VCBS
Vietcombank Securities

TRIỂN VỌNG 2H2025

BỨT PHÁ VƯƠN MÌNH

MỤC LỤC

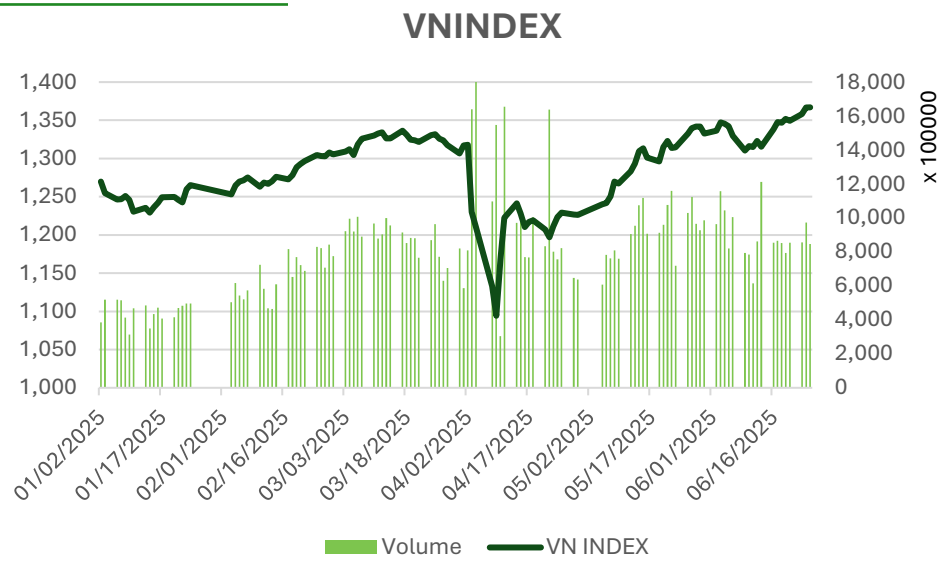
01 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

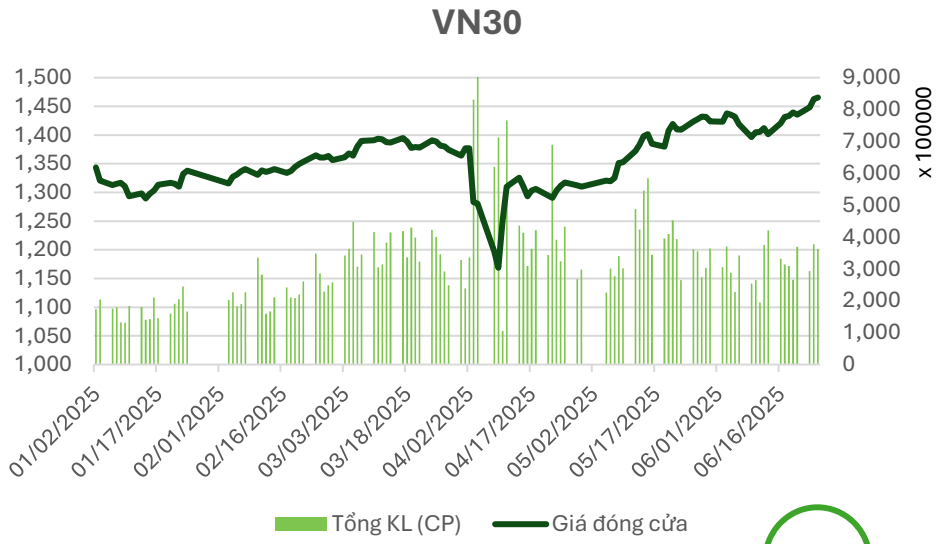
02 DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 1H2025

Bảng tổng hợp số liệu về VN Index, VN30, Thị trường phái sinh, Chứng quyền 1H2025

Chỉ số	Biến động chỉ số	% thay đổi	Chi tiết
VN Index	1266.78 – 1366.75	+ 7.9%	VN Index thiết lập mức đỉnh mới về mặt điểm số so với năm 2024, tuy nhiên, GTGD giảm hơn 10% yoy cùng KLGD giảm 5% yoy
VN30	1344.75 – 1465.36	+9.0%	VN30 ghi nhận nhịp tăng mạnh so với năm 2024 khi tăng ở cả GTGD (+9.45% yoy) và KLGD (+13% yoy)
Phái sinh	1345.5 – 1450.2	+ 7.8%	GTGD ở thị trường phái sinh 6 tháng đầu năm 2025 đạt 26 nghìn tỷ VND, giảm 4.6% yoy, đồng thời KLGD cũng ghi nhận giảm hơn 12.19% yoy
Chứng quyền	316 mã chứng quyền giao dịch trong năm 2025, tương ứng với 21 TSCS	Số mã chứng quyền giao dịch năm 2025 giảm gần 26% so với năm 2024	Tính đến ngày 25/06, có 228 mã chứng quyền đang giao dịch dựa trên 20 TSCS

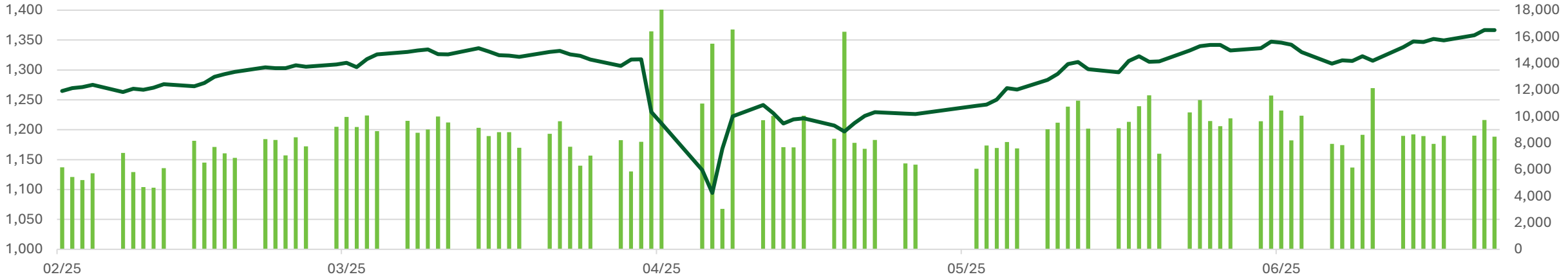




Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VCBS

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 1H2025

Thị trường phản ánh: Kỳ vọng vào mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% và Tình hình kinh tế - chính trị với Quốc tế



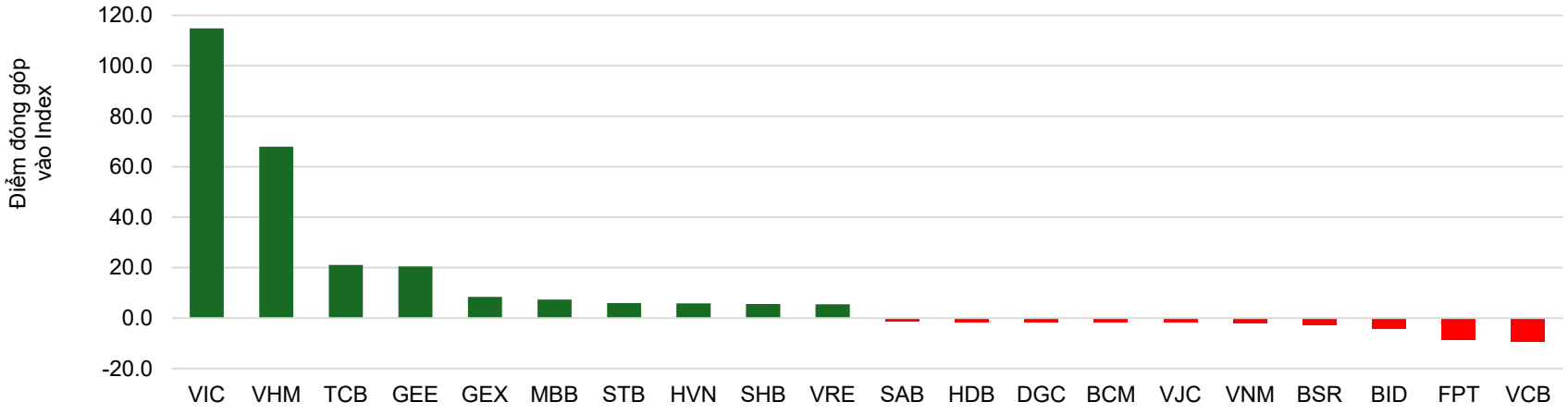
	T1&2.2025	T3.2025	T4.2025	T5.2025	T6.2025
Trong nước	Quốc hội thông qua mục tiêu tăng trưởng kinh tế 8% trở lên. Công điện số 19/CĐ-TTg về việc tăng cường thực hiện các giải pháp giảm lãi suất.	Chỉ thị số 10/CT-TTg về thúc đẩy phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV).	Hoa kỳ công bố áp thuế đối ứng 46% lên hàng hóa nhập khẩu từ Việt Nam. Chính phủ ký quyết định phê duyệt điều chỉnh QH điện VIII.	Hệ thống KRX được đưa vào vận hành. Nghị quyết số 68-NQ/TW về phát triển kinh tế tư nhân. Giá điện bán lẻ tăng 4.8%.	Nghị quyết sắp xếp đơn vị hành chính cấp tỉnh. Nghị quyết giảm 2% thuế suất VAT. Kết thúc vòng đàm phán thứ 2 với Hoa Kỳ tích cực.
Quốc tế	TT Mỹ Donald Trump nhậm chức nhiệm kỳ thứ 2. FED giữ nguyên lãi suất 4.25 - 4.5%.	FED giữ nguyên lãi suất và dự báo có 2 đợt cắt giảm lãi suất trong năm 2025.	TT Trump công bố thuế đối ứng và tạm hoãn 90 ngày áp thuế để đàm phán. Cuộc chiến thuế quan Trung Quốc vs Mỹ leo thang.	FED giữ nguyên lãi suất. Căng thẳng thuế quan Trung Quốc vs Mỹ hạ nhiệt. PBOC cắt giảm lãi suất.	Mỹ và Trung Quốc đạt thoả thuận thương mại. Căng thẳng Trung Đông quay trở lại. Mỹ đánh bom Iran. Fed giữ nguyên lãi suất.

Nguồn: FiinPro-X, VCBS tổng hợp

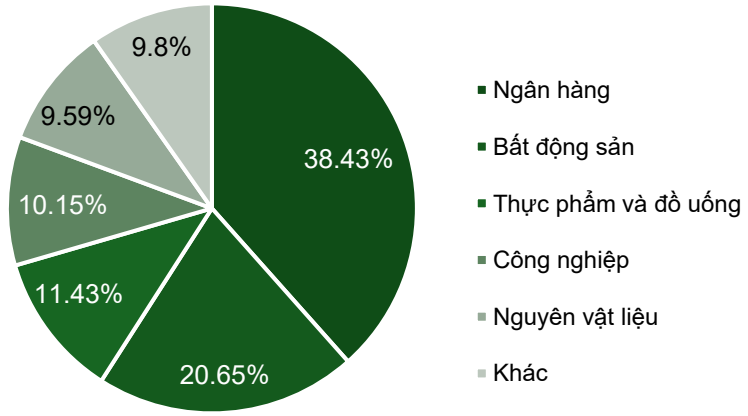
DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 1H2025

Toàn cảnh thị trường: BĐS và Dịch vụ Tiêu dùng dẫn sóng đầu năm, Ngân hàng bật tăng từ quý 2

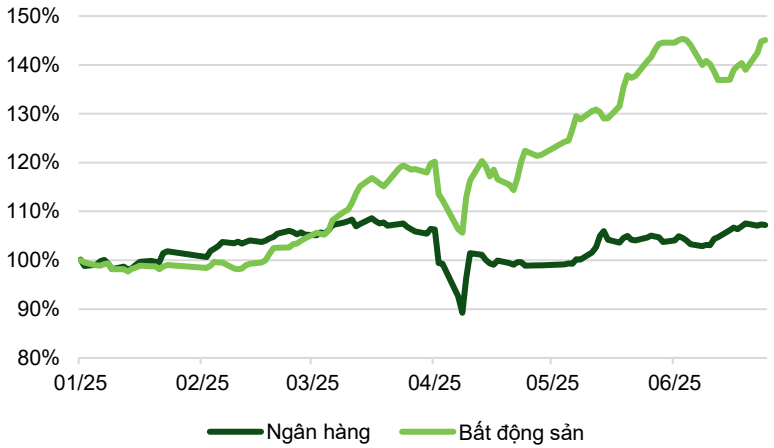
Đóng góp điểm số theo mã



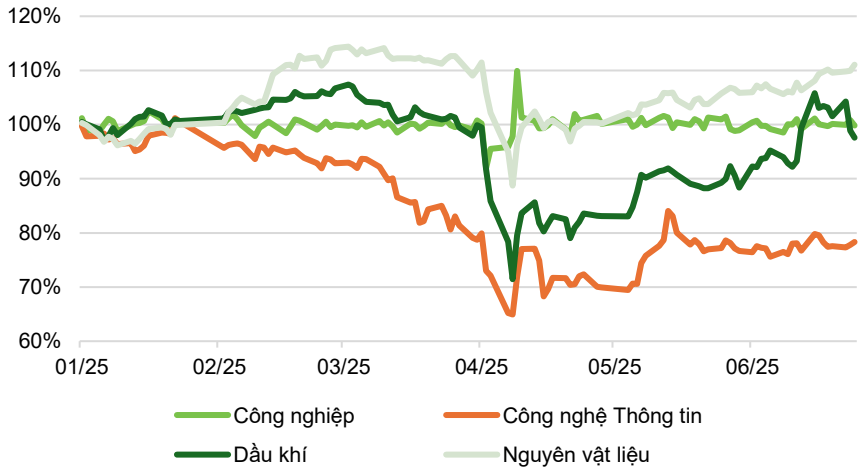
Cơ cấu vốn hóa theo ngành



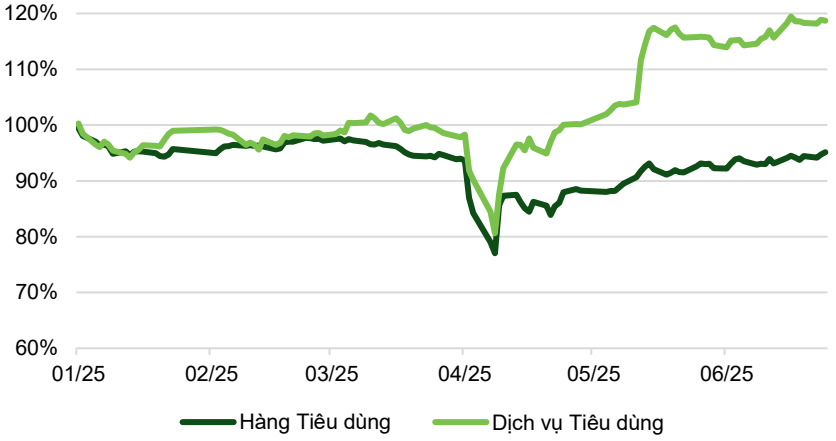
Tăng trưởng nhóm ngành phi SX



Tăng trưởng nhóm ngành SXCN



Tăng trưởng nhóm tiêu dùng



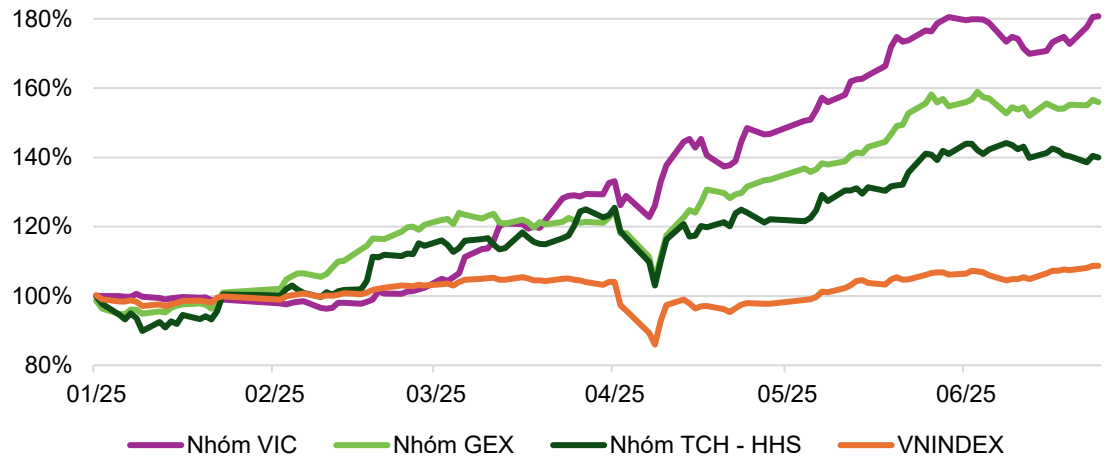
Nguồn: FiinPro-X, VCBS tổng hợp

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 1H2025

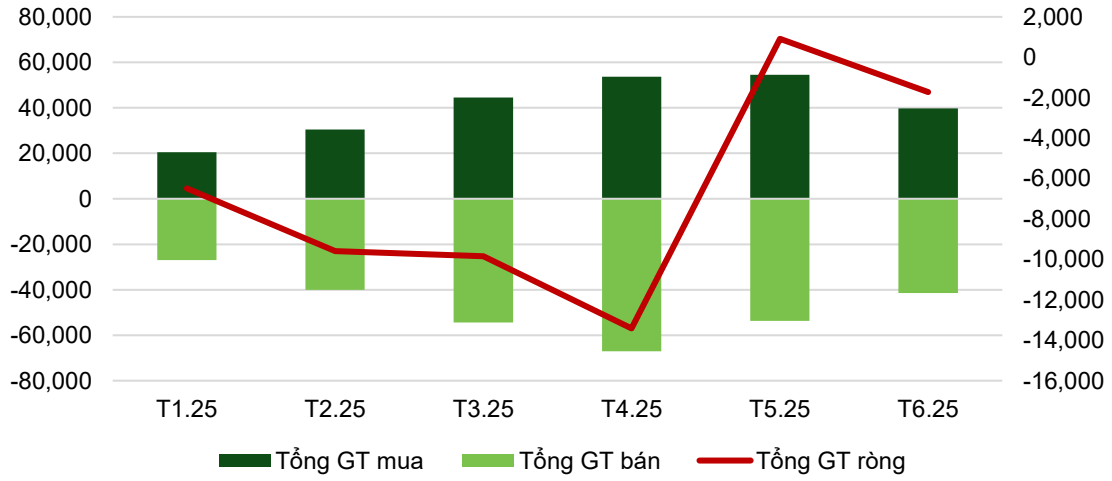
Chuyển động dòng tiền: NĐT ưu tiên nhóm cổ phiếu theo hệ sinh thái, thanh khoản thị trường cải thiện trong Quý 2

- Tính trong giai đoạn Q2.2025 (tính tới ngày 25/06), khối lượng giao dịch bình quân trên tổng 3 sàn đạt 1,094 triệu cổ phiếu, tăng 37% so với quý trước và tăng 8% so với cùng kỳ năm trước. Giá trị giao dịch bình quân/phiên đạt 24,517 tỷ đồng, tăng 35% so với quý trước và giảm nhẹ -3% so với cùng kỳ.
- Đáng chú ý nhóm cổ phiếu theo hệ sinh thái như: các cổ phiếu cùng liên quan tới Vingroup, Gelex, Tập đoàn Hoàng Huy, … ghi nhận mức tăng ấn tượng từ 20 – 250%, thu hút dòng tiền vượt trội từ NĐT.
- Mức chênh lệnh lãi suất VND – USD giảm xuống, khối ngoại thu hẹp đà bán ròng trong nửa đầu năm so với diễn biến trong năm 2024 với giá trị bán ròng là 40,146 tỷ.

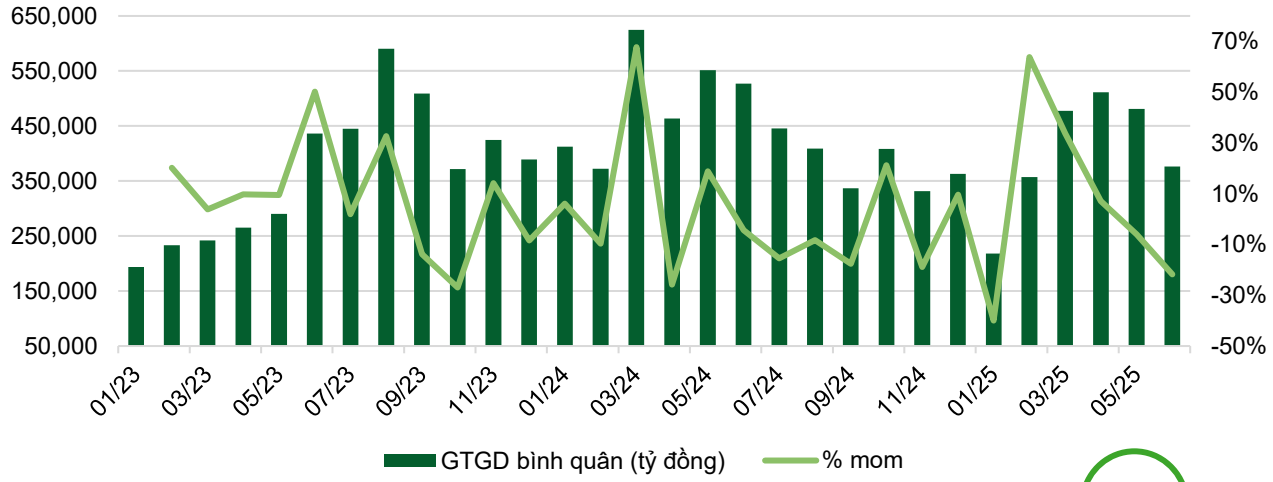
% Tăng trưởng giá của nhóm CP theo hệ sinh thái



Diễn biến Khối ngoại mua/bán ròng



Thanh khoản thị trường



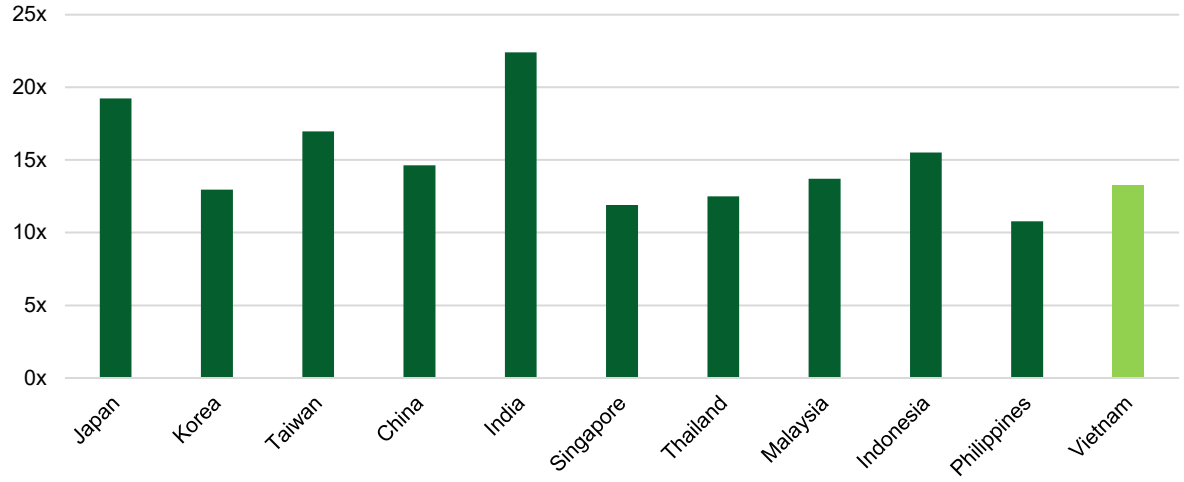
Nguồn: FiinPro-X, VCBS tổng hợp

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 1H2025

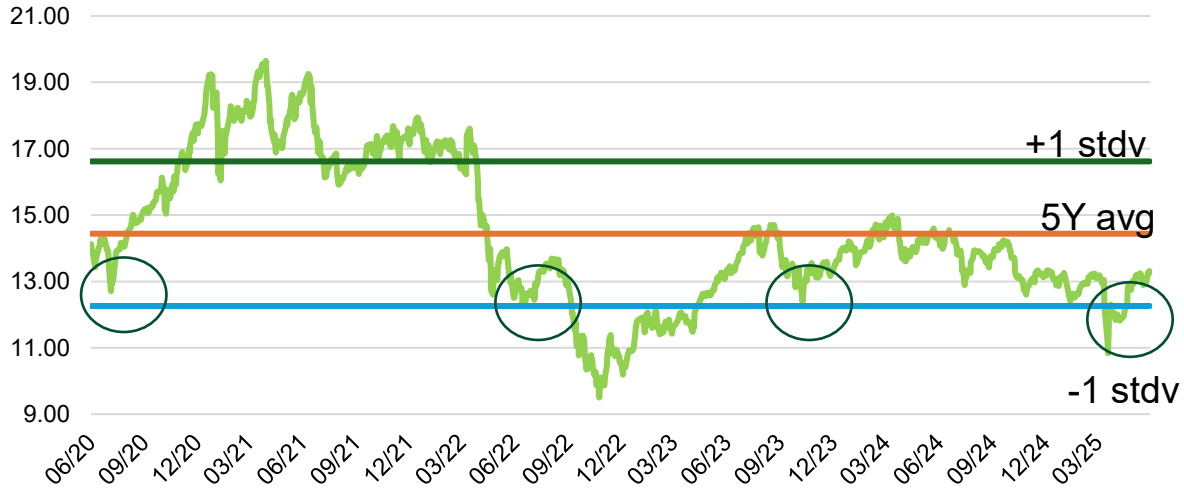
Định giá thị trường Việt Nam vẫn hấp dẫn

- Kể từ đầu năm 2025, Vnindex vẫn đang giao dịch ở mức P/E 13.3x, khá thấp so với bình quân khu vực (~15x) và bình quân 5 năm (~14.4x).
- Như dự đoán trong **Báo cáo triển vọng 2025 từ đầu năm của VCBS,** Vnindex sau khi về giao dịch tại khu vực P/E dưới 1 độ lệch chuẩn so với bình quân 5 năm (5Y avg – 1stdv), đã hồi phục trở lại và tiếp tục hướng về vùng kháng cự tại 5Y avg (~14.4x), tương đương với Vnindex tại 1647 (với dự báo tăng trưởng EPS 12%).
- Vnindex đang giao dịch quanh vùng 5Y – 1stdv của P/B. Mốc P/B này đang thể hiện rõ là vùng hỗ trợ khá cứng cho P/B của Index.

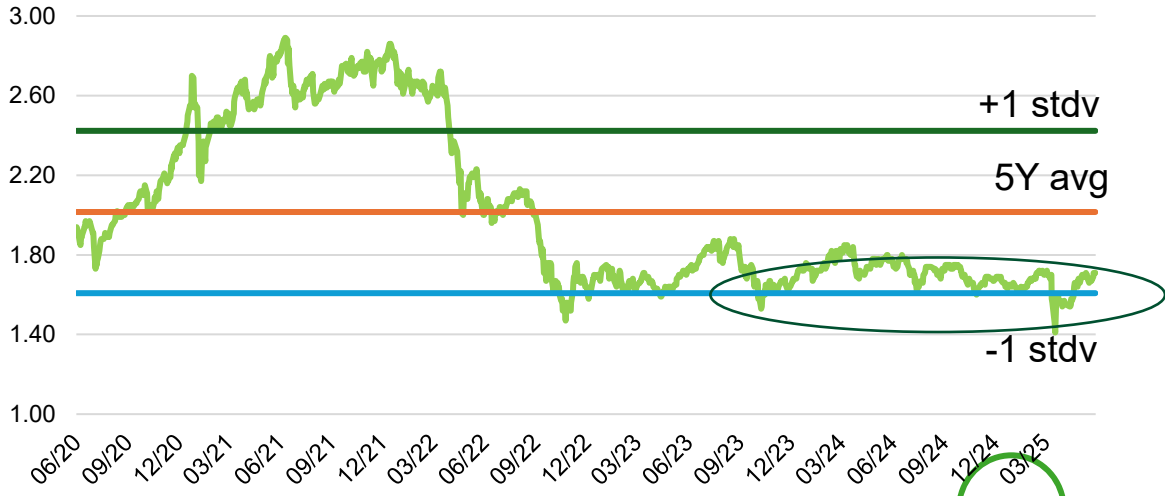
P/E các quốc gia khu vực Châu Á - Thái Bình Dương



Định giá P/E 5 năm



Định giá P/B 5 năm



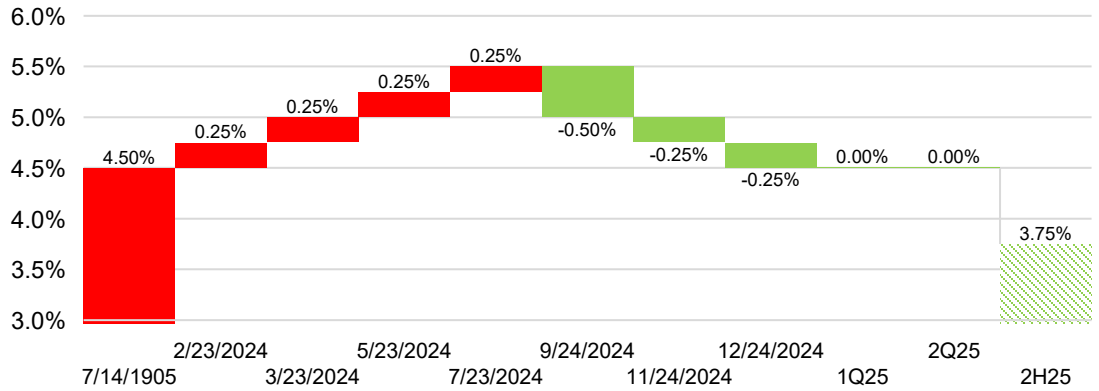
Nguồn: FiinPro, Bloomberg, World Bank, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

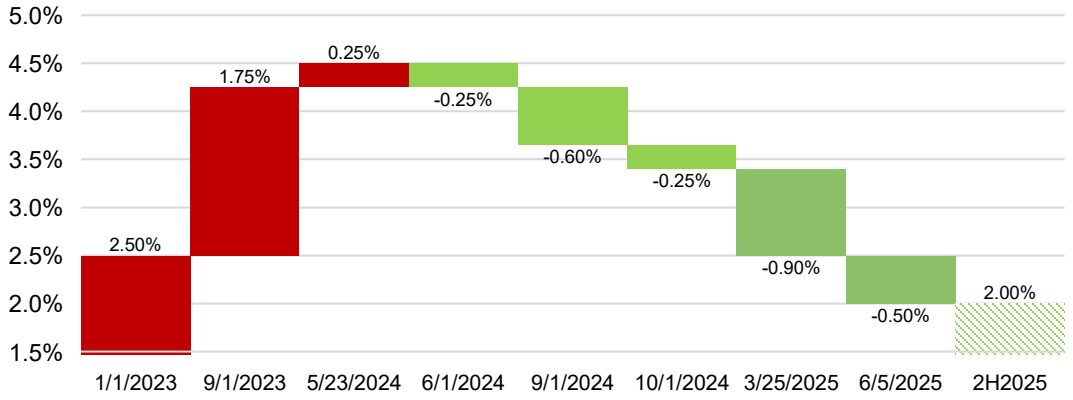
Xu hướng nới lỏng tiền tệ thế giới & dư địa nới lỏng tài khóa trong nước tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng

Xu hướng nới lỏng tiền tệ tại các nền kinh tế lớn sẽ tiếp tục trong 2025

Fed được dự báo sẽ có 1 lần cắt giảm trong 2H2025

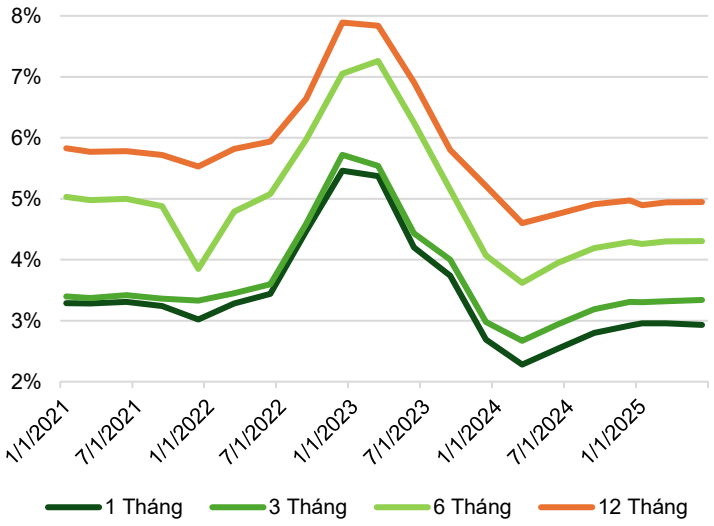


ECB lên kế hoạch giảm LS về < 2%

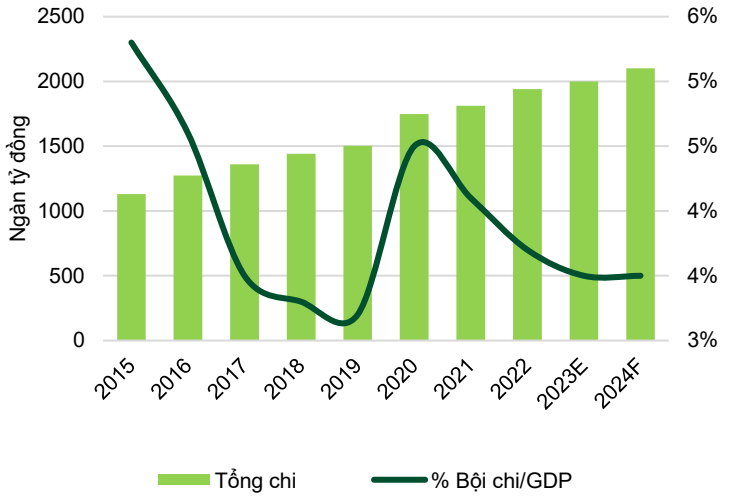


Mặc dù **CSTT không còn dư địa**, song **tài khóa vẫn còn nhiều không gian để mở rộng**

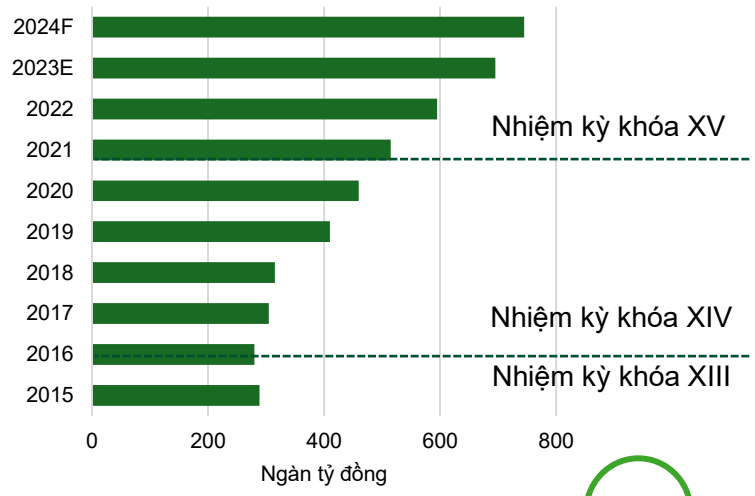
Lãi suất tiền gửi bình quân



Bội chi NSNN về mức gần thấp nhất trong vòng 10 năm trở lại đây



Đầu tư công thường được đẩy mạnh vào những năm cuối nhiệm kỳ



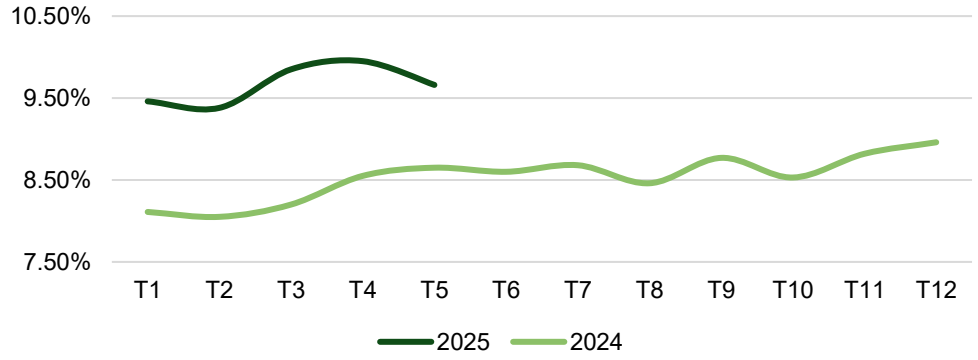
Nguồn: World Economic, CEIC, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

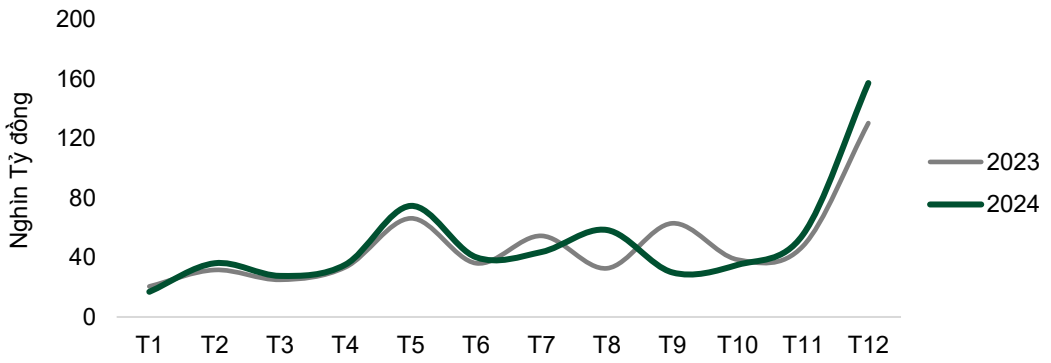
Tiếp tục hướng tới mục tiêu tăng trưởng kinh tế

- **Giá trị giải ngân đầu tư công cuối năm 2025 sẽ ghi nhận mức tăng mạnh:**
  - Đầu tư công được kỳ vọng ghi nhận mức giải ngân cao hơn đáng kể để hoàn thành các mục tiêu quan trọng khi vào năm cuối cùng trong chu kì đầu tư công trung hạn 2021 – 2025. Các tháng cuối năm đồng thời là thời điểm tăng tốc mạnh về tiến độ giải ngân.
  - Với tổng vốn đầu tư công năm 2025 được nâng lên 36 tỷ USD, tăng gần 40% so với năm 2024, đây vẫn là yếu tố then chốt đạt mục tiêu tăng trưởng GDP.
- **Giảm thuế VAT 2% đến hết năm 2026 – Đòn bẩy tài khóa hiệu quả:**
  - Chính sách giảm thuế đóng vai trò quan trọng trong việc kích cầu tiêu dùng và tăng tổng mức bán lẻ. Đồng thời, hỗ trợ các doanh nghiệp trong hoạt động và sản xuất kinh doanh.

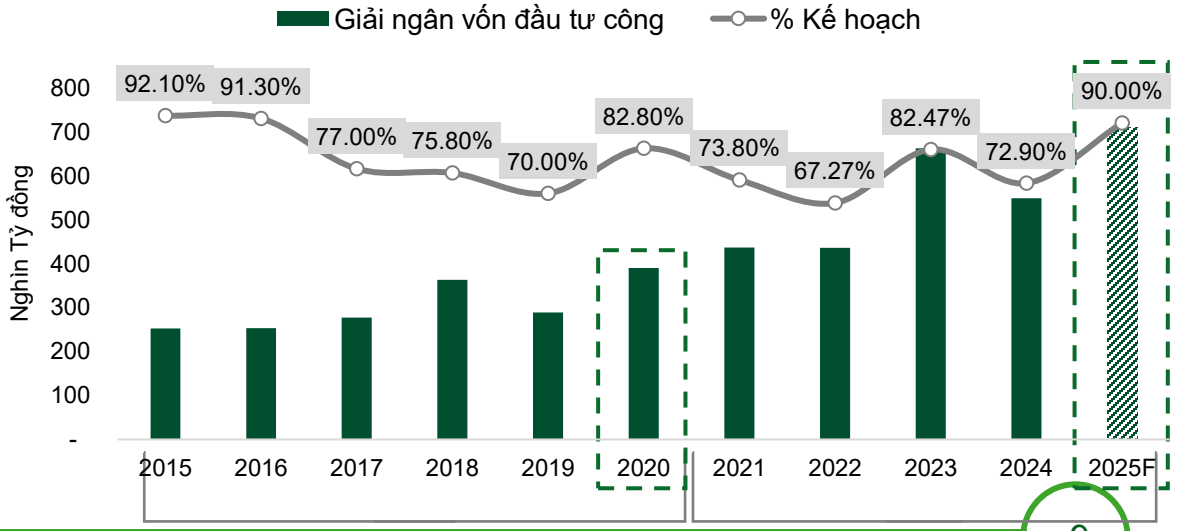
Tổng mức bán lẻ hàng hóa (lũy kế svck)



Đầu tư công thường tăng tốc giải ngân về cuối năm



Giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2015 - 2025



Nguồn: VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

Môi trường pháp lý thuận lợi hơn, đặc biệt là cho nhóm doanh nghiệp thuộc các ngành trọng điểm

Nghị quyết 68-NQ/TW

- ✓ Tháo gỡ rào cản và tạo điều kiện đột phá cho kinh tế tư nhân, đóng góp 60 – 65% vào GDP và tạo ra hơn 90% việc làm tới năm 2030.
- ✓ Cắt giảm ít nhất 30% thời gian, chi phí và thủ tục liên quan bảo vệ quyền tài sản và tự do kinh doanh
- ✓ Miễn thuế thu nhập doanh nghiệp trong 3 năm đầu
- ✓ Tạo điều kiện tiếp cận vốn, đất đai, và công nghệ

Luật hóa Nghị quyết 42/2017/QH14

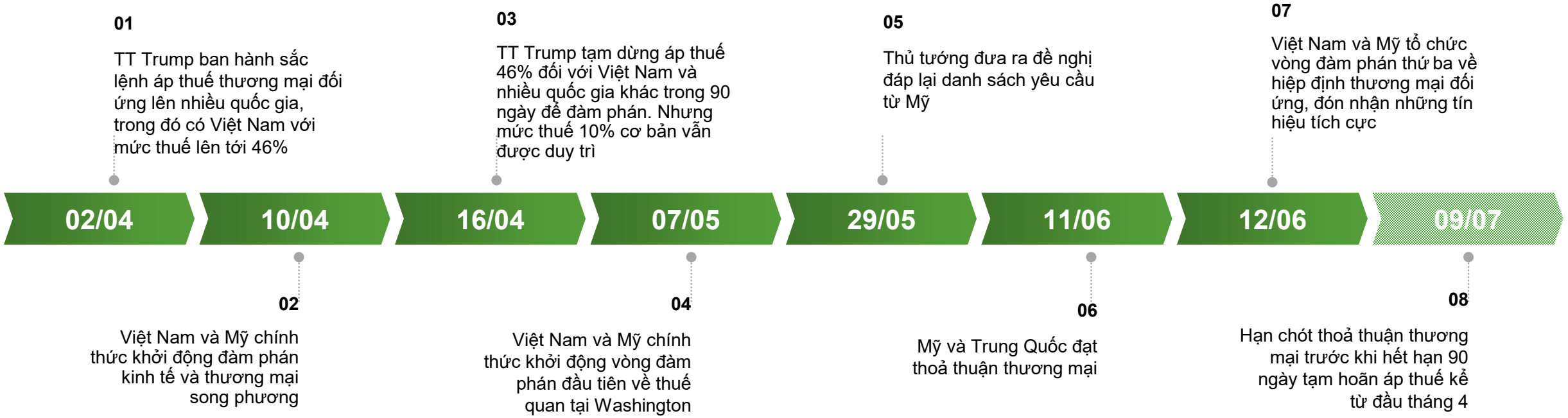
- ✓ Cho phép Ngân hàng thu giữ tài sản đảm bảo và tài sản thế chấp, không qua tòa án
- ✓ Miễn/giảm thuế, phí khi xử lý nợ xấu hoặc bán tài sản bảo đảm.
- ✓ Công ty Quản lý tài sản (VAMC) được mua/bán nợ xấu theo giá thị trường.

Các điều chỉnh trong khung pháp lý đối với thị trường Bất động sản

- ✓ Các dự án BĐS gần đây được đẩy nhanh tiến độ thông qua quy hoạch dự án và những điều chỉnh trong khung pháp lý như: Nghị quyết 171/2024/QH15 gỡ vướng về Quyền sử dụng đất cho các dự án NOTM, Nghị định 76/2025/NĐ-CP quy định phương pháp tính tiền sử dụng đất,…

TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

Kết quả đàm phán thuế thương mại đối ứng với Hoa Kỳ – Kỳ vọng tích cực



ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH

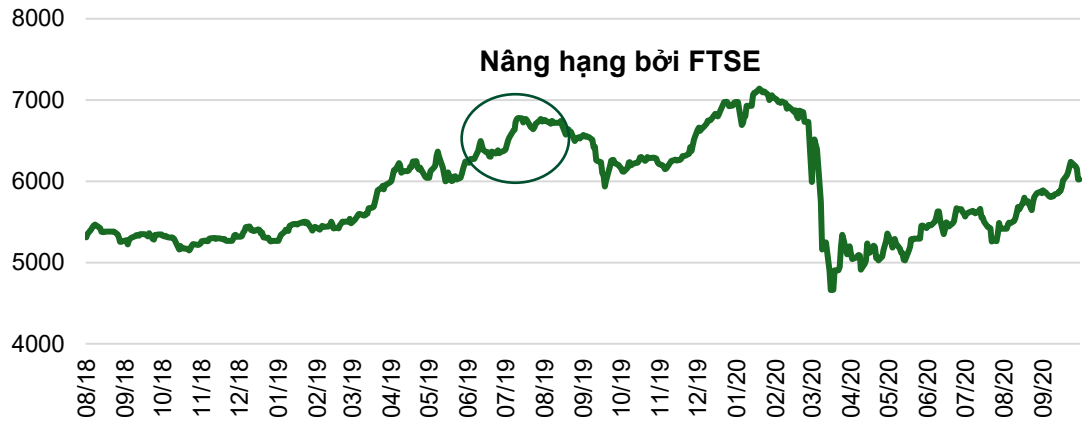
- Phía Hoa Kỳ sẵn sàng giảm mức thuế đối ứng nếu Việt Nam cam kết (1) Giảm phụ thuộc vào hàng công nghiệp Trung Quốc, siết chặt quản lý nguồn gốc xuất xứ (2) Tăng cường nhập khẩu hàng hóa Mỹ, mở cửa thị trường và giảm rào cản phi thuế quan đối với các doanh nghiệp Mỹ để cân bằng cán cân thương mại. Đáp lại yêu cầu của Hoa Kỳ, Việt Nam đã cam kết đẩy nhanh ký kết hợp đồng nhập khẩu từ các công ty Mỹ như Boeing trong vòng đám phán thứ 2 (22/5/2025), cải cách môi trường kinh doanh qua Công điện 78/CĐ-TTg (29/5/2025) và kế hoạch siết chặt truy xuất nguồn gốc (30/5/2025) khi sử dụng hóa đơn điện tử và kiểm tra xuất xứ tại các cảng.
- So với Trung Quốc, Việt Nam có vị thế tốt hơn trong đàm phán khi có vai trò là đối tác thương mại chiến lược của Hoa Kỳ, có thặng dư thương mại thấp hơn và không liên quan trực tiếp đến fentanyl nên được kỳ vọng đạt được thoả thuận với mức thuế thấp hơn, **trong khoảng 10-20%.**

TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

Nâng hạng thị trường: Câu chuyện kỳ vọng tới gần

Chỉ số các TTCK cận biên **thường tăng trước thêm nâng hạng** 1 năm, sau đó điều chỉnh

Biến động Chỉ số CK Kuwait 2018 - 2020



Biến động chỉ số CK Qatar 2013-2015

Thời điểm **Việt Nam được FTSE nâng hạng** đang rất gần (Dự kiến tháng 9/2025)

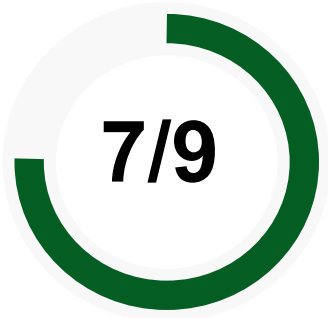
3/2024 — FTSE review

9/2024 — FTSE xem xét nâng hạng lần 1

3/2025 — FTSE xem xét nâng hạng chính thức

9/2025 — FTSE chính thức nâng hạng (dự kiến)

Việt Nam đã hoàn thành 7/9 tiêu chí nâng hạng của FTSE

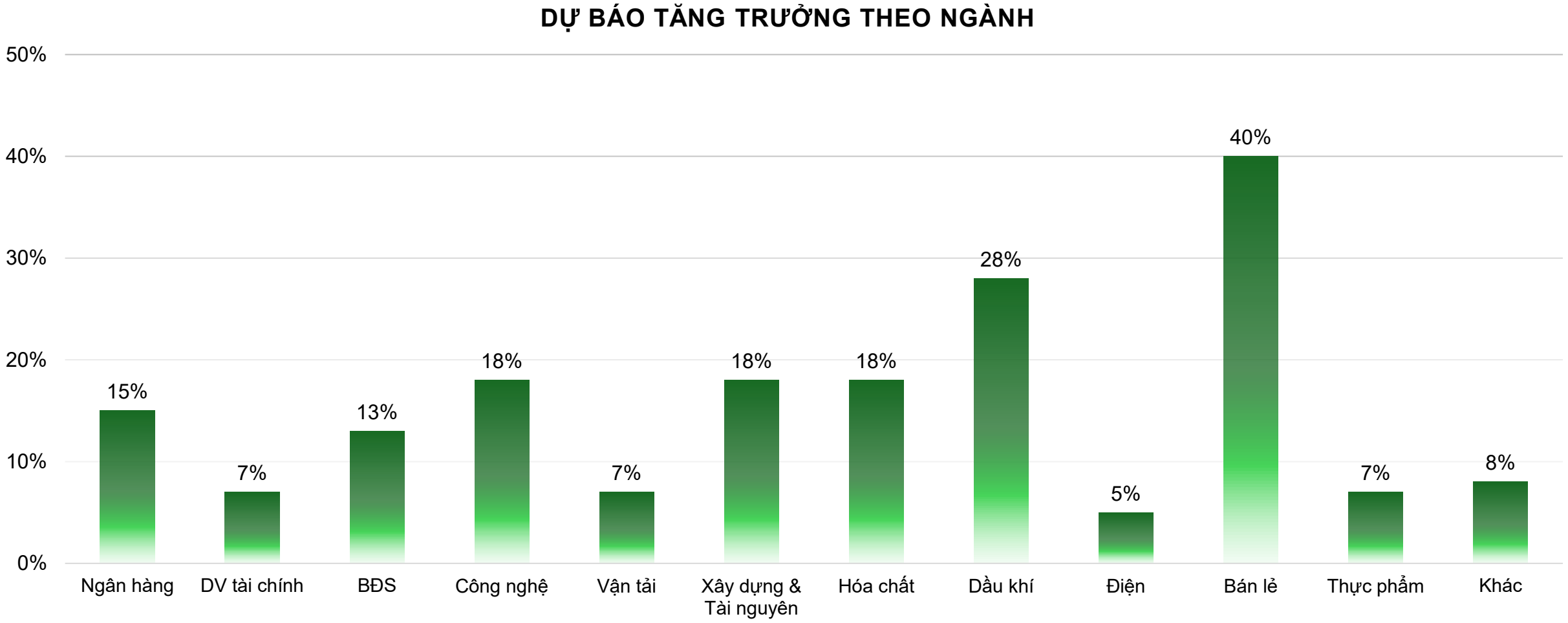


- Tiêu chí Chu kỳ thanh toán – DvP, vẫn đang chờ FTSE đánh giá hiệu quả thông qua mô hình Non-Prefunding (NPF)
- Tiêu chí Chi phí giao dịch thất bại vẫn đang trong quá trình xây dựng

Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

VCBS giữ nguyên dự báo lợi nhuận toàn thị trường tăng trưởng 12% cả năm 2025



Nguồn: FinnPro, VCBS dự báo

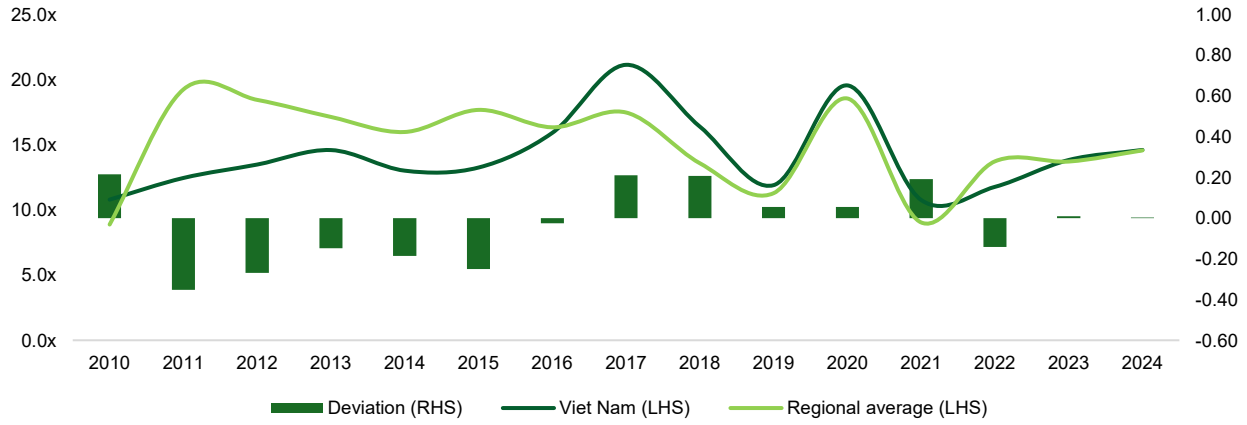
TRIỂN VỌNG TTCK VIỆT NAM 2H2025

Dự báo chỉ số VN-Index có thể đạt tới 1.555 điểm

- Chúng tôi sử dụng mức trung bình điều hoà của P/E khu vực Châu Á – Thái Bình Dương làm tham chiếu so sánh để xác định mức định giá của thị trường Việt Nam.
- Trong những năm trở lại đây, VN-Index **đang được định giá tương đương mặt bằng bình quân khu vực.** Theo đó, chúng tôi đưa ra ước tính P/E của VN sẽ dao động ở vùng 13.9x – 15.3x trong năm 2025.
- Với kịch bản cơ sở, **Chỉ số VN-Index được dự báo có thể đạt 1.555 điểm** với P/E của VN-Index đạt 14,6x và EPS thị trường +12%. Với kịch bản khả quan, chỉ số có thể đạt 1.663 điểm với kỳ vọng nâng hạng thị trường.

EPS		11%	**12%**	13%	14%
P/E	13.9x	1,464	1,477	1,491	1,504
	14.6x	**1,541**	**1,555**	**1,569**	1,583
	15.3x	**1,618**	**1,647**	**1,663**	1,662

P/E của Việt Nam và chênh lệch với khu vực



Thống kê P/E khu vực năm 2024 & 1H2025

Quốc gia	P/E 2024	P/E 1H2025
Việt Nam	14,6x	13,5x
Thái Lan	19,8x	12,7x
Singapore	13,9x	12,1x
Malaysia	14,7x	13,7x
Indonesia	15,5x	15,5x
Thượng Hải	16,1x	17,0x
Nhật Bản	18,8x	19,2x
Hàn Quốc	11,6x	13,0x
Hồng Kông	10,5x	12,5x
P/E trung bình điều hoà khu vực	***14,6x***	***14,5x***
Chênh lệch Việt Nam/khu vực	***0%***	***-8%***

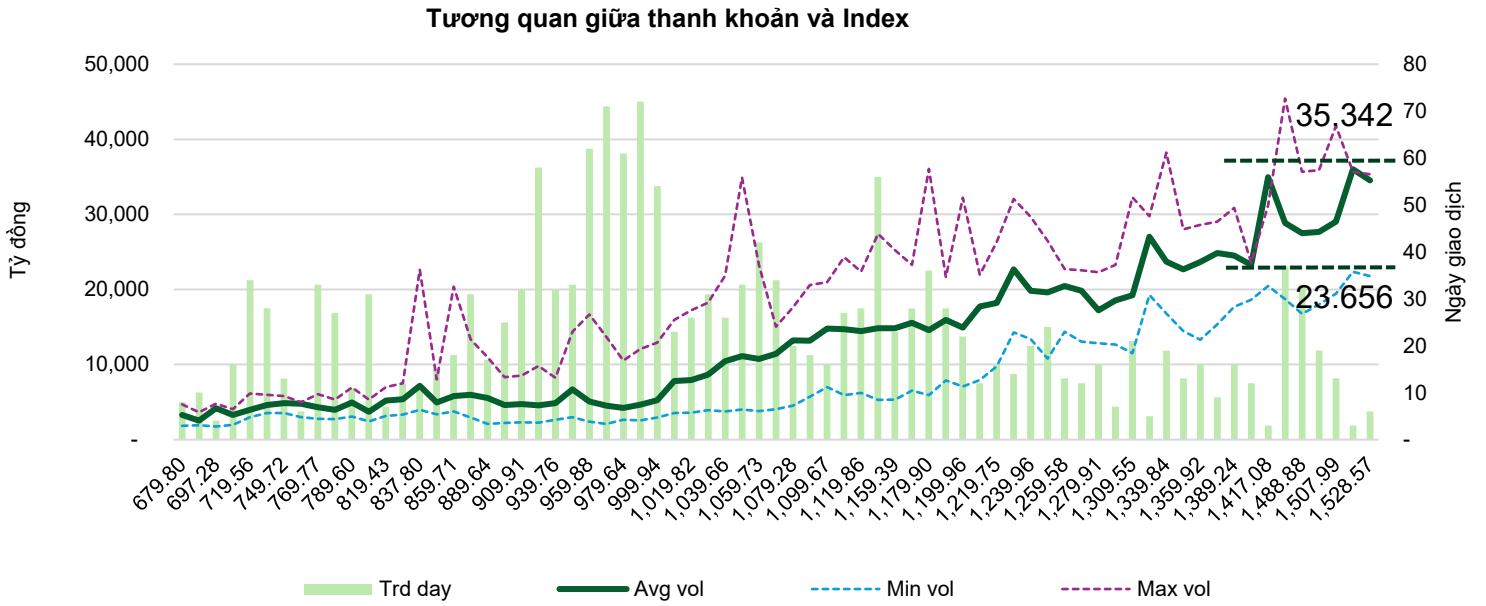
Nguồn: FinnPro, Bloomberg

Thanh khoản bình quân được dự báo có thể đạt 27.000 – 29.000 tỷ đồng/phiên

Index gia tăng có thể giúp thanh khoản bình quân tăng lên ít nhất là mức 26.000 tỷ đồng/phiên

- Theo thống kê, tương quan giữa index và giá trị giao dịch bình quân phiên có tương quan 94%. Số phiên giao dịch ở vùng đỉnh so với vùng thấp có tỷ lệ 20/80.
- Theo đó, giá trị thanh khoản với giả định index đạt đỉnh tại 1.555 trong nửa cuối năm được tính toán như sau:

Vùng Index	Thanh khoản BQP tương ứng (tỷ VND)	Tỷ trọng
1.300 – 1.450	23.656	80%
1.450 - 1.555	**35.342**	**20%**
Thanh khoản BQ 2H25	**26.000**	**100%**



Một số yếu tố khác đóng góp cho thanh khoản

- Được FTSE nâng hạng lên Emerging Market, TTCK Việt Nam có thể đón dòng tiền khối ngoại ròng lên tới 1,3 – 1,5 tỷ USD trong quý 3/2025 (bao gồm 950 triệu USD từ các quỹ ETF thụ động mô phỏng theo rổ chỉ số FTSE Emerging Markets Index và tỷ trọng vốn hoá của thị trường VN là 0.94%).
- Chúng tôi kỳ vọng vào sự đảo chiều trong xu hướng giao dịch của khối ngoại, chuyển trạng thái từ bán ròng mạnh sang mua ròng khi (1) Việt Nam được FTSE nâng hạng, (2) xu hướng nới lỏng cùng sự suy yếu tương đối của đồng USD có thể làm giảm quá trình rút ròng, (3) thuế đối ứng ở mức thấp biến Việt Nam trở thành điểm đến đầu tư hấp dẫn so với trong khu vực.
- Hàng loạt doanh nghiệp quy mô lớn lên kế hoạch chuyển sàn sang HOSE như BSR, MCH, VAB, BVB,… sẽ là nguồn đóng góp thanh khoản mới cho thị trường.

➢ Chúng tôi cho rằng, những yếu tố này có thể **đóng góp thêm khoảng 1.000 – 3.000 tỷ đồng nữa cho thanh khoản bình quân phiên trong nửa cuối năm.**

Nguồn: FiinPro, VCBS tổng hợp

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ 2H2025

1. Chiến lược theo nhóm ngành

Ngành	Chi tiết
BĐS dân dụng	Nguồn cung cải thiện khi được hỗ trợ tích cực với các giải pháp quyết liệt về pháp lý. Nhu cầu nhà ở được dự báo tiếp tục duy trì ở mức cao với môi trường lãi suất thấp và nhiều chính sách tháo gỡ.
Ngân hàng	Tăng trưởng tín dụng được kỳ vọng tăng trưởng 16% vào cuối năm 2025 cùng NIM tạo đáy và nợ xấu giảm dần khi hoạt động thu hồi nợ xấu thuận lợi hơn. Định giá toàn ngành đang ở mức hấp dẫn trên nền tăng trưởng.
Đầu tư công	Giải ngân ĐTC tăng tốc vào cuối năm, đặc biệt là trong năm cuối của chu kỳ ĐTC trung hạn, cùng chính sách mới ban hành giúp tháo gỡ nhiều khó khăn của ngành.
BĐS khu CN	Áp lực trong ngắn hạn khi gặp bất ổn về chính sách và suy giảm số lượng đơn hàng khi giá thành cao hơn. Tuy nhiên, triển vọng dài hạn vẫn tích cực.

Ngành	Chi tiết
Chứng khoán	KQKD kỳ vọng cải thiện trên tất cả các mảng dịch vụ khi doanh thu môi giới tăng trưởng với phí giao dịch cạnh tranh, dư nợ margin tăng mạnh và IB khởi sắc với thị trường IPO sôi động trong diễn biến tích cực của TTCK.
Tiêu dùng	Ngành Tiêu dùng – Thực phẩm hưởng lợi từ chính sách ưu đãi cùng cầu tiêu dùng tiếp tục trong xu hướng hồi phục tới cuối năm. Trong đó, các DN chăn nuôi đáng chú ý khi giá heo hơi được dự báo tiếp tục neo cao.
Điện	Sản lượng điện kỳ vọng tăng trưởng khoảng 6% YoY trong nửa cuối năm. Năng lượng tái tạo tiếp tục được triển khai với Quy hoạch Điện VIII. Điện than tích cực khi thời tiết tiến vào trạng thái trung lập với khả năng LaNina quay trở lại là 40%.

2. Chiến lược theo vốn hóa

- Bluechips (cổ phiếu vốn hóa lớn) vẫn tiếp tục là điểm đến của dòng tiền lớn với kỳ vọng thị trường Việt Nam được nâng hạng lên thị trường mới nổi & trong bối cảnh các quốc gia lớn vẫn tiếp tục nới lỏng tiền tệ, cùng những áp lực về thuế thương mại đối ứng với Hoa Kỳ đã qua đi. Midcaps & Smallcaps (cổ phiếu vốn hóa vừa & nhỏ) sẽ hồi phục khi có tín hiệu tăng trưởng lợi nhuận bắt kịp nhóm Bluechips và đón nhận dòng tiền lan tỏa từ Bluechips.
- Chiến lược đầu tư tối ưu hóa danh mục: Các cổ phiếu vốn hóa lớn, đặc biệt là các Doanh nghiệp tư nhân lớn, hưởng lợi từ các cải cách pháp lý hưởng lợi trong 2H2025.

MỤC LỤC

01 THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU

02 DOANH NGHIỆP TRIỂN VỌNG

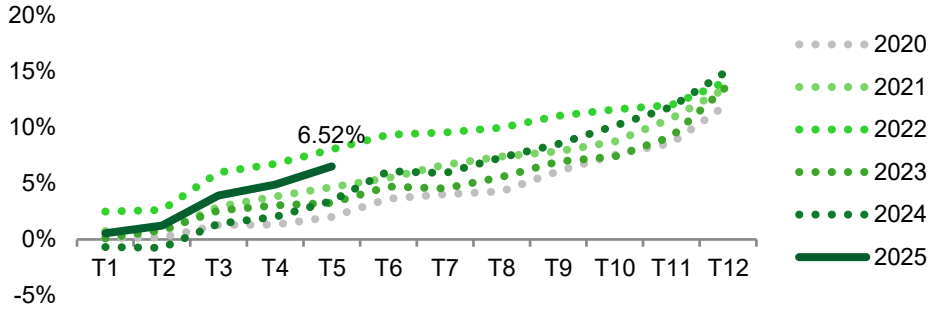
NGÀNH NGÂN HÀNG

Triển vọng H2.2025: Tăng tốc tín dụng, NIM hồi phục dần và nợ xấu dần được cải thiện

Tăng trưởng tín dụng

Kỳ vọng duy trì khả quan với dự báo đạt mục tiêu 16% vào cuối năm 2025.

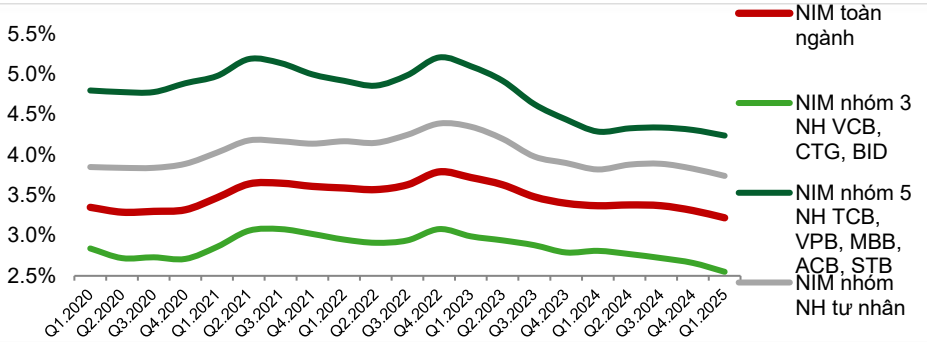
- Mặt bằng lãi suất thấp cùng nhiều gói ưu đãi được tung ra cho nhiều ngành nghề và doanh nghiệp như hạ tầng công nghệ, BĐS, SME,…
- Đầu tư công đẩy mạnh cùng pháp lý BĐS được tháo gỡ, tạo ra tăng trưởng tín dụng phân khúc vay mua nhà và VLXD
- Đàm phán thuế quan với Mỹ có kết quả tích cực kích thích hoạt động sản xuất và XNK tăng trưởng trở lại



NIM tạo đáy và hồi phục dần

Kỳ vọng NIM sẽ tạo đáy trong quý 2 và hồi phục dần trong nửa cuối năm, song mức hồi phục khó có thể tương đương nửa cuối năm ngoái

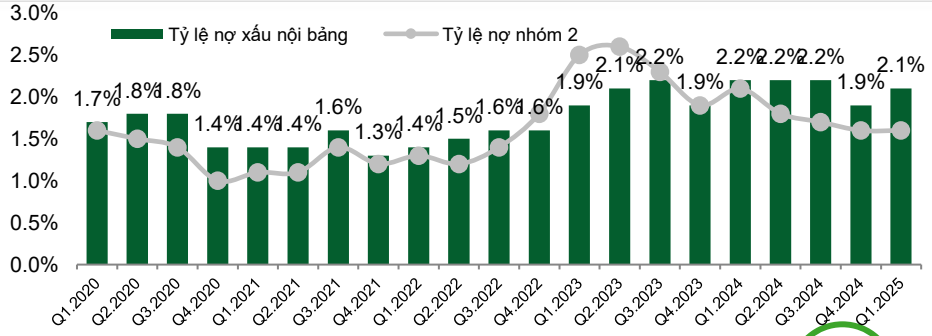
- Chính sách tiền tệ tiếp tục nới lỏng trong điều kiện thanh khoản hệ thống dồi dào
- Cầu tín dụng hồi phục, đặc biệt từ phân khúc SME và bán lẻ giúp giảm áp lực cạnh tranh giữa các ngân hàng



Nợ xấu giảm dần

Kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu giảm dần và hoạt động thu hồi nợ xấu thuận lợi hơn

- Tỷ lệ nợ xấu tiềm tàng giảm dần trong 4Q liên tiếp giúp giảm áp lực chuyển nhóm nợ.
- Kỳ vọng nợ tái cơ cấu sẽ chuyển về nhóm thông thường sau giai đoạn thử thách.
- Nghị quyết 42 được luật hóa cùng thị trường BĐS ấm lên sẽ giúp các ngân hàng đẩy nhanh quá trình xử lý tài sản đảm bảo, đặc biệt là các ngân hàng vừa và nhỏ có tỷ lệ nợ xấu và phải thu cao.

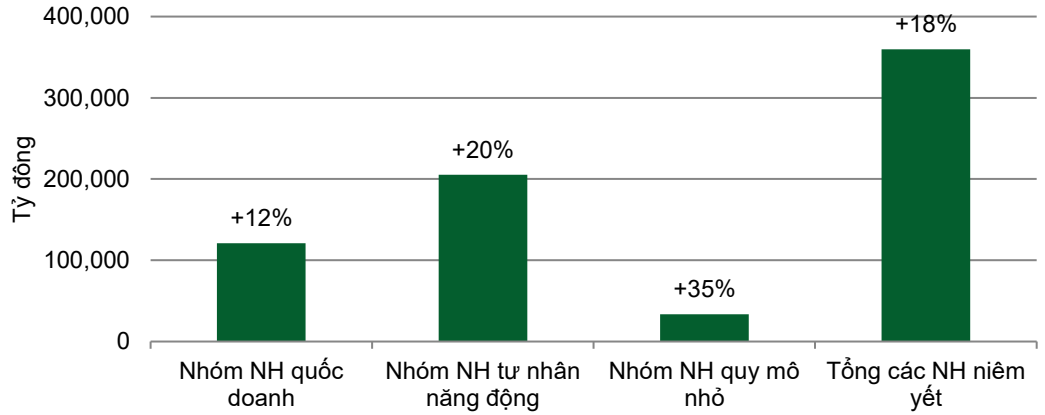


NGÀNH NGÂN HÀNG

TRIỂN VỌNG 2H2025: ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN TRÊN NỀN TĂNG TRƯỞNG

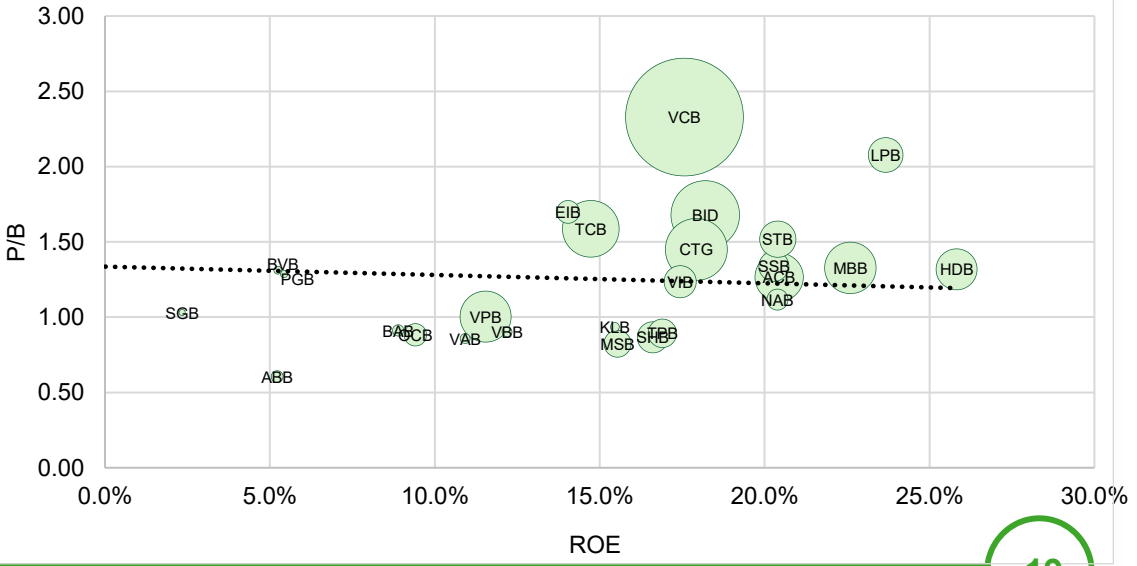
- Định giá toàn ngành đang ở mức chiết khấu 12% (P/B=1.31x) so với mức bình quân 5 năm (P/B=1.49x).
- Dự báo tăng trưởng LNTT 2025 toàn ngành ở mức 18%. (1) Dẫn đầu là các ngân hàng quy mô nhỏ chứng kiến mức tăng trưởng mạnh mẽ nhất nhờ đẩy mạnh tín dụng BĐS từ mức nền thấp và bắt đầu tăng tốc xử lý nợ xấu, dự kiến sẽ có những thương vụ chuyển sàn đáng chú ý.
- (2) Các ngân hàng tư nhân năng động sẽ được hưởng lợi từ chính sách khuyến khích kinh tế tư nhân và cải thiện chất lượng tài sản. Nhóm này cũng chứng kiến nhiều câu chuyện nổi bật như IPO, tái cơ cấu, thu hồi nợ.

Dự báo LNTT 2025 các ngân hàng niêm yết



P/B trung vị lịch sử của các ngân hàng có thanh khoản

Định giá các ngân hàng 2025



Nguồn: NHNN, NHTM, VCBS tổng hợp

NGÀNH NGÂN HÀNG

Mã cp	Dự báo 2025	Triển vọng kinh doanh
ACB (30.151 VND/cp)	TOI: 35.242 (+5%) LNTT: 22.672 (+8%)	- Tín dụng tiếp tục tăng trưởng tích cực trong năm 2025 với động lực đến từ sự hồi phục rõ nét của nhóm khách hàng cá nhân trong khi nhu cầu tín dụng nhóm KHDN vẫn giữ mức tăng trưởng khả quan nhờ nền kinh tế kỳ vọng có những diễn biến thuận lợi hơn. - Hiệu quả sinh lời ở mức cao nhờ kiểm soát tốt chi phí và chất lượng tài sản. - NIM kỳ vọng có sự hồi phục nhẹ kể từ H2.2025 nhờ: chi phí vốn cải thiện và đà giảm lãi suất cho vay chậm lại.
BID (44.238 VND/cp)	TOI: 4.642 tỷ đồng (+18% yoy) LNTT: 1.976 tỷ đồng (+15% yoy)	- Tăng trưởng tín dụng tương đương mức trung bình ngành dự báo đạt 16% và NIM giảm nhẹ xuống 2,3%. - Chất lượng tài sản trong nhóm tốt nhất ngành với áp lực dự phòng thấp. - Tăng vốn điều lệ thêm 21.656 tỷ đồng lên gần 91.870 tỷ đồng thông qua việc tăng vốn từ quỹ dự trữ bổ sung vốn điều lệ 7,1%, trả cổ tức tỷ lệ 19,9% và phát hành riêng lẻ tỷ lệ 3,84%.
CTG (49.138 VND/cp)	TOI: 94.885 (+16%) LNTT: 36.982 (+16%)	- Tăng trưởng tín dụng tương đương mức trung bình ngành đạt 16,9% trong 2025. - NIM bắt đầu đà phục hồi trong H2.2025 với động lực đến từ cả chiều huy động và cho vay. - Chất lượng tài sản được kiểm soát tốt, một số khách hàng tái cơ cấu hết thời gian thử thách được chuyển về nợ nhóm thấp hơn và sẽ được hoàn nhập trích lập trong Q2.2025.

NGÀNH NGÂN HÀNG

Mã cp	Dự báo 2025	Triển vọng kinh doanh
MBB (31.302 VND/cp)	TOI: 70.448 (+27%) LNTT: 35.496 (+23%)	- Tín dụng tăng trưởng trong top cao nhất ngành ước đạt 28% trong 2025 nhờ lực đẩy từ cả tín dụng bán buôn và bán lẻ. - NIM kỳ vọng hồi phục trong H2.2025 nhờ gia tăng tỷ lệ CASA (hiện đạt 35% cao nhất ngành) và đẩy mạnh tăng tỷ trọng cho vay bán lẻ. - Thu nhập từ phí dịch vụ khả quan. - Chất lượng tài sản kỳ vọng cải thiện.
MSB (14.327 VND/cp)	TOI: 16.006 (+13%) LNTT: 8.029 (+16%)	- Nhu cầu tín dụng ở mức tốt kỳ vọng đạt tốc độ tăng trưởng tín dụng 21,2% cho năm 2025. - NIM bắt đầu ghi nhận sự cải thiện từ H2.2025. - Chất lượng tài sản cải thiện: tỷ lệ nợ xấu tiếp tục giảm xuống 2% nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh mẽ và tăng thu hồi nợ đã xóa. - Hoàn thiện hệ sinh thái với các kế hoạch thoái vốn, góp vốn các công ty con: chuyển nhượng một phần hoặc toàn bộ số vốn góp tại TNEX Finance và góp vốn mua công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ.
TCB (43.200 VND/cp)	TOI: 55.251 (+18%) LNTT: 33.123 (+20%)	- Tín dụng tăng trưởng tốt đến từ sự phục hồi của thị trường BĐS và xây dựng. - CASA tiếp tục duy trì ở mức cao tạo ra lợi thế về chi phí vốn cho ngân hàng, giảm bớt áp lực thu hẹp NIM - Đa dạng hóa thu nhập ngoài lãi giúp gia tăng đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận. - Kế hoạch IPO công ty con TCBS được kỳ vọng giúp ngân hàng gia tăng nguồn vốn, định giá lại khoản đầu tư và củng cố vị thế trên thị trường tài chính.

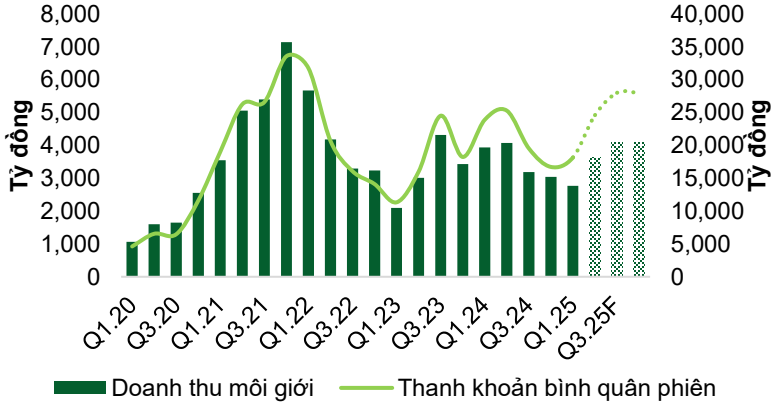
NGÀNH DỊCH VỤ CHỨNG KHOÁN

KQKD ĐƯỢC DỰ BÁO CẢI THIỆN TRÊN HẦU HẾT CÁC MẢNG DỊCH VỤ

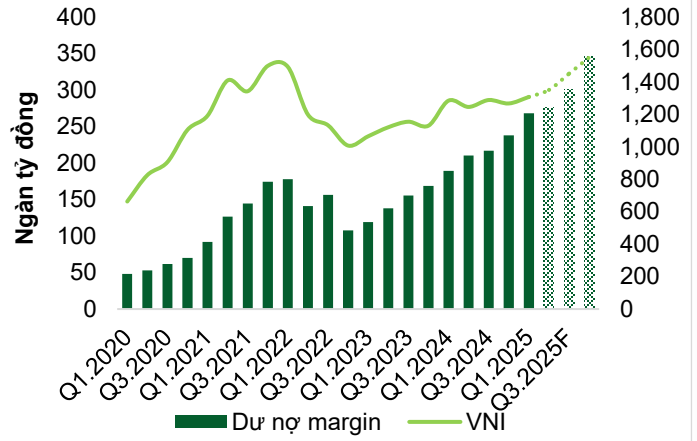
PHÍ GIAO DỊCH CẠNH TRANH. MARGIN DUY TRÌ CAO

- Dự báo GTGD bình quân dao động trong khoảng 27.000 – 29.000 tỷ đồng/phiên (+55%) vào 2H2025, song doanh số môi giới toàn ngành dự báo +30-35%, do các CTCK đang liên tục ưu đãi phí giao dịch để tranh giành thị phần
- Dư nợ margin dự báo tăng nhẹ trong quý 2, sau đó tăng mạnh trong 2 quý cuối năm với những động lực từ (1) thanh khoản toàn thị trường cải thiện cùng kỳ vọng chỉ số VN-index có thể biến động tích cực, (2) nhiều CTCK còn dư địa cho vay thêm, thậm chí tăng vốn để tiếp tục gia tăng số dư cho vay margin.

Tương quan giữa doanh thu Môi giới các CTCK và thanh khoản



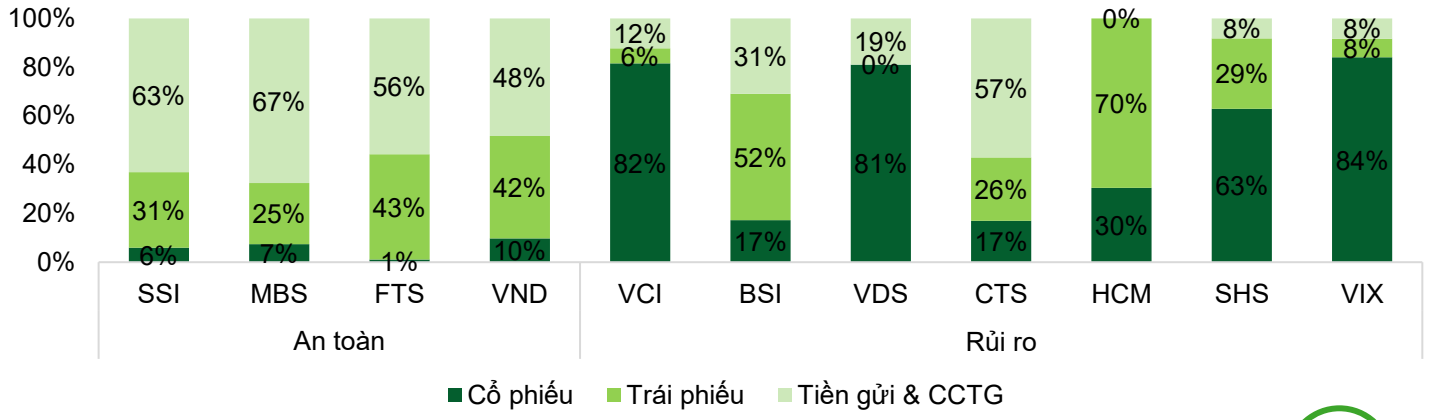
Dư nợ margin và chỉ số VN-Index



IB KHỞI SẮC. ĐẦU TƯ PHÂN HÓA

- **Nghiệp vụ IB kỳ vọng khởi sắc vào thời điểm cuối năm** khi thị trường quốc tế bắt đầu hạ lãi suất, các thương vụ M&A sẽ trở lại. Thị trường IPO kỳ vọng sẽ sôi động hơn với diễn biến tích cực của thị trường chứng khoán. Thị trường trái phiếu cũng kỳ vọng tiếp tục phục hồi sau giai đoạn khó khăn 2022 – 2023.
- Các CTCK đẩy mạnh **xu hướng đầu tư vào các cổ phiếu trong VN30** có tăng trưởng tốt và an toàn, đặc biệt là nhóm cổ phiếu ngân hàng

Danh mục đầu tư của một số CTCK



Nguồn: FiinPro, VCBS tổng hợp và dự báo

NGÀNH DỊCH VỤ CHỨNG KHOÁN

Mã cp	Dự báo 2025	Triển vọng kinh doanh
SSI (31.900 VND/cp)	Doanh thu: 8.371 tỷ đồng (+19% yoy) LNST: 3.462 tỷ đồng (+22% yoy)	- Thị phần môi giới kỳ vọng tiếp tục cải thiện, dư nợ margin tăng trưởng do SSI liên tục triển khai các chương trình ưu đãi phí margin và mở rộng hạn mức gói vay margin T7, theo đó thúc đẩy khách hàng giao dịch tích cực. - Kỳ vọng hưởng lợi từ câu chuyện nâng hạng thị trường với thị phần NĐTNN khoảng khá lớn. - Dư địa mở rộng dư nợ margin còn lớn. Số dư HTTC của SSI có thể tăng 50% so với bình quân năm 2024. Lãi suất duy trì ở mức thấp sẽ hỗ trợ NIM cho vay margin duy trì ổn định. - Danh mục tự doanh an toàn với chủ yếu là CCTG và trái phiếu chất lượng của nhóm ngân hàng (khoảng 80% danh mục trái phiếu), do đó lợi nhuận tự doanh sẽ khá ổn định. Ngoài ra, các TSTC này được dùng để làm tài sản đảm bảo cho các khoản vay ngắn hạn, hỗ trợ SSI mở rộng dư nợ margin.
HCM (27.900 VND/cp)	Doanh thu: 4.002 tỷ đồng (+21% yoy) LNST: 1.295 tỷ đồng (+25% yoy)	- Doanh số môi giới dự báo tăng khoảng 20% svck nhờ thanh khoản được cải thiện, thị phần kỳ vọng hồi phục nhờ làn sóng nâng hạng thị trường do thị phần giao dịch NĐT Tổ chức nước ngoài của HCM nằm trong top đầu. - HCM đang trong quá trình tăng vốn, quy mô danh mục Tự doanh cùng dư nợ HTTC kỳ vọng mở rộng từ Q4.2025 và sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2026. - NIM hoạt động HTTC đi ngang gần đây và dự báo ổn định do lãi suất vay vẫn duy trì ở mức thấp. - Phần lớn danh mục đầu tư tập trung vào trái phiếu niêm yết của ngân hàng Big4, những tài sản này vừa đem lại lợi suất ổn định, vừa có thể là tài sản đảm bảo chất lượng giúp HCM tăng mạnh nợ vay phục vụ cho nguồn vốn cho vay margin. Danh mục cổ phiếu tại cuối quý 1 khá đa dạng, với các mã bluechips và các mã chứng khoán khác như PVT, GEX, VHC, TCH, NT2, v.v. Lợi suất danh mục đầu tư của HCM dự báo đạt khoảng 10%, lợi nhuận mở rộng theo quy mô danh mục.
VND (22.200 VND/cp)	Doanh thu: 4.477 tỷ đồng (+14% yoy) LNST: 1.960 tỷ đồng (+14% yoy)	- Doanh số môi giới dự báo hồi phục nhờ thanh khoản kỳ vọng cải thiện mạnh trong hai quý cuối năm với triển vọng nâng hạng thị trường, thị phần có dấu hiệu hồi phục trong Q1.2025 nhờ tăng cường đầu tư phát triển nền tảng công nghệ, tăng trải nghiệm khách hàng. - Dư nợ HTTC kỳ vọng cải thiện với dư địa mở rộng số dư margin còn lớn. - Danh mục tự doanh đa phần là trái phiếu và CCTG mang lại lợi suất ổn định, danh mục cổ phiếu tập trung vào nhóm ngân hàng với các mã như VPB, STB, CTG, kỳ vọng diễn biến tích cực theo đà tăng của chỉ số VN-Index.

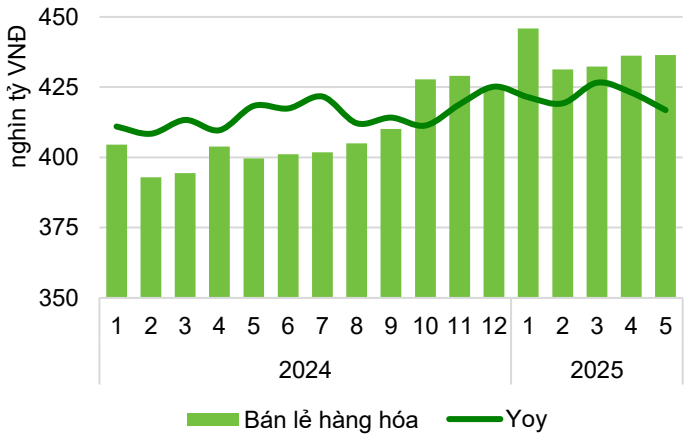
NGÀNH TIÊU DÙNG – THỰC PHẨM

NGÀNH HƯỞNG LỢI TỪ CHÍNH SÁCH ƯU ĐÃI. CẦU TIÊU DÙNG TIẾP TỤC TRONG XU HƯỚNG HỒI PHỤC

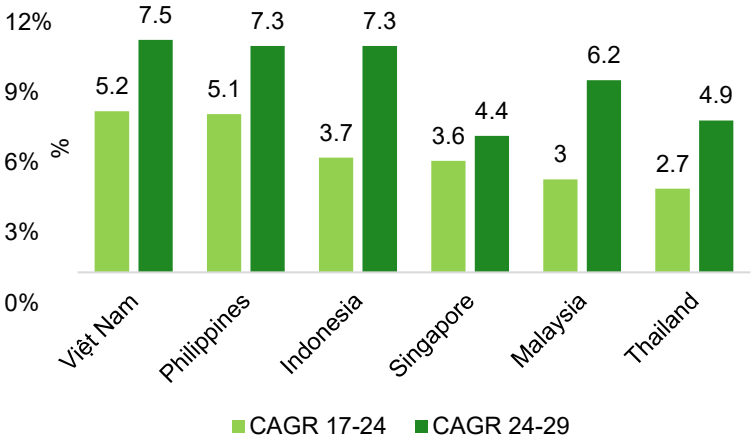
CHÍNH SÁCH ỦNG HỘ CÁC NHÀ BÁN LẺ LỚN

- Chi tiêu bắt đầu tăng trưởng trở lại, tổng mức bán lẻ tăng 9,7% trong 5T2025. Thu nhập khả dụng của người dân được dự báo tăng 7.5% tới 2029, củng cố mức tăng trưởng tiêu dùng.
- Chính sách mới về TMĐT (Nghị định 70/2025/NĐ-CP, Luật sửa đổi số 56/2024/QH15, Quyết định 01/2025/QĐ-TTg) cùng với chiến dịch chống hàng giả đang tạo ra môi trường cạnh tranh lành mạnh hơn cho các DN bán lẻ lớn.
- Chính sách giảm 2% thuế VAT đến hết năm 2026 là một biện pháp hỗ trợ kích cầu tiêu dùng.

Tốc độ tăng trưởng bán lẻ hàng hóa



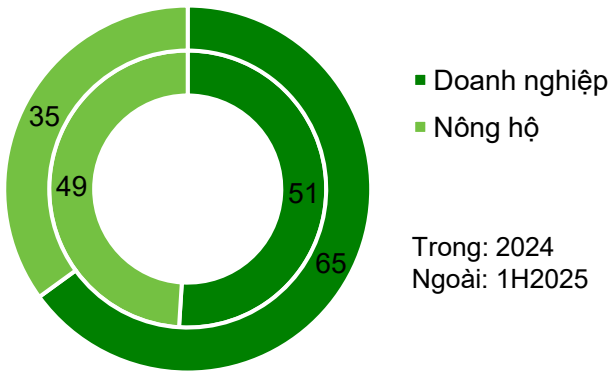
Tốc độ tăng trưởng thu nhập khả dụng



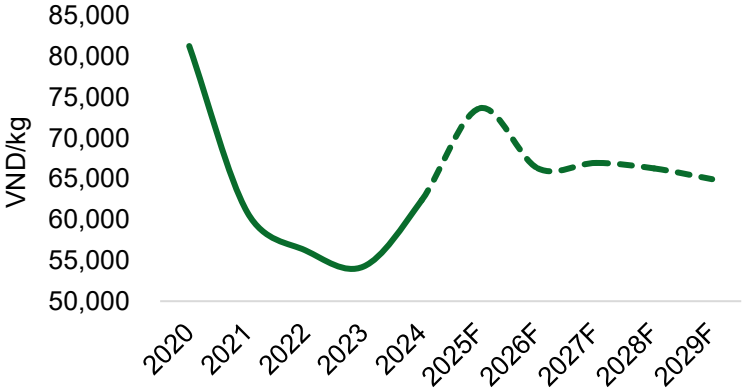
GIÁ HEO DỰ BÁO TIẾP TỤC NEO CAO

- Dự báo, cơ cấu chăn nuôi của hộ nông dân sẽ tiếp tục thu hẹp về mức 25% cho đến năm 2030, do: (1) Luật chăn nuôi đã bắt đầu có hiệu lực từ 2025 nên phần lớn nông hộ sẽ không thể đáp ứng tiêu chuẩn chuồng trại, (2) Dịch bệnh vẫn chưa được xử lý triệt để khiến chi phí tiêu hủy heo tăng cao.
- Giá heo hơi bình quân cả nước được dự báo tăng 18% yoy, nhờ (1) cung thịt heo giảm sau đợt bán chạy dịch cuối năm ngoái, (2) doanh nghiệp lớn kiểm soát thị phần, giữ được giá heo ổn định ở mức cao
- Ngoài ra, giá ngũ cốc giảm cũng hỗ trợ biên lợi nhuận ngành chăn nuôi

Thị phần chăn nuôi heo



Dự báo giá heo hơi năm 2025



Nguồn: FiinPro, VCBS tổng hợp và dự báo

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mã cổ phiếu	Dự phóng LNST 2025 (tỷ VND)	Triển vọng kinh doanh
MWG (77.726 VND/cp)	4.528 (+21,3% yoy)	• BHX tiếp tục mở rộng: mở mới 410 cửa hàng (vượt kế hoạch), và dự kiến tiếp tục +200 cửa hàng/quý, với DT tháng đạt 1.78 tỷ đồng, phù hợp kế hoạch. Dự báo LNST cả năm 2025, BHX lãi 300-350 tỷ đồng. • Chuỗi ICT hồi phục sau giai đoạn tái cơ cấu và dừng chiến tranh giá. Ngoài ra chuỗi này được hưởng lợi nhờ nhu cầu gia tăng và thay mới các thiết bị có tích hợp AI và nâng cấp phần mềm. • Dự kiến trong 2025, khoảng 800 cửa hàng hoàn tất chu kỳ khấu hao, giúp MWG tiết kiệm 900 tỷ đồng, cải thiện biên lợi nhuận và tối ưu chi phí vận hành.
MSN (93.208 VND/cp)	5.100 (+19,3% yoy)	• WCM tái cấu trúc thành công, bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh với lợi nhuận ổn định. Lũy kế 5T25, doanh thu đạt 14.700 tỷ đồng (+12,8% svck), LFL tăng 7,1%. Đã mở mới 257 cửa hàng, 75% là WinMart+ khu vực nông thôn, doanh thu nhóm này tăng gần 40% svck. Toàn bộ cửa hàng mở mới đều có lợi nhuận dương • Chiến lược cao cấp hóa của MCH tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực, đặc biệt là doanh thu Omachi tăng trưởng gấp 5 lần so với trung bình ngành hàng • Giá heo dự kiến tăng trong 2025 do nguồn cung bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh và quy định mới, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận của MML. Đồng thời, giá đồng và vonfram được dự báo tăng trong bối cảnh căng thẳng thương mại Mỹ – Trung, tạo điều kiện cải thiện biên lợi nhuận cho MHT.
PNJ (97.765 VND/cp)	2.390 (+13,1% yoy)	• Nghị định 24 sửa đổi dự kiến ban hành trong thời gian tới sẽ giúp tăng nguồn cung vàng nguyên liệu, mở ra cơ hội cho PNJ mở rộng sản phẩm như vàng miếng nhỏ và đồng xu có biên lợi nhuận cải thiện tốt hơn, đồng thời thúc đẩy xuất khẩu trang sức. • Sức mua bán lẻ đang hồi phục rõ nét, thể hiện qua doanh thu bán lẻ tháng 4 tăng 14% yoy và tháng 5 tăng 7% yoy; kết quả 5T2025 cho thấy doanh thu bán lẻ +7% yoy.
DBC (42.573 VND/cp)	2.006 (+161% yoy)	• Tăng quy mô đàn heo: xây dựng thêm 6 trang trại, nâng tổng đàn nái từ 60.000 lên 80.000 con cho tới 2027. Dự báo sản lượng heo sẽ tăng 16% - 20% trong 2026-27, tăng doanh thu từ 18%-22%. • DBC sẽ chính thức thương mại hóa vacxin Dacovac-ASF2 trong năm 2025. Ngoài sử dụng cho đàn heo nội bộ và phân phối nội địa, DBC đã làm việc với các đối tác Philippines và Trung Quốc để tiến hành tiêm thử nghiệm.
BAF		• Tăng quy mô đàn heo: BAF dự định sẽ đưa thêm 8 trang trại mới đi vào hoạt động với mục tiêu cho năm 2025, số lượng heo nái là 90 nghìn con và heo thịt là 1,65 triệu con. Quy mô đàn sẽ tiếp tục được mở rộng cho đến năm 2030 với 420 nghìn heo nái và 10 triệu heo thịt. Bên cạnh đó, dự án trang trại heo cao tầng Bình Phước và

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Mã cổ phiếu	Dự phóng LNST 2025 (tỷ VND)	Triển vọng kinh doanh
BAF (42.695 VND/cp)	631 (+96% yoy)	• Tăng quy mô đàn heo: BAF dự định sẽ đưa thêm 8 trang trại mới đi vào hoạt động với mục tiêu cho năm 2025, số lượng heo nái là 90 nghìn con và heo thịt là 1,65 triệu con. Quy mô đàn sẽ tiếp tục được mở rộng cho đến năm 2030 với 420 nghìn heo nái và 10 triệu heo thịt. Bên cạnh đó, dự án trang trại heo cao tầng Bình Phước và Tây Ninh sẽ đi vào vận hành lần lượt trong năm 2026 và 2027, • Doanh nghiệp định hướng sau năm 2030, doanh nghiệp sẽ chuyển đổi từ công ty chăn nuôi sang công ty thực phẩm, chuyên cung cấp các sản phẩm thịt tươi, thịt chế biến đến người tiêu dùng cuối cùng thông qua các cửa hàng meat shop và nhượng quyền meat shop của doanh nghiệp.
ANV (28.500 VND/cp)	558 (+1066% yoy)	• Xuất khẩu cá tra sang thị trường châu Mỹ và châu Âu còn nhiều tiềm năng tăng trưởng: (1) Nhu cầu tiêu thụ cá tra ở Mỹ có thể sẽ không bị ảnh hưởng nặng nề bởi thuế đối ứng, do chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nhập khẩu của Mỹ với mức giá rẻ hơn các loại cá khác, (2) Các đối thủ cạnh tranh như cá tuyết bị hạn chế đánh bắt và cá minh thái bị cấm vận ở Mỹ và chịu mức thuế cao ở EU, (3) Cá tra Việt Nam có nhiều tiềm năng xuất khẩu vào Brazil nhờ những thuận lợi trong đàm phán giữa hai nước gần đây. • Sản lượng tiêu thụ cá tra ở Việt Nam được dự báo sẽ đạt khoảng 121 nghìn tấn (tăng 0,56% yoy) trong năm 2025. Đây sẽ là cơ hội cho các doanh nghiệp thủy sản cải thiện doanh thu nội địa. • Cá rô phi Trung Quốc có thể bị áp mức thuế đối ứng cao 30%, khiến giá xuất khẩu loại cá này vào thị trường Mỹ được dự báo cao hơn 35% so với giá cá rô phi Việt Nam xuất khẩu vào thị trường Mỹ. • Biên lợi nhuận của ANV được cải thiện nhờ giá bột cá và bột ngô được dự báo có xu hướng duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ trong năm 2025.

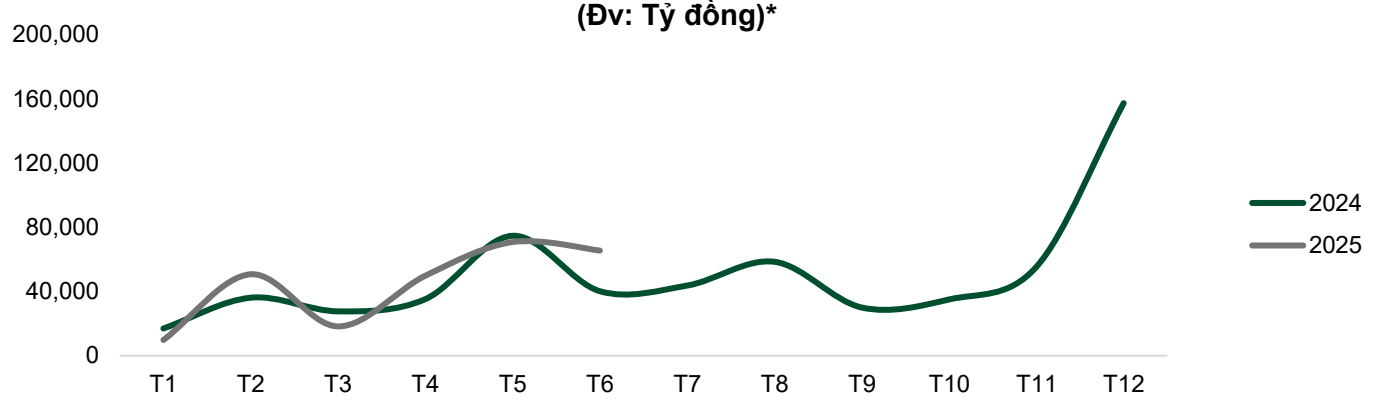
NGÀNH ĐẦU TƯ CÔNG

ĐẦU TƯ CÔNG TĂNG TỐC VÀO CUỐI NĂM. CHÍNH SÁCH MỚI BAN HÀNH GIÚP THÁO GỠ NHIỀU KHÓ KHĂN CỦA NGÀNH

TĂNG TỐC VÀO CUỐI NĂM

- Ước tính lũy kế 6T/2025, giá trị giải ngân vốn đầu tư công đạt khoảng 264.800 tỷ đồng, hoàn thành 32,06% kế hoạch – **mức giải ngân tương đối cao so với các năm trước**.
- 2025 là năm cuối chu kỳ đầu tư công, thời điểm phù hợp cho việc giải ngân mạnh mẽ.
- Đầu tư công được coi là một trong những công cụ hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao trong năm nay.
- Chính phủ tăng cường giám sát tiến độ giải ngân, và nâng cao trách nhiệm giải trình của các cơ quan liên quan.

Tình hình giải ngân vốn đầu tư công 2024-2025
(Đv: Tỷ đồng)*



CHÍNH SÁCH MỚI THÁO GỠ KHÓ KHĂN

- Luật PPP sửa đổi (Luật 57/2024/QH15) và Nghị định 71/2025/NĐ-CP đánh dấu bước hoàn thiện quan trọng trong hành lang pháp lý cho các dự án BOT và BT.
- NSNN được phép hỗ trợ tài chính cho dự án BOT ngay cả khi đã đưa vào khai thác, nhằm xử lý tình trạng hụt thu, vỡ phương án tài chính và tạo rủi ro nợ xấu của các dự án thiếu hiệu quả cao.
- Cho phép **khôi phục hình thức dự án BT,** ban hành các quy định rõ ràng giúp giải phóng một nguồn lực lớn của các doanh nghiệp đang bị tắc nghẽn tại các công trình BT & dự án BĐS liên quan do không được giao đất

Dự án đc NSNN hỗ trợ	CĐT	TMĐT	Kỳ vọng giá trị thanh toán NSNN
Bổ sung vốn			
BOT cầu Thái Hà	BOT	1.709	1.024
BOT hầm đường bộ qua Đèo Cả	HHV	18.904	2.280
Cao tốc Bắc Giang – TP. Lạng Sơn	HHV	12.188	4.580
Chấm dứt hợp đồng			
BOT nâng cấp và cải tạo QL91 TP. Cần Thơ	CTCP Đầu tư QL91 (thuộc CTI)	1.588	1.585
BOT đường Thái Nguyên - Chợ Mới	VDTC (công ty liên kết của C4G)	2.713	2.208

Nguồn: VCBS tổng hợp và dự báo

MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU

Doanh nghiệp	Giá hợp lí (VND)	Dự phóng 2025 (tỷ đồng)		Đánh giá
		Doanh thu	LNST	
HHV	15.537	3.536	587	• Nếu được nhận nguồn vốn hỗ trợ từ NSNN, hiệu quả tài chính của dự án CT Bắc Giang – Lạng Sơn sẽ được cải thiện đáng kể, tạo điều kiện để doanh nghiệp tiếp tục triển khai hiệu quả các dự án đấu nối (CT Hữu Nghị - Chi Lăng, Đồng Đăng – Trà Lĩnh) và tăng lợi thế cạnh tranh toàn tuyến. • Lưu lượng xe tại nhiều trạm BOT khác có xu hướng cải thiện tích cực. • Gia tăng tính khả thi PATC tại các dự án PPP mới nhờ nâng tỷ lệ vốn ngân sách tham gia (lên đến 70% tại dự án Đồng Đăng – Trà Lĩnh).
CTI	25.183	1.234	129	• Nếu được mua lại BOT QL91 (Cần Thơ), CTI có thể: (1) Tái cơ cấu tài chính, thanh toán một phần không nhỏ nợ vay, (2) Thực hiện hoàn nhập lại một số khoản lỗ liên quan đến dự án đã được ghi nhận trước đấy. • Bức tranh tài chính cải thiện sẽ tạo điều kiện để CTI huy động, tập trung nguồn lực cho các dự án đầu tư trọng điểm: (1) KDC Phước Tân, (2) Mở đá Thiện Tân 10.
C4G	9.205	3.483	201	• Nếu được mua lại BOT Thái Nguyên – Chợ Mới, C4G có thể thu hồi lại phần lớn khoản đầu tư vào pháp nhân dự án (công ty liên kết của C4G), tạo điều kiện để triển khai các gói thầu thi công và dự án BĐS tại Nghệ An. • Dự án BOT QL1A đoạn tránh Vinh – Nam Bến Thủy vẫn đem về dòng tiền khá tích cực.

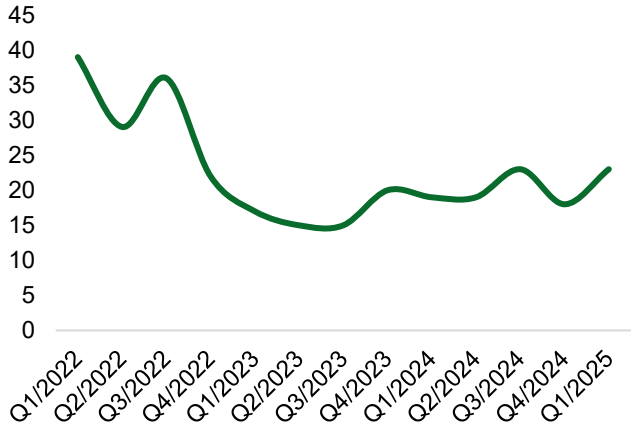
NGÀNH BĐS NHÀ Ở

NGUỒN CUNG CẢI THIỆN. NHU CẦU NHÀ Ở DUY TRÌ CAO.

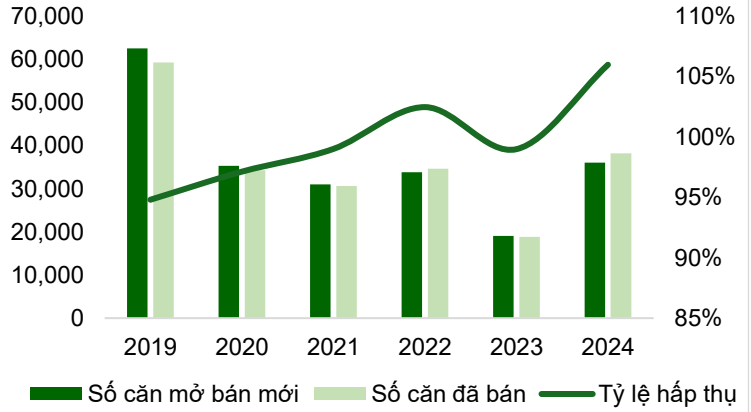
NGUỒN CUNG ĐƯỢC CẢI THIỆN

- Những **giải pháp quyết liệt về pháp lý để hỗ trợ thị trường**: NQ 171 gỡ vướng về QSDĐ cho các dự án NOTM, NĐ 76/2025/NĐ-CP quy định phương pháp tính tiền sử dụng đất, tháo gỡ rào cản cho 64 dự án chậm tiến độ.
- Các chủ đầu tư tiếp cận tốt với các nguồn tài chính từ ngân hàng khi điều kiện pháp lý của dự án được hoàn thiện, giúp cải thiện trạng thái thanh khoản đảm bảo tiến độ triển khai các dự án mới.
- Một số chủ đầu tư lớn (đặc biệt Vingroup) dự kiến ra mắt các đại dự án vào nửa cuối năm 2025 và có thể tạo ra làn sóng mới cho thị trường khu vực

Số lượng dự án NOTM cấp phép mới



Nguồn cung & tỷ lệ hấp thụ phân khúc căn hộ tại Hà Nội & TP.HCM (Đv: Căn)



NHU CẦU NHÀ Ở VẪN DUY TRÌ Ở MỨC CAO NHỜ MÔI TRƯỜNG LÃI SUẤT THẤP VÀ NHIỀU CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ

Đối với tỷ lệ hấp thụ, VCBS đánh giá **nhu cầu nhà ở sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao** nhờ môi trường lãi suất thấp và các chính sách hỗ trợ (gói tín dụng ưu đãi dành cho người mua nhà dưới 35 tuổi). Bên cạnh đó, nhu cầu an cư bức thiết sẽ tiếp tục là nền tảng cho động lực tăng trưởng trong dài hạn.

VCBS cho rằng mức thuế đối ứng sẽ không kích hoạt làn sóng dịch chuyển sản xuất từ Việt Nam, do đó giảm bớt rủi ro đối với thị trường BĐS tại các tỉnh thành công nghiệp mới nổi và chưa có hoạt động sản xuất, tiêu thụ nội địa đủ mạnh như Bắc Ninh, Bắc Giang, Long An.

Chúng tôi đánh giá cao **các chủ đầu tư có dự án sẵn sàng mở bán trong nửa cuối năm 2025**, khi điều kiện thị trường thuận lợi hơn để thu hút dòng tiền.

Đặc biệt, **các dự án tại khu vực phía Nam được kỳ vọng sẽ hưởng lợi rõ nét**, khi dòng tiền đầu tư đang dịch chuyển về khu vực này nhờ (1) Mặt bằng giá bán hấp dẫn hơn và (2) Mức độ quan tâm gia tăng đáng kể tại các địa phương như Bình Dương sau thông tin sáp nhập tỉnh.

Nguồn: Bộ Xây dựng, CBRE, VCBS tổng hợp

MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU

Doanh nghiệp	Giá hợp lí (VND)	Dự phóng 2025 (tỷ đồng)		Đánh giá
		Doanh thu	LNST	
DXG	20.083	3.754	853	• The Prive ghi nhận tiến độ bán hàng tốt, kì vọng đóng góp động lực tăng trưởng quan trọng giai đoạn 2026-2027. • Khu vực Bình Dương hưởng lợi tốt từ việc sáp nhập và chính thức gia nhập vùng đô thị TP.HCM. Theo đó, các dự án Opal Luxury, Dxh Parkview và DXH Park City kì vọng ghi nhận hiệu quả kinh doanh tích cực sau khi hoàn thiện điều kiện pháp lý. • Doanh thu môi giới cải thiện cùng đà tăng của lượng giao dịch BĐS trên thị trường.
HDG	33.773	4.403	1.093	• Dự án Charm Villa mở bán phân khu mới trong năm 2025 với mức giá bán tốt. • Pháp lý tại các dự án gối đầu như Phan Đình Giót, Hado Green Lane và Hado Minh Long có tín hiệu được tháo gỡ. • Áp lực trích lập đối với các dự án năng lượng tái tạo giảm bớt trong năm 2025 do doanh nghiệp đã hoàn tất việc trích lập dự phòng trong năm 2024.
VHM	79.859	141.467	45.978	• Loạt dự án mới ra mắt năm 2025 kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng doanh số ký mới cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2025-2029, bao gồm: Vinhomes Green City, Vinhomes Golden City, Vinhomes Wonder Park, Vinhomes Apollo City (Quảng Ninh), Vinhomes Green Paradise. • Vinhomes Cần Giờ sẽ là dự án đô thị tham vọng nhất của VHM & Vingroup, kì vọng giúp nâng tầm mạnh mẽ vị thế doanh nghiệp nếu được triển khai, kinh doanh thành công.
AGG	21.532	871	127	• Dự án The Gió ghi nhận tiến độ bán hàng tương đối tích cực giai đoạn 1. Chúng tôi kỳ vọng tiến độ bán hàng đợt 2 sẽ tiếp tục ghi nhận những kết quả khả quan với mức giá bán cao hơn khoảng 10-15% so với đợt 1. • Kỳ vọng dự án Westgate 2 (Bình Chánh) sẽ sớm được UBND TP.HCM đưa vào danh sách các dự án đủ điều kiện tháo gỡ pháp lý.
NLG	41.260	4.737	1.094	• Doanh số bán hàng cuối năm 2025 kỳ vọng ghi nhận tích cực từ việc mở bán: Phân khu The Pearl (Southgate), Izumi City, và sản phẩm đất nền còn lại từ Central Lake. • Quỹ đất sạch lớn, phần lớn đã hoàn thành nghĩa vụ tài chính từ lâu giúp đem về lợi thế lớn về biên lợi nhuận, xét đến mặt bằng đơn giá tiền sử dụng đất đã ghi nhận xu hướng tăng mạnh trong 1 năm vừa qua.
KDH	32.360	2.345	813	• Kỳ vọng doanh số tích cực từ việc mở bán Gladia (TP. Thủ Đức) vào Q3/2025. • Sở hữu danh mục dự án giá trị, tập trung tại khu vực trung tâm TP.HCM.

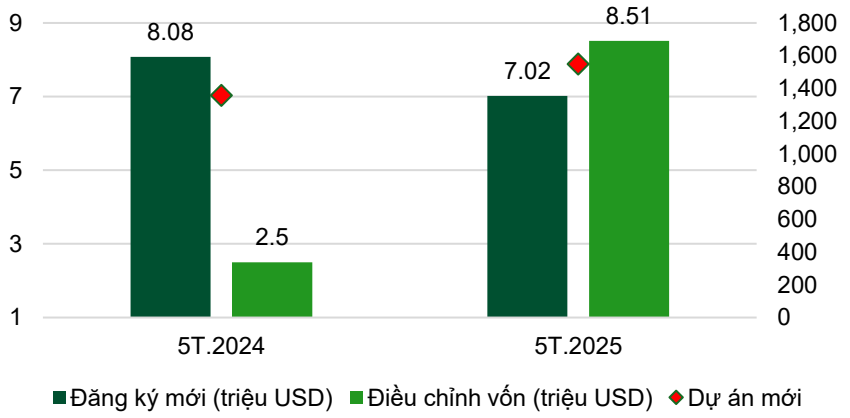
NGÀNH BĐS KHU CÔNG NGHIỆP

ÁP LỰC TRONG NGẮN HẠN, TÍCH CỰC TRONG DÀI HẠN

DỰ BÁO KHÔNG CÓ LÀN SÓNG DỊCH CHUYỂN SẢN XUẤT KHỎI VIỆT NAM

- Mức thuế trung bình ...% là không thấp, nhưng dự báo sẽ không quá cách biệt với các quốc gia khác trong khu vực do nhiều ngành hàng quan trọng phụ thuộc lớn vào chuỗi giá trị từ Trung Quốc
- Việc dịch chuyển nhà máy đòi hỏi nguồn vốn đầu tư rất lớn và thời gian thực hiện kéo dài, trong khi chính sách thuế vẫn có thể thay đổi sau khi hết nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ hoặc bầu cử giữa nhiệm kỳ.
- VCBS vẫn quan sát thấy xu hướng các doanh nghiệp Trung Quốc tiếp tục dịch chuyển một số dây chuyền sản xuất sang Việt Nam để tận dụng mức thuế quan & mặt bằng chi phí thấp hơn
- **Tuy vậy trong ngắn hạn, tăng trưởng FDI vẫn sẽ chững lại so với các năm trước do các doanh nghiệp trì hoãn đầu tư khi:** (1) Đang trong giai đoạn bất ổn chính sách, (2) Mức giá thành cao hơn của sản phẩm gây suy giảm đơn hàng.

Diễn biến FDI đăng ký 5 tháng đầu năm



TRUNG HẠN: TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC KÉO DÀI

- **Giai đoạn 2025 - 2026:** BĐS KCN sẽ chịu áp lực nhất định khi: (1) Các hợp đồng cho thuê bị trì hoãn hoặc giãn tiến độ giải ngân, (2) Nguồn cung KCN tăng mạnh trong giai đoạn từ 2025 tạo áp lực đến mặt bằng giá cho thuê, đặc biệt tại những khu vực còn nhiều quỹ đất và không quá gần các hạ tầng logistics quan trọng.
- **Giai đoạn 2027 - 2029:** Trong dài hạn, khả năng thu hút đầu tư của Việt Nam vẫn tích cực nhờ: (1) Quá trình dịch chuyển một phần sản xuất từ Trung Quốc đến các quốc gia lân cận là không thể đảo ngược, (2) Các dự án logistics và chuỗi hạ tầng kết nối dần hoàn thiện, tạo nên lợi thế cạnh tranh tốt.
- **Các doanh nghiệp sẽ giảm thiểu rủi ro nếu**: (1) Sở hữu quỹ đất sạch lớn đã hoàn thành nghĩa vụ đền bù, (2) Cơ cấu dòng tiền lành mạnh, (3) Vị trí KCN đắc địa, gần các cảng biển và khu vực có ưu đãi đặc thù. Các doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy cao và tỷ trọng DT cao từ cho thuê mới KCN sẽ bất lợi hơn.

	Nợ/ VCSH	% DT KCN	Lĩnh vực cho thuê
BCM	1,11	20%	Rất đa dạng
SIP	0,77	4%	Dệt, cao su, thực phẩm, hóa học
SZC	0,63	88%	Điện tử, thép
KBC	0,82	65%	Điện tử
IDC	0,47	35%	Công nghiệp nặng, dệt may, F&B
LHG	0,1	20%	Điện tử, dược phẩm
PHR	0.02	7%	Công nghiệp nhẹ, dược phẩm
DPR	0	6%	Công nghiệp nhẹ và phụ trợ

Nguồn: Cục ĐTNC, VCBS tổng hợp

MỘT SỐ DOANH NGHIỆP TIÊU BIỂU

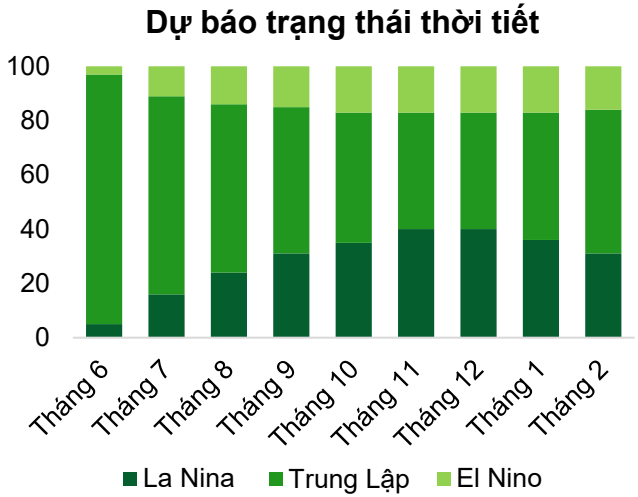
Doanh nghiệp	Giá hợp lí (VND)	Dự phóng 2025 (tỷ đồng)		Đánh giá
		Doanh thu	LNST	
SIP	86.450	8.658	1.406	KQKD không quá biến động từ chính sách thuế quan do: (1) Cơ cấu 95% từ kinh doanh điện nước với biên LNG duy trì 5~6%, (2) Doanh thu từ KCN chưa ghi nhận đạt 11.600 tỷ đồng và sẽ được phân bổ dần. Chất lượng tài sản tốt, các dự án hiện hữu cơ bản đã GPMB với giá thành khá rẻ.
IDC	55.504	8.257	2.162	Tệp khách hàng đa dạng lĩnh vực, chỉ 20 – 30% khối khách hàng FDI xuất khẩu sang Mỹ và chịu ảnh hưởng mạnh từ thuế quan. Trong 4 tháng đầu năm ký hợp đồng MOU đạt khoảng 40% kế hoạch cả năm. Quỹ đất đa dạng, vị trí gần các cảng như Hải Phòng, Cái Mép – Thị Vải nên vẫn tạo lợi thế thu hút đầu tư trong môi trường không quá thuận lợi.
KBC	28.000	6.022	2.406	(1) Tệp khách hàng FDI là các tập đoàn lớn đa quốc gia và vẫn đang thực hiện dịch chuyển mạnh sang Việt Nam. (2) KCN Tràng Duệ 3 kì vọng cho thuê tốt nhờ những ưu đãi trong KKT Đình Vũ – Cát Hải, (3) Hỗ trợ từ các dự án BĐS nhà ở khi KĐT Tràng Cát dự kiến khởi động từ cuối năm 2025 và hưởng lợi tốt từ hiệu ứng của dự án Vinhomes Dương Kinh.
LHG	37.050	475	209	(1) Quỹ đất vị trí đẹp, gần các cảng biển, TP.HCM và hướng tới nhóm khách hàng logistics (phục vụ chủ yếu thị trường nội địa). Cơ cấu khách hàng chỉ có ~10% ảnh hưởng trực tiếp từ thuế quan. (2) Doanh thu từ thuê NXXS ổn định. Năm 2026 mở bán dãy nhà xưởng 9 tầng sẽ là động lực doanh thu cho 2026 - 2027.
PHR	63.301	1.823	651	(1) Mảng cao su vẫn sẽ ghi nhận hiệu quả lợi nhuận tốt khi mức giá cao su tự nhiên duy trì ở mức khá cao (trên 42 triệu đồng/ tấn), (2) Dòng tiền dồi dào từ đền bù đất tại dự án Cao tốc TPHCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành 81ha, và một phần dự án Khu Công nghiệp 786ha của Thaco (ước tính đơn giá trên 2 tỷ đồng/ha).
DPR	45.349	1.346	412	(1) Mức giá cao su tự nhiên Q2.2025 không thấp hơn 42 triệu đồng/tấn. (2) Theo quy hoạch tỉnh Bình Phước có dự án KCN Nam Đồng Phú mở rộng GĐ3 & Bắc Đồng Phú mở rộng GĐ3,theo đó DPR có thể ghi nhận tiền đền bù khoảng 900ha từ các dự án trên (ước tính đơn giá trên 1.5 tỷ/ha).

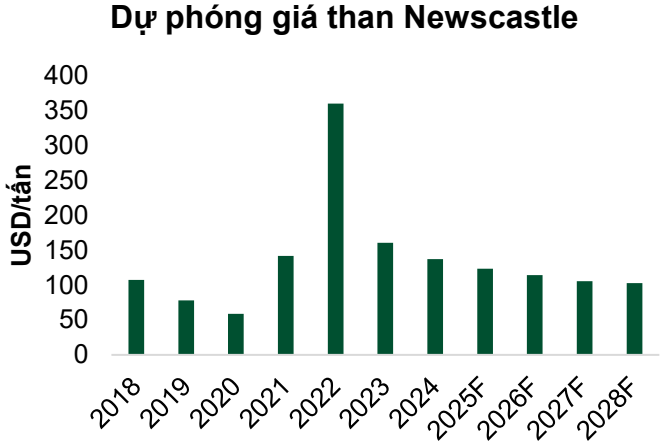
NGÀNH ĐIỆN

ĐIỆN TÁI TẠO TIẾP TỤC TRIỂN KHAI. XÂY LẮP ĐIỆN CÒN NHIỀU DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG

NLTT TIẾP TỤC TRIỂN KHAI. ĐIỆN THAN TÍCH CỰC

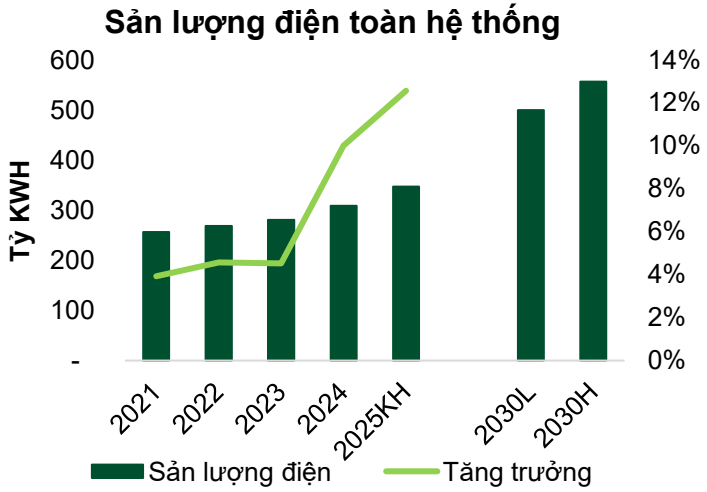
- Sản lượng điện kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng khoảng 6% YoY trong nửa cuối năm gián tiếp gia tăng sản lượng của các doanh nghiệp sản xuất điện
- Quy hoạch điện VIII điều chỉnh nâng cao công suất nguồn điện, đặc biệt là các dự án năng lượng tái tạo. Với QHĐ 8 ĐC, các doanh nghiệp có thể triển khai các nhà máy điện mới, gia tăng công suất.
- Dự báo 3 tháng tới thời tiết tiến vào trạng thái trung lập với khả năng LaNina quay trở lại là 40%, với lượng mưa vừa phải vào cuối năm. Cùng với giá than quốc tế hạ nhiệt, chúng tôi kỳ vọng nhóm nhiệt điện than sẽ có KQKD tích cực hơn cùng kỳ vào 2H2025 nhờ

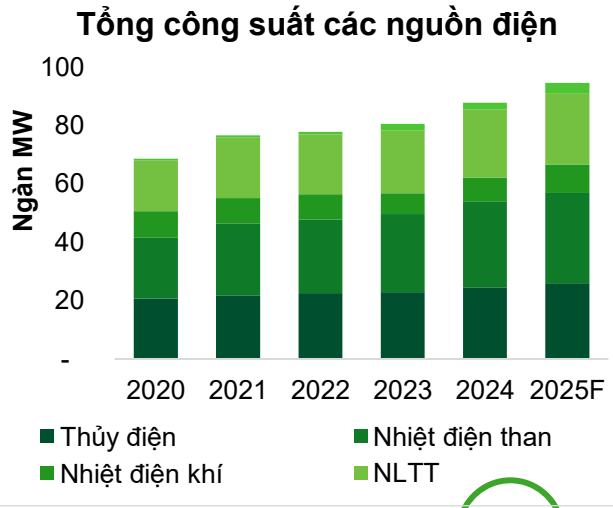




XÂY LẮP CÒN NHIỀU DƯ ĐỊA.

- Khối lượng công việc nguồn điện và lưới điện vô cùng lớn, thúc đẩy tăng trưởng nhóm xây lắp và truyền tải. Trong giai đoạn 2025-2030, tổng vốn đầu tư cho nguồn điện là 118,2 (cao hơn 98,6 tỷ USD của QHĐ 8 giai đoạn 2021-2030), cho lưới điện truyền tải 220-500 kV là 18,1 tỷ USD (QHĐ 8 là 14,6 tỷ USD).





Nguồn: Cục ĐTNC, VCBS tổng hợp

NGÀNH ĐIỆN

Mã cp	Luận điểm đầu tư	Dự báo	Giá mục tiêu
REE	1. Doanh thu bất động sản và cho thuê VP tăng trưởng nhờ Etown 6 và The Light Square. Trong năm 2025, VCBS kỳ vọng REE bàn giao toàn bộ phần còn lại dự The Light Square và lấp đầy khoảng 70% Etown 6. 2. Mảng M&E phục hồi từ nền thấp với lượng backlog tăng trưởng mạnh mẽ. Doanh thu của mảng M&E được hỗ trợ bởi lượng backlog tồn đọng đạt 5.556 tỷ đồng, khối lượng công việc chủ yếu đến từ sân bay Long Thành. 3. Mảng năng lượng kỳ vọng tăng trưởng nhẹ với nhà máy thủy điện Thác Bà 2.	DT: 10.216 tỷ đồng (+22% YoY) LNST: 2.995 tỷ đồng (+25% YoY)	**79,200**
GEG	1. Mảng điện gió tăng trưởng đột biến do GEG đã ký phụ lục PPA cho dự án TPĐ 1 với giá điện 1.813 VND/kWh đồng thời ghi nhận khoản hồi tố doanh thu khoảng 443 tỷ đồng. 2. Bán 25% CTCP Thủy điện Trường Phú (TPH): GEG chia sẻ tại AGM 2025 về việc bán 25% cổ phần TPH với giá tối thiểu 36 tỷ/MW, dự kiến thu về khoảng 218 tỷ đồng, lãi trước thuế ghi nhận khoảng 120 tỷ đồng.	DT: 3.354 tỷ đồng (+44% YoY) LNST: 657 tỷ đồng (+614% YoY)	**18,900**
QTP	1. Sản lượng của QTP kỳ vọng tăng 7% YoY từ nền thấp của năm 2024 (bị ảnh hưởng bởi bão Yagi) nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tiếp tục tăng trong bối cảnh công suất nguồn điện tăng chậm 2. Biên lợi nhuận kỳ vọng mở rộng nhờ giá than giảm và tỷ lệ bán điện theo hợp đồng của nhà máy nhiệt điện than được điều chỉnh tăng lên 80% (năm 2025 ở mức 70%). 3. QTP còn khoản đền bù tỷ giá khoảng 600 tỷ đồng. Tại AGM2025, QTP cho biết khoản tiền này phụ thuộc vào tiến độ trả của EVN, khi nhận được tiền, QTP dự kiến sẽ chi trả cổ tức tiền mặt.	DT: 12.036 tỷ đồng (+1% YoY) LNST: 675 tỷ đồng (+9% YoY)	**17,100**
PC1	1. Mảng BĐS dân dụng thúc đẩy tăng trưởng với dự án Tháp Vàng – Gia Lâm, PC1 kỳ vọng hoàn thiện, bàn giao và ghi nhận khoảng 2.000 tỷ đồng doanh thu ngay trong năm 2025. 2. Mảng xây lắp kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong năm 2025 với backlog đạt trên 6.892 tỷ đồng (+63% YoY) và biên LNG dao động từ 9-10%. 3. Mảng năng lượng kỳ vọng hoạt động ổn định và tiếp tục mở rộng công suất. PC1 đang triển khai xây dựng NMTĐ Bảo Lạc A và NMTĐ Thượng Hà, tổng công suất 43 MW.	DT: 10,440 tỷ đồng (+4% YoY) LNST: 791 tỷ đồng (+17% YoY)	**29,800**
TV2	1. EPC dự án Ô Môn 4: Vào ngày 5/6/2025, liên danh TV2 và Doosan Enerbility đã trúng thầu gói thầu EPC dự án Ô Môn 4 có giá trị là 560 triệu USD và 7.661 tỷ đồng. 2. Dự án Điện hạt nhân Ninh Thuận 1: Liên doanh TV1, TV2 và IE đã trúng thầu gói thầu thực hiện báo cáo nghiên cứu tiền khả thi dự án Điện hạt nhân Ninh Thuận 1 với giá trúng thầu khoảng 8 tỷ đồng.	DT: 1.345 tỷ đồng (+1% YoY) LNST: 69 tỷ đồng (+6% YoY)	**45,100**

ĐIỀU KHOẢN VÀ THÔNG TIN LIÊN HỆ

Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó giám đốc Nghiên cứu – Phân tích doanh nghiệp
lhathi@vcbs.com.vn