điểm Việt Nam sẽ đạt được nhiều phản hồi tích cực, mở đường cho kỳ nâng hạng theo FTSE Russell vào tháng 9/2025.**

Theo thông báo của FTSE Russell, kết quả kỳ đánh giá tháng 3/2025 đã được công bố vào ngày 09/04/2025, Việt Nam vẫn chưa đáp ứng được 2 tiêu chí quan trọng là chu kỳ thanh toán (Delivery versus Payment - DvP) và chi phí liên quan đến các giao dịch không thành công. Cả 2 tiêu chí này hiện đều bị xếp loại là hạn chế (Restricted). FTSE Russell tiếp tục theo dõi thị trường và tham khảo ý kiến các thành viên thị trường về hiệu quả của mô hình NPF cũng như việc xử lý các giao dịch thất bại, qua đó đủ cơ sở cho việc nâng hạng. Hệ thống KRX kỳ vọng triển khai trong 2Q2025 cũng là điểm tích cực đối với tiến trình chung. Tuy nhiên, thách thức Việt Nam cần đối mặt bao gồm cải thiện quy trình đăng ký tài khoản mới, công bố thông tin và vấn đề liên quan đến giới hạn sở hữu nước ngoài.

Với những thông tin phù hợp kỳ vọng trước đó, KBSV duy trì kịch bản cơ sở: ***Việt Nam sẽ đạt được nhiều phản hồi tích cực, mở đường cho nâng hạng trong tháng 9/2025.***

**Thông tin nâng hạng đem lại những tiềm năng tích cực cho TTCK**

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm trong [Báo cáo triển vọng TTCK Việt Nam 2025](#): TTCK sẽ được hưởng lợi từ dòng vốn đầu tư mới chảy vào thị trường trước và sau khi chính thức nâng hạng. Việt Nam có thể giúp thu hút 800 triệu – 1 tỷ USD từ các nhà đầu tư thụ động sử dụng bộ chỉ số FTSE, chưa kể từ các nhà đầu tư thụ động dùng bộ chỉ số khác. Đồng thời, khi thị trường nâng hạng, các quỹ chủ động sẽ tham gia tích cực hơn, dự kiến sẽ có khoảng 4 - 6 tỷ USD vào Việt Nam. Theo đó, các cổ phiếu vốn hóa lớn có tiềm năng được thêm vào chỉ số. Chúng tôi ước tính sẽ có VCB, MSN, VNM, HPG, SAB... và một số cổ phiếu thoả mãn tiêu chí về quy mô và thanh khoản để được thêm vào bộ chỉ số. Bên cạnh dòng tiền từ các quỹ thụ động, những cổ phiếu có triển vọng kinh doanh tích cực và còn room ngoại cũng sẽ hưởng lợi từ việc thu hút sự chú ý của nhóm quỹ chủ động tham gia đầu tư vào Việt Nam. Ngoài ra, tiến trình nâng hạng thành công có thể gia tăng phần nào lợi nhuận và phí giao dịch cho các công ty chứng khoán, đặc

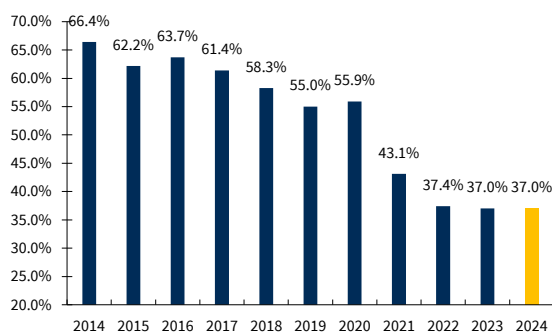
biệt là SSI, HCM, VCI có thị phần khách hàng tổ chức nước ngoài tập trung nhiều nhất.

## 2. Đầu tư công

### Sự quyết tâm cao trong việc hoàn thành chỉ tiêu giải ngân đầu tư công

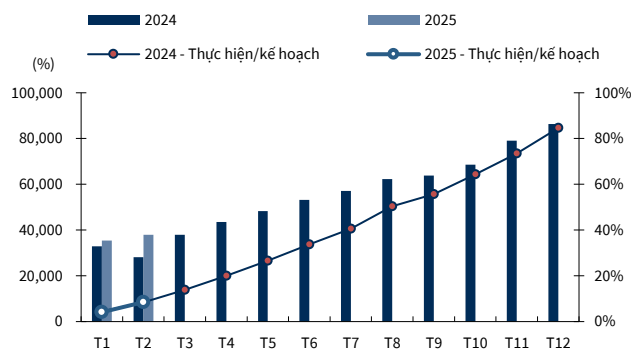
Các động thái của Chính phủ trong thời gian gần đây cho thấy sự quyết tâm trong việc tăng tốc giải ngân đầu tư công. Bên cạnh việc kế hoạch vốn đầu tư công được điều chỉnh tăng lên khoảng 36 tỷ USD (so với mức 31 tỷ USD kế hoạch cuối năm ngoái), tương ứng tăng gần 38% so với năm 2024, một loạt các bộ Luật được sửa đổi để tạo hành lang pháp lý thông thoáng hơn cho các dự án đầu tư có vốn nhà nước và vốn FDI đã được chúng tôi đề cập trong Báo cáo [Triển vọng TTCK Việt Nam 2025](#), đồng thời công tác tinh gọn bộ máy được khẩn trương triển khai nhằm giảm thiểu các thủ tục, quy trình và tách bạch trách nhiệm của các bên liên quan, tất cả đều hướng tới giải quyết nút thắt về mặt cơ chế chính sách và phát triển những dự án có quy mô lớn. Ngoài ra, dư địa tài khóa vẫn còn rất lớn cho Việt Nam tăng cường chi tiêu đầu tư công khi tỷ lệ nợ công/GDP năm 2024 chỉ vào khoảng 37%. Trong giai đoạn chiến tranh thương mại căng thẳng và có dấu hiệu leo thang, sự tăng trưởng của Việt Nam đang phụ thuộc phần lớn vào dòng vốn FDI và xuất nhập khẩu, giờ đây Chính phủ sẽ phải dồn toàn lực cho lĩnh vực đầu tư công nhằm chuyển hướng đầu tàu tăng trưởng chính cho GDP.

Biểu đồ 16. Tỷ lệ nợ công trên GDP



Nguồn: KBSV Tổng hợp

Biểu đồ 17. Kế hoạch vốn đầu tư công Thủ tướng giao



Nguồn: Bộ Tài chính, KBSV Tổng hợp

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

### Lĩnh vực hạ tầng giao thông và năng lượng sẽ được ưu tiên phát triển

Theo quy hoạch mạng lưới đường bộ thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2050 thì tổng chiều dài các đường cao tốc trên toàn Việt Nam sẽ vào khoảng 5,000 km, gấp đôi so với thời điểm hiện tại và các dự án Sân bay, cảng biển lớn được đưa vào triển khai với mục tiêu tăng gấp đôi công suất vận chuyển hàng hóa và hành khách. Ngoài ra, song hành với việc thúc đẩy tăng trưởng nền kinh tế, Chính Phủ cũng có những giải pháp phát triển hệ thống điện, nâng công suất truyền tải trên toàn lưới điện quốc gia nhằm đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh không bị gián đoạn, và hướng tới trở thành trung tâm công nghiệp hàng đầu trong khu vực.

### Kế hoạch phát triển nguồn điện đa dạng và hiện đại hóa lưới truyền tải

Tờ trình Quy hoạch điện VIII (PDP8) được điều chỉnh vào tháng 3 mới đây đã đặt ra những kế hoạch cụ thể cho việc nâng công suất lắp đặt lên hơn 236 GW đến

năm 2030, tăng khoảng 3 lần so với mức 79 GW của hiện tại, với sự chuyển đổi mạnh mẽ sang năng lượng tái tạo nhằm cam kết Net Zero 2050 và đáp ứng được mục tiêu tăng trưởng 2 chữ số. Trong đó với cấu trúc nguồn bao gồm đến năm 2030 bao gồm:

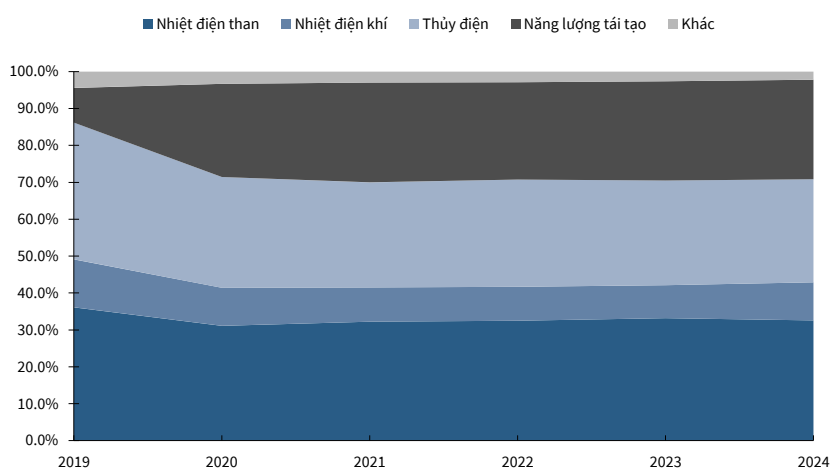
- Điện năng lượng tái tạo (điện gió, điện mặt trời): từ 78,525 – 128,477 MW, chiếm khoảng 33 – 54% cơ cấu nguồn phát
- Thủy điện: 35,000 MW, chiếm tỷ lệ khoảng 18%
- Nhiệt điện than: 31,055 MW, chiếm tỷ lệ 13 – 17%
- Nhiệt điện khí: 10,861 – 14,930 MW, chiếm tỷ lệ 6.3%
- Nhiệt điện LNG: 22,524 MW, chiếm 9 – 12%

Bên cạnh đó, định hướng xây dựng thêm lưới truyền tải bao gồm:

- Giai đoạn 2025 – 2030: xây dựng thêm mới 13,000 km đường dây 500 kV; 15,307 km đường dây 220 kV và cải tạo, xây mới hàng loạt trạm biến áp.
- Giai đoạn 2031 – 2050: xây thêm 15,326 km dây 500 kV; 9,700 km đường dây 200 kV

Tổng vốn đầu tư phát triển nguồn và lưới điện ước tính cho giai đoạn 2026 – 2030 tương đương khoảng 137 tỷ USD, trong đó đầu tư cho nguồn điện khoảng 118 tỷ USD, lưới điện truyền tải khoảng 19 tỷ USD. Do đó, KBSV đánh giá tích cực cho triển vọng ngành Điện trong bối cảnh nhu cầu phụ tải liên tục tăng và cơ sở cho các dự án đầu tư mới trên Quy hoạch điện VIII. Mặt khác, rủi ro chung của toàn ngành đã dần gỡ bỏ, vậy nên các doanh nghiệp sản xuất điện năng lượng tái tạo và tư vấn xây lắp như **GEG, HDG, REE, PC1, TV2** được chúng tôi đánh giá cao về tiềm năng tăng trưởng.

**Biểu đồ 18. Cơ cấu công suất phát điện**



Nguồn: EVN

**Nhu cầu xây dựng và tiêu thụ VLXD dự kiến được đẩy mạnh nhờ đầu tư công**

Với quyết tâm đạt kế hoạch giải ngân trong năm cuối chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 – 2025, tạo tiền đề để bước sang chu kỳ 2026 – 2030, các dự án đầu tư công trọng điểm sẽ được đẩy nhanh tiến độ trong giai đoạn chiến lược 2025 – 2026.

- Đối với lĩnh vực xây dựng: KBSV vẫn duy trì quan điểm tích cực từ báo



cáo [Triển vọng TTCK Việt Nam 2025](#) cho một số cổ phiếu xây lắp, nhà thầu chính và có kinh nghiệm thực hiện các dự án đặc thù có quy mô vốn nhà nước như **VCG, LCG, C4G, HHV**.

- Đối với lĩnh vực vật liệu xây dựng: theo thống kê của Bộ Xây dựng, tỷ trọng nguyên vật liệu trong chi phí xây dựng các dự án đầu tư công nói chung từ 60 – 70% tổng chi phí triển khai dự án. Trong đó cát, đá xây dựng là 20%, thép xây dựng là 25%, nhựa đường là 15%. Hiện tại ở khu vực phía Nam đang rơi vào tình trạng khan hiếm nguồn cung cát và đá xây dựng, do đó chúng tôi đánh giá những cổ phiếu còn sở hữu nhiều trữ lượng đá như **DHA** và **VLB** sẽ có cơ hội gia tăng lợi nhuận. Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ thép xây dựng, xi măng và đặc biệt là nhựa đường cũng được kỳ vọng sẽ ấm dần lên nhờ các dự án trọng điểm như Sân bay Long Thành, Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, đường vành đai 3 TP.HCM... bắt đầu chạy nước rút trong năm tới, do đó các cổ phiếu **HPG, HT1, PLC** là top picks của KBSV với các yếu tố hưởng lợi này.

**Bảng 19. Các dự án đầu tư công trọng điểm**

|                  | Dự án                                                            | Trước 2024 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | Sau 2030 |
|------------------|------------------------------------------------------------------|------------|------|------|------|------|------|------|------|----------|
| <b>Cao tốc</b>   | Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 1)                                  |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Cao tốc Bắc - Nam (Giai đoạn 2)                                  |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Đường vành đai HCM No.3                                          |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Đường vành đai Hà Nội No.4                                       |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Đường vành đai Hà Nội No.5                                       |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Đường vành đai HCM No.4                                          |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Cao tốc Quy Nhơn - Pleiku                                        |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Cao tốc Hòa Bình - Mộc Châu                                      |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Đường cao tốc Bắc Kạn - Cao Bằng                                 |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
| <b>Đường sắt</b> | Đường sắt Bắc Nam                                                |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Quảng Ninh (kết hợp với Trung Quốc) |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Tuyến Metro Bến Thành - Tham Lương                               |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
| <b>Cảng</b>      | Cảng Quốc tế Cần Giờ                                             |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Cảng Liên Chiểu, Đà Nẵng                                         |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
|                  | Trung tâm Logistic Cai Mép                                       |            |      |      |      |      |      |      |      |          |
| <b>Sân Bay</b>   | Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)                                 |            |      |      |      |      |      |      |      |          |

Nguồn: KBSV tổng hợp

### 3. Khởi thông pháp lý

#### Điều chỉnh mục tiêu về tăng trưởng cho thấy tầm nhìn mới của nhà điều hành

Nghị quyết số 192/2025/QH15 của Quốc hội đã điều chỉnh mục tiêu, tập trung thúc đẩy tăng trưởng GDP với mục tiêu đạt 8% trở lên.

Để hiện thực hoá được mục tiêu này, các nguồn lực đã được huy động tối đa bao gồm chính sách tiền tệ nới lỏng (thúc đẩy tăng trưởng tín dụng, duy trì mặt bằng lãi suất), chính sách tài khoá mở rộng (tăng cường đầu tư công), và thêm đó là việc Chính phủ đã có nhiều chính sách nhằm vực dậy thị trường bất động sản vốn có vai trò quan trọng trong nền kinh tế.

### Khởi thông lĩnh vực BĐS là cần thiết cho mục tiêu tăng trưởng vượt bậc

Theo số liệu của Tổng cục thống kê, đóng góp trực tiếp của ngành kinh doanh BĐS vào GDP giao động trong khoảng 3.38%-4.5% trong 5 năm gần đây, chưa kể các đóng góp gián tiếp qua thúc đẩy các ngành xây dựng, vật liệu xây dựng và tài chính – bảo hiểm. Đóng góp có thể lên đến 14-15% (ước tính). Vì vậy, chính sách tích cực hỗ trợ thị trường Bất động sản là điều cần thiết để hướng tới mục tiêu tăng trưởng chung 8%.

Theo đó, trong khoảng 1 năm trở lại đây, Chính phủ đã ban hành nhiều thay đổi trong Luật Đất đai, Luật Nhà ở, Luật Kinh doanh Bất động sản nhằm tạo dựng nền tảng vững chắc cho sự phát triển lành mạnh của thị trường. Thời gian qua đã có một số văn bản thủ tướng Chính phủ và một số các Bộ, ngành ban hành quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành những luật trên (Bảng 27).

**Bảng 20. Một số chính sách mới và các văn bản chỉ đạo điều hành tác động đến thị trường bất động sản**

| Tên văn bản                | Ghi chú                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Nghị quyết Quốc hội</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Nghị quyết 158/2024/QH15   | Kế hoạch phát triển kinh tế - xã hội năm 2025, trong đó chú trọng tháo gỡ khó khăn, vướng mắc để phục hồi và phát triển ổn định, lành mạnh, bền vững các loại thị trường, nhất là thị trường tài chính, thị trường vàng, thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường bất động sản, đẩy mạnh phát triển nhà ở xã hội, nhà ở công nhân. |
| Nghị quyết 161/2024/QH15   | Tiếp tục nâng cao hiệu lực, hiệu quả việc thực hiện chính sách, pháp luật về quản lý thị trường bất động sản và phát triển nhà ở xã hội.                                                                                                                                                                                                   |
| Nghị quyết 170/2024/QH15   | Cơ chế, chính sách đặc thù để tháo gỡ khó khăn, vướng mắc đối với các dự án, đất đai trong kết luận thanh tra, kiểm tra, bản án tại thành phố Hồ Chí Minh, thành phố Đà Nẵng và tỉnh Khánh Hòa.                                                                                                                                            |
| Nghị quyết 171/2024/QH15   | Thí điểm thực hiện dự án nhà ở thương mại thông qua thỏa thuận về nhận quyền sử dụng đất hoặc đang có quyền sử dụng đất.                                                                                                                                                                                                                   |
| <b>Nghị định Chính phủ</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Nghị định 71/2024/NĐ-CP    | Quy định về giá đất theo Luật Đất đai 2024.                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| Nghị định 102/2024/NĐ-CP   | Quy định chi tiết thi hành một số điều của Luật Đất đai 2024.                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Nghị định 123/2024/NĐ-CP   | Quy định về xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực đất đai.                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Nghị định 175/2024/NĐ-CP   | Quy định chi tiết một số điều và biện pháp thi hành Luật Xây dựng 2014 về quản lý hoạt động xây dựng.                                                                                                                                                                                                                                      |
| Nghị định 180/2024/NĐ-CP   | Quy định chính sách giảm thuế giá trị gia tăng theo Nghị quyết 174/2024/QH15 của Quốc hội.                                                                                                                                                                                                                                                 |
| <b>Công điện</b>           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Công điện 130/CĐ-TTg       | Về việc đơn đốc tập trung chỉ đạo, tháo gỡ kịp thời các khó khăn, vướng mắc để thúc đẩy triển khai các dự án nhà ở xã hội.                                                                                                                                                                                                                 |
| Công điện 134/CĐ-TTg       | Về việc kịp thời chấn chỉnh công tác đấu giá quyền sử dụng đất.                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Công điện 03/CĐ-TTg        | Về việc tập trung chấn chỉnh, xử lý việc thao túng giá, đầu cơ bất động sản và thanh tra, kiểm tra các dự án đầu tư xây dựng bất động sản.                                                                                                                                                                                                 |

Nguồn: Báo cáo 21/BC-BXD, KBSV tổng hợp

**Các chính sách mới nếu sớm đi vào thực thi cùng bối cảnh vĩ mô ổn định sẽ giúp nhóm BĐS gia tăng nguồn cung các dự án được triển khai và mở bán**

Các chính sách mới nếu sớm đi vào thực thi sẽ là một giải pháp tháo gỡ tắc nghẽn cho nhiều doanh nghiệp. Một số điểm nhấn bao gồm:

- Luật Đất đai năm 2024 chính thức có hiệu lực với quy định mới về cách tính giá đất, khung giá đất đã được loại bỏ và bảng giá đất được tính tiệm cận với giá thị trường. KBSV kỳ vọng điều này phần nào giúp các doanh nghiệp thuận lợi hơn trong khâu GPMB, đẩy nhanh tiến độ các dự án.
- Luật Đất đai 2024 cũng chú trọng phân cấp, phân quyền, đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính trong lĩnh vực đất đai, nâng cao trách nhiệm của chính quyền địa phương các cấp trong quản lý và sử dụng đất đai. Đồng thời, cắt giảm các thủ tục hành chính.
- Dự án ở vị trí thuận lợi và được “mở khoá” về mặt pháp lý là động lực tốt cho KQKD của doanh nghiệp và đà tăng của giá cổ phiếu. Các dự thảo, chỉ đạo liên quan đến phát triển Nhà ở xã hội cũng mở ra cơ hội phát triển các dự án tương ứng với các doanh nghiệp.
- Chính sách tiền tệ nới lỏng, lãi suất thấp (phân tích trong bối cảnh vĩ mô và ngành Ngân hàng) càng hỗ trợ thúc cho hoạt động phát triển dự án và mở bán của doanh nghiệp.
- Ngoài ra, các dự án đầu tư công được đẩy mạnh (như đã phân tích trong phần Đầu tư công) kích thích giao dịch ở các khu vực xung quanh các dự án trọng điểm.

Nhìn chung, với những chính sách hỗ trợ tích cực nêu trên, chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản sẽ phục hồi lành mạnh trong thời gian tới, qua đó tạo động lực tăng trưởng kinh tế cũng như tăng trưởng ở các ngành, lĩnh vực liên quan. Theo đó, nhóm Bất động sản và Đầu tư công được kỳ vọng sẽ trở thành nhóm được kích thích bởi khai thông pháp lý, mang lại tiềm năng bứt phá trong thời gian tới.

Gần đây, chính sách thuế quan của chính phủ Mỹ đặt ra nhiều bất định đối với nền kinh tế toàn cầu, đặc biệt là Việt Nam. Dòng vốn FDI vào Việt Nam có thể bị ảnh hưởng từ thông tin này, từ đó làm giảm nhu cầu thuê đất tại các khu công nghiệp (KCN), kéo theo giảm hấp thụ tại các dự án BĐS sản gần các khu vực này. Ngoài ra, nếu tác động của thuế quan kéo dài, ảnh hưởng nghiêm trọng hơn tới nền kinh tế có thể dẫn tới nhu cầu mua nhà sụt giảm hay đảo ngược của chính sách tiền tệ tác động tiêu cực đến toàn ngành BĐS.

#### 4. Nới tín dụng

**Tuy nhiên, sức hấp thụ của thị trường có thể bị ảnh hưởng**

**Kích cầu tín dụng hỗ trợ tăng trưởng**

Việt Nam có nhiều điểm tương đồng đối với các quốc gia Đông Bắc Á (Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc) trong giai đoạn tăng trưởng mạnh nhờ vào thu hút FDI và định hướng xuất khẩu, tuy nhiên vẫn cần phải có sự chuyển đổi sâu rộng hơn nữa trong nhiều khía cạnh của nền kinh tế để có thể chạm tới mục tiêu gấp đôi thu nhập bình quân đầu người vào 2030 và tiến tới là trở thành quốc gia có thu nhập trung bình cao. Vì vậy, tập trung vào các chính sách như kích thích nhu cầu nội địa, đẩy mạnh đầu tư công và ưu tiên cho các lĩnh vực trụ cột của thị trường đang được sử dụng như là giải pháp then chốt cho mục tiêu tăng trưởng trên 8%, và phần nào để bù đắp cho sự sụt giảm xuất khẩu trong giai đoạn chiến tranh thương mại dưới thời tổng thống Trump. Năm 2025, chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng 16% được giao cho ngành Ngân hàng với yêu cầu bám sát

mục tiêu và nhiệm vụ kích thích, cung ứng vốn cho các ngành kinh tế trọng điểm, nổi bật là tín dụng tiêu dùng, sản xuất và cho vay nhà ở.

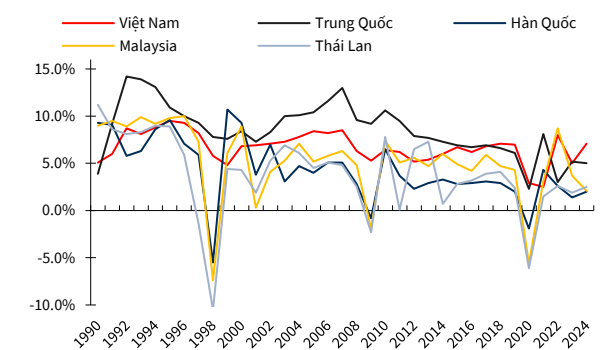
**Thị trường có nhiều điều kiện thuận lợi để đẩy mạnh tín dụng trong năm nay**

**Sự đồng bộ về định hướng điều hành giữa SBV và Chính phủ.** Các chỉ đạo từ SBV được đưa ra dựa trên bối cảnh kinh tế vĩ mô tổng thể của Việt Nam, nhấn mạnh tầm quan trọng của việc thúc đẩy tín dụng để hỗ trợ tăng trưởng. Việc liên tục điều chỉnh các chỉ tiêu tín dụng nhằm đảm bảo rằng dòng vốn được phân bổ đúng vào các ngành sản xuất, dịch vụ có khả năng tạo ra giá trị gia tăng cao là một phần quan trọng của chiến lược này.

#### Chính sách tiền tệ linh hoạt.

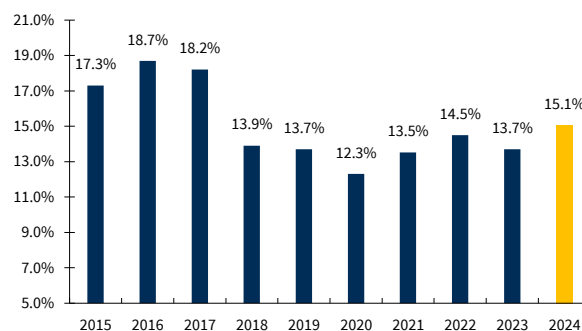
- Để tạo điều kiện thuận lợi cho các tổ chức tín dụng cung ứng nguồn vốn tín dụng đáp ứng nhu cầu tăng trưởng kinh tế, Ngân hàng Nhà nước đã chủ động phân bổ room cho những ngân hàng có mức tăng trưởng tốt và nhận chuyển giao bắt buộc các tổ chức tín dụng yếu kém.
- Ngân hàng Nhà nước thể hiện rõ ý chí duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng để thúc đẩy kinh tế thông qua kiểm soát lãi suất thấp và đồng thời hỗ trợ thanh khoản cho toàn hệ thống. Trạng thái bơm ròng qua OMO tiếp tục được duy trì, nâng kỳ hạn cho vay cầm cố giấy tờ có giá và hạ lãi suất tín phiếu, đã giúp giảm áp lực huy động trên thị trường 1, từ đó giảm tác động dẫn truyền sang lãi suất cho vay.

**Biểu đồ 20. Tăng trưởng GDP của các quốc gia**



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 21. Tăng trưởng tín dụng của Việt Nam 10 năm gần đây**



Nguồn: SBV, GSO

**Một số lĩnh vực có thể được hưởng lợi trực tiếp**

Việc nới lỏng và thúc đẩy tăng trưởng tín dụng thường tác động trực tiếp đến các nhóm cổ phiếu có liên quan mật thiết đến dòng vốn vay ngân hàng, đầu tư mở rộng sản xuất, hoặc kích thích tiêu dùng. Hầu hết các lĩnh vực trong nền kinh tế đều ít nhiều được hưởng lợi, trong đó kỳ vọng cao nhất dành cho ngành ngân hàng và bất động sản:

#### Ngành Ngân hàng

- Việc tăng trưởng cho vay mạnh ở các phân khúc chủ chốt sẽ hỗ trợ thu nhập từ lãi của các ngân hàng. Việt Nam vẫn còn dư địa lớn để tăng tỷ trọng dư nợ cho vay bất động sản. Theo thống kê của Ngân hàng Nhà nước, cho vay BĐS có tỷ trọng chiếm khoảng 21-22% tổng dư nợ tín dụng của hệ thống ngân hàng Việt Nam, thấp hơn một số quốc gia

trong khu vực như Singapore, Malaysia. Kỳ vọng nguồn cung BĐS tăng cao hơn trong năm 2025 sẽ hỗ trợ tích cực cho tín dụng vay mua nhà, vay phát triển dự án, vốn đã tăng trưởng chậm trong 2024. Tuy nhiên, trong kịch bản mức thuế quan đáng kể từ tổng thống Trump, thu nhập bình quân đầu người có thể bị ảnh hưởng và giảm sức cầu về BĐS, gián tiếp tác động đến cầu tín dụng.

- Hoạt động đầu tư công tiếp tục đóng vai trò là động lực đáng kể, với các dự án hạ tầng lớn tạo ra nhiều dự án vệ tinh thúc đẩy hoạt động xây dựng, vật liệu và logistics, từ đó kích thích tín dụng ngân hàng.

### Ngành Bất động sản

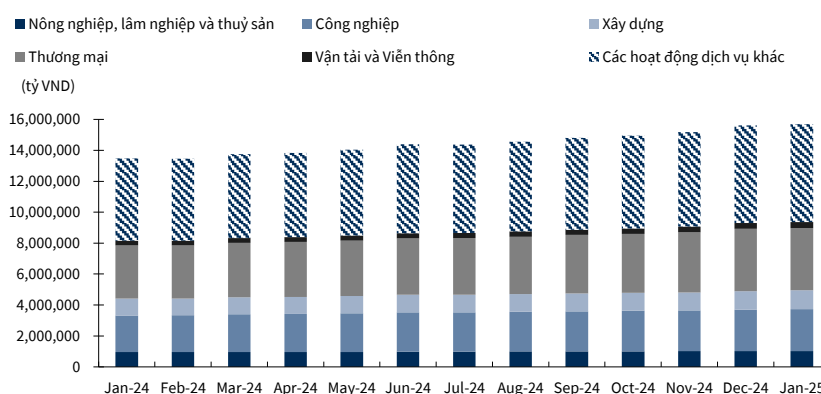
- Thị trường bất động sản đang đứng trước cơ hội hồi phục tích cực trong năm 2025 không chỉ đến từ lãi suất cho vay mua nhà ở mức thấp, định hướng đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng trong năm 2025, mà còn nhờ nỗ lực của Chính phủ và các Bộ, ngành trong việc ban hành Luật Đất đai sửa đổi 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh bất động sản 2023 và các văn bản chỉ đạo nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn về thủ tục pháp lý, cấp phép dự án và quy hoạch, tạo ra thêm nguồn cung Bất động sản chất lượng và minh bạch hơn. Bên cạnh đó, Thủ tướng cũng đã yêu cầu thúc đẩy các chương trình cho vay nhà ở xã hội bình dân theo đề án 1 triệu căn nhà ở xã hội. Với việc cung – cầu có sự lệch pha ở phân khúc này, nhu cầu tín dụng sẽ được đẩy mạnh khi có nguồn cung mới đưa ra thị trường.

### Tuy nhiên, mức thuế quan mới có thể tạo áp lực trong ngắn hạn

Chính sách thuế quan có thể gián tiếp làm chậm lại khả năng hấp thụ tín dụng và tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế. Với áp lực như vậy, dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ sẽ bị thu hẹp sau mức thuế đối ứng có thể áp lên Việt Nam, khi đó lãi suất huy động có thể tăng 1-1.5%, mức tăng của lãi suất cho vay sẽ tăng chậm hơn nhưng vẫn sẽ tạo áp lực lên NIM của các Ngân hàng.

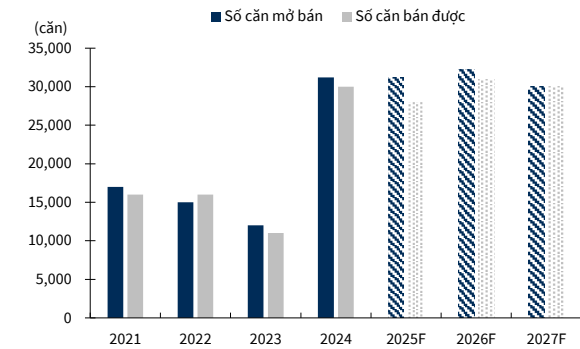
Theo ước tính của Ngân hàng Nhà nước, cơ cấu dư nợ tín dụng tiêu dùng và chủ đầu tư liên quan đến lĩnh vực bất động sản vào khoảng 22%.

**Biểu đồ 22. Cơ cấu tổng dư nợ tín dụng của Việt Nam theo lĩnh vực**



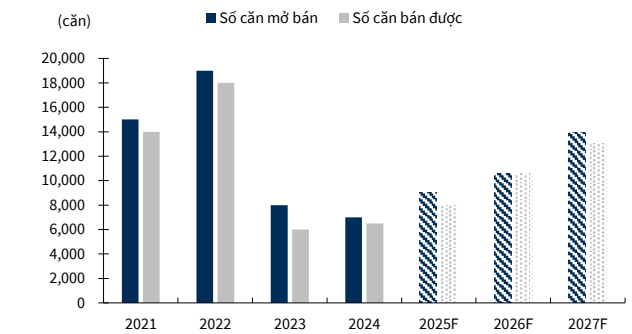
Nguồn: SBV

Biểu đồ 22. Thị trường căn hộ tại Hà Nội



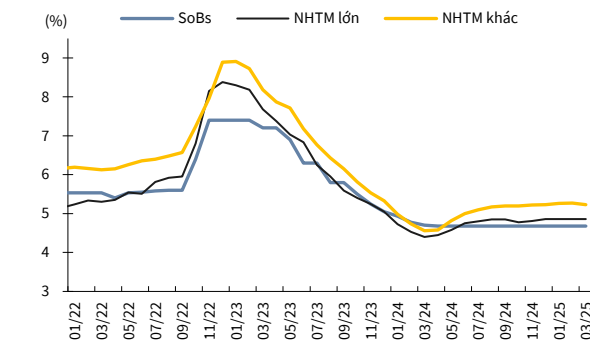
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 23. Thị trường căn hộ tại TP. HCM



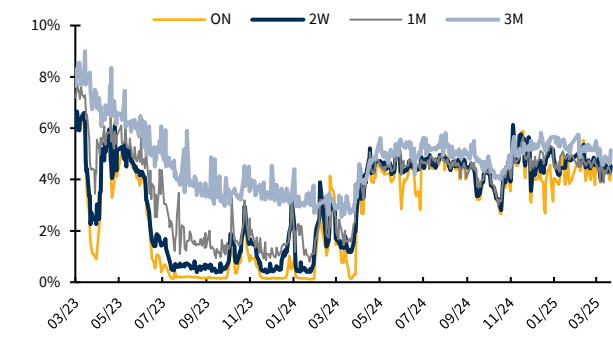
Nguồn: CBRE

Biểu đồ 24. Lãi suất huy động trung bình các ngân hàng



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 25. Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: SBV

## V. Danh mục đầu tư mẫu

| STT | Mã  | Giá mục tiêu | Giá đóng cửa 9/4/2025 | Lợi nhuận kì vọng | PE 2025 Fw | Tăng trưởng LNST 2025 Est | Điểm nhấn đầu tư                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Link báo cáo        |
|-----|-----|--------------|-----------------------|-------------------|------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| 1   | BWE | 50,500       | 42,350                | 19.2%             | 13.0       | 34.0%                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sở hữu chuỗi giá trị ngành nước hoàn thiện theo chiều dọc giúp BWE hưởng trọn vẹn tăng trưởng tiêu thụ nước sạch tại khu vực, đạt 3-5% đến 2035.</li> <li>- Tăng trưởng tiêu thụ nước sạch của Biwase Long An đạt CAGR 15% đến năm 2030. Nhà máy nước Tân Hiệp đóng góp đều 37 tỷ VND lợi nhuận từ 2025.</li> <li>- Giá bán nước sạch bước vào lộ trình điều chỉnh tăng 3%/năm từ 2H.25. Các văn bản luật quan trọng đang được đề xuất điều chỉnh theo hướng có lợi, bỏ lợi nhuận định mức cho doanh nghiệp sản xuất nước.</li> </ul>  | <a href="#">BWE</a> |
| 2   | VNM | 74,800       | 52,000                | 43.8%             | 11.4       | 1.4%                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Kì vọng sản lượng và giá bán đi ngang khiến doanh thu nội địa chỉ tăng 0.1%. Doanh thu từ nước ngoài kì vọng tăng 7-10% so với 2024.</li> <li>- Biên lợi nhuận gộp và EBIT kì vọng giảm 70 bps do cầu yếu từ tiêu dùng.</li> <li>- LNST dự kiến đi ngang so với 2024.</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                       | <a href="#">VNM</a> |
| 3   | FPT | 151,900      | 105,300               | 44.3%             | 16.5       | 19.7%                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- FPT dự kiến đầu tư 100 triệu USD vào lĩnh vực AI tại Nhật Bản, dự kiến đem về doanh thu 100 triệu USD với tỷ suất EBITDA 50%. Dự án góp phần nâng cao năng lực cạnh tranh của FPT trong lĩnh vực xuất khẩu phần mềm.</li> <li>- Chi tiêu cho lĩnh vực CNTT toàn cầu sẽ là yếu tố thúc đẩy mảng CNTT của FPT, dự kiến doanh thu 2025 tăng trưởng 22%.</li> <li>- FPT tiếp tục đầu tư xây dựng cơ sở trường học, đưa vào giảng dạy các chương trình mới nhằm bắt kịp xu hướng công nghệ. Doanh thu 2025 ước đạt 7,947 tỷ VND.</li> </ul> | <a href="#">FPT</a> |
| 4   | BMP | 125,700      | 114,100               | 10.2%             | 9.5        | 0.0%                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản lượng tiêu thụ cải thiện nhờ tăng cường chiết khấu cho đại lý, dành lại thị phần trong bối cảnh thị trường Bất động sản hồi phục trong 2025.</li> <li>- Biên lãi gộp ước tính đạt 41%/39% trong 2025/2026 nhờ diễn biến giá PVC Trung Quốc thuận lợi do BĐS hồi phục chậm.</li> <li>- Duy trì tỷ suất cổ tức tiền mặt cao, lợi suất 9-10%.</li> </ul>                                                                                                                                                                              | <a href="#">BMP</a> |
| 5   | MWG | 76,200       | 46,250                | 64.6%             | 14.1       | 28.5%                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Chuỗi ICT&amp;CE tập trung gia tăng thị phần để cải thiện doanh thu trong 2025.</li> <li>- BHX mở rộng mạng lưới ra miền Trung trong năm 2025 với 200-400 cửa hàng mới trong giai đoạn 2025-2029.</li> <li>- EraBlue được kỳ vọng gia tăng thị phần mạnh sau khi đạt điểm hòa vốn với mục tiêu đạt 500 cửa hàng vào 2027.</li> <li>- Nhu cầu tiêu dùng có khả năng suy giảm do tác động gián tiếp của mức thuế đối ứng cao.</li> </ul>                                                                                                 | <a href="#">MWG</a> |
| 6   | HPG | 35,600       | 21,300                | 67.1%             | 6.4        | 35.9%                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tiêu thụ được thúc đẩy nhờ BĐS hồi phục và đầu tư công và AD được phê duyệt, sản lượng tiêu thụ 25/26 tăng 27%/23%.</li> <li>- Kỳ vọng giá thép đi ngang trong 2025, trong trường hợp giá quặng sắt, than cốc giảm, biên của HPG được cải thiện.</li> <li>- Giai đoạn 2 DQ2 đi vào hoạt động từ 1Q2026, 2 lò cao lớn giúp tối ưu chi phí sản xuất.</li> </ul>                                                                                                                                                                          | <a href="#">HPG</a> |



## VI. Triển vọng ngành



# Ngân hàng

## Duy trì tăng trưởng

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

10/04/2025

### Năm 2024 duy trì đà tăng trưởng trong bối cảnh khó khăn

Tăng trưởng tín dụng năm 2024 đạt hơn 15% YoY được dẫn dắt bởi sự phục hồi của thị trường BĐS và nhóm KHDN. NIM suy giảm do chịu áp lực từ chi phí đầu vào tăng trong khi lãi suất cho vay cạnh tranh gay gắt giữa các ngân hàng. Điểm tích cực là chất lượng tài sản của các ngân hàng đã có dấu hiệu cải thiện từ quý 4/2024.

### Thúc đẩy tín dụng để hiện thực hoá mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8%

Theo NHNN, tín dụng toàn hệ thống tính đến ngày 12/3/2025 ghi nhận tăng trưởng 1.24% - khởi đầu khả quan so với mức tăng trưởng âm 0.74% cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên tăng trưởng tín dụng trong các tháng còn lại có thể chịu ảnh hưởng do tỷ trọng cho vay đối với hoạt động kinh doanh xuất nhập khẩu (XNK), công nghiệp chế biến chế tạo (15-20%) trong khi tiêu dùng bán lẻ cũng bị ảnh hưởng gián tiếp. Động lực tăng trưởng tín dụng 16% nhằm thực hiện mục tiêu tăng trưởng kinh tế khi đó sẽ đến từ (1) Định hướng lãi suất cho vay thấp kích thích vay vốn; (2) Thị trường BĐS hồi phục; (3) Đẩy mạnh đầu tư công (bổ trợ cho tín dụng nhóm NHQD).

### NIM của các ngân hàng chịu áp lực trong ngắn hạn

Mặt bằng lãi suất có thể tăng nhẹ do dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ bị thu hẹp sau chính sách thuế đối ứng (như đã phân tích trong phần Vĩ mô Việt Nam). Dự kiến lãi suất huy động có thể tăng 1-1.5%, mức tăng của lãi suất cho vay sẽ ít và chậm hơn. Nhìn chung mặt bằng lãi suất vẫn được duy trì ở vùng thấp để hỗ trợ nền kinh tế theo đúng định hướng của Chính phủ, nhưng đồng thời cũng gia tăng áp lực lên NIM của các ngân hàng, song mức độ tác động sẽ có sự phân hoá.

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

Triển vọng cải thiện chất lượng tài sản chưa thật sự rõ ràng do biến động vĩ mô thế giới có thể làm chậm tốc độ hồi phục của nền kinh tế. Thay vào đó, chúng tôi kỳ vọng về sự thay đổi quan trọng về quy định xử lý nợ xấu – Luật hoá NQ 42, sẽ tạo ra “cú hích” cho ngành ngân hàng khi đề xuất này được thông qua. NQ 42 đẩy nhanh thu hồi nợ xấu ngoại bảng (chiếm tỷ trọng lớn), giúp xử lý nợ tồn đọng và tăng lợi nhuận từ thu hồi nợ.

### Định giá hấp dẫn với triển vọng dài hạn

VNIndex đang trải qua nhịp điều chỉnh mạnh, phản ánh tâm lý tiêu cực trước chính sách thuế quan. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng dài hạn của nhóm cổ phiếu ngân hàng nhờ nền tảng tài chính vững chắc; trong khi triển vọng ngắn hạn vẫn đang được hỗ trợ bởi các yếu tố như tín dụng và luật hoá NQ 42. KBSV lựa chọn ACB cho khẩu vị rủi ro an toàn; TCB và VPB kỳ vọng tăng trưởng trong bối cảnh thị trường BĐS phục hồi và NQ 42 được thông qua giúp thu hồi nợ xấu đã xử lý.

## Tích cực duy trì

| Khuyến nghị  |            |
|--------------|------------|
| CTG          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 48,800 |
| BID          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 46,700 |
| TCB          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 36,200 |
| VPB          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 25,700 |
| ACB          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 35,400 |
| MBB          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 31,600 |
| VCB          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 72,800 |
| STB          | Trung lập  |
| Giá mục tiêu | VND 40,000 |
| VIB          | Mua        |
| Giá mục tiêu | VND 24,600 |

# Ngành chứng khoán

## Triển vọng tăng trưởng cùng kì vọng nâng hạng thị trường cuối năm 2025

Trưởng nhóm Nguyễn Anh Tùng

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

10/04/2025

Kết quả kinh doanh trong năm 2024 có sự cải thiện mạnh mẽ so với cùng kì. Cả năm 2024, tổng lợi nhuận hoạt động của nhóm 35 Công ty chứng khoán có quy mô vốn chủ sở hữu lớn nhất đạt 42,105 tỷ VND (+19.9% YoY); LNST đạt 22,682 tỷ VND, tăng 33.5% YoY. Lợi nhuận toàn ngành phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024 nhờ đà hồi phục của thị trường sau mức nền thấp của năm 2023.

### Đà tăng đến từ tất cả các mảng kinh doanh, đặc biệt ở mảng cho vay ký quỹ

Lợi nhuận gộp mảng môi giới nhóm CTCK theo dõi đạt 2,549 tỷ VND, tăng 10.2% YoY, mảng đầu tư đạt 18,851 tỷ VND, tăng 9.9% YoY. Mảng cho vay ký quỹ đạt 18,363 tỷ VND, tăng 37.5% YoY với lợi suất trung bình đạt 11.0%, giảm 1.1 ppts YoY. ROE lũy kế 12 tháng đạt 9.9%, tăng nhẹ so với năm 2023 đạt 8.9% tuy nhiên vẫn ở mức thấp so với các năm trước do các CTCK đẩy mạnh tăng vốn.

### Diễn biến thị trường tích cực trong 3 tháng đầu năm, tuy nhiên sẽ gặp nhiều áp lực trong phần còn lại của năm

Thị trường chứng khoán tăng trưởng tích cực trong 3 tháng đầu năm (+4.9% YTD) và giá trị giao dịch ước tính tăng 7.3% QoQ (điều chỉnh ngày nghỉ tết). Tuy nhiên, KBSV chuyển quan điểm từ tích cực sang trung lập về diễn biến giá và thanh khoản đối với thị trường chứng khoán Việt Nam trong phần còn lại của 2025 do việc đánh thuế đối ứng 46% của Mỹ tác động tiêu cực đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận toàn thị trường cùng với đó tạo áp lực lên tỷ giá và lãi suất.

### Kì vọng thị trường Việt Nam được quyết định nâng hạng vào tháng 9/2025 đem lại tác động tích cực đến dòng vốn ngoại trong thời gian tới

KBSV kì vọng Thị trường Việt Nam sẽ 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 trong năm 2026. Theo ước tính của KBSV, sau khi nâng hạng, Việt Nam có thể đón khoảng 136,000 tỷ VND vốn ngoại từ các quỹ ETF, quỹ thụ động và chủ động với danh mục lựa chọn trong chỉ số thị trường mới nổi FTSE. Bên cạnh đó, hệ thống KRX kì vọng đi vào vận hành trong 1H2025 cũng sẽ là điểm nhấn đối với cổ phiếu ngành chứng khoán trong thời gian tới.

### Định giá hiện tại chưa thực sự hấp dẫn trong bối cảnh triển vọng tăng trưởng không rõ ràng.

Diễn biến tiêu cực của thuế quan khiến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của nhóm cổ phiếu chứng khoán là không rõ ràng trong năm 2025. Nhà đầu tư có thể xem xét nhóm cổ phiếu có lợi thế về khai thác khách hàng tổ chức, nguồn lực mạnh mẽ và có nhịp chiết khấu sâu quanh mức -1 độ lệch chuẩn P/B trung bình 5 năm như VCI, HCM, SSI để có mức tỷ suất lợi nhuận tốt.

## Trung lập thay đổi

Recommendations

# Bất động sản dân cư

## Hồi phục mạnh mẽ

Số lượng căn hộ mở bán trong năm 2024 tại thị trường Bất động sản Hà Nội tăng mạnh trong khi thị trường Tp. HCM vẫn tương đối trầm lắng; hấp thụ cải thiện tại cả hai thị trường vượt nguồn cung. Theo số liệu của CBRE, tại thị trường HN, nguồn cung căn hộ mở bán mới đạt 30,900 căn (+200%YoY) và số căn bán được đạt hơn 31,000 căn (+178%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 5,050 căn mở bán mới (-41%YoY) – thấp nhất kể từ 2013 và 7,000 căn hộ được mở bán thành công (-4%YoY). Giá bán trung bình tại thị trường HN tăng mạnh 36%YoY lên mức 72 triệu VND/m<sup>2</sup>, tiệm cận với mức giá của thị trường HCM là 76 triệu VND/m<sup>2</sup> (+24%YoY).

**Nguồn cung nhà phố/biệt thự tại cả hai thị trường đều cải thiện.** Thị trường HN ghi nhận nguồn cung đạt 6,300 căn (+140%YoY); số căn bán được đạt 6,100 căn (+43%YoY). Thị trường Tp.HCM ghi nhận sự hồi phục so với năm 2024 với 230 căn mở bán (+8x%YoY) và 250 căn bán được (+2x%YoY), tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với giai đoạn trước do nguồn cung đến từ các dự án có quy mô nhỏ. Giá bán duy trì đà tăng với mức giá sơ cấp tại thị trường HN đạt 220 triệu đồng/m<sup>2</sup> (+19%YoY) và thị trường Tp. HCM đạt 310 triệu VND/m<sup>2</sup> (+13%YoY).

**Thị trường kỳ vọng hồi phục mạnh mẽ 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 một số các Bộ, ngành trong việc xây dựng và ban hành nhiều văn bản quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành Luật Đất đai 2024, Luật Nhà ở 2023, Luật Kinh doanh bất động sản 2023 và các văn bản chỉ đạo, điều hành hướng dẫn tháo gỡ pháp lý cho một số dự án, rút ngắn thời gian hoàn thiện pháp lý, tạo điều kiện phát triển NOXH; và (3) Đẩy mạnh đầu tư công với các dự án lớn, các trục giao thông nổi trung tâm Hà Nội và TP HCM với các khu vực, tỉnh thành lân cận kích thích nhu cầu đầu tư BĐS. Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS khu vực phía Nam bao gồm Tp. HCM và các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, Long An sẽ hồi phục trong năm 2025 sau thời gian trầm lắng.

**Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến rủi ro liên quan đến** (1) Tác động từ việc Mỹ áp thuế đối ứng cho Việt Nam ảnh hưởng đến nhu cầu mua nhà, đặc biệt là tại các dự án nhà ở quanh các KCN và (2) Sự lệch pha cung – cầu khi phần lớn các sản phẩm mở bán thuộc phân khúc cao cấp, chưa đáp ứng được nhu cầu ở thực.

**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 là các cổ phiếu VHM, KDH, NLG, DXG.

Trưởng nhóm Phạm Hoàng Bảo Nga  
(+84) 24-7303-5333 [ngaphb@kbsec.com.vn](mailto:ngaphb@kbsec.com.vn)

10/04/2025

## Tích cực duy trì

| Khuyến nghị  |           |
|--------------|-----------|
| VHM          | MUA       |
| Giá mục tiêu | 56,200VND |
| KDH          | MUA       |
| Giá mục tiêu | 40,000VND |
| NLG          | MUA       |
| Giá mục tiêu | 45,800VND |
| DXG          | MUA       |
| Giá mục tiêu | 20,600VND |

# BĐS Khu công nghiệp

## Tác động tiêu cực từ Tradewar 2.0

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

10/04/2025

Tỷ lệ lấp đầy ở mức cao trong năm 2024 tại miền Bắc và miền Nam. 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 cho thuê KCN trung bình năm 2024 ghi nhận mức tăng tích cực tại miền Bắc, đạt 137 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê (+4% YoY); trong khi đó, đà tăng giá cho thuê tại miền Nam chững lại với mức tăng 1.4% YoY, đạt 175 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê.

Thị trường BĐS KCN năm 2024 có sự khác biệt về động lực tăng trưởng giữa hai miền. Miền Bắc thu hút dòng vốn FDI tập trung vào các dự án công nghệ cao, với các khoản đầu tư đáng chú ý từ Samsung Display (1.8 tỷ USD), LG Display (1 tỷ USD) và Foxconn (383 triệu USD). Trong khi đó, miền Nam thu hút nhu cầu thuê ở phân khúc kho/xưởng xây sẵn, với diện tích hấp thụ lần lượt đạt 750,000 m<sup>2</sup> và 400,000 m<sup>2</sup>, tương ứng mức tăng gần 114% và 100% so với năm trước.

Nguồn cung gia tăng tích cực sau khi hàng loạt KCN được phê duyệt Chủ trương đầu tư. Chỉ riêng 2 tháng đầu năm, nguồn cung diện tích đất KCN được bổ sung 4,286 ha với 14 KCN được phê duyệt Chủ trương đầu tư, trong đó 2,132 ha tại miền Bắc và 2,154 ha tại miền Nam. Bên cạnh đó, nguồn cung tại khu vực phía Nam được kỳ vọng tăng mạnh nhờ xu hướng đẩy mạnh chuyển đổi đất cao su sang làm KCN của các doanh nghiệp GVR, DPR, PHR, TRC.

Mỹ áp Thuế đối ứng 46% cho Việt Nam, tác động tiêu cực đến dòng vốn FDI vào Việt Nam. Trong ngắn hạn (2025 - 2026), các doanh nghiệp FDI có xu hướng tạm dừng việc giải ngân cho các dự án xây dựng nhà máy mới đã đăng ký trước đó. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dòng vốn FDI giải ngân có thể phục hồi và được bù đắp bởi các doanh nghiệp FDI nhắm đến thị trường xuất khẩu ngoài Mỹ, nhờ Việt Nam vẫn duy trì lợi thế về lực lượng nhân công giá rẻ, vị trí thuận lợi cho việc giao thương, các chính sách thu hút vốn FDI... Mặc dù vậy, các doanh nghiệp này vẫn sẽ có xu hướng tạm thời ngừng mở rộng đầu tư tại Việt Nam từ 1 - 2 năm tới, do công suất dư thừa từ phần sản lượng phục vụ cho thị trường Mỹ và cần thêm thời gian để dịch chuyển đơn hàng sang thị trường khác.

Hầu hết các doanh nghiệp BĐS Khu công nghiệp đang có mức định giá P/B thấp hơn mức trung bình 5 năm. Các cổ phiếu đang có mức định giá hấp dẫn, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Nhà đầu tư nên thận trọng vì các doanh nghiệp BĐS Khu công nghiệp chịu ảnh hưởng tiêu cực trực tiếp khi Chiến tranh thương mại 2.0 leo thang căng thẳng, tạo ra những rủi ro đáng kể đến hoạt động kinh doanh và kết quả lợi nhuận của doanh nghiệp trong 2025.

## Tiêu cực thay đổi

| Khuyến nghị  |           |
|--------------|-----------|
| KBC          | MUA       |
| Giá mục tiêu | 36,100VND |
| GVR          | TRUNG LẬP |
| Giá mục tiêu | 38,800VND |
| SIP          | TRUNG LẬP |
| Giá mục tiêu | 98,000VND |

# Logistics

## Gặp khó trong câu chuyện thuế đối ứng

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

10/04/2025

## Trung lập thay đổi

| Khuyến nghị  |             |
|--------------|-------------|
| <b>GMD</b>   | <b>MUA</b>  |
| Giá mục tiêu | 76,000 VND  |
| <b>ACV</b>   | <b>MUA</b>  |
| Giá mục tiêu | 122,600 VND |
| <b>AST</b>   | <b>MUA</b>  |
| Giá mục tiêu | 64,300 VND  |

**Doanh nghiệp cảng biển khó có thể ghi nhận tăng trưởng trong năm nay.** Chúng tôi đánh giá tình hình chung của các doanh nghiệp cảng biển trong 2025 sẽ kém khả quan hơn 2024, cụ thể: (1) dòng vốn FDI dự kiến sẽ bị thu hẹp sau khi Việt Nam chịu mức thuế đối ứng cao từ Mỹ, xuất nhập khẩu sụt giảm, các doanh nghiệp phía Nam có thị trường xuất khẩu chính là Mỹ sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề và (2) các doanh nghiệp phía Bắc sẽ phải chịu sự cạnh tranh cả về giá và sản lượng khi mà công suất khối cảng Hải Phòng trong 1Q2025 đã tăng thêm 2.2 triệu Teu từ cảng Lạch Huyện. Trong ngắn hạn, việc sụt giảm về sản lượng có thể sẽ được bù đắp bởi giá dịch vụ cảng (đầu năm nay các cảng đã điều chỉnh giá tăng trung bình 5-15% tùy loại dịch vụ), tuy nhiên trong trung hạn, tốc độ tăng giá dịch vụ cảng dự kiến sẽ chậm lại do cảng biển Việt Nam trở nên kém hấp dẫn hơn các cảng khác trong khu vực thuộc quốc gia có mức thuế thấp hơn.

### Giá vận tải giao ngay giảm, giá thuê định hạn (T/C) biến động không đáng kể.

Sản lượng vận tải cũng sẽ chịu tác động tiêu cực do xuất nhập khẩu suy giảm. Giá cước tàu tự vận hành dự kiến tiếp tục đà giảm do (1) nhu cầu vận chuyển hàng hóa giảm trong khi lo ngại dư cùng tàu vẫn ở mức cao, các hãng tàu liên tục mua hoặc đặt đóng thêm tàu mới và (2) việc mức thuế được áp khác nhau tại các quốc gia sẽ thay đổi và phân bổ lại nhiều tuyến tàu, hãng tàu sẽ giảm giá cước để thu hút đối tác. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá giá cước T/C sẽ không có nhiều biến động, việc này đến từ nhu cầu thuê tàu ổn định do lo ngại về bất ổn chính trị và chuỗi cung ứng trong thời gian tới. Các doanh nghiệp sở hữu đội tàu quy mô lớn, có tàu mới sẵn sàng cho thuê sẽ ít chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi tình hình chung của ngành.

**Đà phục hồi của hàng không sẽ chậm lại.** Chúng tôi dự kiến biên gộp của mảng dịch vụ hành khách tiếp tục cải thiện khi lượng hành khách quốc tế - nhóm có biên gộp cao hơn nhiều so với nhóm nội địa - vẫn duy trì đà tăng trưởng nhanh hơn nhóm nội địa do: (1) các hãng hàng không liên tục triển khai đường bay thẳng mới kết nối với nhiều quốc gia châu Âu, châu Úc, (2) chính sách kích cầu du lịch và nới lỏng visa được đẩy mạnh và (3) các dự án Cảng HK mới đang được triển khai sẽ bổ sung công suất đáng kể cho doanh nghiệp Hàng không. Tuy nhiên, thuế đối ứng sẽ ảnh hưởng phần nào đến nhóm khách quốc tế đến Việt Nam theo các hoạt động FDI, cùng với đó nhóm doanh nghiệp vận tải và vận hành cảng hàng hóa hàng không sẽ chịu tác động trực tiếp khi xuất nhập khẩu suy giảm.

**Chúng tôi thay đổi nhận định về nhóm ngành từ Tích cực sang Trung lập do ảnh hưởng mạnh từ mức thuế đối ứng cao.** Với triển vọng chung của ngành như trên, nhà đầu tư chỉ nên cân nhắc các cổ phiếu có tiềm năng hồi phục trong dài hạn nhờ các câu chuyện mở rộng công suất và tình hình tài chính lành mạnh như GMD, HAH, AST, ACV khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh về mức giá thực sự hấp dẫn.

# Vật liệu xây dựng

## Thị trường nội địa thúc đẩy tăng trưởng

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên  
(+84) 24-7303-5333 [nguyenn1@kbsec.com.vn](mailto:nguyenn1@kbsec.com.vn)

10/04/2025

**Thuế đối ứng 46% có tác động khác nhau giữa các nhóm ngành vật liệu xây dựng**  
Đối với ngành thép, thuế nhập khẩu vẫn sẽ được giữ nguyên ở mức 25% theo Mục 232 thay vì 46% theo thuế đối ứng mới công bố. Mặc dù không chịu tác động từ thuế đối ứng, triển vọng xuất khẩu tôn mạ chống gỉ tới Mỹ sẽ chịu ảnh hưởng tiêu cực từ thuế chống bán phá và thuế chống trợ cấp mới được công bố (mức cao nhất đối với từng loại là 59%/46.73%). Đối với thị trường ống nhựa, chúng tôi cho rằng thuế đối ứng không tác động lên triển vọng tiêu thụ của các doanh nghiệp trong ngành do sản lượng sản xuất tập trung phục vụ cho nhu cầu nội địa. Đối với lĩnh vực gỗ, đá, thuế đối ứng 46% sẽ có tác động mạnh do thị trường Mỹ chiếm trung bình 50%/80% doanh thu xuất khẩu của các doanh nghiệp trong nước.

### Triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp thép sẽ có sự phân hóa

Tiêu thụ nội địa 2M2025 tăng 49% với sản lượng tiêu thụ thép xây dựng, HRC và tôn mạ trong nước tăng lần lượt 61%/46%/43% YoY. Động lực chính tới từ nhu cầu gia tăng từ thị trường Bất động sản dân dụng và các dự án đầu tư công. KBSV kỳ vọng giá thép trung bình tăng 1-2% YoY trong 2025 nhờ triển vọng nhu cầu trong nước hồi phục. Với triển vọng nhu cầu tiêu thụ thấp tại Trung Quốc (do thị trường Bất động sản hồi phục chậm hơn kỳ vọng), giá quặng sắt và than cốc được dự báo tiếp tục giảm trong 2025. Đây là yếu tố có tác động tích cực lên biên lãi gộp của các doanh nghiệp sản xuất thép thượng nguồn (thép xây dựng, HRC) như HPG.

### Kỳ vọng sản lượng tiêu thụ ống nhựa tiếp tục cải thiện trong 2025

KBSV ước tính sản lượng tiêu thụ ống nhựa toàn ngành tăng 6% YoY trong 2025, với động lực chính tới từ sự hồi phục của thị trường Bất động sản. Theo quan sát của chúng tôi, giá PVC resin Trung Quốc vẫn đang duy trì ở vùng thấp trong 1Q2025 và được dự báo sẽ hồi phục chậm từ 2H2025 trở đi trong bối cảnh thị trường Bất động sản Trung Quốc chưa cho thấy các tín hiệu hồi phục đủ thuyết phục. Chi phí đầu vào ở mức thấp là động lực giúp các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa duy trì biên lãi gộp ở mức cao trong 2025.

### Định giá hiện tại ở mức phù hợp, ngoại trừ HPG

PBR của HPG/BMP đang ở mức 1.4x/3.5x, tương ứng -0.8/+1.7 STD so với trung bình 5 năm). Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ nội địa hồi phục là động lực tăng trưởng chính trong 2025. Nhà đầu tư có thể chờ đợi điểm cân bằng, cân nhắc và lựa chọn các doanh nghiệp có (1) vị thế dẫn đầu trong ngành, (2) diễn biến giá bán, chi phí đầu vào thuận lợi, (3) có khả năng nâng cao hoạt động kinh doanh cốt lõi, (4) hạn chế tác động bên ngoài. Một số cơ hội đáng chú ý bao gồm HPG, BMP.

## Trung lập duy trì

### Khuyến nghị

| HPG          | Mua        |
|--------------|------------|
| Giá mục tiêu | VND 35,600 |

### BMP

| Giá mục tiêu | Trung lập   |
|--------------|-------------|
|              | VND 125,700 |



# Thực phẩm và đồ uống

## Tiêu thụ nội địa ổn định

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

10/04/2025

## Tích cực duy trì

### Khuyến nghị

|              |            |
|--------------|------------|
| <b>VNM</b>   | <b>MUA</b> |
| Giá mục tiêu | 74,800     |

|              |            |
|--------------|------------|
| <b>MSN</b>   | <b>MUA</b> |
| Giá mục tiêu | 87,500     |

**Triển vọng tiêu thụ đồ uống và thực phẩm tiếp tục ổn định với tăng trưởng thấp.**

Sản lượng bán hàng nội địa của VNM, SAB, QNS (Vinasoy) đều cho thấy sự tăng trưởng từ 1-3% trong 2024 sau khi sụt giảm trong giai đoạn 2022-2023. Số lượng cửa hàng F&B trong 2024 chỉ tăng 1.8% YoY phản ánh làn sóng mở cửa hàng chậm lại, dù doanh thu toàn ngành F&B vẫn tăng trưởng 16% (Theo IPOS và Nestle) và dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 10%/năm đến 2027 (Euromonitor, Statista) nhờ động lực từ độ tuổi dân số vàng (32 tuổi) và mức tăng trưởng cao (trên 30%) từ du lịch trong 2025. Chúng tôi kì vọng doanh thu của các thương hiệu hàng đầu như Vinamilk (VNM), Bia Sài Gòn (SAB), Vinasoy và Đường Quảng Ngãi (QNS) sẽ tiếp tục tăng trưởng quanh mức 1-3%, thấp hơn tăng trưởng chung toàn ngành do sự cạnh tranh gay gắt trong ngành đồ uống. Trong khi đó, các thương hiệu tiêu dùng của Masan (Hàng tiêu dùng Masan, Masan Meatlife, Phúc Long) kì vọng tăng trưởng ở mức cao hơn từ 5-7% nhờ lợi thế từ hệ thống bán lẻ Wincommerce và liên tục mở rộng cửa hàng.

**Các doanh nghiệp hàng đầu có khả năng kiểm soát chi phí tốt, giúp bảo vệ biên lợi nhuận trong bối cảnh thị trường không thuận lợi.**

Chúng tôi kì vọng KQKD của ngành đồ uống đi ngang nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào tiếp tục hạ nhiệt so với giai đoạn 2023-2024 trong bối cảnh triển vọng kinh tế toàn cầu đang suy yếu. Các doanh nghiệp thuần về đồ uống như VNM, SAB, QNS (mảng đường chủ yếu bán cho doanh nghiệp F&B) sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận đi ngang so với 2024. Chúng tôi cho rằng VNM sẽ có khả năng cải thiện biên lợi nhuận cao hơn trong trường hợp nhu cầu phục hồi trong 2H2025, nhờ những chính sách kích cầu. Tương tự, biên lợi nhuận mảng hàng tiêu dùng và thịt lợn của MSN đi ngang nhờ lợi thế thương hiệu và nhu cầu nội địa ổn định, hỗ trợ một phần bởi thoái vốn mảng kinh doanh có biên lợi nhuận âm của MSR.

**Định giá hấp dẫn, triển vọng ổn định và cổ tức cao**

Cả 3 doanh nghiệp thuần F&B mà chúng tôi theo dõi là VNM/SAB/QNS đều đang giao dịch ở mức P/B hấp dẫn đạt 3.5/2.4/1.6, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 4.5/4.5/1.8. Nhà đầu tư có thể lựa chọn mua cổ phiếu VNM nhờ định giá hấp dẫn, tỉ suất cổ tức/giá hiện tại đạt 7.1%, với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận CAGR đạt 3.6%/năm trong giai đoạn 2025-2029.

# Ngành Bán lẻ

## Nhu cầu tiêu thụ ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp bởi mức thuế đối ứng của Mỹ

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhnhd@kbsec.com.vn](mailto:anhnhd@kbsec.com.vn)

10/04/2025

Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp bán lẻ hồi phục ấn tượng trong 2024. Tổng doanh thu của các chuỗi cửa hàng bán lẻ lớn (bao gồm MWG, FRT, MSN) đạt 225,830 nghìn tỷ VND (+15.1% YoY) trong năm 2024. KQKD mảng ICT&CE tăng trưởng một chữ số do ngành bão hòa còn mảng bán lẻ trang sức của PNJ có sự phục hồi hai chữ số đạt 14.3% YoY so với mức tăng trưởng âm của năm ngoái. Đặc biệt 2 chuỗi có mức tăng trưởng ấn tượng nhất thuộc về hiệu thuốc Long Châu và BHX với doanh thu tăng trưởng 59.5% YoY và 30.2% YoY trong 2024.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ 2 tháng đầu năm 2025 tăng trưởng 9.4% YoY. Tổng mức bán lẻ hàng hoá và dịch vụ 2 tháng đầu năm 2025 đạt 1,137 nghìn tỷ VND (+6.2% YoY nếu loại trừ yếu tố giá tăng). Doanh thu bán lẻ hàng hóa đạt 878 nghìn tỷ VND, chiếm 77.2% tổng doanh thu và tăng trưởng 8.7% YoY trong đó nhóm hàng vật phẩm văn hóa, giáo dục có mức tăng trưởng cao nhất đạt 15.9% YoY. Doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch lữ hành lần lượt tăng trưởng 12.5% YoY và 16.4% YoY. Sự tăng trưởng này đến từ chính sách thị thực thuận lợi và các cơ chế, chiến lược quảng bá, xúc tiến du lịch nhằm thu hút khách quốc tế đến Việt Nam.

Nhu cầu tiêu dùng đối mặt với tác động 2 chiều trong bối cảnh sức mua yếu của 2 tháng đầu năm 2025. Chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam hai tháng đầu năm 2025 đạt lần lượt 48.9 điểm và 49.2 điểm dù có tăng nhẹ trong tháng 2 nhưng đều dưới mốc 50 điểm, phản ánh nhu cầu tiêu dùng vẫn còn yếu. Những tháng còn lại trong năm 2025, KBSV cho rằng nhu cầu tiêu dùng sẽ đối mặt với tác động 2 chiều. Ảnh hưởng tích cực đến từ thuế giá trị gia tăng giảm 2% đối với nhóm hàng hóa, dịch vụ được gia hạn áp dụng từ 01/07/2025 đến hết 31/12/2026. Trái lại, mức thuế đối ứng 46% của Mỹ áp cho các mặt hàng xuất khẩu Việt nam cũng gây ảnh hưởng tiêu cực gián tiếp tới nhu cầu tiêu dùng bởi: (1) thu nhập người dân giảm. Các doanh nghiệp xuất khẩu khẩu cắt giảm chi phí trong bối cảnh đơn hàng xuất khẩu suy yếu do mức thuế cao dẫn tới lương thưởng của người lao động giảm tệ hơn là mất việc làm. (2) Giá hàng hóa nội địa tăng cao do đồng nội tệ mất giá khiến chi phí nhập khẩu tăng cao.

Các doanh nghiệp bán lẻ có mức giá chiết khấu sâu. Diễn biến tiêu cực của thuế quan khiến triển vọng tăng trưởng lợi của ngành bán lẻ là chưa thực sự rõ ràng trong năm 2025 dù cho nhiều cổ phiếu bán lẻ đã có mức chiết khấu sâu. Vậy nên, chúng tôi cho rằng cần quan sát thêm diễn biến đàm phán thuế quan giữa Mỹ và Việt Nam trong thời gian tới.

## Trung lập thay đổi

### Khuyến nghị

|              |           |
|--------------|-----------|
| MWG          | MUA       |
| Giá mục tiêu | 76,200VND |

|              |            |
|--------------|------------|
| FRT          | MUA        |
| Giá mục tiêu | 218,200VND |

|              |            |
|--------------|------------|
| PNJ          | MUA        |
| Giá mục tiêu | 111,900VND |

|              |           |
|--------------|-----------|
| DGW          | TRUNG LẬP |
| Giá mục tiêu | 44,100VND |



# Ngành điện

## Quy hoạch điện lực điều chỉnh mở khóa tiềm năng tăng trưởng

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

10/04/2025

**Tiêu thụ điện duy trì động lực tăng trưởng.** 2 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng điện đạt 45.1 tỷ kWh, tăng 3.2% YoY và hoàn thành 13% dự báo tiêu thụ điện năm 2025. Tiêu thụ điện của EVNNPC tại khu vực phía Bắc dẫn đầu cả nước, đạt 14.6 tỷ kWh (+5% YoY) nhờ lĩnh vực công nghiệp tăng tiêu thụ, đạt 9 tỷ kWh (+5.1% YoY). Hoạt động du lịch và thương mại diễn ra sôi động đã thúc đẩy tiêu thụ điện khu vực Trung Bộ tăng trưởng tích cực 2 con số, đạt 9 tỷ kWh (+20.6% YoY).

**Lanina sẽ kết thúc trong Q3, tạo thuận lợi cho huy động nhiệt điện.** 2T/25, Bộ Công Thương huy động các nguồn nhiệt điện thay cho thủy điện để dự phòng công suất trong mùa khô. Dù vậy Lanina kéo dài sang Q/2025 cải thiện lưu lượng về hồ giúp công suất thủy điện đạt 9.3 tỷ kWh (+8% YoY) và chiếm 21% tổng sản lượng. Công suất điện than và điện khí lần lượt đạt 24.8 tỷ kWh và 2.7 tỷ kWh (-4.6% YoY/-34% YoY), chiếm 55%/6% tổng sản lượng. Trong nửa cuối 2025, công suất vận hành thủy điện sẽ giảm so với cùng kỳ do thời tiết ít mưa hơn. Nhiệt điện nhờ đó được tăng huy động công suất nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tăng 10%.

**Triển vọng phân hóa cho từng doanh nghiệp trong ngành.** Doanh thu 2024 doanh nghiệp điện than đạt 44,983 tỷ VND (+4.9% YoY). Doanh thu các doanh nghiệp thủy điện kém khả quan do EVN hạn chế điện năng bán trên thị trường cạnh tranh và làm giảm giá bán điện thấp so với cùng kỳ, đạt 27,334 tỷ VND (-0.5% YoY). Sang 2025, tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng chậm lại do tác động chính sách thuế quan ảnh hưởng tới tiêu thụ điện của nhóm công nghiệp. Nhóm điện than sẽ bị suy giảm công suất vận hành do giá thành sản xuất điện cao hơn so với thủy điện, dự kiến được ưu tiên huy động nhờ giá rẻ và công suất ổn định. Các doanh nghiệp điện khí dự kiến tăng trưởng doanh thu từ mức nền thấp nhờ nguồn khí trong nước ổn định hơn và dự án Nhơn Trạch 3&4 sẽ đi vào hoạt động.

**Điều chỉnh quy hoạch điện lực sẽ gỡ khó cho doanh nghiệp.** Quy hoạch dự kiến bổ sung công suất điện mặt trời và điện gió đến năm 2030. Đồng thời, cơ chế giá bán điều chỉnh theo từng khu vực địa lý sẽ sớm được thông qua để thu hút dòng vốn tư nhân. Chúng tôi cho rằng quy hoạch mới sẽ có tác động tích cực tới các doanh nghiệp trong việc tháo gỡ khó khăn pháp lý và tạo cơ chế đầu tư hấp dẫn.

**Định giá dài hạn hấp dẫn.** P/B các doanh nghiệp trong ngành đang giao dịch ở mức 1.1x, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn trung bình 5 năm do thiếu vắng động lực tăng trưởng ngắn hạn. Trong dài hạn, nhờ QHĐ VIII điều chỉnh và cơ chế giá bán, các cổ phiếu sẽ được hưởng lợi nhờ mở rộng công suất, đặc biệt là các doanh nghiệp đầu ngành (POW, REE, GEG, TV2). Trong những nhịp điều chỉnh, đây là những khoản đầu tư hấp dẫn mà nhà đầu tư có thể cân nhắc gia tăng tỷ trọng.

## Tích cực duy trì

| Khuyến nghị  |                  |
|--------------|------------------|
| <b>POW</b>   | <b>Mua</b>       |
| Giá mục tiêu | VND 14,600       |
| <b>GEG</b>   | <b>Trung lập</b> |
| Giá mục tiêu | VND 14,600       |
| <b>REE</b>   | <b>Trung lập</b> |
| Giá mục tiêu | VND 77,200       |

# Ngành Công nghệ

## Chi tiêu CNTT bị thách thức ngắn hạn bởi chính sách thuế quan

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

10/04/2025

**Doanh thu công nghệ thông tin tăng trưởng tích cực.** Theo công bố của Bộ Thông tin và Truyền thông, doanh thu lĩnh vực CNTT năm 2024 ước đạt 4,200 nghìn tỷ VND, (+13% yoy). Riêng doanh thu lĩnh vực công nghiệp công nghệ số và viễn thông đạt 3,800 nghìn tỷ VND và 147 nghìn tỷ VND (+11.2% YoY/+3.5% YoY). Nguồn nhân lực chất lượng cao tại Việt Nam là nền tảng vững chắc cho sự mở rộng cả về số lượng và quy mô của doanh nghiệp. Sang 2025, số lượng doanh nghiệp và lao động dự kiến tăng lên 60,000 (+10% YoY) và 1.3 triệu (+6% YoY).

**Doanh thu tại các thị trường chính duy trì tăng trưởng.** Năm 2024, doanh thu và lợi nhuận sau thuế các doanh nghiệp CNTT niêm yết tăng trưởng tích cực, đạt 75,566 tỷ VND (+17.3% YoY) và 26,176 tỷ VND (+16.9% YoY). Với vị thế là doanh nghiệp đầu ngành, FPT ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ đến từ các thị trường chính. Nhật Bản (+32% YoY), APAC (+35% YoY), EU (+52% YoY) và Hoa Kỳ (+9% YoY).

**Rủi ro thuế quan thách thức tăng trưởng chi tiêu công nghệ.** Lĩnh vực dịch vụ phần mềm không thuộc đối tượng chịu thuế quan của Hoa Kỳ, dù vậy tác động gián tiếp tới tăng trưởng ngành. Chính sách thuế quan cao hơn sẽ tác động tiêu cực tới triển vọng kinh tế toàn cầu, khiến cho các doanh nghiệp cắt giảm chi tiêu cho đầu tư công nghệ. Tuy nhiên, với các doanh nghiệp lớn như FPT, tác động tiêu cực tới tăng trưởng doanh thu sẽ được giảm thiểu nhờ chiến lược chuyển dịch dần sang các hợp đồng cung cấp dịch vụ vận hành hệ thống công nghệ thông tin cho các doanh nghiệp có giá trị cao và thời gian hợp đồng kéo dài.

**Chính sách đào tạo nhân tài trong nước tạo thuận lợi cho nguồn nhân lực.** Nhằm thực hiện tham vọng phát triển công nghiệp công nghệ thông tin và thiết bị bán dẫn, Việt Nam đặt mục tiêu đào tạo và thu hút nguồn nhân lực chất lượng cao. Mục tiêu đến 2030 có 50,000 nhân lực cao lĩnh vực bán dẫn, gồm 42,000 cử nhân, 7,500 thạc sĩ và 500 nghiên cứu sinh. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp CNTT sẽ hưởng lợi từ mảng kinh doanh bán dẫn nhờ chủ động được nguồn lao động chất lượng cao trong nước.

**Các cổ phiếu có mức điều chỉnh sâu nhưng định giá vẫn ở mức tương đối cao.** P/E các doanh nghiệp trong ngành đang ở mức 23x, cao hơn so với mức trung bình lịch sử 5 năm là 21x. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư cần chờ đợi nhịp điều chỉnh để gia tăng tỷ trọng. FPT là cổ phiếu đáng chú ý nhờ vị thế đầu ngành, sở hữu khả năng tìm kiếm các hợp đồng giá trị lớn với khách hàng hoạt động trong các ngành nghề đa dạng, từ đó giảm thiểu tác động tiêu cực từ chính sách thuế quan.

## Trung lập duy trì

Khuyến nghị

FPT

Giá mục tiêu

Trung lập

VND 151,900

# Ngành dệt may

## Chính sách thuế đối ứng của Mỹ tác động tiêu cực tới ngành dệt may Việt Nam

Chuyên viên phân tích Nguyễn Hoàng Duy Anh  
(+84) 24-7303-5333 [anhnhd@kbsec.com.vn](mailto:anhnhd@kbsec.com.vn)

10/04/2025

KQKD của các doanh nghiệp dệt may hồi phục ấn tượng trong Q4/2025. Tổng doanh thu của 27 doanh nghiệp dệt may trên 3 sàn HoSE, HNX và UpCom đạt 20,344 tỷ VND (+14.5% YoY) và LNST đạt 1,100 tỷ VND (+87.9% YoY). KQKD ấn tượng này đến từ việc đơn hàng phục hồi chủ yếu ở mảng FOB có giá trị gia tăng cao, đặc biệt nhiều doanh nghiệp dệt may đã kín đơn hàng cho tới Q2/2025.

**Kim ngạch xuất khẩu mặt hàng dệt may tăng trưởng 9.2% YoY trong 2T/2024.** Tổng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may trong 2 tháng đầu năm 2025 đạt 5.6 tỷ USD (+9.2% YoY) và chủ yếu đà tăng trưởng đến từ T2/2025. Trong đó, Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất của Việt Nam với 2.5 tỷ USD giá trị xuất khẩu (+12.4% YoY) chiếm 43.7% tổng xuất. Các thị trường lớn khác bao gồm Nhật bản, EU, Hàn Quốc lần lượt đạt mức tăng trưởng 9.5% YoY, 7.4% YoY và 4.1% YoY. Mức tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu này vẫn nằm kế hoạch tăng trưởng mục tiêu của hiệp hội dệt may đề ra.

**Chính sách thuế đối ứng của Mỹ tác động tiêu cực tới ngành dệt may Việt Nam.** Ngày 02/04/2025, Chính quyền Trump đã công bố chính sách Thuế đối ứng với các đối tác thương mại trên thế giới. Trong đó Việt Nam bị áp mức thuế đối ứng đạt 46% nằm trong top các nước có mức thuế đối ứng cao nhất ngoài ra top 5 nước xuất khẩu hàng dệt may vào Mỹ có mức thuế đối ứng như sau Trung Quốc (55%), Bangladesh (37%), Ấn Độ (32%) Indonesia (26%) và Indonesia (26%). KBSV cho rằng với mức thuế như hiện tại ngành dệt may Việt Nam sẽ đối mặt với các tác động tiêu cực như sau:

- **Nhu cầu tiêu thụ hàng dệt may Việt Nam ở Mỹ giảm** bởi (1) Mặt bằng chung các sản phẩm dệt may ở Mỹ đều tăng do Mỹ tăng áp thuế mặt hàng này với tất cả các nước xuất khẩu sang Mỹ. (2) Việt Nam là nước bị đánh thuế cao thứ hai trong năm nước có kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ lớn nhất. Theo tính toán của KBSV, trung bình giá bán hàng dệt may sang Mỹ sau khi áp mức thuế mới tăng 16.7% chỉ sau mức tăng 21.2% của Trung Quốc và cao hơn mức tăng của Bangladesh, Indonesia và Ấn Độ (mức tăng lần lượt đạt 12.5%, 9.7% và 6.8%).
- **Giá trị hợp đồng ký mới của các doanh nghiệp dệt may có khả năng suy giảm** do các đơn hàng được chuyển dịch qua các nước có lợi thế cạnh tranh về giá hơn bởi giá bán là một trong những yếu tố quan trọng với các nhà bán lẻ khi lựa chọn nhà cung ứng dệt may giá trị gia tăng thấp như CMT và FOB.

Phần lớn các doanh nghiệp dệt may đang có mức định giá P/E quanh vùng trung bình 3 năm. Tuy nhiên cổ phiếu đang có mức định giá hấp dẫn nhưng chúng tôi cho rằng vẫn cần quan sát thêm các cuộc đàm phán về chính sách thuế quan với Mỹ của các nước đã đề cập bên trên.

## Tiêu cực thay đổi

Khuyến nghị

MSH

Giá mục tiêu

TRUNG LẬP

63,500VND

# 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](mailto:quannd@kbsec.com.vn)

10/04/2025

**Xuất khẩu và nội địa đều tích cực trong 1Q2025.** Xuất khẩu tôm và cá tra đều khả quan đạt lần lượt 931.6 triệu USD (+35.7% YoY) và 464.7 triệu USD (+13%YoY) trong 1Q2025. Phần lớn các thị trường xuất khẩu chính của 2 mặt hàng đều ghi nhận tăng trưởng cao, trong khi thị trường lớn nhất của cá tra Việt Nam là Trung Quốc giảm 11%YOY. Doanh thu của Vĩnh Hoàn sang thị trường EU/Mỹ tăng 15%/9% YoY, trong khi Trung Quốc/các quốc gia khác giảm 50%/11%YoY trong 2M2025. Trong 1Q2025, FMC ghi nhận tổng doanh thu tăng 23% YoY nhờ sản lượng tôm xuất khẩu tăng 42% YoY. Trong nước, giá lợn hơi và lợn giống trong 1Q2025 cao kỷ lục giúp DBC và BAF sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận so với mức nền thấp cùng kì 2024.

**Chi phí đầu vào chăn nuôi ổn định giúp giảm chi phí.** Rabobank dự báo chi phí TACN sẽ thấp hơn 2024 do giá đậu nành, cám, ngô trong 2025 đang đi ngang trong bối cảnh nhu cầu yếu tại Trung Quốc. Các doanh nghiệp chăn nuôi heo khép kín như DBC và BAF, hay VHC và ANV ở mảng cá tra sẽ hưởng lợi hơn khi tự chủ con giống và TACN.

### Triển vọng xuất khẩu tối màu, nội địa duy trì sự ổn định

Thặng dư xuất nhập khẩu Thủy sản của Việt Nam với Mỹ ước đạt khoảng 1.7 tỷ USD, trong đó Việt Nam xuất khẩu 1.8 tỷ USD và nhập khẩu khoảng 64 triệu USD từ Mỹ (theo USDA và Tổng Cục Hải Quan). Mức thuế cao của Hoa Kỳ dự kiến sẽ có tác động khá tiêu cực đến xuất khẩu thủy sản của Việt Nam trong bối cảnh các đối thủ cạnh tranh trực tiếp như Ấn Độ, Ecuador và Indonesia sẽ chịu mức thuế áp thêm thấp hơn, lần lượt là 26%, 10% và 32%. Các doanh nghiệp thủy sản có tỉ trọng xuất khẩu sang Mỹ trên doanh thu ở mức cao là VHC/ FMC/ MPC, lần lượt đạt 31%/20%/16% (2024) sẽ ghi nhận sự sụt giảm về doanh thu và lợi nhuận từ 2025. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng mức thuế quan có thể thay đổi theo hướng tích cực hơn trong thời gian tới. Đối với nội địa, chúng tôi kì vọng tiêu thụ thịt lợn vẫn sẽ tiếp tục ổn định với giá bán trung bình cao hơn 2024, bất chấp những bất ổn từ vĩ mô

**Định giá các doanh nghiệp quay trở lại vùng hấp dẫn.** Đà giảm mạnh của cả VHC và DBC do những bất ổn toàn cầu đã đưa 2 cổ phiếu này về mức định giá hấp dẫn, lần lượt là 1.3 và 1.2, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 1.7 và 1.3. Nhà đầu tư có thể cân nhắc đầu tư vào 2 cổ phiếu này khi chính sách thuế quan, triển vọng kinh tế toàn cầu và Việt Nam rõ ràng hơn trong thời gian tới.

## Trung lập thay đổi

| Khuyến nghị  |            |
|--------------|------------|
| <b>DBC</b>   | <b>MUA</b> |
| Giá mục tiêu | VND 35,100 |
| <b>VHC</b>   | <b>MUA</b> |
| Giá mục tiêu | VND 82,800 |

# Xây dựng

## Nguồn cung công việc hồi phục

**Xây dựng dân dụng hồi phục nhờ nguồn cung dự án Bất động sản nhà ở gia tăng.** Trong 2024, số dự án và căn hộ được cấp phép xây mới lần lượt đạt 79 dự án (+18% yoy) và 38,345 căn hộ (+53% yoy). Chúng tôi kỳ vọng ngành Bất động sản Dân dụng sẽ tiếp tục đà phục hồi trong 2025 do hành lang pháp lý hoàn thiện tháo gỡ vướng mắc, đẩy nhanh tốc độ cho nhiều dự án, tuy nhiên ngành có thể sẽ chịu tác động gián tiếp từ những thay đổi trong chính sách tiền tệ được áp dụng trong bối cảnh Việt Nam phải chịu mức thuế đối ứng cao từ Mỹ thời gian tới.

**Xây dựng công nghiệp sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp từ dòng vốn FDI suy giảm.** 2T2025, tổng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đạt gần 6.9 tỷ USD, tăng 36% yoy. Tuy nhiên việc Mỹ áp mức thuế cao lên hàng hóa Việt Nam sẽ khiến nhiều doanh nghiệp hoãn đầu tư mới hoặc thu hẹp quy mô, dòng vốn FDI vào Việt Nam dự kiến sẽ chững lại. Chúng tôi kỳ vọng các tác động tiêu cực này sẽ được xoa dịu phần nào nhờ các nỗ lực của Chính phủ trong việc đẩy mạnh thu hút nhà đầu tư nước ngoài từ Hàn Quốc, Nhật Bản và Châu Âu, cũng như nguồn cung đất KCN dồi dào nhờ khung pháp lý được hoàn thiện hơn, quy hoạch hầu hết các tỉnh thành đã được thông qua, nhiều tỉnh cũng được cấp thêm chỉ tiêu sử dụng đất theo quyết định 227/QĐ-TTg.

**Xây dựng hạ tầng đón nhận nguồn vốn từ tăng tốc giải ngân đầu tư công, kịp hoàn thành nhiều dự án quan trọng trong 2025.** Giải ngân 2 tháng đầu năm 2025 ước đạt 60,424 tỷ VND, đạt 6.9% kế hoạch năm – tốc độ chậm hơn so với cùng kỳ 2024. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ được tăng tốc về cuối năm do năm nay là năm cuối của kế hoạch Đầu tư công trung hạn 2021-2025, các dự án trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam, Cảng HKQT Long Thành, vành đai 3 TP.Hồ Chí Minh, vành đai 4 Hà Nội đang được Chính phủ gấp rút thúc tiến độ để kịp hoàn thành trong giai đoạn 2025-2026. Bên cạnh đó, Luật Đầu tư công sửa đổi và Luật đầu tư theo phương thức đối tác công tư sửa đổi có hiệu lực từ tháng 1/2025 kỳ vọng sẽ giúp quá trình giải ngân vốn được đẩy nhanh và hiệu quả hơn.

**Điều chỉnh quy hoạch Điện VIII tăng nhu cầu xây lắp điện.** Nguồn cung công việc xây lắp điện kỳ vọng sẽ hồi phục tích cực trong dài hạn khi (1) công suất điện mặt trời và điện gió dự kiến được bổ sung đáng kể đến 2030, (2) cơ chế giá bán điều chỉnh theo từng khu vực địa lý sẽ sớm được thông qua thu hút dòng vốn tư nhân và (3) DPPA giúp kích thích nhu cầu xây dựng đường dây truyền tải.

**Chúng tôi đánh giá Tích cực với nhóm ngành xây dựng.** Hiện hầu hết các cổ phiếu xây dựng đều đang giao dịch ở dưới mức P/B trung bình 5 năm, các cơ hội đầu tư hấp dẫn đáng chú ý bao gồm PC1, LCG. Với các cổ phiếu cơ bản tốt nhưng đang ở mức định giá tương đối cao như CTD, nhà đầu tư có thể chờ các nhịp điều chỉnh tiếp theo để tăng tỷ trọng.

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

10/04/2025

## Tích cực duy trì

| Khuyến nghị  |            |
|--------------|------------|
| PC1          | MUA        |
| Giá mục tiêu | 30,600 VND |

|              |            |
|--------------|------------|
| CTD          | TRUNG LẬP  |
| Giá mục tiêu | 95,400 VND |

|              |            |
|--------------|------------|
| LCG          | MUA        |
| Giá mục tiêu | 13,900 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

tienss@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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)  
Website: [www.kbsec.com.vn](http://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.