



BÁO CÁO NGÀNH QUÝ 2/2025

Kỷ nguyên vươn mình



TABLE OF CONTENTS

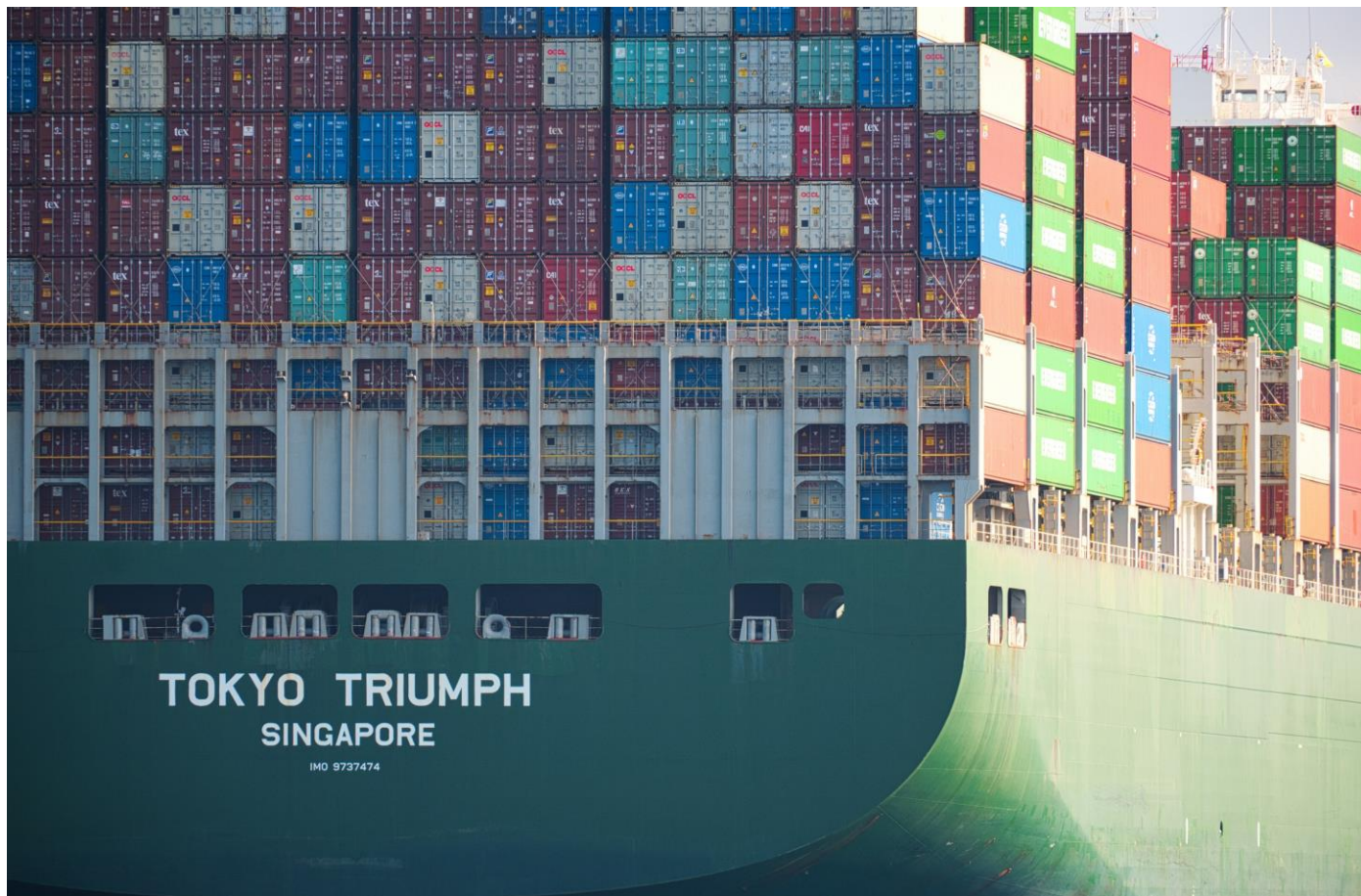
01 Tổng quan

Thuế quan Tâm điểm sóng gió	#3
Kịch bản áp thuế Chiến lược hành động	#11
Chiến lược đầu tư Trong bối cảnh biến động	#18

02 Triển vọng ngành

<u>Ngân hàng</u>	#25
<u>Điện – Đạm – Khí</u>	#33
<u>Thép – Bất động sản</u>	#60
<u>Xuất nhập khẩu – Logistic – Bán lẻ</u>	#87

03 Khuyến cáo

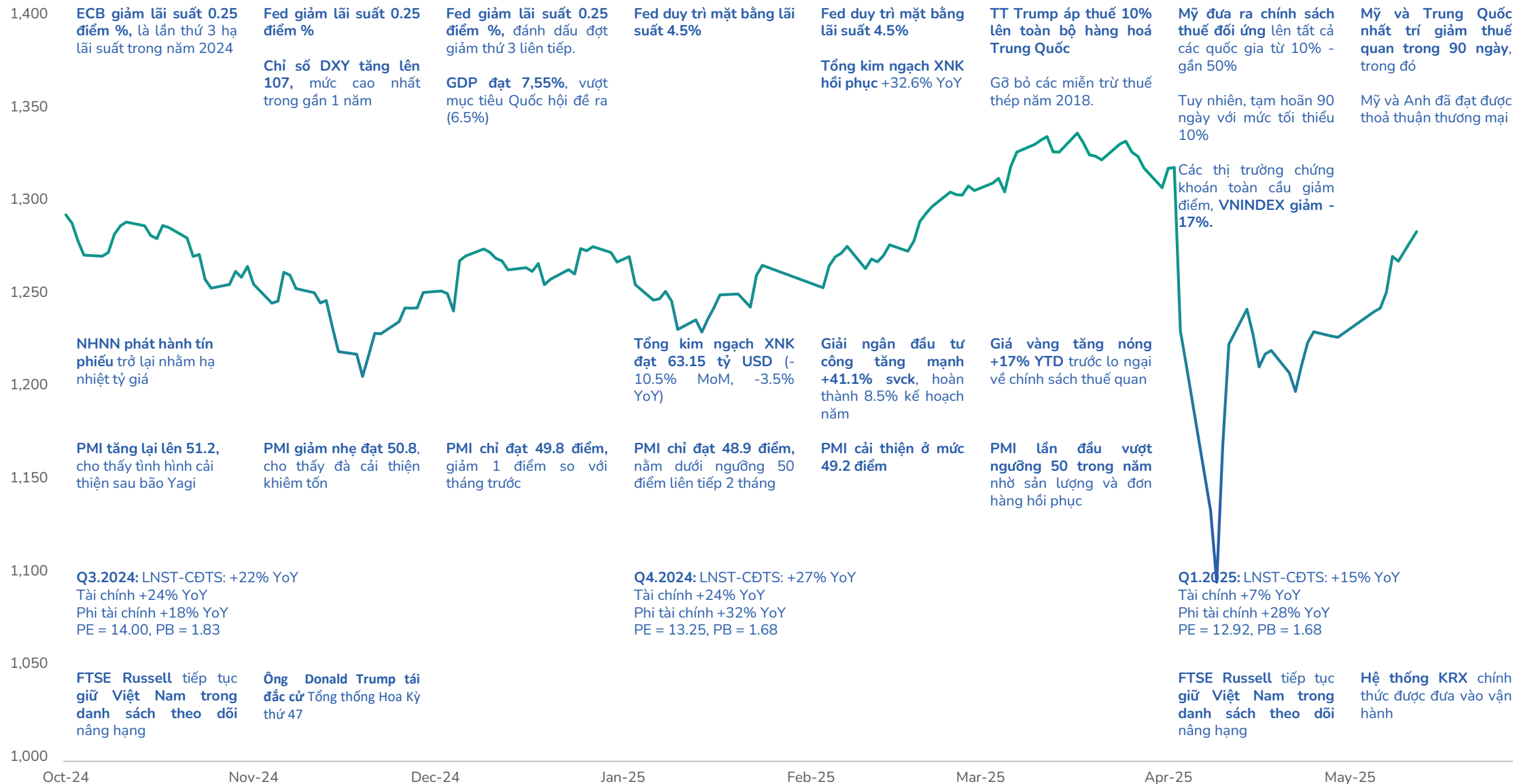


NHÌN LẠI Q1/2025

Thuế quan – Tâm điểm sóng gió



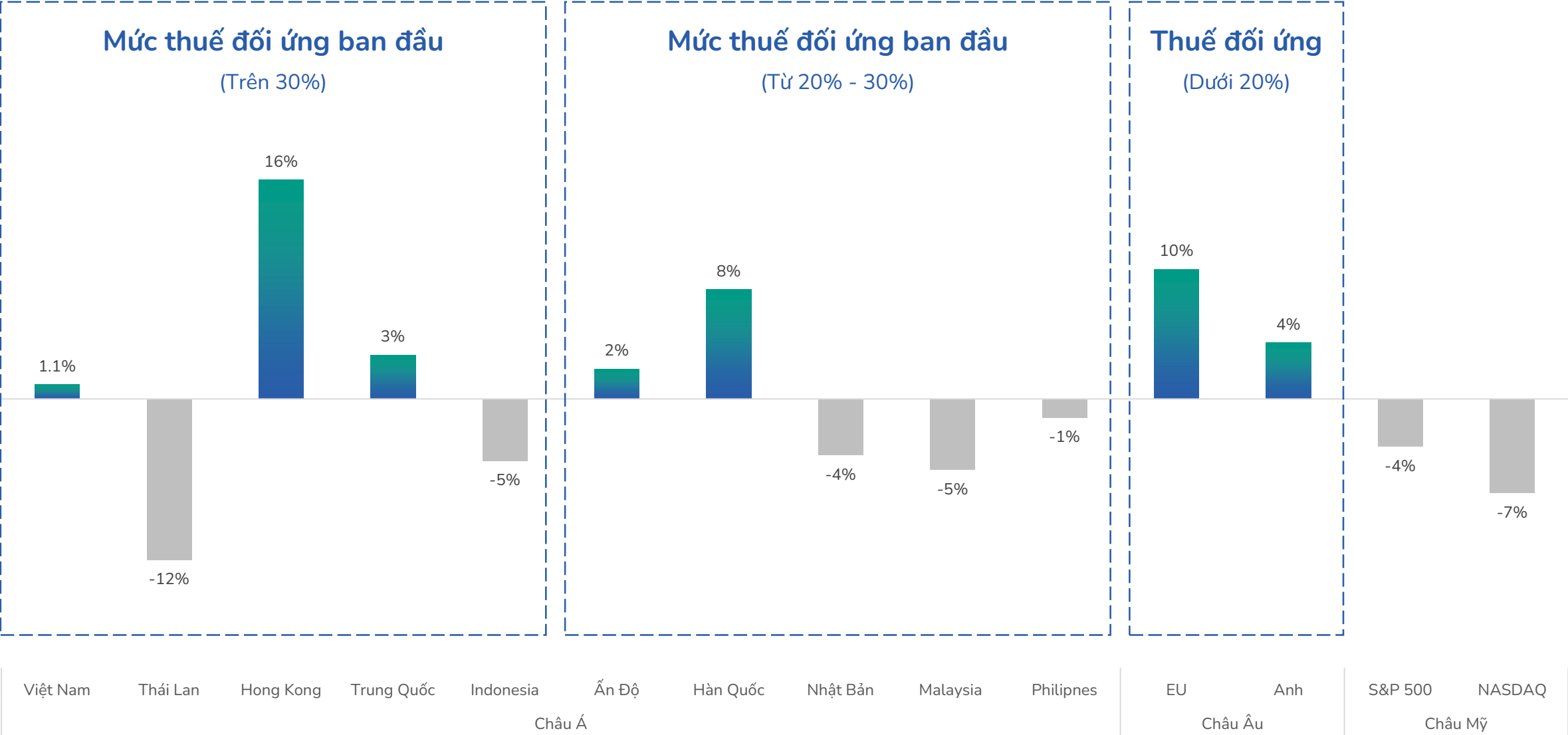
Thị trường ghi nhận mức phục hồi mạnh nhờ sự hạ nhiệt căng thẳng thuế quan



Vĩ mô & chính trị

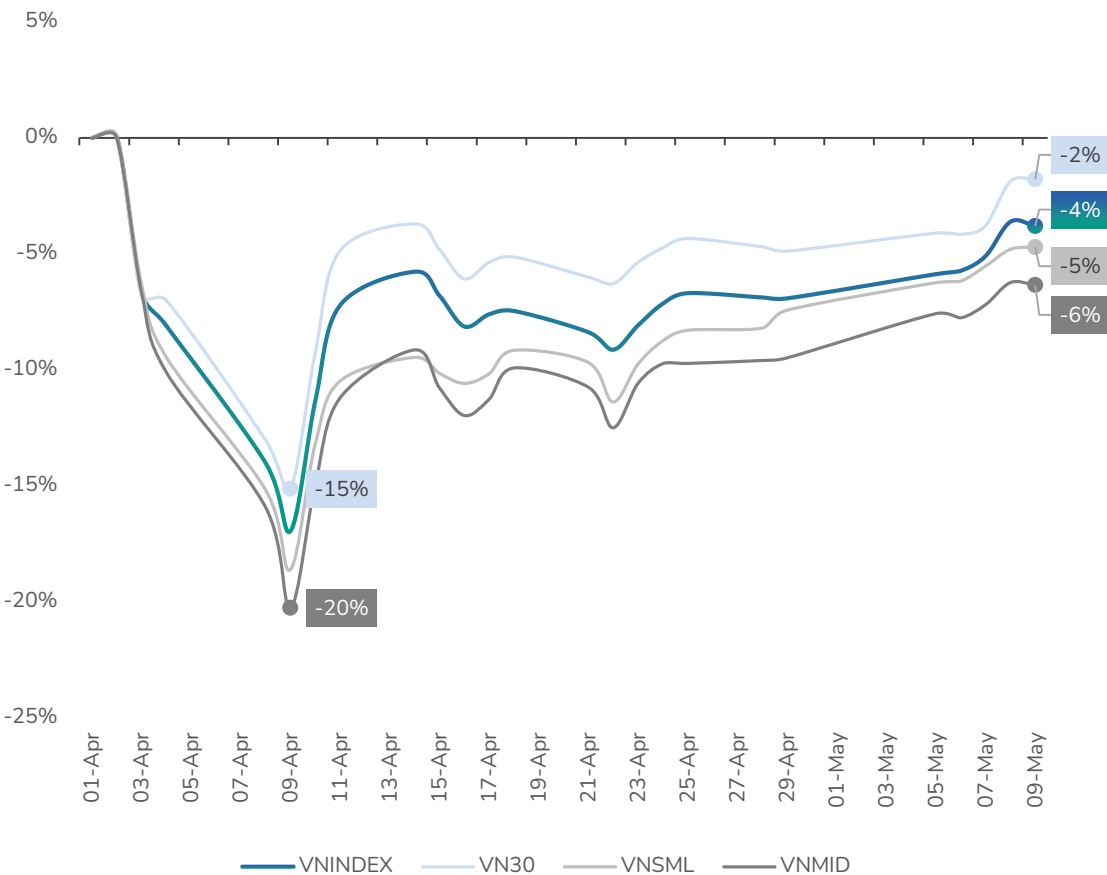
KQKD

Các yếu tố khác





Ngành	% Mức giảm (02/04 - 09/04/2025)	% Phục hồi (10/04 - 12/05/2025)	% Hiệu suất (02/04 - 12/05/2025)
Bán lẻ	-17.2%	25.1%	10.6%
Bất động sản	-13.6%	16.5%	7.5%
Du lịch & giải trí	-14.9%	16.4%	6.0%
Y tế	-13.0%	9.5%	1.8%
Tiện ích	-11.3%	7.6%	0.7%
Công nghiệp	-19.5%	14.4%	-2.1%
VNINDEX	-17.0%	10%	-3%
Hoá chất	-22.9%	17.6%	-3.2%
Xây dựng & vật liệu	-18.2%	10.6%	-3.5%
CNTT	-14.8%	3.6%	-5.6%
Bảo hiểm	-21.4%	11.5%	-6.3%
F&B	-18.2%	6.7%	-6.8%
Ngân hàng	-16.2%	3.5%	-7.3%
Năng lượng	-24.1%	11.6%	-9.5%
Viễn thông	-18.9%	4.1%	-9.8%
Tiêu dùng không thiết yếu	-21.4%	8.2%	-9.8%
Dịch vụ tài chính	-21.3%	5.5%	-11.3%
Tài nguyên cơ bản	-22.4%	6.3%	-12.0%
Truyền thông	-23.1%	5.1%	-14.0%
Ô tô & phụ tùng	-21.4%	2.0%	-14.4%



Sau khi trải qua giai đoạn biến động tương đối lớn (02/04 – 14/4/2025), VN-Index ghi nhận mức hồi phục khả quan thu hẹp đà giảm còn mức -3% so với mức đáy là -17%, BSC nhận thấy **sự phục hồi giữa các ngành có sự phân hóa rõ nét giữa các nhóm ngành** chịu ảnh hưởng trực tiếp (Xuất khẩu, Khu công nghiệp, Tài nguyên cơ bản) và các nhóm ngành chịu ảnh hưởng gián tiếp và ít chịu hưởng hơn (Ngân hàng, công nghiệp, Tiện ích, Bất động sản, Bán lẻ).

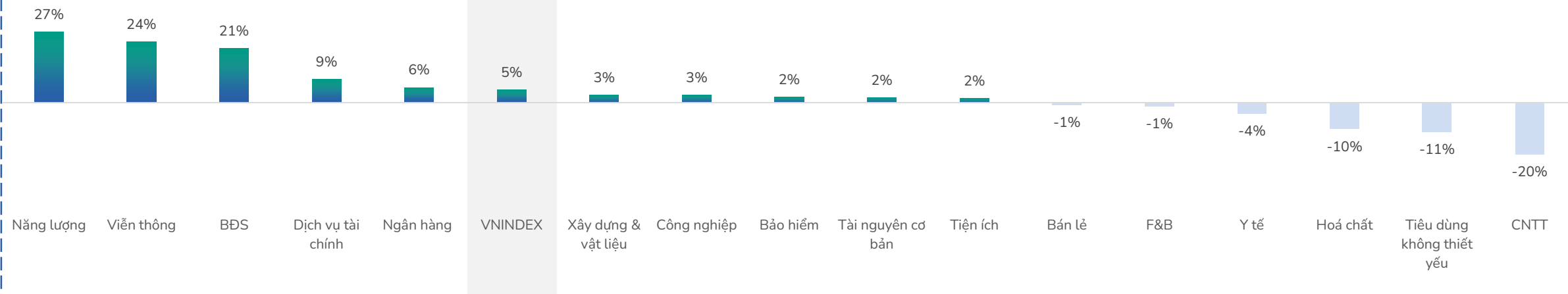
Dòng tiền có xu hướng phòng thủ hơn khi tập trung vào nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn, doanh nghiệp đầu ngành, cụ thể là nhóm VN30, với mức hiệu suất hiện tại là -2% so với mức giảm -6% của nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và nhỏ.



Các nhóm ít chịu ảnh hưởng của thuế quan có hiệu suất tốt hơn (Thị trường nội địa)

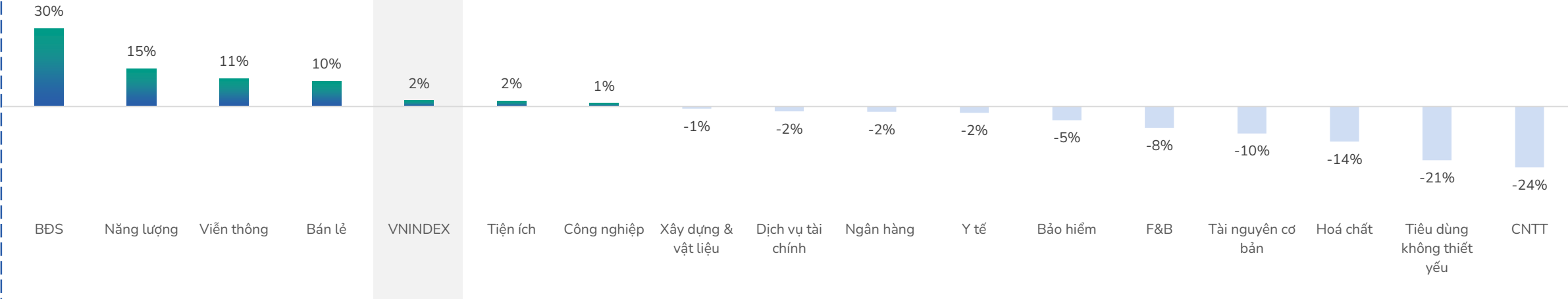
Trước thông báo áp thuế

(Tính đến 02/04/2025)



Year-to-date

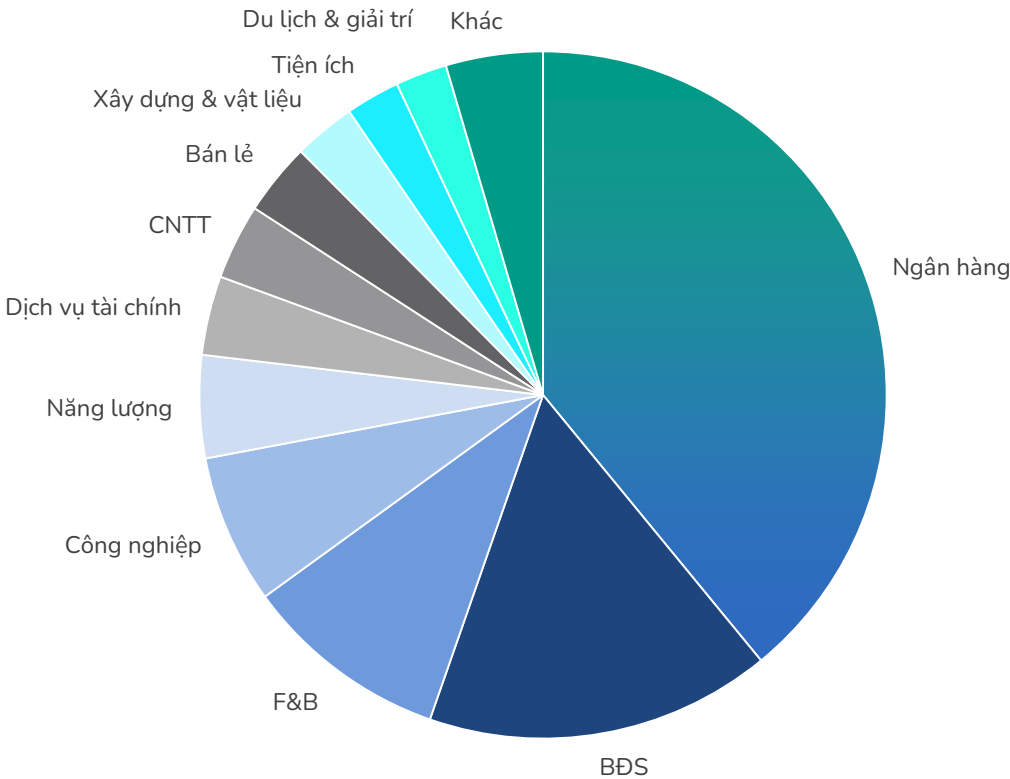
(Tính đến 12/05/2025)





Vốn hoá ngành

(Tính đến 12/05/2025)



Ngành	%YTD	%Tỷ trọng
Bất động sản	30.3%	16.4%
Năng lượng	14.6%	4.8%
Viễn thông	10.9%	0.1%
Bán lẻ	9.7%	3.4%
VNINDEX	2%	
Tiền ích	2.1%	2.5%
Công nghiệp	1.2%	6.9%
Xây dựng & vật liệu	-0.8%	2.9%
Dịch vụ tài chính	-1.9%	3.7%
Ngân hàng	-2.0%	39.0%
Y tế	-2.4%	0.8%
Bảo hiểm	-5.3%	0.9%
F&B	-8.3%	9.7%
Tài nguyên cơ bản	-10.5%	0.5%
Tiêu dùng không thiết yếu	-20.8%	0.9%
CNTT	-23.6%	3.6%



Tăng trưởng lợi nhuận theo các nhóm ngành có sự phân hóa tương đối rõ nét

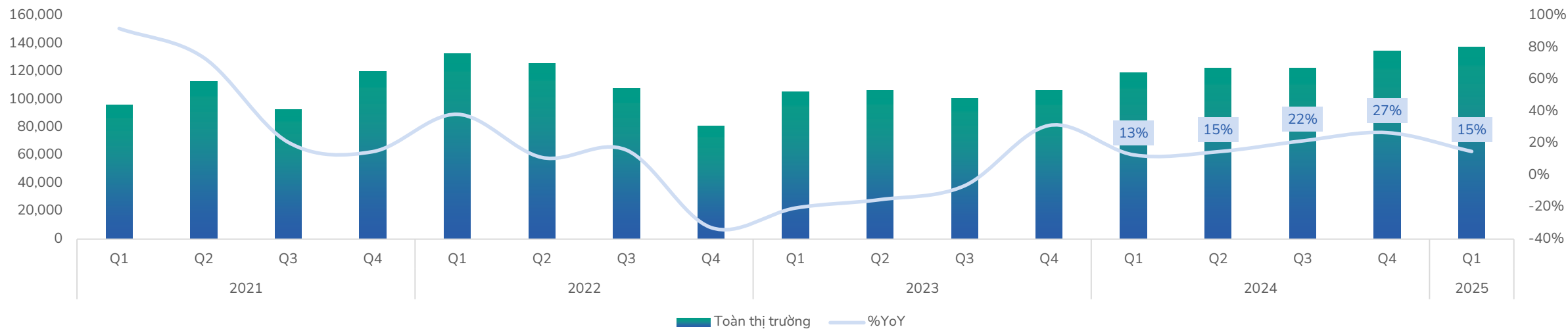
Ngành/Quý	2021				2022				2023				2024				2025
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Bán lẻ	52%	121%	-20%	360%	86%	24%	26%	-79%	-72%	-83%	-73%	-54%	66%	394%	257%	190%	48%
Bảo hiểm	42%	-41%	-5%	-65%	-16%	-97%	-97%	-95%	-95%	66%	37%	5120%	4160%	3927%	1715%	44%	22%
Bất động sản	46%	110%	7%	-37%	-9%	-39%	41%	-13%	36%	42%	-36%	-18%	-28%	-63%	44%	90%	-10%
Công nghệ Thông tin	19%	14%	16%	42%	59%	34%	29%	-4%	2%	9%	17%	27%	33%	22%	18%	28%	21%
Năng lượng	-183%	-276%	83%	87%	31%	373%	-52%	-22%	-19%	-81%	770%	16%	-2%	-8%	-118%	-67%	-53%
Dịch vụ Tài chính	-3536%	127%	112%	102%	38%	-99%	-67%	-105%	-63%	5320%	133%	-1159%	116%	21%	2%	-7%	-13%
Du lịch & Giải trí	31%	17%	-27%	-378%	-49%	-39%	-35%	316%	-110%	-50%	-25%	-58%	1979%	-224%	-196%	-154%	-17%
Công nghiệp	24%	91%	-20%	63%	25%	36%	134%	-11%	-17%	10%	-6%	-12%	38%	11%	8%	68%	-37%
Hàng cá nhân & Gia dụng	36%	108%	-12%	50%	49%	9%	48%	-63%	-56%	-65%	-59%	22%	23%	-17%	159%	25%	23%
Hóa chất	178%	59%	111%	72%	336%	153%	43%	-25%	-72%	-64%	-76%	-3%	34%	66%	131%	-18%	4%
Ô tô và phụ tùng	19%	-23%	-67%	-25%	-20%	-8%	-31%	-8%	5%	-16%	62%	77%	117%	109%	55%	0%	-93%
Tài nguyên Cơ bản	280%	334%	139%	40%	8%	-60%	-136%	-140%	-88%	-85%	-152%	-182%	170%	415%	10%	10%	23%
F&B	16%	3%	-15%	18%	26%	3%	19%	-53%	-26%	0%	-5%	80%	40%	6%	13%	1%	-26%
Tiện ích	250%	21%	40%	-15%	58%	37%	10%	43%	-13%	-25%	-37%	-38%	-38%	-16%	24%	-10%	-1%
Truyền thông	-2%	-96%	-52%	1229%	169%	5083%	138%	-61%	21%	29%	2%	9%	4%	-11%	15%	318%	9651%
Viễn thông	-112%	292%	-64%	30%	-1202%	52%	351%	89%	-46%	-149%	-20%	-171%	107%	-306%	-46%	283%	-62%
Xây dựng và Vật liệu	59%	38%	-42%	20%	54%	18%	22%	-88%	-77%	-43%	-17%	341%	128%	30%	26%	66%	-2%
Y tế	-2%	14%	11%	1%	9%	-12%	20%	15%	38%	43%	-6%	-3%	-17%	-15%	0%	1%	1%

Tăng trưởng lợi nhuận các công ty trên sàn HOSE, HNX và UPCOM | Nguồn: BSC Research



Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong Q1/2025, chỉ tăng 15% YoY

Tăng trưởng LNST toàn thị trường (%YoY)



Tăng trưởng LNST nhóm Tài chính (%YoY)



Tăng trưởng LNST nhóm Phi tài chính (%YoY)



• Lưu ý: Nhóm Tài Chính bao gồm Chứng khoán, Ngân hàng, Bảo hiểm và Bất động sản

Tăng trưởng lợi nhuận các công ty trên sàn HOSE, HNX và UPcom | Nguồn: BSC Research



TRIỂN VỌNG 2025 – 2026 KỊCH BẢN ÁP THUẾ

Chiến lược hành động

Kịch bản tích cực		Kịch bản cơ sở	Kịch bản tiêu cực
Phạm vi hàng hoá	Chọn lọc / Phần lớn	Phần lớn	Phần lớn
Thuế suất	10%-15%	15% - 25%	Trên 25%
Xác suất xảy ra	35%	45%	20%
Ảnh hưởng	- Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu giảm nhẹ, tăng trưởng xuất nhập khẩu dự báo tốc độ khoảng 7% - 9%. - Dòng vốn FDI vào Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng nhưng không cao như giai đoạn trước đây, từ 7% đến 9%. - Ảnh hưởng của thuế quan làm giảm tăng trưởng GDP từ 0.2% đến 0.4%	- Hoạt động thương mại bị ảnh hưởng nhiều hơn. Tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam: 5%-7%. - Dòng vốn FDI vào Việt Nam chậm lại, tốc độ tăng trưởng khoảng 3% do Việt Nam không thể hiện là điểm đến lý tưởng cho sản xuất. - Ảnh hưởng của thuế quan làm giảm tăng trưởng GDP từ 0.4% đến 0.95%	- Hoạt động thương mại bị ảnh hưởng nặng. Tăng trưởng xuất nhập khẩu của Việt Nam: 2%-5%. - Dòng vốn FDI có thể dịch chuyển khỏi Việt Nam để tìm đến các quốc gia khác có thuế suất tốt hơn. - Ảnh hưởng của thuế quan làm giảm tăng trưởng GDP trên 0.95%
Các mức kịch bản được đưa ra dựa trên việc	- Các mặt hàng chủ lực của Việt Nam có giá rẻ hơn so với các nước trong khu vực khoảng 15% - 20%. - Việt Nam có vị trí thuận lợi trên tuyến giao thông hàng hải thế giới, môi trường kinh doanh, môi trường chính trị ổn định. - Chính phủ Việt Nam có nhiều ưu đãi cho các doanh nghiệp nước ngoài đầu tư vào Việt Nam, ví dụ: ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp, miễn thuế nhập khẩu, miễn giảm tiền sử dụng đất, tiền thuê đất, thuế đất phi nông nghiệp. - Cấu trúc xuất khẩu chính của Việt Nam nằm ở khối FDI (chiếm tỷ trọng khoảng 70%), với nhóm sản phẩm chính là Máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện; Điện thoại và các linh kiện. - Xuất khẩu vào thị trường Mỹ, các mặt hàng liên quan đến đồ điện tử chiếm khoảng 46% tổng giá trị xuất khẩu. - Tổng thống Trump cho rằng thuế quan 10% là mức sàn, và 46% là mức trần.		



Kịch bản áp thuế		10-15%	15% - 25%	Trên 25%
Tác động trực tiếp	Dệt may	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Thuỷ Sản	Tích cực	Trung lập	Trung lập
	Gỗ - Đá xuất khẩu	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	BDS – KCN	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Săm lốp	Trung lập	Tiêu cực	Tiêu cực
Tác động gián tiếp hoặc chịu thuế khác	Cảng biển & Logistics	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Thép	Trung lập	Trung lập	Trung lập
	Ngân hàng	Tích cực	Trung Lập	Trung Lập
	Tiêu dùng – Bán lẻ	Tích cực	Trung Lập	Trung Lập
	Điện – Nước sạch	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Ô tô, xe máy	Trung lập	Trung lập	Trung lập
	Giấy	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Hoá chất – Phân bón	Tích cực	Tích cực	Tích cực
Các nhóm ít chịu ảnh hưởng từ thuế quan	Công nghệ thông tin	Tích cực	Tích cực	Tích cực
	Bất động sản thương mại	Tích cực	Tích cực	Trung lập
	Dầu khí – Năng lượng	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Hàng không	Tích cực	Tích cực	Tích cực
	Xây dựng	Tích cực	Tích cực	Tích cực
	Dịch vụ tài chính	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực

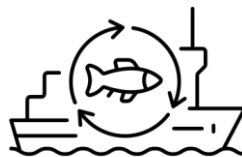
Tích cực	Khả năng cạnh tranh tốt hơn, khi thuế suất thấp hơn so với các đối thủ trong khu vực
Trung lập	Khả năng cạnh tranh không thay đổi, khi thuế suất tương đương trong đối thủ khu vực
Tiêu cực	Khả năng cạnh tranh thấp hơn hoặc không có khả năng cạnh tranh, khi thuế suất cao hơn so với các đối thủ trong khu vực



Dệt may

8 – 11.6% → 15 – 25%

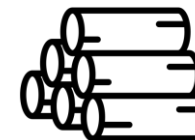
Vẫn giữ lợi thế nhờ tay nghề cao, tiêu chí ESG được đáp ứng và chính trị ổn định, nhưng **ngắn hạn có thể bị ảnh hưởng** do cầu yếu từ Mỹ.



Thủy sản

0% → 15 – 25%

Khả năng cạnh tranh Cá tra tương đối, nhưng **ngắn hạn sản lượng xuất khẩu bị ảnh hưởng** do cầu Mỹ yếu (Q1- đầu Q2/2025).



Gỗ

0.6% → 15 – 25%

Khả năng cạnh tranh trong dài hạn vẫn còn (đặc biệt so với Trung Quốc), nhưng **đơn hàng ngắn hạn giảm** do cầu yếu & DN neo giá thấp tại Mỹ.



Bất động sản KCN

n.a

FDI chậm lại trong năm 2025 do yếu tố thuế quan & xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng → Có thể **ảnh hưởng tốc độ thuê đất**. Tuy nhiên, dịch chuyển chuỗi cung ứng không dễ



Hóa chất – Phân bón

0% → 15 – 25%

Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ thấp, **ít bị ảnh hưởng**. Ngành có thể chuyển hướng thị trường xuất khẩu linh hoạt.



Săm lốp

6 – 7% → 25%

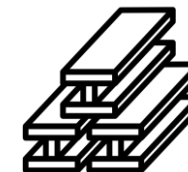
Thuế tạm thời 10% với săm lốp HS 4011.10.x & 4011.20.x có thể tăng lên 25% → **Ảnh hưởng biên lợi nhuận & cạnh tranh DN xuất khẩu sang Mỹ**.

**Thuế suất trước đó → Thuế suất kịch bản cơ sở*



Cảng biển & Logistics Gián tiếp

Sản lượng Container **suy giảm nhẹ chủ yếu tại các cảng nước sâu** do phục vụ thị trường đa quốc gia và nằm trên tuyến vận tải quốc tế; **Cảng sông ít bị ảnh hưởng** hơn vì tập trung khai thác thị trường Nội Á.



Thép 25%

Không bị điều chỉnh thuế mới. Doanh nghiệp tôn mạ chịu thuế CBPG cao (40–88%) → **khó cạnh tranh khi XK sang Mỹ**; Doanh nghiệp HRC chỉ chịu thuế 25% → **Vẫn giữ lợi thế cạnh tranh & khả năng đẩy XK**.



Ngân hàng Gián tiếp

Chịu tác động gián tiếp do XNK và FDI suy giảm → **Khó đạt mục tiêu tín dụng >16%**; Điểm đáng kì vọng: NHNN tiếp tục định hướng hạ lãi suất & đẩy cung tín dụng.



Tiêu dùng - Bán lẻ; Ô tô; Giấy Gián tiếp

Ngành thiết yếu **ít bị ảnh hưởng** nhờ sức mua ổn định và ít cạnh tranh từ hàng thay thế; Ngành không thiết yếu vẫn **bị phân hóa theo từng mảng**; Ngành giấy **bị tác động gián tiếp** do 40% tiêu thụ đến từ DN XK & áp lực dư cung.

**Thuế suất trước đó → Thuế suất kịch bản cơ sở*



Đánh giá một số nhóm ngành có thể chịu tác động ở kịch bản thuế = 15%-25%

Ngành	Thuế suất trước đó	Thuế suất kịch bản cơ sở	Nhận định của BSC
Trực tiếp			
Dệt may	8% - 11.6%	15% – 25%	Trong trường hợp Việt Nam bị áp thuế tương đương với các đối thủ cạnh tranh khác như Ấn Độ, Bangladesh, Indonesia,... BSC cho rằng các doanh nghiệp may mặc vẫn có khả năng để giữ đơn hàng nhờ (1) lợi thế nhân công tay nghề cao làm được các sản phẩm có giá trị gia tăng lớn với năng suất cao hơn các đối thủ (2) đáp ứng các tiêu chí ESG và tình hình chính trị ổn định. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, lượng đơn hàng có thể giảm do nhu cầu hiện tại không quá mạnh tại Mỹ.
Thủy sản	0%	15% – 25%	Dù bị áp thuế BSC cho rằng khả năng cạnh tranh của cá tra Việt Nam so với các sản phẩm thay thế khác vẫn là tương đối, đặc biệt khi so với cá rô phi Trung Quốc. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, sản lượng xuất khẩu sẽ bị ảnh hưởng khi nhu cầu tại thị trường Mỹ không quá mạnh thể hiện qua sản lượng giảm trong Q1.2025 và đầu Q2.2025.
Gỗ	0.6%	15% – 25%	Ở mức thuế này, sản phẩm đồ gỗ của Việt Nam sẽ chịu mức thuế gần như tương đương so với Canada và thấp hơn so với Trung Quốc, nhìn chung khả năng cạnh tranh trong dài hạn là vẫn còn, đặc biệt đối với Trung Quốc khi đây là quốc gia có kim ngạch xuất khẩu đầu gỗ vào Mỹ lớn T2 thế giới. Trong ngắn hạn, nhu cầu và đơn hàng sẽ giảm đáng kể do (1) đây là sản phẩm tiêu dùng không thiết yếu và nhu cầu của thị trường chưa hồi phục (2) doanh số nhà ở tại Mỹ neo ở mức thấp.
Bất động sản KCN	n.a	n.a	BSC cho rằng (1) dòng vốn FDI sẽ chậm lại trong năm 2025 và (2) xu hướng đa dạng hóa chuỗi sản xuất tiếp tục được đẩy mạnh sang nhiều quốc gia hơn để phân tán rủi ro, ảnh hưởng đến tốc độ cho thuê đất của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cần theo dõi thêm về quá trình đàm phán giữa Việt Nam – Hoa Kỳ vì điều khoản đảm bảo nguồn gốc hàng hóa, linh kiện, phụ kiện sẽ giúp dòng vốn FDI tích cực hơn nhờ sự tham gia của các doanh nghiệp cung ứng “đầu nguồn”.
Hóa chất – Phân bón	0%	15% – 25%	Tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ của nhóm doanh nghiệp Hoá chất – Phân bón hiện ở mức thấp. Nhóm này có khả năng đa dạng hoá thị trường xuất khẩu và linh hoạt điều chỉnh cơ cấu tiêu thụ, qua đó tác động từ việc Mỹ nâng thuế nhập khẩu là không đáng kể
Săm lốp	6% -7%	25%	Mỹ đang áp dụng biện pháp tạm thời với mức thuế bổ sung 10%. Nếu không gia hạn biện pháp này, các sản phẩm xăm lốp mã HS 4011.10.x và 4011.20.x sẽ chịu mức thuế bổ sung 25% theo Proclamation 10908, áp dụng với tất cả các quốc gia ngoại trừ Mexico. Điều này có thể gây áp lực đáng kể lên biên lợi nhuận và sức cạnh tranh của doanh nghiệp xuất khẩu xăm lốp sang Mỹ.
Gián tiếp hoặc chịu các mức thuế suất khác			
Cảng biển & Logistics	n.a	n.a	Ở mức thuế này, sản lượng Container sẽ chỉ suy giảm nhẹ tại các cụm cảng nước sâu do (1) phục vụ đa dạng thị trường và quốc gia, (2) lợi thế về vị trí nằm trên tuyến đường vận tải quốc tế. Mặt khác, các cảng sông không chịu tác động đáng kể do chủ yếu tập trung khai thác thị trường Nội Á.
Thép	25%	25%	Thép không nằm trong danh mục sản phẩm chịu thuế đối ứng. Ngoài thuế nhập khẩu là 25%, thì các doanh nghiệp sản xuất tôn mạ phải chịu thuế suất 40% - 88%, khó cạnh tranh khi xuất khẩu vào Mỹ. Các doanh nghiệp sản xuất HRC hiện tại chỉ chịu thuế nhập khẩu là 25%, vẫn duy trì vị thế cạnh tranh, và có khả năng đẩy xuất khẩu.
Ngân hàng	n.a	n.a	Với vai trò của tổ chức trung gian, tăng trưởng của ngành chỉ chịu tác động gián tiếp từ việc suy giảm chung của các hoạt động kinh tế như XNK và thu hút FDI, từ đó tăng trưởng tín dụng khó có thể đạt mục tiêu >16% của NHNN. Điểm đáng lo ngại trong bối cảnh hiện tại sẽ đến từ các biện pháp thúc đẩy cung ứng vốn ra nền kinh tế và tiếp tục hạ mặt bằng lãi suất thị trường 1, tương tự các giai đoạn khủng hoảng trước đó.
Tiêu dùng- bán lẻ Ô tô Giấy	n.a	n.a	Tiêu dùng bán lẻ: kỳ vọng thu nhập và sức mua được duy trì ổn định và áp lực cạnh tranh giữa các sản phẩm thay thế không quá gay gắt đối với nhóm ngành tiêu dùng thiết yếu, trong khi nhóm ngành không thiết yếu vẫn bị phân hóa theo từng ngành kinh doanh. Ngành giấy chịu tác động tiêu cực gián tiếp vì 40% sản lượng tiêu thụ giấy là đến từ các DN xuất khẩu và tiếp tục đối mặt với áp lực dư cung



% Tăng trưởng LNST theo ngành	2023	2024	2025F	% vốn hóa ngành/ tổng vốn hóa các ngành nghiên cứu
Thủy sản	-64%	34%	17%	1%
Săm lốp	-21%	0%	-11%	0.1%
Xây dựng	-6%	0%	20%	1%
Vật liệu	4%	50%	30%	5%
Dệt may	-31%	57%	4%	0.2%
Bán lẻ	-69%	207%	29%	4%
Ngân hàng	4%	17%	13%	50%
Dầu khí	-22%	-36%	13%	8%
Công nghệ thông tin	22%	20%	21%	6%
Hóa chất & Phân bón	-68%	6%	30%	2%
Khu công nghiệp	-10%	-22%	37%	2%
F&B	-25%	34%	7%	7%
Tiện ích	-34%	21%	9%	3%
Vận tải & Cảng biển (*)	35%	-11%	2%	1%
Bất động sản (*)	15%	-5%	14%	8%
Ô tô	-18%	19%	-1%	1%
Tổng tăng trưởng LNST (%)	-5%	10.0%	14.8%	100%

Danh mục BSC – Universe là danh mục các cổ phiếu được BSC theo dõi đánh giá và dự báo lợi nhuận đưa khuyến nghị:

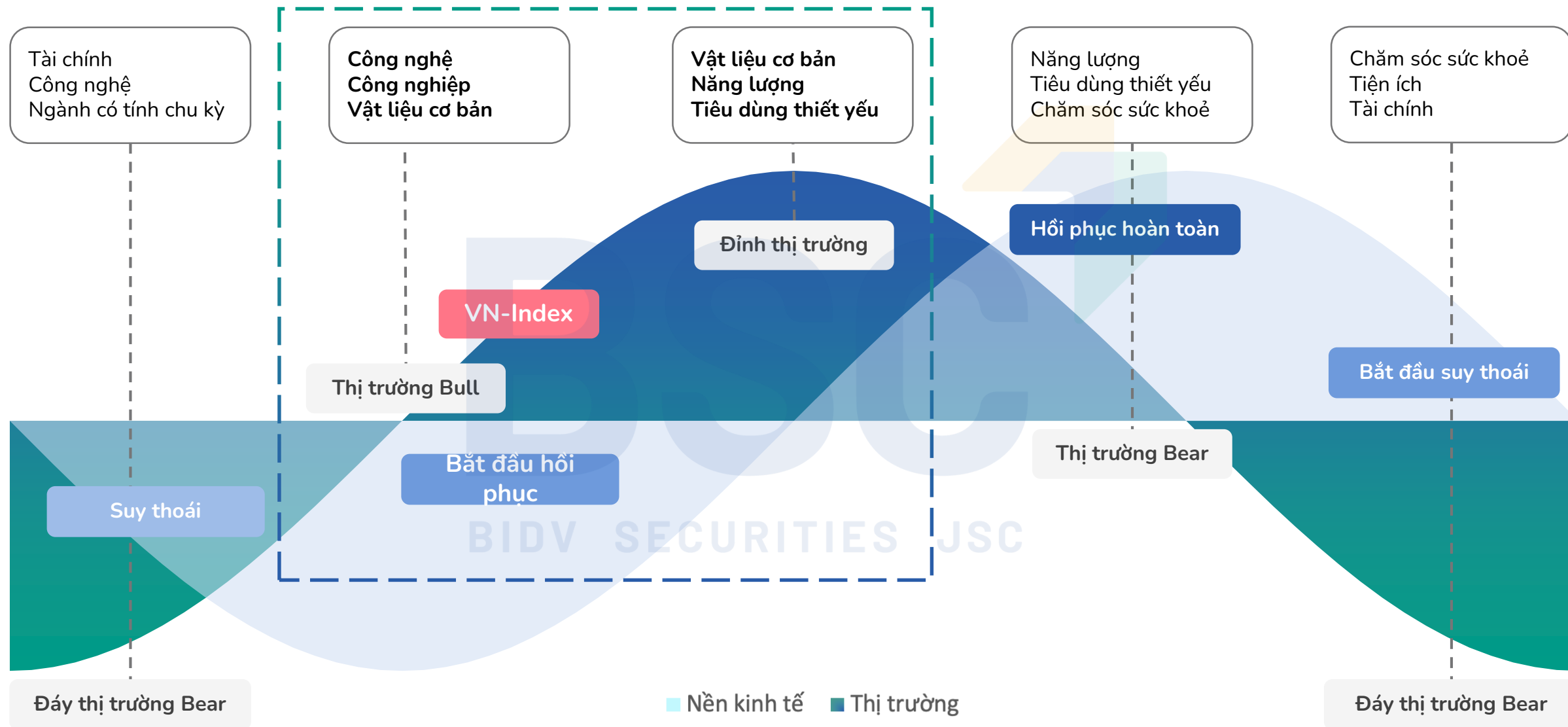
- Tổng số lượng cổ phiếu cover: 82 mã Số lượng ngành cover: 16
- Tổng vốn hóa danh mục BSC – Universe: chiếm 75.6% tổng vốn hóa VN-Index
- Chúng tôi lưu ý, tăng trưởng lợi nhuận thực tế của VN-Index có thể sẽ thấp hơn mức dự báo của BSC-Universal do đây là danh mục cổ phiếu theo dõi có chất lượng nền tảng cơ bản tốt, bao gồm các doanh nghiệp đầu ngành..



TRIỂN VỌNG 2025 - 2026

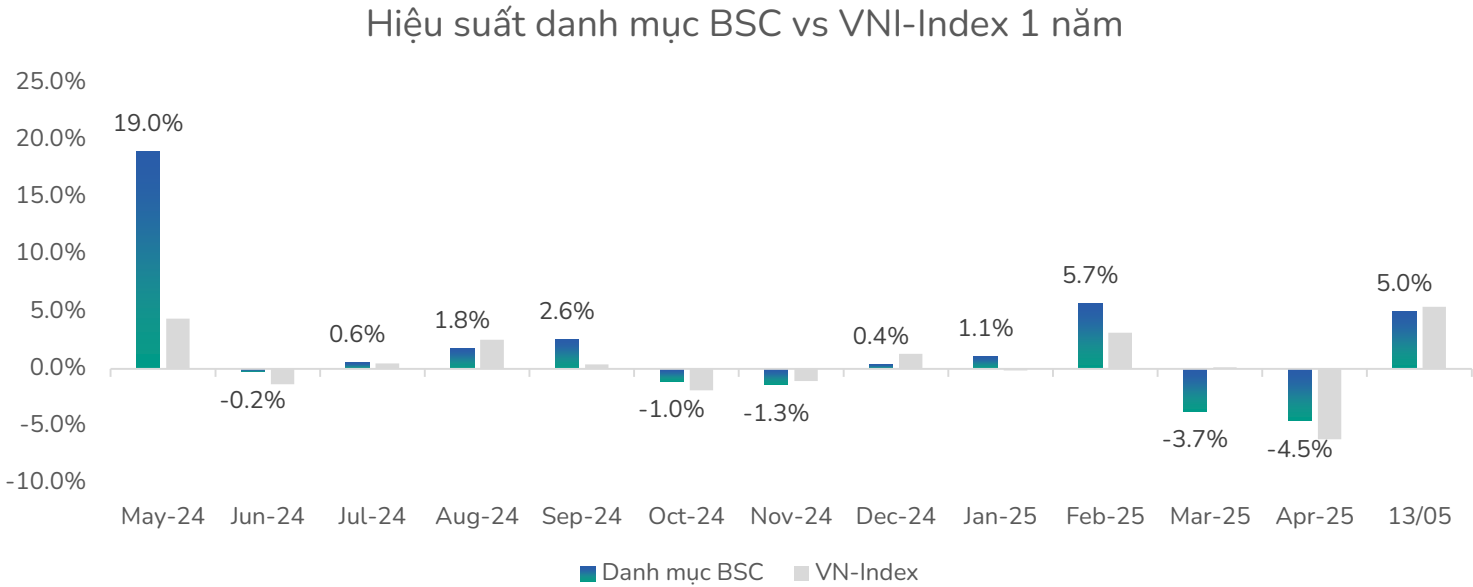
Chiến lược đầu tư trong bối cảnh biến động

Mô hình luân chuyển giữ các ngành



2024	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2024	5.9%	2.9%
T2.2024	9.8%	8.1%
T3.2024	5.0%	1.8%
T4.2024	-8.0%	-5.6%
T5.2024	19.0%	4.4%
T6.2024	-0.2%	-1.3%
T7.2024	0.6%	0.5%
T8.2024	1.8%	2.6%
T9.2024	2.6%	0.4%
T10.2024	-1.0%	-1.9%
T11.2024	-1.3%	-1.1%
T12.2024	0.4%	1.3%
Lũy kế 2024	38.6%	11.6%

2025	Danh mục BSC	VN-Index
T1.2024	1.1%	-0.1%
T2.2024	5.7%	3.2%
T3.2024	-3.7%	0.1%
T4.2024	-4.5%	-6.2%
13/05/2025	5.0%	5.4%
Lũy kế 2025 -YTD	3.3%	2.1%



Chú thích: Hiệu suất Tháng 5 được cập nhật tới 13/05/2025

Danh mục BSC – 10 được xây dựng dựa trên các tiêu chí:

- Đặc điểm: Danh mục đầu tư dựa trên các yếu tố cơ bản tốt, tính đại chúng cao. Tập trung các doanh nghiệp đầu ngành, có vốn hóa vừa và lớn, tính thanh khoản cao, phù hợp đáp ứng với kế hoạch đầu tư từ 1-3 tháng.
- Vốn hóa: Vốn hóa > 2,000 tỷ đồng
- Thanh khoản: > 20 tỷ đồng/ trung bình 60 phiên

[Link tổng hợp hiệu suất danh mục](#)



Sau KQKD Q1/2025, định giá VN-Index vẫn đang giao dịch ở vùng hấp dẫn so với quá khứ, ở trên mức -1 lần độ lệch chuẩn (PE trailing = 12.72 lần), theo đó P/B cũng đang giao dịch ở vùng tiệm cận lịch sử đầy 4 năm (PB trailing = 1.64 lần).

Chiến thuật đầu tư trong bối cảnh “nhiều biến động” nên tập trung vào yếu tố Vi mô (nội tại doanh nghiệp) thay vì đoán định các yếu tố “khó lường” từ chính sách vĩ mô. BSC đưa ra một số yếu tố cần đánh giá và các chủ đề đầu tư gợi ý để lựa chọn cổ phiếu bao gồm: [\(Trang 24\)](#)

- Lựa chọn phương án tiếp cận Top-down: Ưu tiên các cổ phiếu thuộc các nhóm ngành ít bị ảnh hưởng bởi chiến tranh thương mại, có thể được hỗ trợ từ các chính sách hỗ trợ từ chính phủ (Đầu tư công, tăng trưởng tín dụng, giảm thuế VAT, phát triển kinh tế tư nhân theo nghị quyết 68-NQ/TW, du lịch)
- Dựa trên định giá của doanh nghiệp đi kèm với mức tăng trưởng lợi nhuận duy trì ở mức khả quan (P/E kỳ vọng sẽ điều chỉnh tương đồng với tốc độ tăng lợi nhuận).
- Nhóm một số cổ phiếu có thể hưởng lợi từ việc giảm quy mô thâm hụt với Mỹ và xu hướng giảm giá hàng hóa.
- Ưu tiên các nhóm cổ phiếu có tỷ trọng thị trường nội địa ở mức cao, tiêu dùng trong nước
- Nhóm cổ phiếu có thiên hướng phòng thủ duy trì mức cổ tức cao có thể là điểm đến để “trú bão” trong giai đoạn khó khăn.
- Đầu cơ phù hợp khẩu vị rủi ro cao: Cân nhắc đầu tư trong ngắn hạn tại các nhịp phục hồi của các nhóm ngành bị ảnh hưởng mạnh bởi thuế quan đang có mức chiết khấu sâu.

- Theo đó, chúng tôi chia ra 4 nhóm dựa theo các yếu tố cơ bản theo bảng bên dưới. **Nhà đầu tư có thể ưu tiên giai đoạn hồi phục để tái cấu trúc danh mục ưu tiên các cổ phiếu ít chịu ảnh hưởng trực tiếp cũng như có nền tảng cơ bản tốt, định giá ở mức hấp dẫn, trong bối cảnh triển vọng đàm phán về thuế vẫn chưa rõ ràng.**
- Đối với kịch bản thuế quan diễn biến theo chiều hướng tích cực hơn, nhà đầu tư có thể lựa chọn các cổ phiếu chịu ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp của thuế quan có mức định giá đã bị chiết khấu sâu, nhằm tận dụng đà phục hồi của thị trường

Nhóm chịu ảnh hưởng trực tiếp	Nhóm chịu ảnh hưởng gián tiếp	Nhóm ảnh hưởng mở rộng	Nhóm chịu rất ít tác động từ thuế quan
• Dệt may • Thủy sản • Đồ gỗ & Đá xuất khẩu • Săm lốp • Khu công nghiệp	• Điện • Nước sạch • Ô tô, xe máy • Giấy bao bì • Tiêu dùng - Bán lẻ không thiết yếu • Cảng biển • Vận tải	• Ngân hàng • Bất động sản thương mại • Năng lượng • Dịch vụ tài chính (CK) • Xây dựng • Tiêu dùng- Bán lẻ thiết yếu • Dịch vụ hàng không • Tài nguyên cơ bản (Thép)	• Dược phẩm • Công nghệ • Chăn nuôi • Phân bón – Hoá chất • Viễn thông • Du lịch – Giải trí • Hàng không • BĐS Nhà ở





Nhóm hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ thúc đẩy từ chính phủ

- Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công các dự án cao tốc đường bộ, đường sắt, ...
- Đẩy mạnh triển khai dự án năng lượng – dầu khí.
- Thúc đẩy các chính sách hỗ trợ tiêu dùng giảm VAT, du lịch, miễn visa.
- Phát triển kinh tế tư nhân, tập đoàn đa ngành, nghị quyết số 68-NQ/TW.
- Tăng cường nói lời chính sách tiền tệ, thúc đẩy cung ứng vốn ra nền kinh tế.



Nhóm hưởng lợi từ các chính sách Việt Nam tăng XNK hàng hoá từ Mỹ

- Giảm chi phí đầu ào do tăng nhập khẩu từ Mỹ.
- Hưởng lợi từ nhập khẩu nhiên liệu, khí LNG, máy bay... từ Mỹ.
- Hưởng lợi từ giá dầu giảm – đầu vào ngành phân bón, nhựa ống, logistic.



Nhóm trung tính ít ảnh hưởng/liên quan tới XNK hàng hoá đi Mỹ

- Thị phần xuất khẩu Mỹ thấp hoặc thiên về thị trường khác (như Trung Quốc), hoặc có khả năng đa dạng hóa thị trường xuất khẩu.
- Công nghệ – Chuyển đổi số.



Nhóm duy trì tiền mặt & cổ tức cao – phòng thủ

- Duy trì lượng tiền mặt ròng lớn & cổ tức hấp dẫn.



TT	Nhóm ngành	Chi tiết	Cổ phiếu tiêu biểu
1	<u>Nhóm hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ thúc đẩy của Chính phủ</u>	• Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công các dự án cao tốc đường bộ, đường sắt, ...	VHM , HPG , DXG , TCH , DPG , VCG , HHV , CTD , ELC
		• Đẩy mạnh triển khai dự án năng lượng – dầu khí	PVB , PVS , GAS
		• Thúc đẩy các chính sách hỗ trợ tiêu dùng, du lịch, miễn visa	FRT , MWG , MSN ; ACV , HVN , VJC , VRE
		• Phát triển kinh tế tư nhân, tập đoàn – NQ 68/TW	VHM , VIC , VRE , MSN , Viettel, GEX ,.....
		• Tăng cường nới lỏng chính sách tiền tệ, thúc đẩy cung ứng vốn ra nền kinh tế	BID , CTG , VCB , ACB , HDB , MBB , TCB , VPB
2	<u>Nhóm hưởng lợi từ các chính sách Việt Nam tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ</u>	• Giảm chi phí đầu vào do tăng nhập khẩu từ Mỹ	DBC , BAF
		• Hưởng lợi từ nhập khẩu nhiên liệu, khí LNG, máy bay... từ Mỹ	GAS , POW , NT2 HVN , VJC
		• Hưởng lợi từ giá dầu giảm – đầu vào ngành phân bón, nhựa ống, logistic	DPM , DCM HVN , VJC BMP , NTP
3	<u>Nhóm trung tính – ít ảnh hưởng/liên quan tới xuất khẩu hàng hóa đi Mỹ</u>	• Thị phần xuất khẩu Mỹ thấp hoặc thiên về thị trường khác (như Trung Quốc)	ANV , IDI , FMC DGC , DPM , DCM
		• Công nghệ – Chuyển đổi số	FPT
4	<u>Nhóm duy trì tiền mặt & cổ tức cao – Phòng thủ</u>	• Duy trì lượng tiền mặt ròng lớn & cổ tức hấp dẫn	VEA , VNM , QTP , QNS , NT2 , PAT , PVS , BMP , DPM , SCS , SLS
5	<u>Đầu cơ – Khẩu vị rủi ro cao</u>	• Nhóm cổ phiếu bị ảnh hưởng thuế quan đang có mức định giá bị chiết khấu sâu	TNG , VHC , MSH , DRC , CSM , PTB , IDC , SZC , KBC , BCM ,



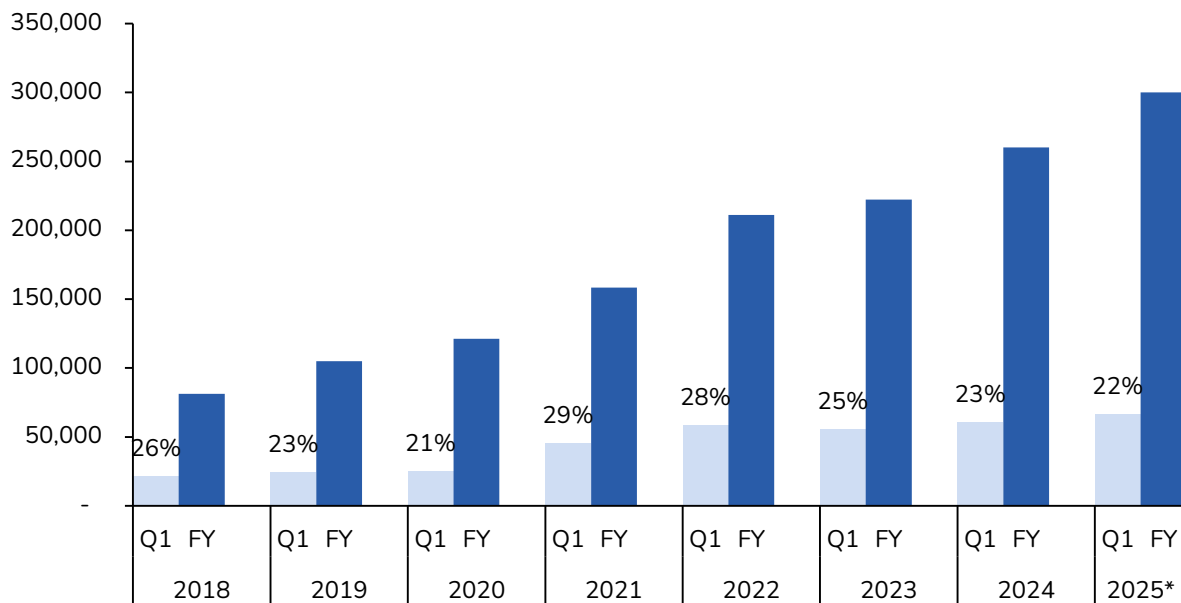
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG



Các ngân hàng tiếp tục với kế hoạch kinh doanh dự kiến trước khi có thông tin thuế quan, bám sát với mục tiêu tăng trưởng của cơ quan điều hành.

- Nhóm ngân hàng tư nhân tiếp tục đặt kế hoạch lợi nhuận 2025 mạnh mẽ hơn so với các ngân hàng quốc doanh, trong đó tổng hợp các ngân hàng tư nhân BSC theo dõi đặt mục tiêu LNTT 2025 tăng trưởng hơn 16% YoY. Ngược lại, hiện chỉ có VCB chính thức trình ĐHCĐ mục tiêu LNTT 2025 với mức tăng trưởng thận trọng ở 3.5% YoY.
- Các ngân hàng đánh giá rủi ro trước mắt là chưa đáng kể, ít nhất trong 1H25 với tình hình tăng trưởng khả quan. Nếu có điều chỉnh kế hoạch kinh doanh, thì khi đó phải là từ Q3/25 trở đi sau khi thời hạn 90 ngày hoãn thuế kết thúc.
- Tổng LNTT Q1/25 của danh sách BSC theo dõi tăng trưởng khoảng 10% YoY và hoàn thành 22% dự báo cả năm, so với trung bình giai đoạn 2018-2024 tỷ lệ này đạt khoảng 25%, phản ánh rủi ro điều chỉnh giảm dự báo, đặc biệt là trong bối cảnh môi trường vĩ mô có nhiều yếu tố bất định chờ đợi trong 2H25 khi thời gian 90 ngày tạm thời hoãn thuế kết thúc.
- Nhìn chung, lợi nhuận Q1/25 của các ngân hàng công bố có phần thấp hơn kì vọng của BSC dù tăng trưởng tín dụng tích cực hơn cùng kì và một số ngân hàng được hưởng lợi từ hiệu ứng nền thấp, điểm trừ đến từ NIM tiếp tục suy giảm và tình trạng hình thành nợ xấu chưa thể hạ nhiệt.

Tỷ lệ hoàn thành LNTT trong Q1 giai đoạn 7 năm qua của danh sách BSC theo dõi



*Số liệu LNTT cả năm 2025 là dự báo của BSC

	1Q25	%YoY	KH25	%YoY	%KH BSC dự báo	%Dự báo
BID	7,413	0%	Chưa công bố		34,143	22%
CTG	6,823	10%	Chưa công bố		38,914	18%
VCB	10,860	1%	43,714	3.5%	25%	24%
ACB	4,597	-6%	23,000	9.5%	20%	19%
HDB	5,355	33%	21,179	26.6%	25%	26%
MBB	8,386	45%	31,712	10.0%	26%	26%
MSB	1,631	7%	8,000	16.0%	20%	20%
STB	3,674	38%	14,650	15.0%	25%	24%
TCB	7,236	-7%	31,500	14.4%	23%	22%
TPB	2,109	15%	9,000	18.4%	23%	24%
VIB	2,421	-3%	11,020	22.0%	22%	22%
VPB	5,015	20%	25,270	26.3%	20%	21%
NAB	1,225	22%	5,000	10.0%	24%	23%
Tổng	66,745	10%			300,039	22%

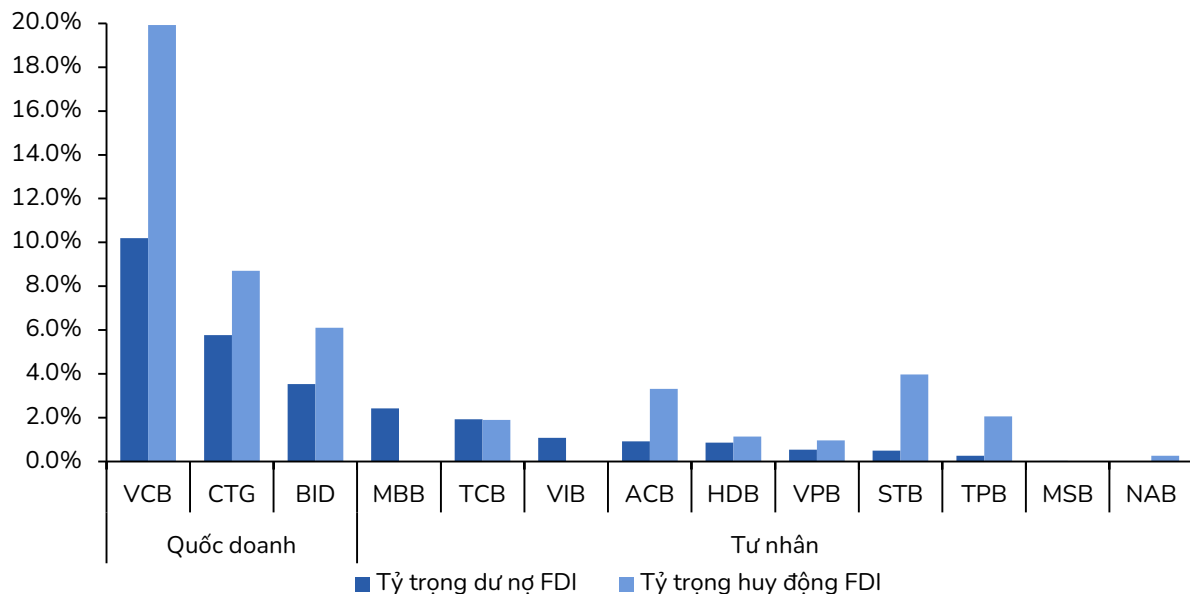
Nguồn: BSC Research



Ảnh hưởng trực tiếp từ nhóm FDI & Xuất khẩu tới các ngân hàng trước mắt là không lớn, tuy nhiên cần quan sát thêm trong nửa cuối năm.

- Theo số liệu tính tới cuối năm 2024, các ngân hàng quốc doanh thường có dư nợ cho nhóm FDI cao hơn rõ rệt so với các ngân hàng tư nhân, nhờ lợi thế về quy mô vốn, uy tín lâu đời và tập khách hàng lâu năm của nhóm này. Tuy nhiên, tỷ trọng dư nợ cho vay vào các ngành có liên quan trực tiếp tới xuất khẩu sang Mỹ hiện nay tương đối thấp, chỉ chiếm từ khoảng 2% đến 10% tổng dư nợ tùy từng ngân hàng.
- Trong mùa đại hội đồng cổ đông vào tháng 4 vừa qua, ban lãnh đạo các ngân hàng cũng cho biết, với tỷ trọng đóng góp dư nợ của nhóm xuất nhập khẩu và FDI thấp, tác động trực tiếp từ chính sách thuế quan đối với hoạt động kinh doanh của ngân hàng là không đáng kể trong ngắn hạn. Tuy nhiên, ảnh hưởng gián tiếp là tương đối khó đo lường, do liên quan đến các vấn đề về việc làm và thu nhập của người lao động.
- Trên cơ sở đánh giá sơ bộ, BSC cho rằng tác động trong ngắn hạn từ sự thay đổi môi trường xuất khẩu Mỹ đến ngành ngân hàng là không đáng kể. Tuy nhiên, để có cái nhìn toàn diện và chính xác hơn, cần tiếp tục theo dõi sát sao các diễn biến trong trung hạn để đánh giá đầy đủ các ảnh hưởng lan tỏa và dài hạn đối với ngành ngân hàng, đặc biệt về các yếu tố kinh tế vĩ mô.

Các ngân hàng quốc doanh có nhiều tỷ trọng cho vay - huy động* từ nhóm khách hàng FDI hơn các ngân hàng tư nhân



Đánh giá sơ bộ về mức độ ảnh hưởng từ phía BLD

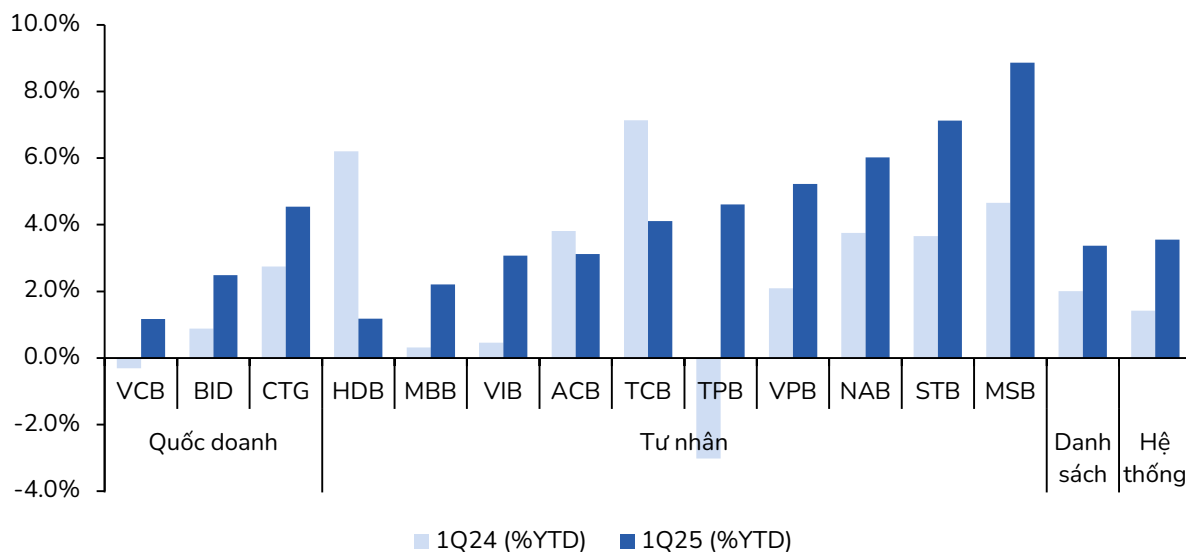
BID	Dư nợ chịu ảnh hưởng khoảng 300k tỷ (tương đương 15% tổng dư nợ), tập trung các ngành như VLXD, cơ khí, thủy sản, giày da, may mặc, logistics, BĐS KCN, ...
CTG	Nhóm FDI chiếm 6% tổng dư nợ, đánh giá chưa có tác động lớn trước mắt
VCB	Nhóm FDI chiếm hơn 20% dư nợ bán buôn (tương đương 10% tổng dư nợ) và hơn 40% tổng huy động vốn, hơn 50% về doanh số hạch toán quốc tế tài trợ thương mại
ACB	Dư nợ cho vay XNK chiếm 5%, cho vay BĐS KCN chiếm 1.5%
HDB	Dư nợ nhóm XNK trực tiếp với Mỹ <1.5%, ảnh hưởng trực tiếp là không lớn
MBB	Dư nợ nhóm XNK trực tiếp với Mỹ chỉ 0.6%, tuy nhiên khó đo lường ảnh hưởng lan tỏa
MSB	Dư nợ nhóm XNK chiếm 9.5% bao gồm các ngành nghề liên quan, nhóm XNK trực tiếp đi Mỹ chỉ chiếm 1.6%, chủ yếu là ngắn hạn (3-6T) theo hồ sơ chứng từ
STB	Dư nợ nhóm liên quan XNK chiếm 3.5-3.7% dư nợ, và đóng góp khoảng 7% thu nhập
TCB	Dư nợ chịu ảnh hưởng trực tiếp chiếm 3%, tác động gián tiếp là khó đo lường
TPB	Nhóm XNK liên quan đến Mỹ chiếm 10.8 nghìn tỷ (tương đương 4% tổng dư nợ), tác động trực diện dự kiến là không lớn
VIB	Nhóm FDI chỉ chiếm 1.1% dư nợ, do đó tác động trực tiếp cũng không lớn
VPB	Nhóm XNK chiếm 3% trong các giao dịch, nhóm FDI có dư nợ 6k tỷ, huy động 10k tỷ, đều chiếm tỷ trọng nhỏ, tuy nhiên lo ngại ảnh hưởng đến việc làm và thu nhập của người dân



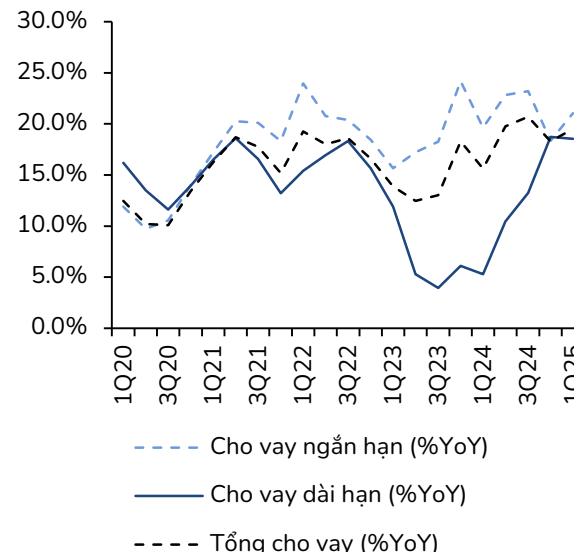
Tốc độ tăng trưởng tín dụng cải thiện so với cùng kỳ. Nguồn vốn được định hướng vào các ngành nghề ưu tiên và mang tính trung dài hạn...

- Theo NHNN, đến cuối tháng 03/2025, tăng trưởng tín dụng và huy động toàn hệ thống lần lượt đạt 3.5% và 2.3% YTD, tích cực hơn 1.4% và -0.5% YTD tại thời điểm cùng kỳ năm ngoái. Hầu hết các ngân hàng BSC theo dõi đều ghi nhận xu hướng này, đặc biệt là các ngân hàng quốc doanh như BID (+2.5% YTD) và VCB (+1.2% YTD) chưa kể các khoản nợ được VCB bán cho phía VCBNeo.
- Tăng trưởng cho vay trung – dài hạn cũng duy trì xu hướng cải thiện khi các ngân hàng quốc doanh luôn là đầu tàu tài trợ cho các ngành được ưu tiên như cơ sở hạ tầng. Điển hình như VCB tham gia tài trợ dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và 4 (4.0 nghìn tỷ), Đường dây 500kV Lào Cai – Vĩnh Yên (5.5 nghìn tỷ), Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (1 tỷ USD, phần 0.8 tỷ USD còn lại đến từ BID và CTG), ... hay BID và CTG tham gia tài trợ dự án Đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối (gần 11 nghìn tỷ).
- NHNN cũng vừa công bố triển khai gói tín dụng hỗ trợ lãi suất 500 nghìn tỷ đầu tư hạ tầng và công nghệ số. Nguồn vốn cam kết đến từ các ngân hàng thương mại.
- Dù vậy, việc tài trợ chủ đầu tư hạ tầng cũng đặt ra cho các ngân hàng bài toán về cho vay kì hạn dài, tổng vốn đầu tư lớn, tỷ lệ tham gia của vốn NSNN ở mức hạn chế (vốn ngân hàng thường chiếm ~80%), thời gian thu hồi lâu, NIM kém cạnh tranh, ... Điều này cũng gia tăng nhu cầu huy động nguồn trung dài hạn (điển hình là qua phát hành GTCG) từ phía các ngân hàng, phần nào gây áp lực lên chi phí vốn.
- Việc tham gia vào cho vay các doanh nghiệp liên quan như sắt thép, nhựa, VLXD, ... sẽ có lợi hơn về quản trị chất lượng tài sản và NIM xét từ góc độ của các ngân hàng.

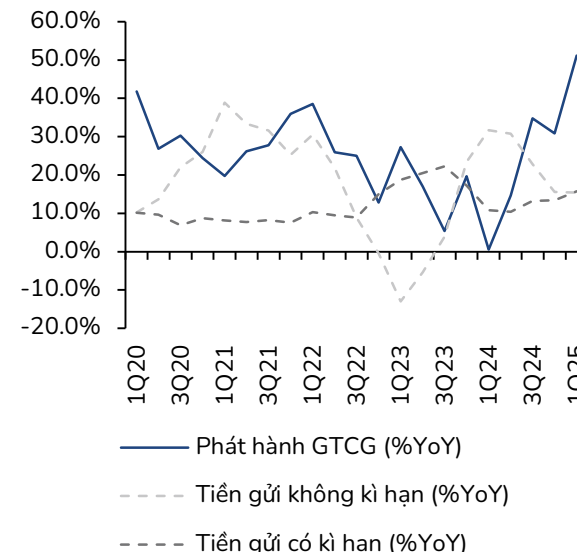
Tốc độ tăng trưởng tín dụng trong 2025 đã có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ ở nhóm các ngân hàng quốc doanh



Tăng trưởng cho vay dài hạn cải thiện từ mức nền thấp 2023-2024



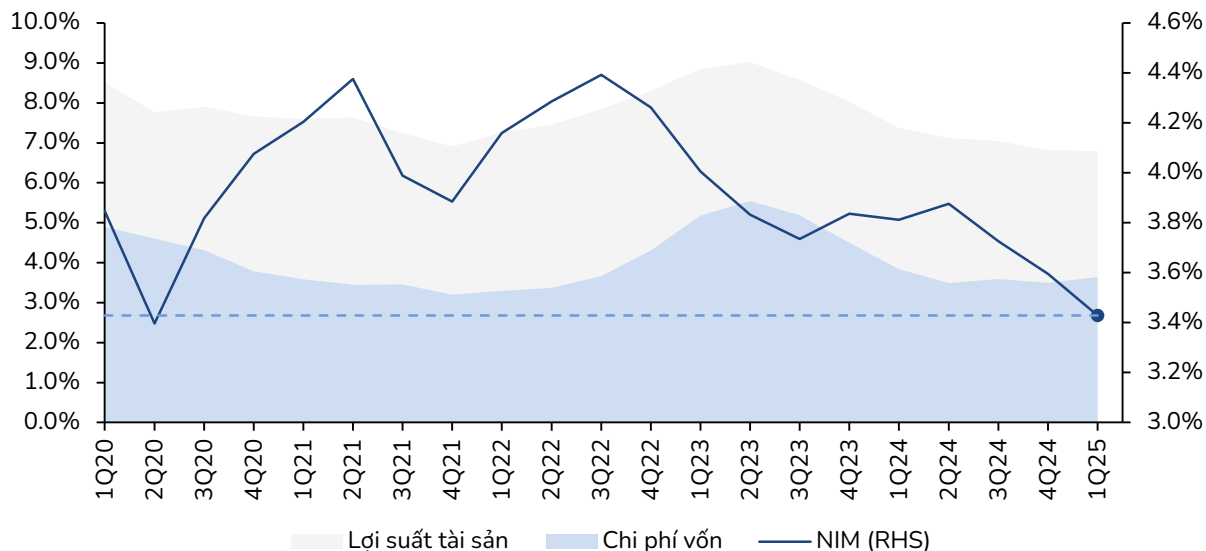
...đi cùng với nhu cầu huy động có kì hạn, hiện tập trung qua GTCG



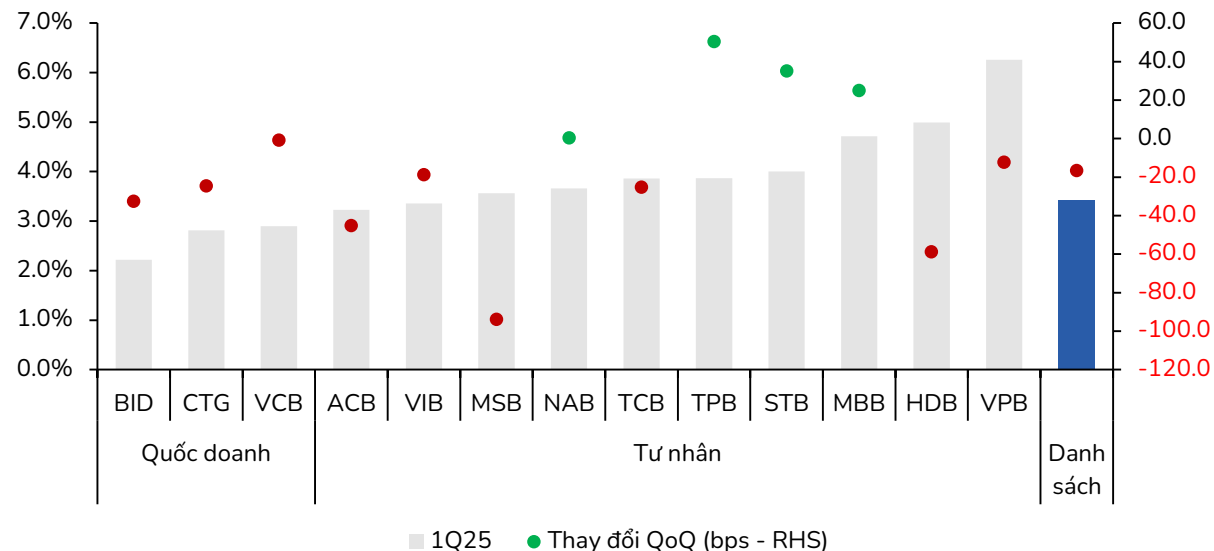
...tuy nhiên NIM tiếp tục thu hẹp, chưa có nhiều triển vọng cải thiện khi “cuộc đua vũ trang” ngày càng căng thẳng.

- NIM trong quý của danh sách BSC theo dõi giảm xuống 3.4% (-17bps QoQ) tại cuối Q1/25, gần ngang mức thấp nhất ghi nhận trong 2020. Trong khi chi phí vốn có xu hướng đi ngang/nhích nhẹ thì lợi suất tài sản sinh lời liên tục suy giảm, chủ yếu đến từ tình trạng cạnh tranh lãi suất cho vay giữa các ngân hàng do nhu cầu tín dụng, đặc biệt là tín dụng bán lẻ, còn yếu. Tăng trưởng tín dụng tiêu dùng BĐS trong 2023-2024 (trung bình 3-4%/năm) chậm hơn rất nhiều so với bình quân hệ thống.
- Lưu ý rằng NIM của MBB và VCB theo số liệu BCTC có phần “cao hơn thực tế” do phần tài sản sinh lời ở mẫu số tăng chậm vì các khoản nợ bán cho MBV và VCB Neo.
- Nhiều ngân hàng đã đưa ra các gói cho vay người trẻ (<35 tuổi) mua nhà từ đầu 2025, trong đó các ngân hàng như BID, CTG lần đầu tiên đưa ra chính sách lãi suất ưu đãi 5.5-5.6%/năm cố định trong 3 năm đầu, thể hiện nỗ lực trong việc kích thích nhu cầu tín dụng.
- Tuy nhiên BSC cho rằng gói cho vay ưu đãi không là chưa đủ để kích thích nhu cầu từ người dân, điều quan trọng nhất vẫn là cải thiện thu nhập người dân. Từ 2020 đến 2024, theo khảo sát của GSO, thu nhập bình quân đầu người luôn tăng trưởng chậm hơn GDP bình quân đầu người.
- Theo khảo sát, một bộ phận người được phỏng vấn hiện vẫn tương đối thận trọng đối với các gói cho vay này khi “ưu đãi vay trong thời gian ngắn (thậm chí là 5 năm) sẽ không đủ sức kéo giảm áp lực tài chính trong suốt vòng đời khoản vay (trung bình 15-20 năm), nhất là ở bối cảnh giá nhà đang cao như hiện nay” và “thậm chí so ra còn kém hấp dẫn hơn gói ưu đãi 0% mà các chủ đầu tư triển khai cả chục năm qua”.

Tuy nhiên NIM các ngân hàng vẫn chịu sức ép lớn từ phía lãi suất đầu ra trong khi nhu cầu huy động có kì hạn (qua GTCG) gia tăng



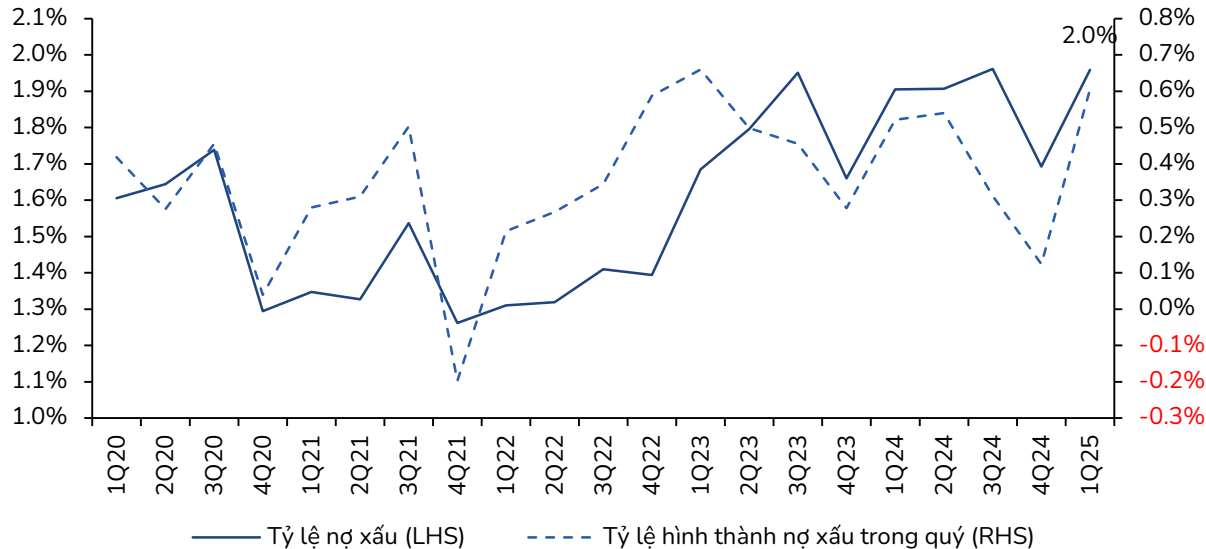
NIM trong quý của hầu hết ngân hàng đều thu hẹp, đóng góp lớn nhất đến từ nhóm quốc doanh vốn đi đầu về các gói cho vay ưu đãi



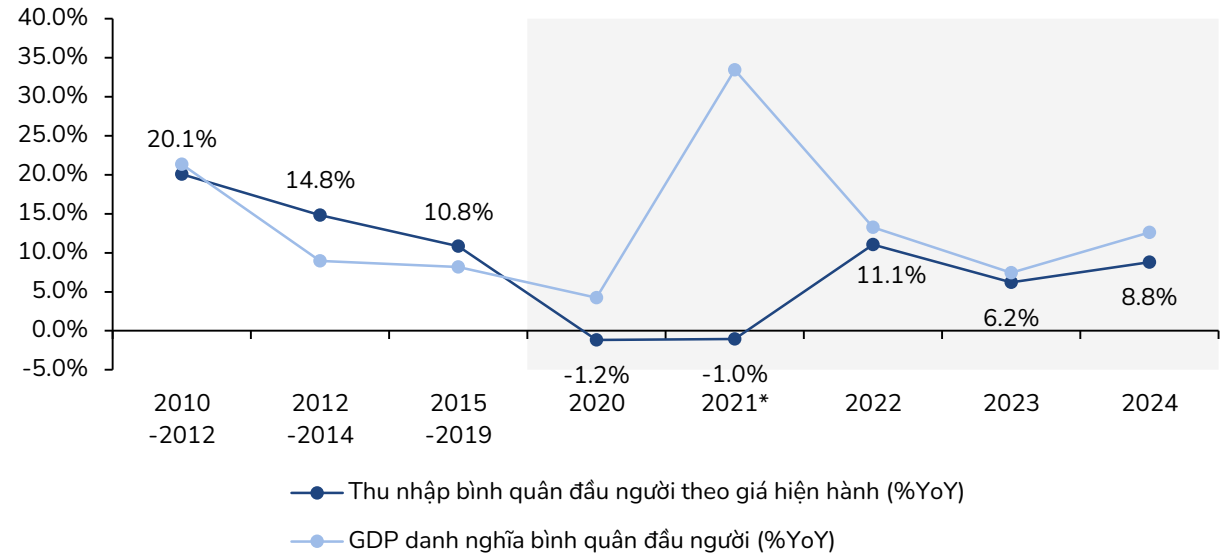
Chất lượng tài sản còn diễn biến phức tạp, khó có thể kì vọng sự cải thiện đáng kể trong ngắn hạn.

- Tâm điểm trong Q1/25 vẫn xoay quanh câu chuyện nợ xấu của ngành, với tỷ lệ hình thành nợ xấu trong quý của danh sách BSC theo dõi tăng vọt lên 0.6% (+48bps QoQ) và gần xấp xỉ mức đỉnh ghi nhận trong Q1/23 sau sự kiện VTP – SCB vào cuối 2022. Dù các ngân hàng tiếp tục có xu hướng sử dụng dự phòng để kiểm soát nợ xấu, trong đó tập trung vào nhóm ngân hàng quốc doanh như BID (xử lý 4.0 nghìn tỷ), CTG (6.5 nghìn tỷ) và các ngân hàng tư nhân lớn như VIB (1.2 nghìn tỷ), HDB (1.6 nghìn tỷ), MBB (3.5 nghìn tỷ), VPB (6.6 nghìn tỷ), tỷ lệ nợ xấu của danh sách theo dõi vẫn nhích tăng lên 2.0% (+27bps QoQ), tương ứng với LLCR giảm trở lại xuống 92% tại cuối quý, ngang với giai đoạn đầu 2020.
- BSC cho rằng các nguyên nhân chính bao gồm **(1)** Thông tư 02 tái cơ cấu nợ hết hiệu lực trong 2024, **(2)** thu nhập người dân chưa cải thiện tương xứng với GDP bình quân đầu người (luôn tăng trưởng thấp hơn kể từ sau COVID-19) khiến tình hình trả nợ của nhóm bán lẻ tiếp tục gặp khó khăn, đặc biệt là ở mảng cho vay người mua nhà theo nhiều ngân hàng chia sẻ, **(3)** yếu tố mùa vụ khi tỷ lệ nợ xấu thường tăng trở lại trong Q1 hàng năm, đặc biệt là trong các năm gần đây khi dư nợ cho vay thường tăng mạnh tập trung vào Q4.
- Lo ngại chung của BLĐ các ngân hàng trong thời gian tới rằng nợ xấu, nợ tiềm ẩn còn có thể gia tăng trong môi trường kinh tế nhiều biến động, nhóm khách hàng bán lẻ là nhóm dễ chịu tổn thương về việc làm cũng như thu nhập trong trường hợp Việt Nam chịu tác động tiêu cực từ các yếu tố vĩ mô bên ngoài khó kiểm soát.

Tình trạng nợ xấu còn dai dẳng với tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng trở lại, nhiều ngân hàng cho biết đóng góp chính vẫn là phân khúc bán lẻ



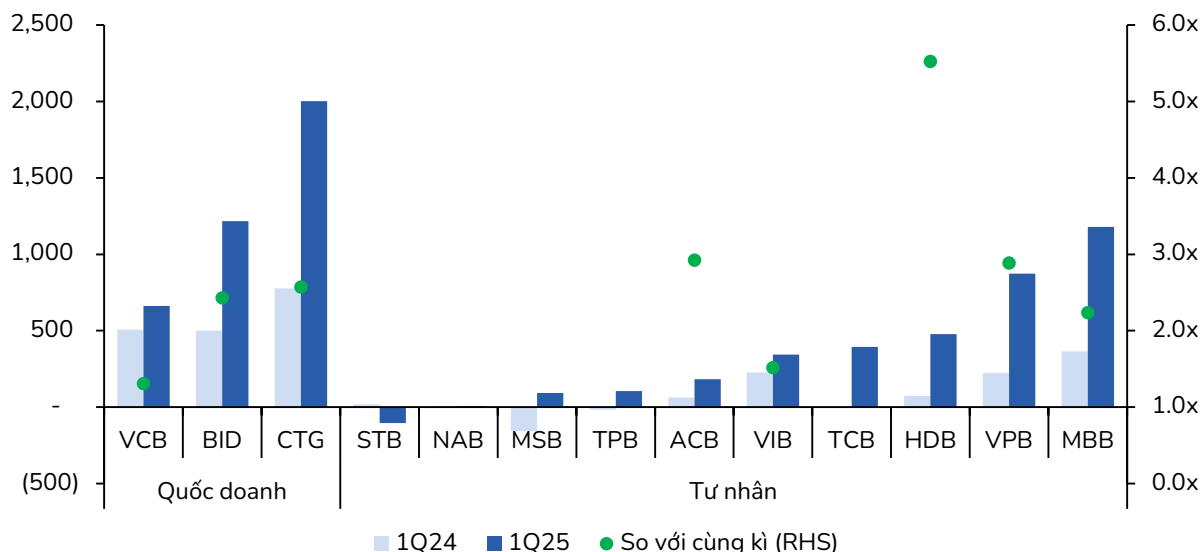
Tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người luôn thấp hơn tăng trưởng GDP bình quân đầu người từ sau COVID-19



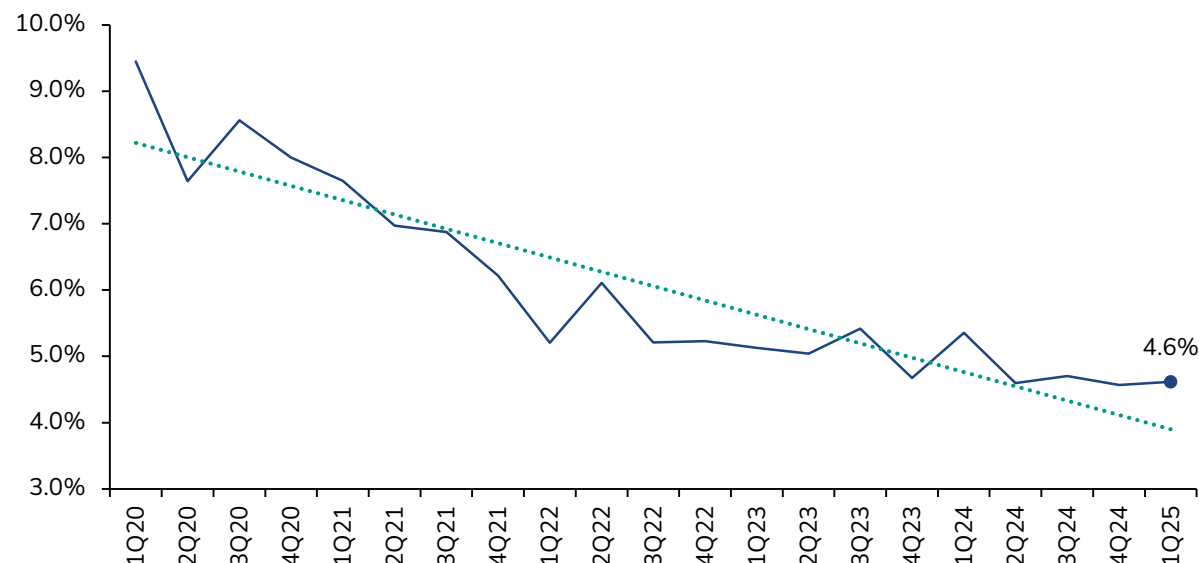
Thu hồi nợ xấu là động lực quan trọng với một số ngân hàng trong 2025, bù đắp cho xu hướng hi sinh NIM đối lấy tăng trưởng quy mô.

- Với triển vọng thị trường BĐS tiếp tục ấm lên về mặt thanh khoản nhờ khơi thông pháp lý, BSC cho rằng thu hồi nợ xấu sẽ là “chiếc lớp dự phòng” cho các nhà băng cán đích lợi nhuận 2025, đặc biệt là các ngân hàng có tỷ lệ xóa nợ cao trong các năm qua và việc lựa chọn TSBĐ được đánh giá kĩ càng. Điển hình là CTG khi BLĐ chia sẻ tại ĐHCĐ 2025 rằng ngân hàng kỳ vọng lợi nhuận từ thu hồi nợ năm nay đạt 10 nghìn tỷ trong kịch bản cơ sở (so với 8.5 nghìn tỷ cùng kỳ), phần đầu đạt 12-14 nghìn tỷ. Các ngân hàng khác dù chưa chia sẻ cụ thể mục tiêu lợi nhuận từ nợ đã xử lý rủi ro trong kế hoạch 2025, BSC cho rằng đây sẽ là cấu phần đóng góp đáng kể trong cơ cấu lợi nhuận năm nay, đặc biệt là khả năng Nghị quyết 42 sẽ được chính thức luật hóa (thảo luận trong kỳ họp Quốc hội tháng 05/2025).
- Ngược lại, một số mảng thu ngoài lãi khác như kinh doanh ngoại hối và chứng khoán đầu tư (chủ yếu từ danh mục TPCP) được dự kiến gặp nhiều khó khăn hơn trong năm nay vì (1) tỷ giá và dòng tiền ra/vào biến động khó lường trước những thông tin vĩ mô từ bên ngoài và (2) nhiều ngân hàng đã hiện thực hóa lợi nhuận từ danh mục TPCP trong 2024 khiến tỷ trọng của cấu phần này trong tổng tài sản giảm về mức thấp lịch sử. Bên cạnh những yếu tố nền tảng, đây cũng là 2 mảng hoạt động ghi nhận mức nền tương đối cao cùng kỳ năm ngoái.
- Thu nhập phí và dịch vụ còn nhiều bất định trong thời gian tới do tình hình xuất nhập khẩu có thể chịu ảnh hưởng xấu từ thuế quan, từ đó ảnh hưởng đến thu nhập phí từ tài trợ thương mại, trong khi thị trường bảo hiểm qua kênh ngân hàng tiếp tục phục hồi chậm.

Thu nhập khác của nhiều ngân hàng trong 1Q25 tăng gấp nhiều lần cùng kỳ, đặc biệt là các ngân hàng đẩy mạnh xử lý nợ trong các năm qua



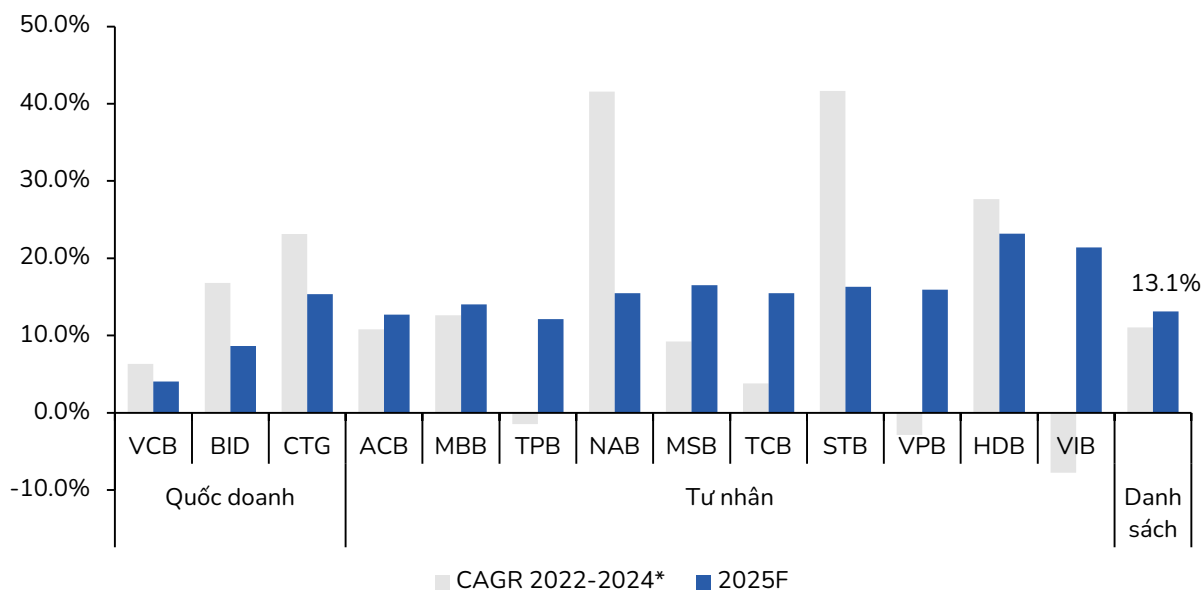
Tỷ trọng danh mục TPCP/tổng tài sản của các ngân hàng đã xuống mức thấp nhất trong nhiều năm, phần nào hạn chế dư địa ghi nhận lợi nhuận



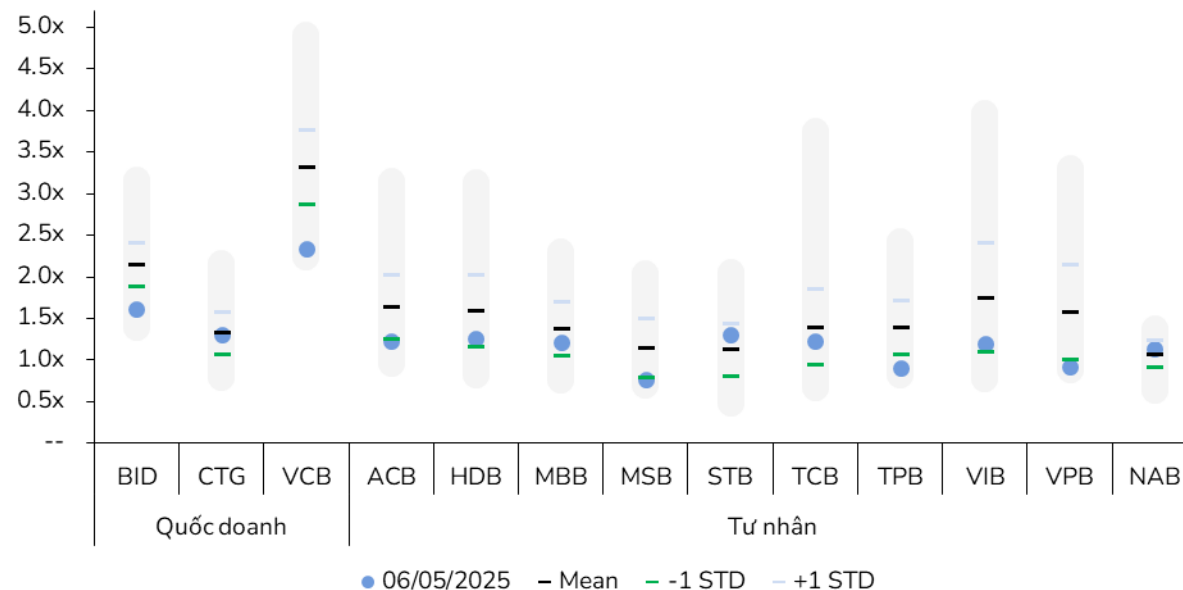
Quan điểm đầu tư: Ưu tiên và Chọn lọc.

- Với vai trò của tổ chức trung gian, ngành ngân hàng vẫn sẽ là một trong những ngành chịu ảnh hưởng sau cùng nếu Mỹ quyết định áp mức thuế đối ứng cao hơn kì vọng đối với Việt Nam. Điều này được phần nào phản ánh trên thị trường khi các cổ phiếu ngân hàng đã phục hồi tương đối khả quan (so với các ngành khác) sau những phản ứng ban đầu về thông tin mức thuế 46%. Do đó, trong kịch bản cơ sở của BSC rằng Việt Nam đàm phán được mức thuế xuống khoảng 22-28%, ngành ngân hàng vẫn là một trong những lựa chọn hàng đầu của BSC, tuy nhiên cần sự chọn lọc cổ phiếu dù hầu hết các ngân hàng đã được về vùng chiết khấu đáng kể so với lịch sử.
- BSC đánh giá cao các chủ đề đầu tư: **(1)** Các ngân hàng ít chịu ảnh hưởng trực diện từ chính sách thuế quan trong khi hưởng lợi từ sự phục hồi của thị trường BĐS trong nước với hạn mức tín dụng và NIM vượt trội như HDB, MBB, TCB, VPB; hay **(2)** Các ngân hàng có chất lượng tài sản tốt và có động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận từ cắt giảm chi phí tín dụng và thu hồi nợ đã xử lý rủi ro như CTG; hoặc **(3)** Các ngân hàng có định giá được chiết khấu quá mức, về tiệm cận mức thấp lịch sử trong khi có kế hoạch phát hành cổ phần cải thiện CAR như BID và VCB.
- Rủi ro chính xoay quanh việc áp thuế quan của Mỹ cao hơn kì vọng của thị trường hay xu hướng hình nợ xấu cao hơn dự kiến từ các khoản vay mua nhà, thị trường BĐS phục hồi còn chậm, NIM tiếp tục thu hẹp nhanh hơn dự tính.

Tăng trưởng LNTT của danh sách theo dõi được điều chỉnh giảm xuống 13% trong 2025 theo kịch bản cơ sở



Định giá của nhiều ngân hàng đã được chiết khấu đáng kể sau thông tin thuế quan vừa qua, phù hợp để tích lũy



*Sử dụng tăng trưởng LNTT bình quân 2022-2024 nhằm loại bỏ sự tăng giảm đột biến



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ

Cập nhật giá dầu:

Kết thúc tháng 5/2025, giá dầu thế giới ghi nhận mức giảm mạnh từ đầu năm: giá dầu Brent quanh 60 USD/thùng (-20% YTD, -28% YoY), giá dầu WTI quanh 58 USD/thùng (-19% YTD, -27% YoY).

Diễn biến suy giảm của giá dầu đến từ (i) Lo ngại nhu cầu dầu suy yếu (đặc biệt khi tình hình thuế quan căng thẳng) (ii) OPEC+ dự kiến tăng nguồn cung mặc dù nhu cầu thế giới suy yếu.

Cùng với biến động của giá dầu giảm, các tổ chức kinh tế lớn trên thế giới đồng loạt hạ dự phóng đối với giá dầu: từ 76 USD về 69 USD, tương đương mức giảm 10%.

BSC giảm dự phóng giá dầu so với báo cáo trước: 65 USD cho năm 2025 (giảm 14% so với dự phóng trước, giảm 20% so với trung bình của năm 2024).

Tổ chức	Dự báo	
	2025 trước	2025 hiện tại
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	92	92
Bank of America Merrill Lynch	75	65
Barclays PLC	85	68
Capital Economics Ltd	73	72
Commerzbank AG	80	65
Emirates NBD PJSC	73	73
Goldman Sachs	76	66
JPMorgan Chase & Co	75	66
Morgan Stanley	77	70
MPS Capital Services	90	80
Rabobank	70	63
Societe Generale SA	76	72
Standard Chartered Bank	92	77
UBS Group AG		65
Trung vị	76	69

Ảnh hưởng của giá dầu thấp đối với nhóm cổ phiếu dầu khí: giá dầu thường có ảnh hưởng lớn đến nhóm doanh nghiệp dầu khí:

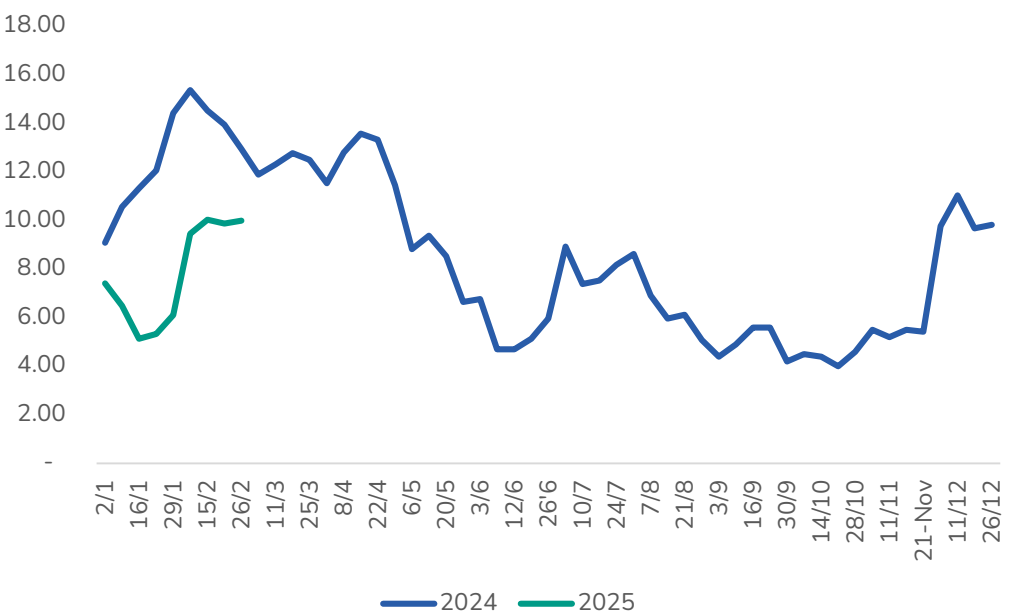
- + Liên quan đến giá cổ phiếu: các giai đoạn giá dầu thấp/ sụt giảm có ảnh hưởng tiêu cực đến diễn biến và định giá của cổ phiếu dầu khí
- + Liên quan đến hoạt động kinh doanh: (i) GAS, BSR – nhóm doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi giá dầu thấp: giá dầu thấp thường khiến giá bán của GAS, BSR suy giảm. (ii) PVS, PVD sẽ chịu ảnh hưởng gián tiếp: giá dầu thấp khiến nhu cầu khai thác, thăm dò, đầu tư dự án dầu khí thấp, ảnh hưởng đến khối lượng công việc của PVD, PVS.

Tuy nhiên, dự án Lô B – Ô Môn kỳ vọng đem lại nguồn doanh thu cho các doanh nghiệp dầu khí từ năm 2025.

Bảng: Kế hoạch phát triển dự án Lô B – Ô Môn

Giai đoạn	Giai đoạn đầu (2024-2025)	Giai đoạn sau (2025- 2026)	Giai đoạn khai thác (2027 trở đi)
Hoạt động	Khoan/ Dịch vụ giếng khoan Thi công EPCI xây lắp giàn	Thi công EPCI đường ống dẫn khí Bọc ống	Xây lắp nhà máy điện Khai thác, vận chuyển và phân phối khí Tiếp tục phát triển mở rộng mỏ
DN hưởng lợi	PVS: (i) EPCI#1 (Q2.24 – Q4.26) 493 triệu USD (ii) EPCI#2 (Q2.24 – Q4.25) 300 triệu USD	PVS (Q4.24 - Q4.26): 268 triệu USD PVB (Q4.24 - Q4.26): 92 triệu USD PVC (Q4.25 – Q4.26): ~ 1 triệu USD/ giếng PVD (Q4.25 – Q4.26: N/A (Lô B dự kiến đấu thầu 2 giàn khoan)	GAS (Q4.26 trở đi): ~9.6 tỷ USD doanh thu vận chuyển khí

Hình: Crackspread ở mức thấp so với cùng kỳ (BSR)



Nguồn: BSC tổng hợp



Kết thúc quý 1 năm 2025, kết quả kinh doanh của nhóm dầu khí ghi nhận mức tăng trưởng tích cực:

Doanh thu 6 doanh nghiệp đạt 66,040 tỷ (+1% YoY), lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 3,643 tỷ (+25% YoY).

Mức tăng trưởng tích cực chủ yếu từ:

+ BSR lãi 398 tỷ, trong khi cùng kỳ lỗ 84 tỷ. Tuy nhiên, lợi nhuận Quý 1.2025 tiếp tục từ lợi nhuận tài chính do công ty đang sở hữu 1.5 tỷ USD tiền mặt.

+ GAS tăng trưởng LNST-CĐTTS 10% YoY, 35% QoQ do (i) Doanh thu tăng 10% từ khí khô và LNG (ii) Không ghi nhận chi phí dự phòng như trong 3 quý gần nhất.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1.2025 của nhóm dầu khí

Cổ phiếu	Doanh thu Q1.2025	%YoY	Lợi nhuận sau thuế Q1.2025	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
GAS	25,675	10%	2,756	10%	(i) Doanh thu tăng trưởng 10%, chủ yếu từ khí khô và LNG. Mảng LPG chậm lại (ii) Không ghi nhận chi phí dự phòng như 3 quý gần nhất.
BSR	31,894	-11%	398		(i) Mảng lọc dầu lợi nhuận gộp lãi 382 tỷ, cùng kỳ lỗ 1,470 tỷ (ii) Lợi nhuận đóng góp chính từ doanh thu tài chính
PVS	6,013	62%	331	10%	(i) Doanh thu tăng mạnh +62% YoY nhưng biên gộp giảm mạnh do M&C giảm (ii) Trích lập chi phí dự phòng 110 tỷ
PVD	1,503	-14%	153	-3%	Doanh thu giảm 14% YoY, trong đó, mảng khoan giảm mạnh -25% YoY
PVB	105	-15%	4	-80%	Hợp đồng từ Lô B – Ô Môn chưa ghi nhận nhiều trong khi cùng kỳ nền cao
CNG	850	35%	1	0%	
Tổng	66,040	1%	3,643	25%	

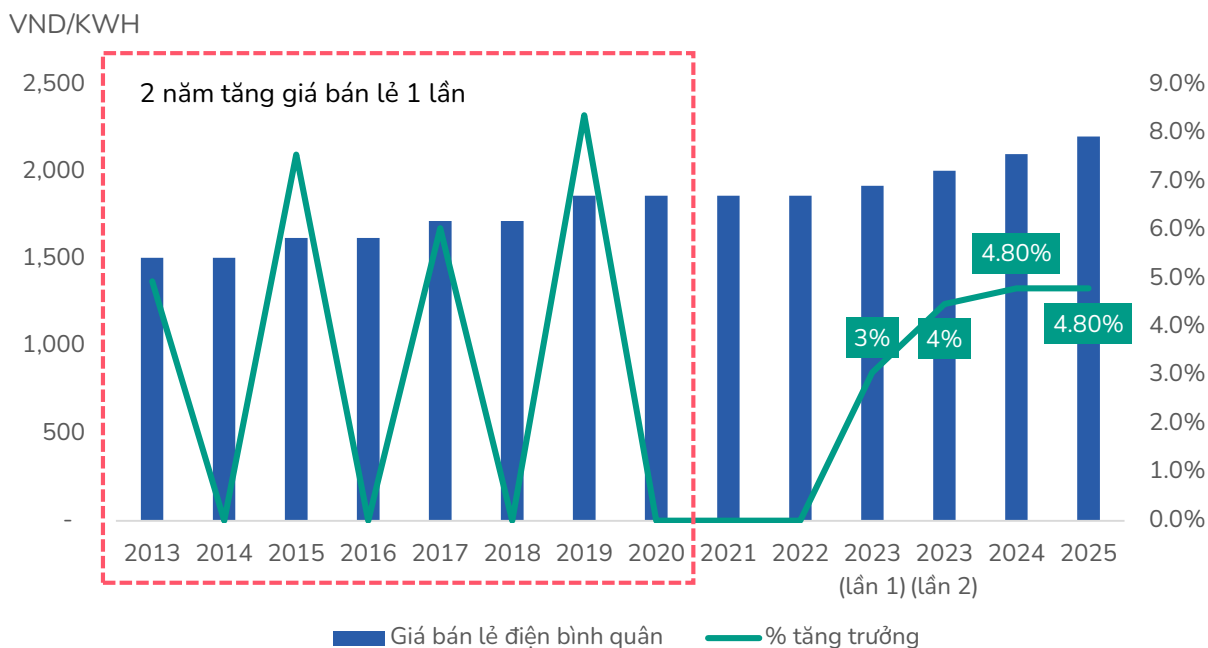


1. Tài chính của EVN sẽ được cải thiện tốt hơn, giúp ngành điện hoạt động bình thường trở lại.

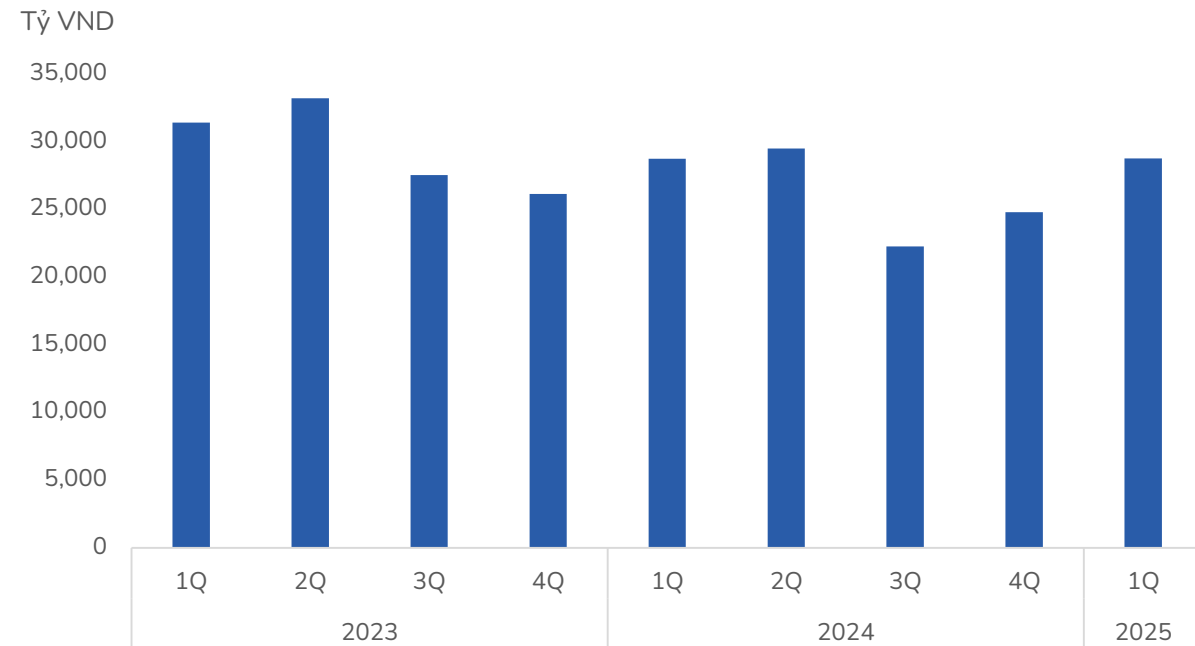
Chính phủ ban hành Nghị định số 72 ngày 28/03/2025 quy định về cơ chế, thời gian điều chỉnh giá bán lẻ điện bình quân, cụ thể, cho phép EVN được quyền tăng giá điện từ 2% đến 5% với thời gian 3 tháng/lần khi chi phí sản xuất điện tăng 3% trở lên (ngày 10/05/2025, EVN đã được tăng 4.8% giá bán lẻ điện). Chúng tôi cho rằng nghị định này sẽ tác động tương đối đến ngành điện:

- Giúp EVN linh hoạt hơn trong việc điều chỉnh giá điện từ đó có đủ nguồn thu để tái đầu tư hạ tầng năng lượng - đặc biệt là hệ thống lưới điện, giúp giải tỏa công suất dư thừa ở các nhà máy NLTT.
- Tình hình tài chính của EVN lành mạnh hơn sẽ giúp các công ty sản xuất điện dễ dàng tiếp cận với nguồn vốn vay quốc tế trong việc phát triển công suất.
- ENV thanh toán các khoản phải thu ở công ty sản xuất điện sẽ là nguồn lực quan trọng để các công ty này đầu tư các dự án mới theo Quy hoạch điện 8 điều chỉnh.

Giá bán lẻ điện của EVN bắt đầu tăng tốc nhanh hơn từ năm 2023



Khoản phải thu của 5 công ty điện chúng tôi quan sát có thể giảm nhẹ từ Q2/2025



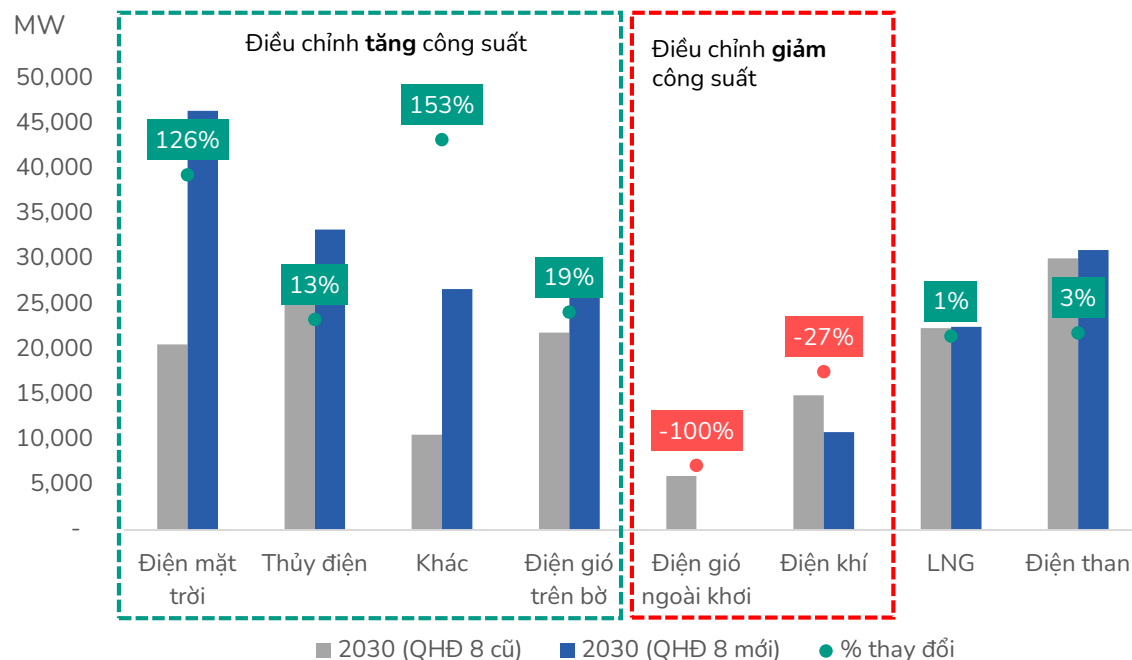


2. QHĐ 8 điều chỉnh ưu tiên phát triển NLTT

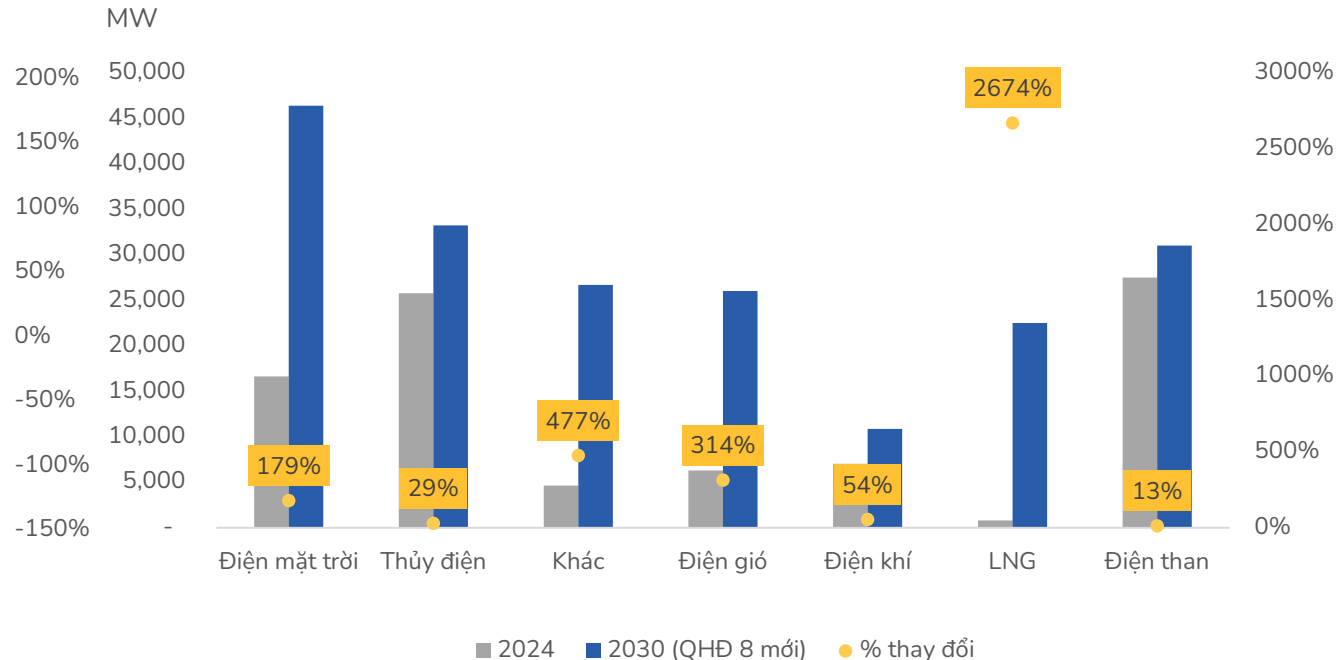
Tháng 4/2025, thủ tướng phê duyệt quyết định 768/QĐ-TTg về điều chỉnh quy hoạch phát triển điện lực quốc gia thời kỳ 2021 – 2030. Theo đó, **QHĐ 8 tầm nhìn đến năm 2030** tăng lần lượt 126%, 13% và 153% công suất phát triển điện mặt trời, thủy điện (bổ sung nhiều dự án thủy điện nhỏ) và nguồn khác (bổ sung pin lưu trữ và nhập khẩu điện) so với QHĐ 8 cũ để bù đắp việc các dự án điện khí sử dụng khí nội địa không triển khai kịp như kế hoạch ban đầu (điều chỉnh giảm 27% công suất). Công suất điện gió gần bờ và trên bờ đến năm 2030 tăng 19% và các dự án điện gió ngoài khơi được dời tiến độ sang giai đoạn 2030 - 2035.

Các công ty được hưởng lợi trực tiếp: HDG, REE, GEG, TTA, PC1 (xây dựng các trang trại NLTT), POW (điện khí LNG được ưu tiên chạy nền để hỗ trợ điện gió).

Quy hoạch tăng công suất NLTT để bù đắp cho điện khí chậm tiến độ



Cơ cấu nguồn điện đến năm 2030



Nguồn: QHĐ 8 điều chỉnh, BSC Research tổng hợp

Nguồn: QHĐ 8 điều chỉnh, EVN, BSC Research



Kế hoạch đầu tư mở rộng công suất NLTT của các công ty giai đoạn 2025 – 2030 (Các dự án NLTT cần đợi thông tin kết quả đấu thầu)

Công ty	Dự án	Loại hình	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư dự kiến (tỷ VND)	Suất đầu tư ước tính (tỷ VND/MW)
HDG			828		
	7A GĐ 2	Điện gió	21	N/A	N/A
	Phước Hữu	Điện gió	50	N/A	N/A
	Bình Gia	Điện gió	80	N/A	N/A
	Hado Quảng Trị	Điện gió	30	N/A	N/A
	Ea H'eo 1&2	Điện gió	57	N/A	N/A
	Sóc Trăng 13	Điện gió	40	N/A	N/A
	V3	Điện gió	250	N/A	N/A
	An Phong	Điện gió	300	N/A	N/A
REE			1,876		
	V1-3 GĐ 2	Điện gió	48	1,585	33
	V1-5	Điện gió	40	1,350	33
	V1-6 GĐ 2	Điện gió	40	1,350	33
	Duyên Hải 2	Điện gió	48	1,585	33
	Các dự án khác	Điện gió và mặt trời	1,700	N/A	
GEG			79		
	Đức Huệ 2	Điện mặt trời	49	900	18
	V.P.L 2	Điện gió	30	1000	33.3
TTA			1,200		
	Phước Hòa	Thủy điện tích năng	1,200	22,865	19

Nguồn: BSC Research tổng hợp

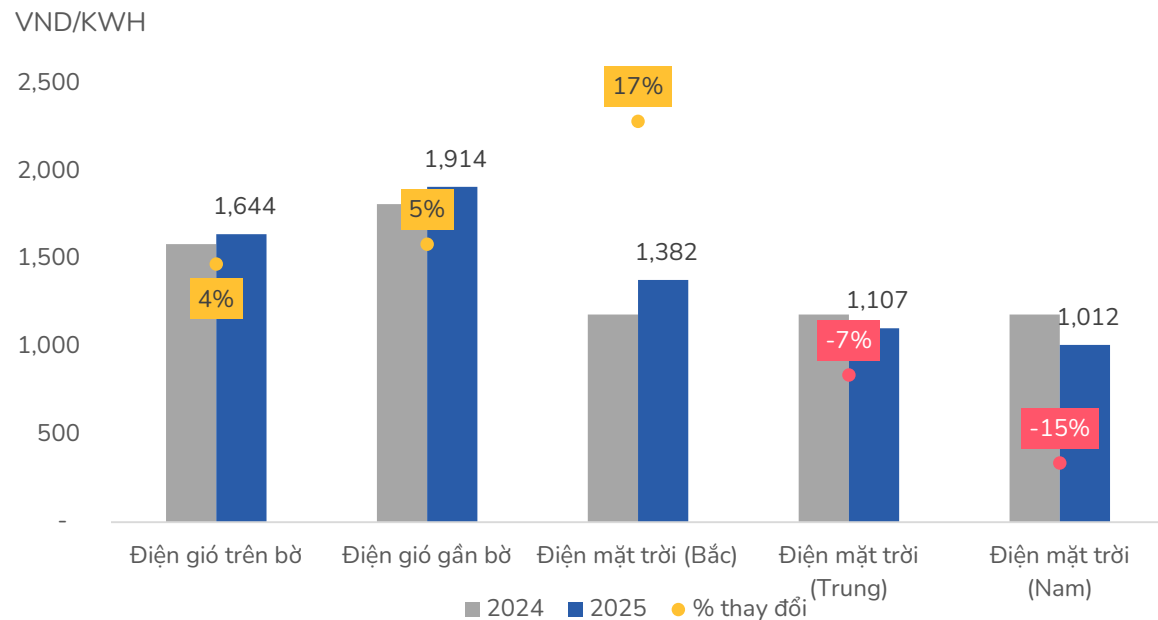
3. Khung giá phát điện mới ưu ái cho điện gió, LNG

Trong năm 2025, Bộ Công Thương đã công bố khung giá trần phát điện mới trong đó có một số điểm đặc biệt sau:

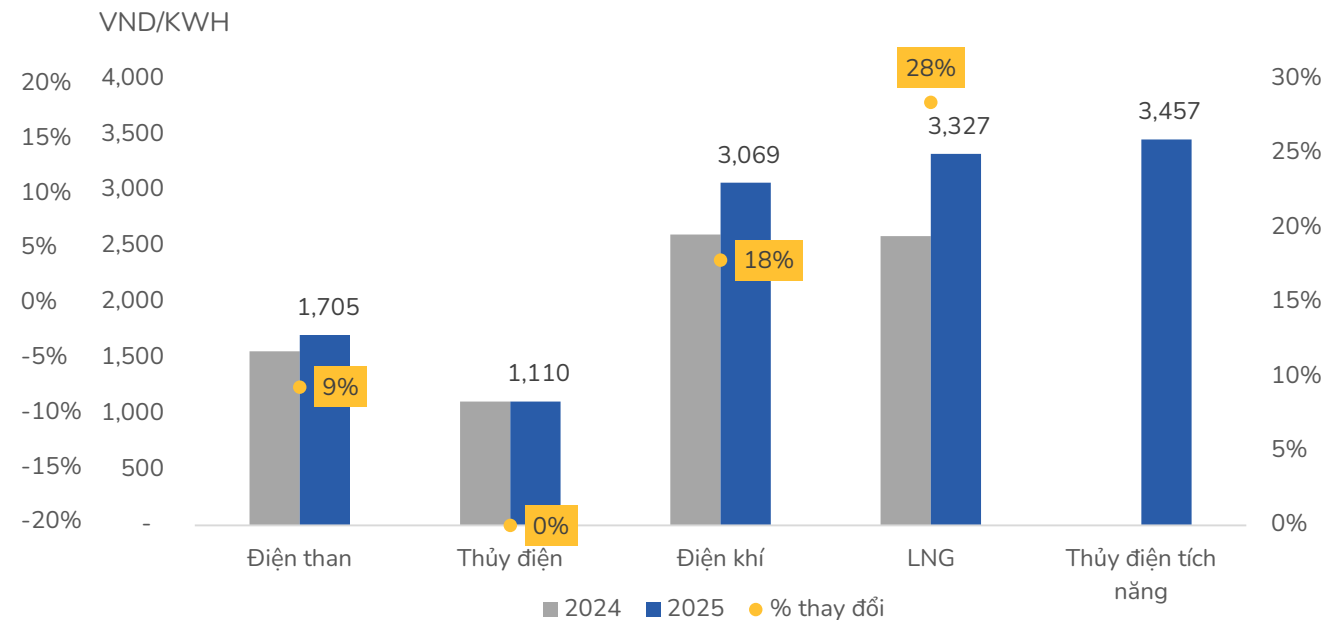
- Giá trần điện gió cao hơn 4-5% so với giá điện chuyển tiếp, tuy nhiên, đây chỉ là mức giá trần và các nhà đầu tư cần phải đấu thầu giá điện với nhau (dự kiến có kết quả đấu thầu ở 1 số dự án vào Q2/2025).
- Giá trần điện mặt trời phân bổ riêng 3 khu vực với miền Trung và miền Nam (2 khu vực có lượng bức xạ cao) thấp hơn 7% - 15% so với giá chuyển tiếp và miền Bắc có giá cao hơn 17% nhưng khu vực này có lượng bức xạ thấp hơn khoảng 20%, thời gian có nắng ít hơn 15% so với 2 khu vực còn lại. Mức giá trần này được đánh giá là tương đối thấp và cần chờ đợi các nhà đầu tư đưa ra phương hướng để đáp ứng được mức giá này.
- Giá trần điện LNG và điện khí tăng 28% và 18% giúp giảm rủi ro cho nhà máy khi giá nhiên liệu (LNG, Brent) trên thế giới tăng mạnh.

Hiện tại, chúng tôi đánh giá cổ phiếu **REE** có tiềm năng nhất trong việc mở rộng công suất nhờ 1) công ty có khả năng huy động nguồn vốn chi phí thấp và 2) tìm kiếm được đối tác cung cấp vật tư giá thấp giúp giảm suất đầu tư ban đầu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn phải chờ đợi thông tin đấu thầu giá điện để đưa ra khuyến nghị cụ thể.

Điện mặt trời có khung giá kém hấp dẫn



Khung giá trần của các nhà máy điện



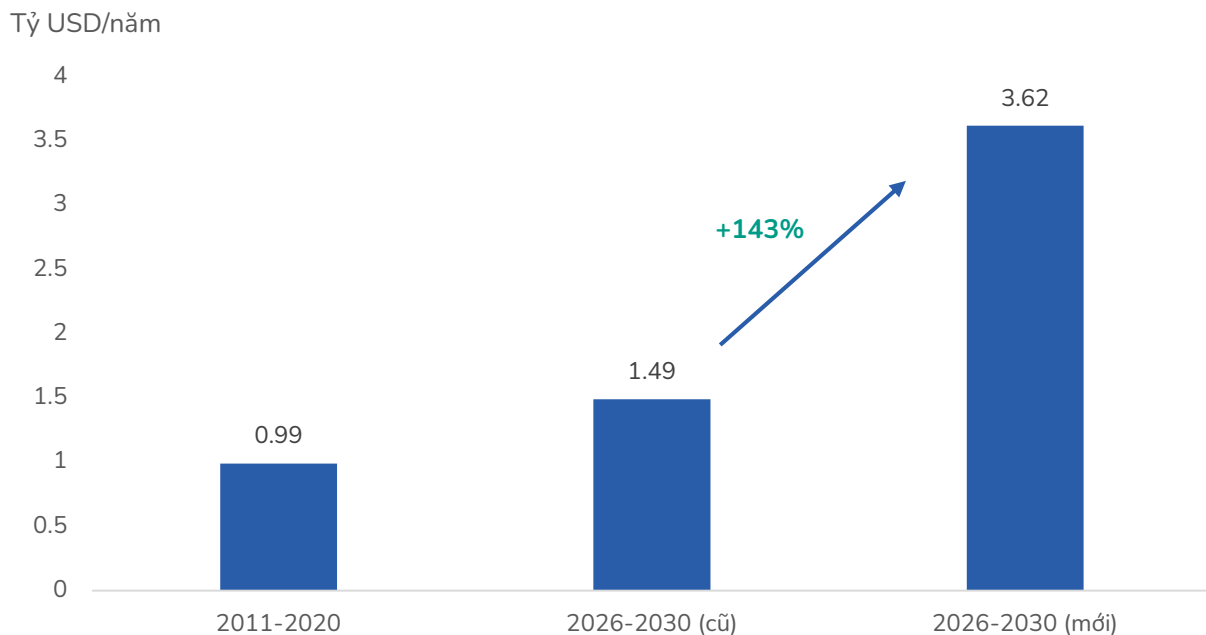


3. Nhu cầu đầu tư lưới điện tăng mạnh

QHĐ 8 điều chỉnh tăng mạnh công suất nguồn điện đặc biệt là NLTT, do đó, cần phải đẩy mạnh đầu tư lưới điện để giải tỏa công suất. Giai đoạn 2026 – 2030 cập nhật mới, tổng vốn đầu tư cho lưới điện dự kiến đạt 3.62 tỷ USD/năm, tăng mạnh 143% so với QHĐ 8 cũ, tạo nên cơ hội lớn cho các công ty hoạt động trong lĩnh vực xây lắp.

Các công ty được hưởng lợi trực tiếp: PC1, TV2, GEX.

Quy hoạch mới tăng 143% mức đầu tư vào lưới điện



Nguồn: EVN, BSC Research tổng hợp

Các dự án lớn trong năm 2025 của PC1 đang triển khai (tính đến 5/2025)

Tên dự án	Loại hình	Tổng mức đầu tư	Độ dài (km)	Công việc của PC1 (tỷ vnd)	Tỷ trọng của PC1
Lào Cai - Vĩnh Yên	Đz 500kv	7,700	742	1,675	22%
Cấp ngầm biển Côn Đảo	Đz 110kv	2,705	45	1,800	67%

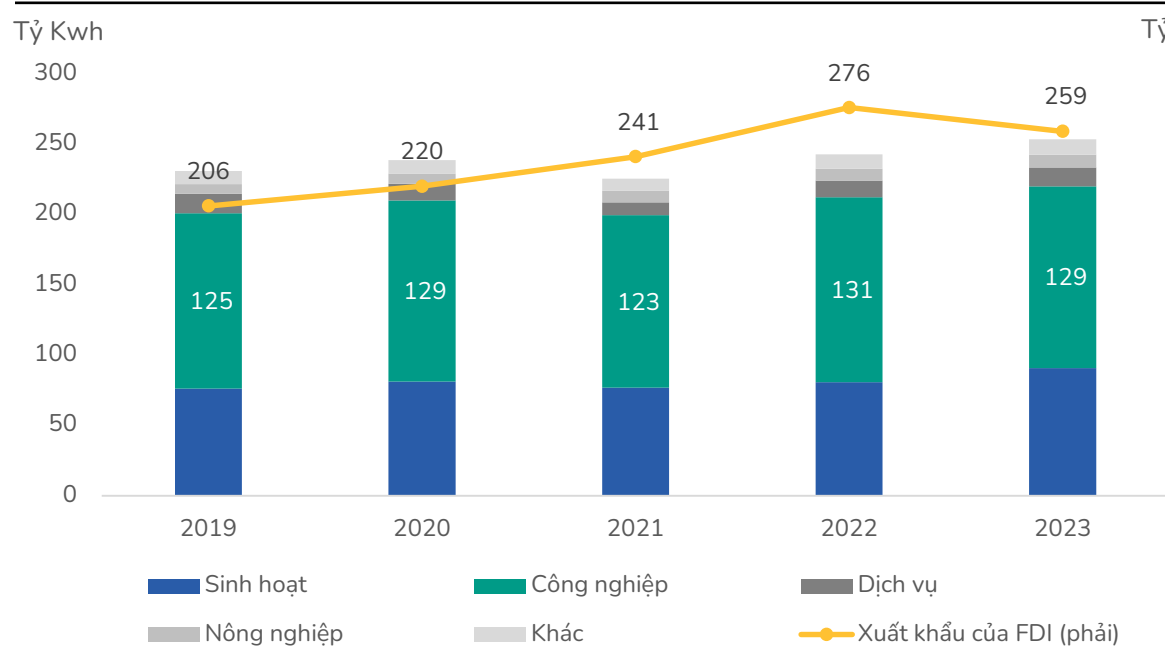
PC1 đã có kinh nghiệm dày dặn trong việc xây dựng (EPC) các trang trại NLTT

Chủ đầu tư	Dự án	Loại hình	Công suất (MW)
Xuân Cầu – B.Grimm Power	Dầu Tiếng	Điện mặt trời	500
BIM & AC Energy	BIM 2 & BIM 3	Điện mặt trời	300
Vision Energy	Phù Mỹ	Điện mặt trời	330
Hanbaram	Hanbaram 1&2	Điện gió	117
GEG	Ia Bang 1	Điện gió	50
Phong Nguyên	Phong Nguyên	Điện gió	48
Technology Resources	Lapet Dak Doa	Điện gió	199

Năm 2024, khu vực FDI chiếm khoảng 71% kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, trong đó 87% đến từ các ngành chế biến – chế tạo (điện tử, điện thoại, dệt may, da giày...) – những ngành tiêu thụ nhiều điện và nước sạch. Theo EVN và BWE, sản xuất công nghiệp chiếm 50-54% nhu cầu điện cả nước và 50% lượng nước sạch tại Bình Dương.

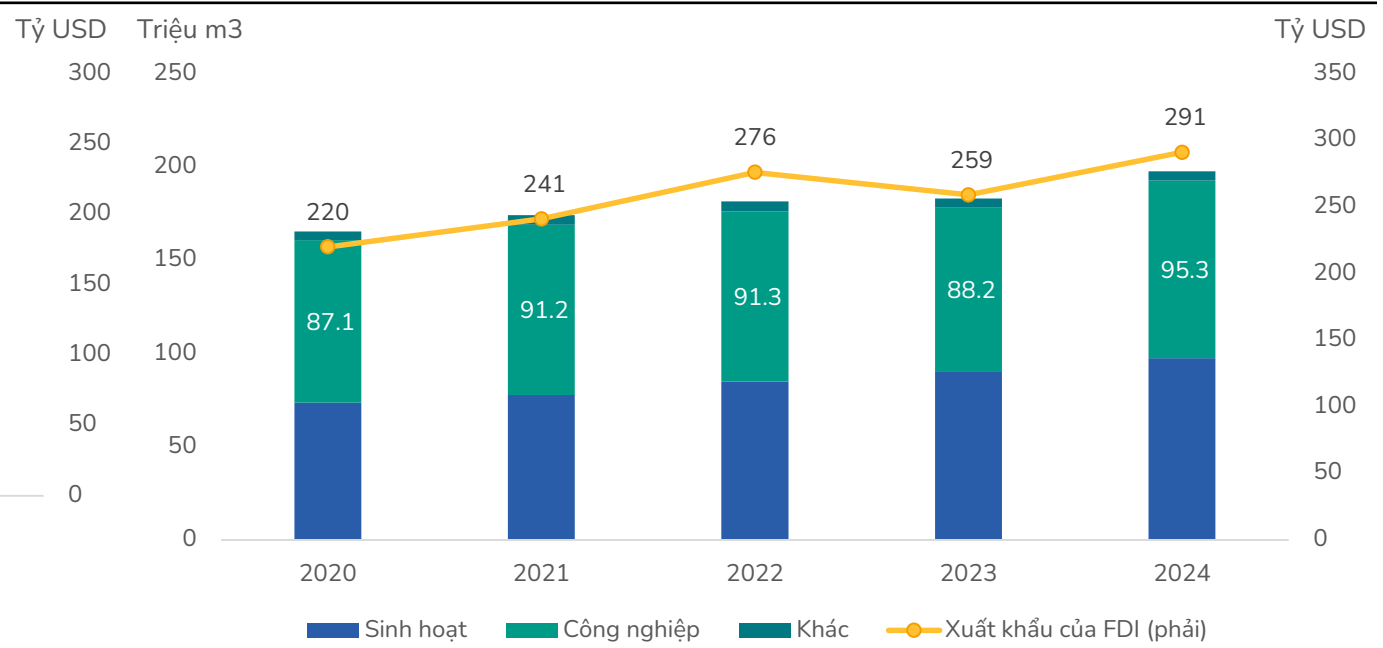
Nếu Mỹ áp thuế cao, hoạt động của khu vực FDI chững lại, **nhu cầu điện – nước sạch có thể tăng trưởng âm**. Nhìn lại năm 2023 – thời điểm thương mại toàn cầu chậm lại, xuất khẩu của nhóm FDI của Việt Nam giảm **6,2% YoY**, sản lượng điện năng tiêu thụ của nhóm công nghiệp giảm **1,5% YoY**, sản lượng nước sạch cho công nghiệp tại Bình Dương giảm **3,3% YoY**.

Sản xuất công nghiệp chiếm 50-54% nhu cầu sử dụng điện năng cả nước



Nguồn: EVN, BSC Research

Bình Dương: Sản xuất công nghiệp chiếm 48-50% nhu cầu sử dụng nước sạch



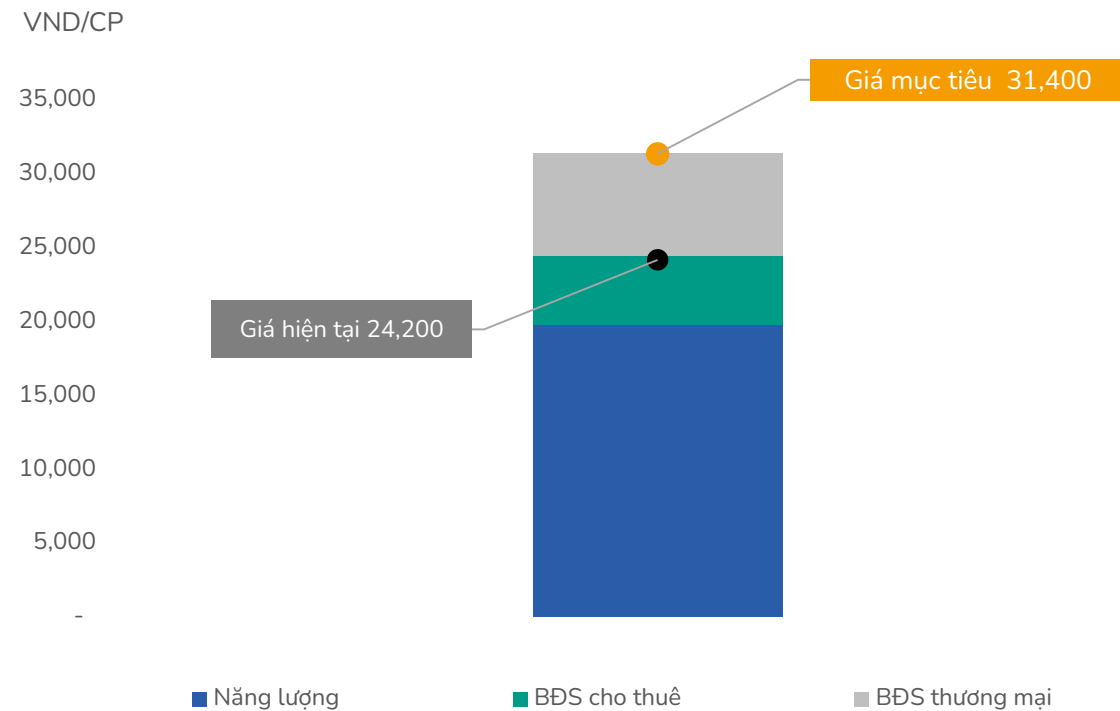
Nguồn: BWE, BSC Research

Cập nhật thông tin khác:

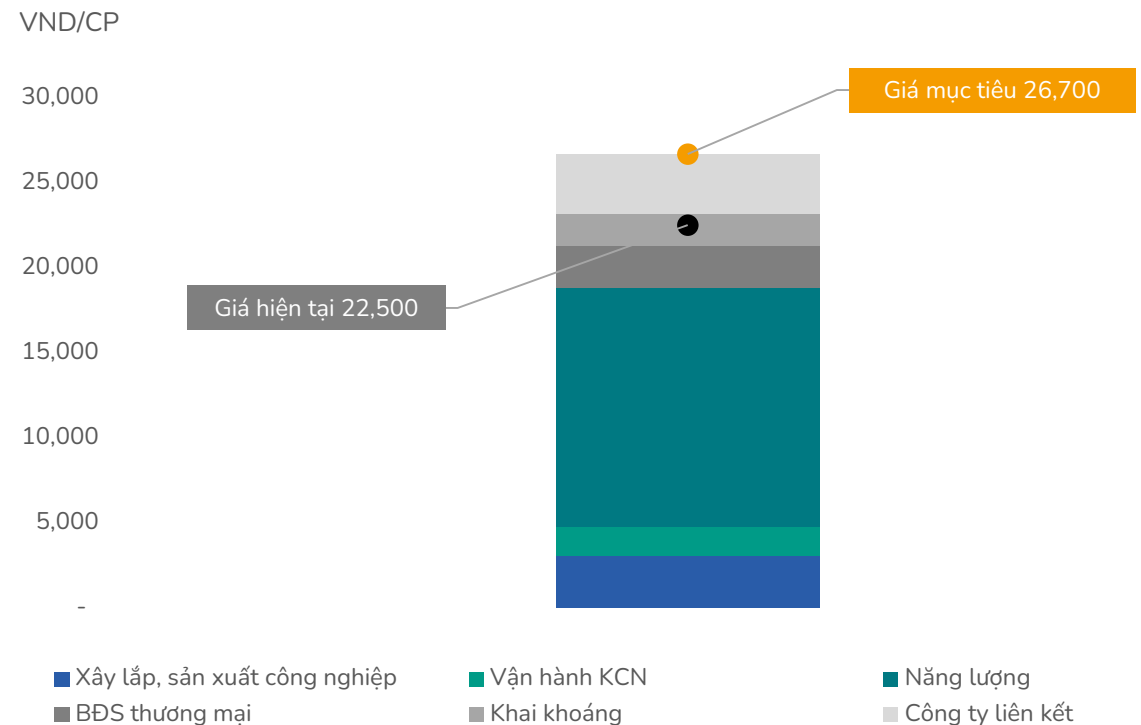
BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Điện trong năm 2025 với kỳ vọng Quy hoạch điện 8 mới sẽ giúp các doanh nghiệp đẩy nhanh hoạt động đầu tư:

1. HDG, REE tham gia đấu thầu các dự án điện, thực hiện các dự án NLTT đang nằm trên kế hoạch.
2. PC1, TV2, GEX - có thêm các dự án đường dây điện được triển khai.
3. POW được gia tăng huy động nhờ nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3 và 4 được đảm bảo sản lượng hợp đồng ở mức tối thiểu 65% và giá trần được nới rộng hơn giúp công ty giảm rủi ro khi chi phí nhiên liệu tăng cao.

Hình: HDG đã được chiết khấu sâu

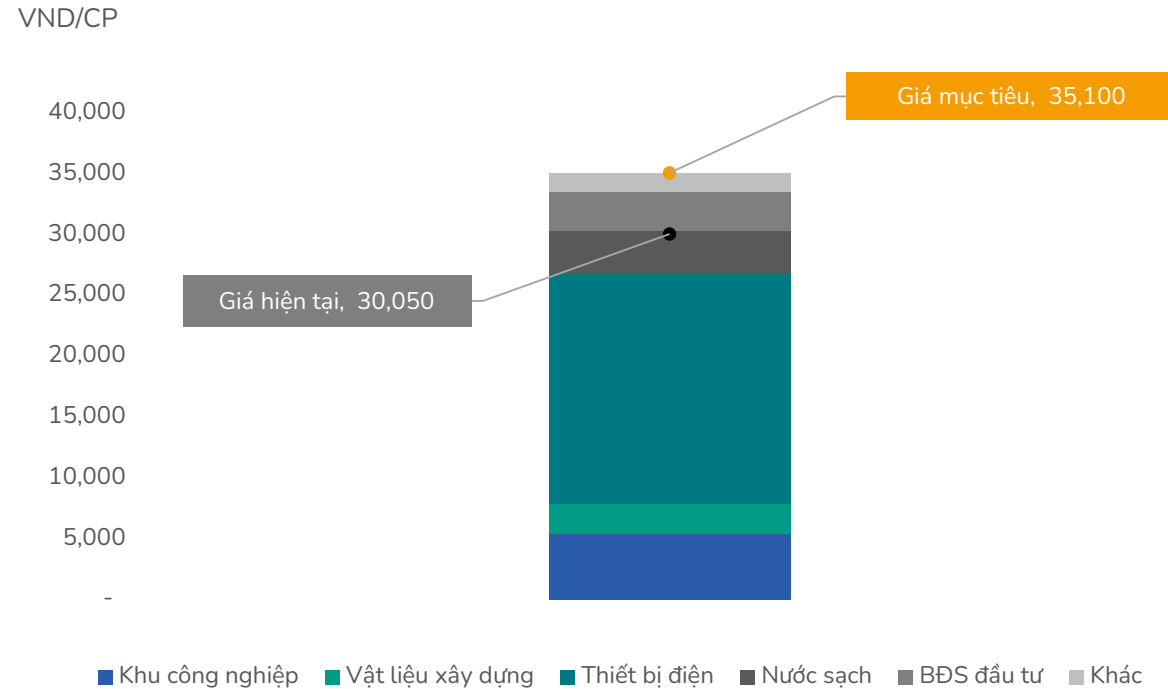


Hình: PC1 hiện đang ở vùng định giá hợp lý

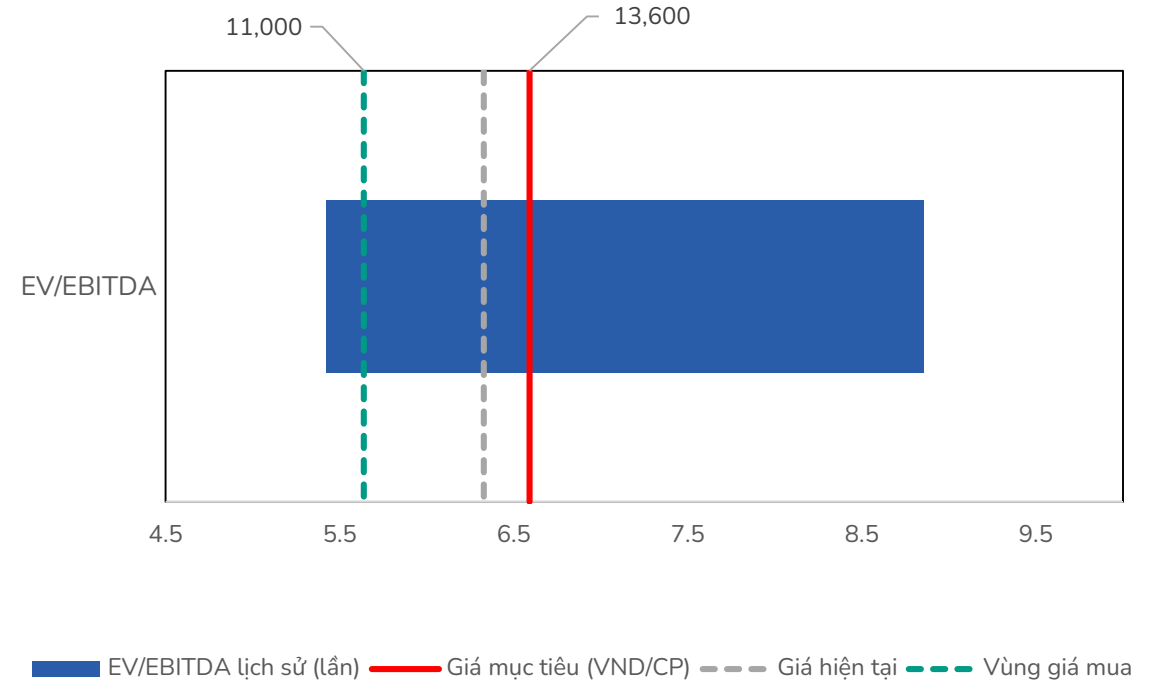


Nguồn: BSC Research

Hình: cổ phiếu GEX vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng



Hình: POW hiện đang ở vùng định giá hợp lý



Nguồn: BSC Research



Kết thúc quý 1 năm 2025, kết quả kinh doanh của nhóm điện ghi nhận mức tăng trưởng tích cực:

Doanh thu 5 doanh nghiệp đạt 20,954 tỷ (+16% YoY), lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 1,501 tỷ (+28% YoY).

Mức tăng trưởng tích cực chủ yếu từ:

+ GEX lãi 234 tỷ VND, +115% YoY, nhờ đẩy mạnh phát triển thị phần ở thị trường điện dân dụng miền Bắc.

+ REE lãi 611 tỷ VND, +27% YoY, tình hình thủy văn và gió mùa thuận lợi hơn cùng kỳ.

+ POW lãi 445 tỷ VND, +60% YoY, nhà máy NT2 được tăng cường huy động nhờ có thêm nguồn cung khí.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1.2025 của nhóm điện

Cổ phiếu	Doanh thu Q1.2025	%YoY	Lợi nhuận sau thuế Q1.2025	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
GEX	7,916	19%	234	115%	Mảng thiết bị điện tiếp tục tăng trưởng nhờ đẩy mạnh bán hàng ở thị trường dân dụng miền Bắc.
PC1	1,860	-14%	55	-31%	Quý 1 không phải cao điểm của mảng xây lắp điện.
HDG	599	-29%	155	-30%	Trích lập dự phòng tại dự án Hồng Phong 4.
REE	2,068	13%	611	27%	Thời tiết thuận lợi cho thủy điện và điện gió.
POW	8,150	31%	445	60%	Nhóm điện khí được tăng huy động so với cùng kỳ nhờ có thêm nguồn cung khí cho NT2.
Tổng	20,594	16%	1,501	28%	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Phân bón trong 2025F với thuận lợi và thách thức đan xen:

- Thuận lợi: **(i)** Luật VAT sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2025 giúp các doanh nghiệp phân bón được hoàn thuế đầu vào; **(ii)** Giá phân bón tăng nhờ nguồn cung thế giới thắt chặt;
- Thách thức: **(i)** Chi phí sản xuất Ure duy trì ở mức cao như năm 2024 và **(ii)** Giá gạo giảm, ảnh hưởng đến khả năng chi trả phân bón.

Cổ phiếu khuyến nghị: [DCM](#), [DDV](#), [DPM](#) (tham khảo báo cáo)

1.1 Luật thuế VAT sửa đổi có hiệu lực từ 01/07/2025 – Phân bón chịu mức thuế 5% *(Tham khảo báo cáo ngành gần nhất)*

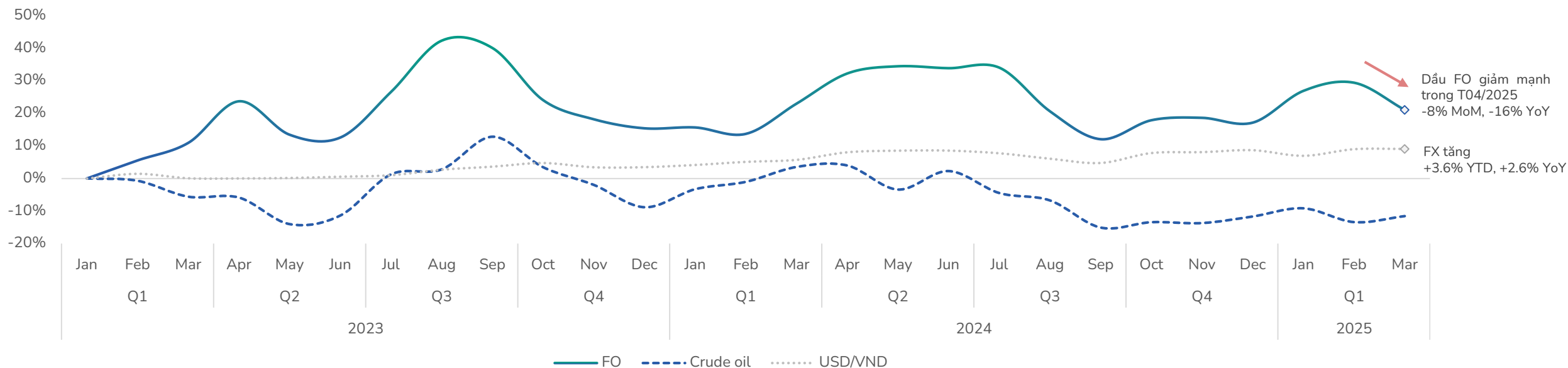
- Quốc hội Việt Nam đã chính thức thông qua Luật Thuế Giá trị gia tăng (VAT) sửa đổi, trong đó bổ sung phân bón vào danh mục hàng hóa chịu thuế VAT với mức thuế suất 5%, như đã dự báo trong kịch bản cơ sở của chúng tôi.
- Tuy nhiên, theo quy định, Luật VAT sửa đổi sẽ chính thức có hiệu lực từ ngày 01/07/2025, thay vì từ 01/01/2025 như kỳ vọng ban đầu.
- Do Luật VAT sửa đổi chỉ **có hiệu lực trong 06 tháng cuối năm 2025** thay vì cả năm như trước, chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự phóng phần thuế VAT đầu vào được khấu trừ và lợi nhuận ròng cho năm 2025F.

VAT 2025F	(%DN chia sẻ VAT đầu ra với nông dân)				
	100%	70%	50%	30%	0%
LNST-CĐTS					
DCM	1,744	1,793	1,826	1,859	1,908
DDV	236	254	267	279	297
DPM	1,019	1,084	1,128	1,172	1,237
%YoY LNST-CĐTS					
DCM	20%	24%	26%	28%	31%
DDV	65%	77%	86%	94%	107%
DPM	24%	32%	37%	42%	50%

1.2 Chi phí sản xuất Ure 2025F tương đương 2024 trong đó (i) giá dầu giảm -5% bù đắp (ii) tỷ giá USD/VND tăng +4%

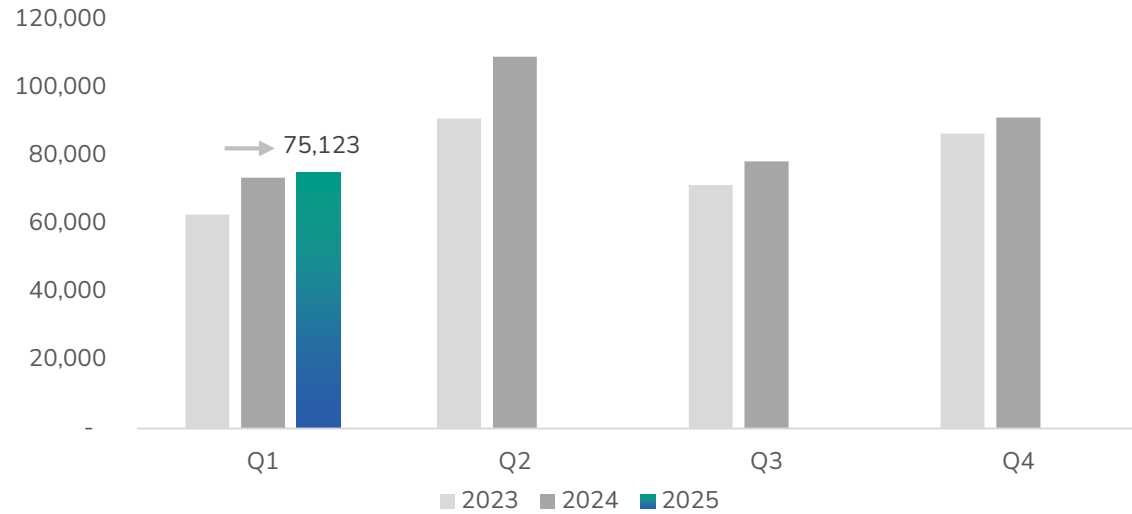
- Giá dầu Brent bình quân 4 tháng đầu năm 2025 đạt 72 USD/tấn, giảm -12% YoY, giảm mạnh hơn kỳ vọng trong báo cáo trước. Tuy nhiên, giá dầu FO ghi nhận xu hướng trễ hơn (lagging), tăng trong hai tháng đầu năm rồi mới giảm, khiến bình quân 4T đầu năm tăng nhẹ +1% YoY lên mức 456 USD/tấn. Chúng tôi duy trì quan điểm trong [báo cáo gần nhất](#) rằng giá dầu FO bình quân 2025F giảm -5% YoY.
- Tỷ giá USD/VND** đạt **25,552** (+3% YoY), vượt dự báo trước đó (+2%). Trong bối cảnh lạm phát tại Mỹ duy trì ở mức cao và chính sách tiền tệ thắt chặt kéo dài, **dự báo cả năm được điều chỉnh lên +4%**.
- Với các yếu tố bù trừ trên, chúng tôi cho rằng **chi phí sản xuất Ure năm 2025 sẽ tương đương năm 2024**, thay vì giảm 1–3% như kỳ vọng trước đó.

Hình: Giá dầu + Tỷ giá hạ nhiệt

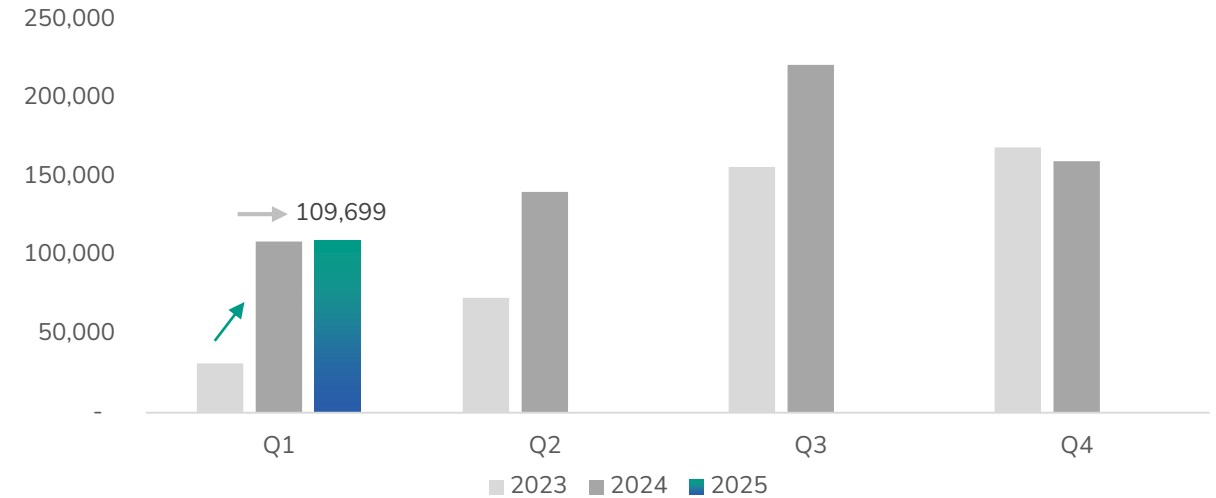


1.3 Nhập khẩu Ure & DAP quý 1/2025 duy trì ổn định so với cùng kỳ

Hình: Q1/2025 lượng Ure nhập khẩu đạt 75 nghìn tấn, tăng +2% svck (tấn)



Hình: Q1/2025 lượng DAP nhập khẩu đạt 110 nghìn tấn, tăng +1% svck (tấn)



Nguồn: Customs, BSC Research

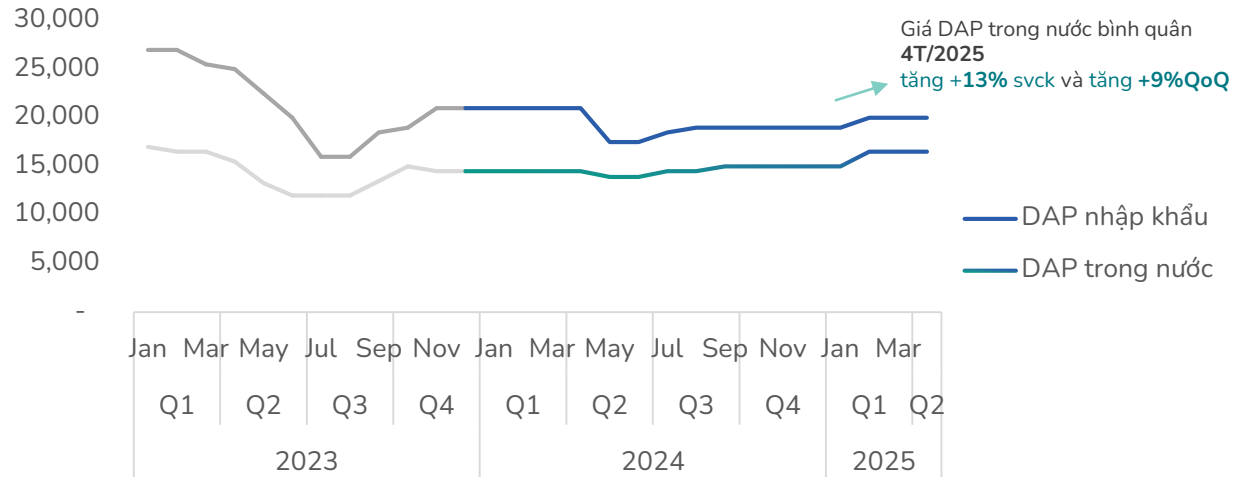
Tổng quan nhập khẩu phân bón quý 1/2025

- **Ure:** Nhập khẩu đạt 75,123 tấn, tăng +2% svck, gần tương đương cùng kỳ 2024. Diễn biến ổn định, không ghi nhận đột biến về nhu cầu trong quý đầu năm;
- **DAP:** Nhập khẩu đạt 109,699 tấn, tăng +1% svck, gần như đi ngang so với quý 1/2024 nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với 2023;

Dù nhập khẩu ổn định, **giá phân bón trong nước quý 1 đã tăng trở lại nhờ: (i)** cầu tiêu thụ cải thiện vào cuối vụ Đông Xuân và **(ii)** giá phân bón thế giới nhích nhẹ, hỗ trợ giá nội địa.

- Như kỳ vọng của BSC trong [báo cáo gần nhất](#), giá phân bón trong nước tăng trong các tháng đầu năm 2025.
- Diễn biến thực tế 4T/2025: Giá phân bón trong nước (Ure, DAP) tiếp tục tăng mạnh nhờ cầu tiêu thụ cuối vụ Đông Xuân và chính sách hạn chế xuất khẩu từ Trung Quốc – Ấn Độ. Giá Ure tăng 10–13% svck, DAP tăng +13% svck, +9% so với quý trước, vượt kỳ vọng quý trước;

Hình: Giá DAP trong nước và DAP nhập khẩu (VND/kg)



Nguồn cung bị siết vẫn là yếu tố hỗ trợ giá – Cập nhật chính sách từ Trung Quốc & Ấn Độ

- DAP: Dự kiến nối lại xuất khẩu từ cuối tháng 5/2025 với hạn ngạch thấp → giá điều chỉnh nhẹ nhưng vẫn neo cao.
- Ure: Đang xem xét nối xuất khẩu từ cuối tháng 5. Nếu giá nội địa tăng/căng thẳng thương mại kéo dài, Trung Quốc có thể tiếp tục ưu tiên thị trường trong nước → rủi ro xuất khẩu bị kiểm soát kéo dài.

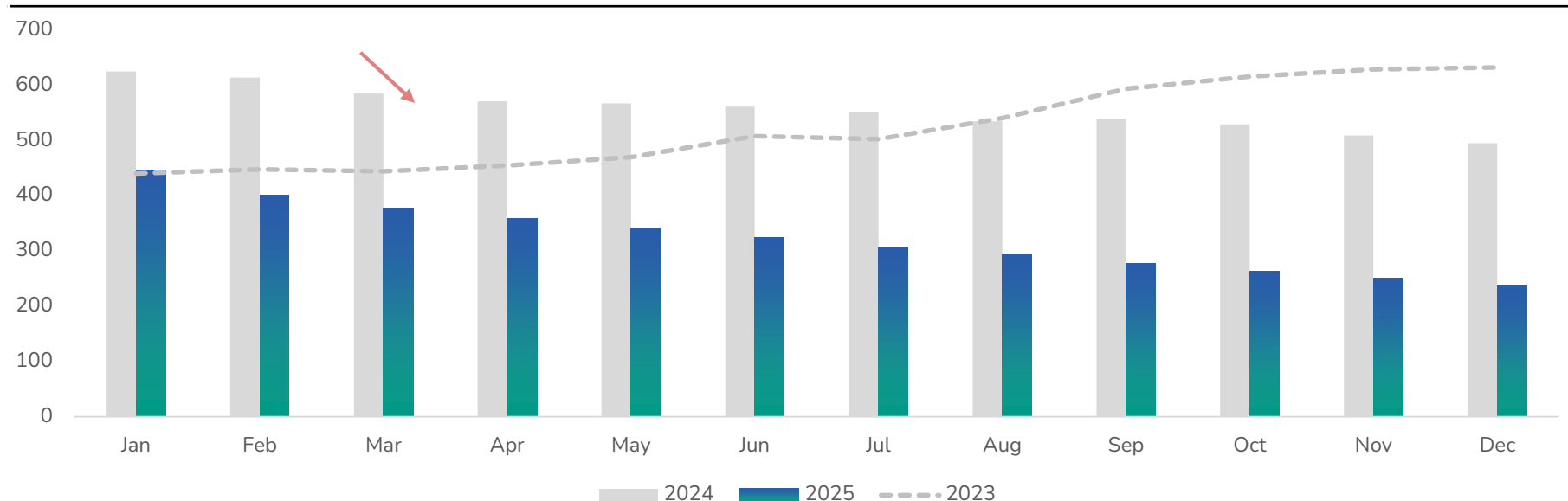
Chính sách hạn ngạch thấp từ Trung Quốc & Ấn Độ tiếp tục giữ giá phân bón ở mức cao trong 6T đầu năm 2025. Dự kiến giá sẽ điều chỉnh nhẹ trong quý 3 khi Trung Quốc nới xuất khẩu, sau đó tăng trở lại vào quý 4 nhờ nguồn cung vẫn thấp hơn trung bình nhiều năm.

Với nguồn cung toàn cầu vẫn thấp hơn trung bình nhiều năm, chúng tôi **nâng dự báo giá phân bón bình quân 2025 lên mức cao hơn 2024**, thay vì chỉ ngang bằng như kỳ vọng trước.

1.4 Giá gạo: Ấn Độ quay lại thị trường xuất khẩu, kỳ vọng giá gạo bình quân 2025F giảm 15% - 25% so với 2024

- Ấn Độ đã dỡ bỏ một số hạn chế xuất khẩu gạo vào tháng 9/2024 khiến nguồn cung gạo trên thị trường thế giới tăng và giá gạo có xu hướng giảm nhẹ;
- Giá gạo 5% tấm bình quân Q1/2025 đạt 409 USD/tấn tương ứng giảm -33% svck và giảm -20% so với quý trước tương ứng với kỳ vọng của chúng tôi trong [báo cáo gần nhất](#);

Hình: Giá gạo đang có xu hướng giảm nhẹ (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

➡ Với áp lực từ việc Ấn Độ quay trở lại thị trường xuất khẩu gạo, theo dự báo giá gạo bình quân 2025F từ 15 – 25% so với 2024, tương ứng khả năng chi trả (Tỷ lệ Giá gạo/ giá phân bón) sẽ giảm trong năm 2025F.

Kết thúc quý 1 năm 2025, kết quả kinh doanh của nhóm phân bón ghi nhận mức tăng trưởng phân hóa:

Tổng doanh thu 3 doanh nghiệp DCM, DPM, DDV đạt 8,683 tỷ VND (+26% YoY), lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 738 tỷ VND (+19% YoY).

Mức tăng trưởng tích cực chủ yếu từ:

- DCM ghi nhận lợi nhuận 411 tỷ VND (+19% YoY), tăng trưởng đến từ phục hồi tiêu thụ nội địa và biên lợi nhuận gộp duy trì tốt ở mức 26%, dù biên ròng giảm nhẹ do chi phí tài chính và quản lý tăng.
- DDV tăng trưởng mạnh với lợi nhuận đạt 122 tỷ VND (+362% YoY), chủ yếu nhờ giá bán bình quân tăng +10.5% YoY và sản lượng tiêu thụ cải thiện rõ nét. Trong đó, doanh thu xuất khẩu tăng mạnh +28% YoY và +71% QoQ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng sản lượng, góp phần nâng biên lợi nhuận gộp lên 16.3%.

Ngược lại, DPM ghi nhận kết quả kém tích cực hơn:

- Dù doanh thu đạt 4,120 tỷ VND (+25% YoY) nhờ mảng thương mại tăng mạnh, lợi nhuận sau thuế giảm -22% YoY còn 205 tỷ VND, do: (i) Biên LNG đạt 16%, giảm -2.3 đpt YoY và (ii) Thu nhập tài chính ròng giảm mạnh (6 tỷ, -79% YoY) do lãi tiền gửi thấp và chi phí lãi vay tăng.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1/2025 của các doanh nghiệp Phân bón

Cổ phiếu	Doanh thu thuần	%YoY	LNST- CĐTS	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
DCM	3,407	24%	411	19%	(i) Tăng trưởng chủ yếu đến từ phục hồi tiêu thụ nội địa, đặc biệt ở nhóm Ure nội địa, NPK và phân bón tự doanh. (ii) Biên lợi nhuận gộp đạt 26%, gần như đi ngang so với cùng kỳ (+0.1 đpt svck). Biên lợi nhuận ròng đạt 12%, giảm nhẹ - 0.5 đpt svck, do chi phí tài chính và chi phí quản lý tăng;
DPM	4,120	25%	205	-22%	(i) Tăng trưởng doanh thu đến từ mảng thương mại, đạt gần 1,000 tỷ VND (+217% YoY, +48% QoQ) – mức cao nhất trong các quý gần đây, bên cạnh đó doanh thu phân bón trong nước cũng ghi nhận tăng nhẹ (+5% YoY, +26% QoQ)Không ghi nhận chi phí dự phòng như 3 quý gần nhất; (ii) Lợi nhuận gộp đạt 655 tỷ VND (+9% YoY, +67% QoQ), cải thiện mạnh nhờ: (i) Mảng phân bón tăng +2% YoY, +66% QoQ; (iii) Thu nhập tài chính ròng đạt 6 tỷ VND (-79% YoY, -94% QoQ), giảm mạnh do chi phí lãi vay tăng và lãi tiền gửi giảm.
DDV	1,156	49%	122	362%	(i) Biên lợi nhuận gộp đạt 16.3% nhờ: (1) giá bán bình quân tăng +10.5% YoY và (2) sản lượng tiêu thụ tăng +22.8% YoY; (ii) Chi phí BH & QLDN = 44.7 tỷ VND (+4% YoY), tỷ lệ CPBH & QLDN/DTT đạt 3.9% (-1.7 đpt YoY).

Nguồn: FiinX, BSC Research

BSC duy trì quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Hoá chất trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ hoá chất phục hồi với động lực đến từ:

- Xuất khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất tăng +6% svck kỳ tính trong Q1/2025;
- Hoạt động sản xuất linh kiện điện tử duy trì đã phục hồi và tồn kho chất bán dẫn tiếp tục xu hướng giảm.

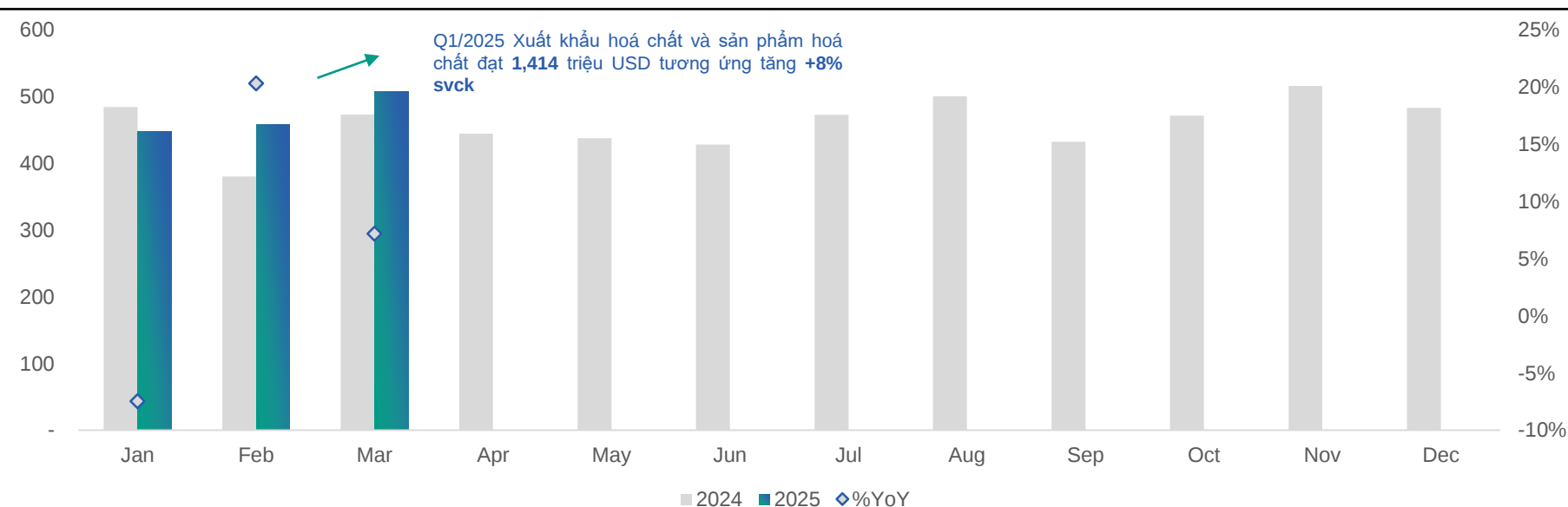
Cổ phiếu khuyến nghị: DGC ([tham khảo báo cáo](#))

3.1 Xuất khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất trong quý 1/2025 tăng +8% so với cùng kỳ từ mức nền cao

- Quý 1/2025, tổng giá trị xuất khẩu đạt **1,414 triệu USD**, tăng +8% svck, nhờ lực đẩy từ tháng 2–3:
 - i. Giá trị xuất khẩu hoá chất đạt 704 triệu USD, tăng +3% svck
 - ii. Giá trị xuất khẩu các sản phẩm hoá chất đạt 710 triệu USD, tăng +8% svck

Tháng 1 ghi nhận mức giảm nhẹ do kỳ nghỉ Tết Nguyên Đán. Tăng trưởng quý chủ yếu đến từ tháng 2 và tháng 3, với tháng 3 vượt mạnh mẽ so với cùng kỳ.

Hình: Xuất khẩu hoá chất và các sản phẩm hoá chất tiếp tục tăng trưởng +8% từ nền cao cùng kỳ trong Q1/2025



Nguồn: FiinX, BSC Research

➡ Giá trị xuất khẩu tăng nhờ **khối lượng phục hồi**, trong khi giá bán duy trì phân hóa theo từng nhóm hóa chất.

3.1 Xuất khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất tăng, tuy nhiên sự phục hồi giá hoá chất phân hoá

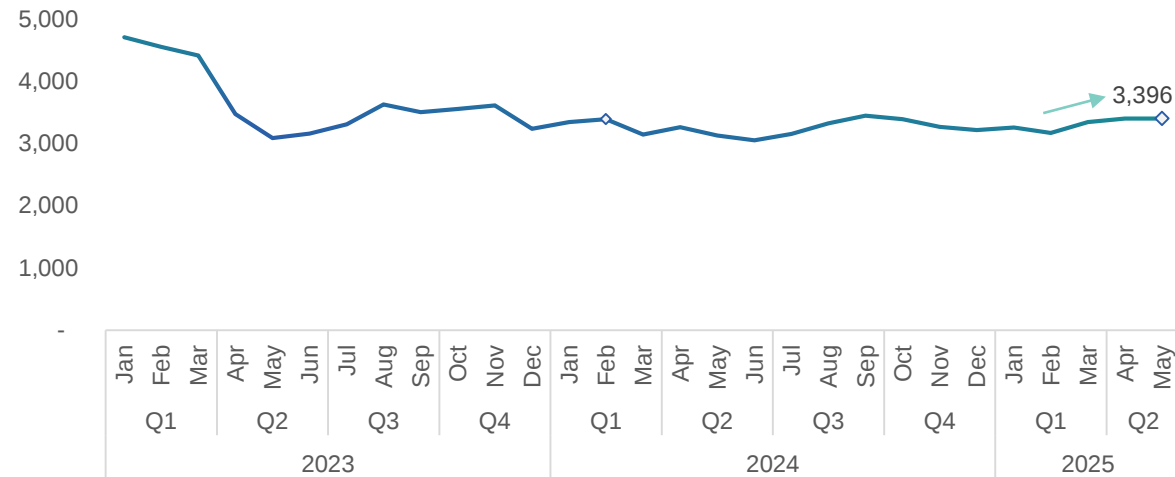
Tuy nhiên, sự phục hồi giá hóa chất ghi nhận diễn biến phân hóa giữa các sản phẩm chính: giá photpho vàng đi ngang, xút tăng +15% YoY và axit sulfuric tăng +44% YoY từ nền thấp

Bình quân 4 tháng đầu năm 2025 giá hóa chất ghi nhận diễn biến phân hóa:

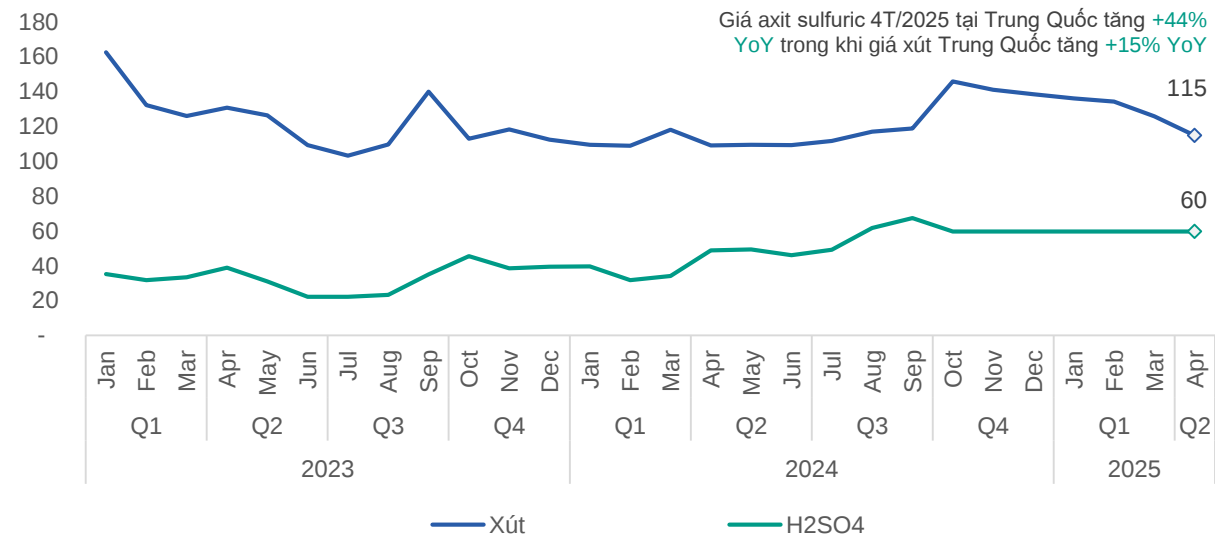
- Photpho vàng: 3,288 USD/tấn – tương đương cùng kỳ; Xút: 128 USD/tấn – tăng +15% YoY; Axit sulfuric: 59 USD/tấn – tăng mạnh +44% YoY từ nền thấp.;

Tuy nhiên nếu xét theo quý, giá các mặt hàng chủ lực phần lớn đi ngang, cho thấy nhu cầu tiêu thụ chưa có cải thiện đột biến và đà phục hồi vẫn chủ yếu mang tính kỹ thuật theo chu kỳ. Do đó, **động lực tăng giá vẫn chưa rõ ràng**, chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi. **Giá hóa chất năm 2025F được kỳ vọng sẽ cải thiện nhẹ với biên độ tăng khoảng +5% – 8% YoY.**

Hình: Giá photpho vàng tại Trung Quốc 4T/2025 đi ngang so với cùng kỳ (USD/tấn)



Hình: Giá H₂SO₄ tăng mạnh từ nền thấp, trong khi giá xút phục hồi ổn định (USD/tấn)



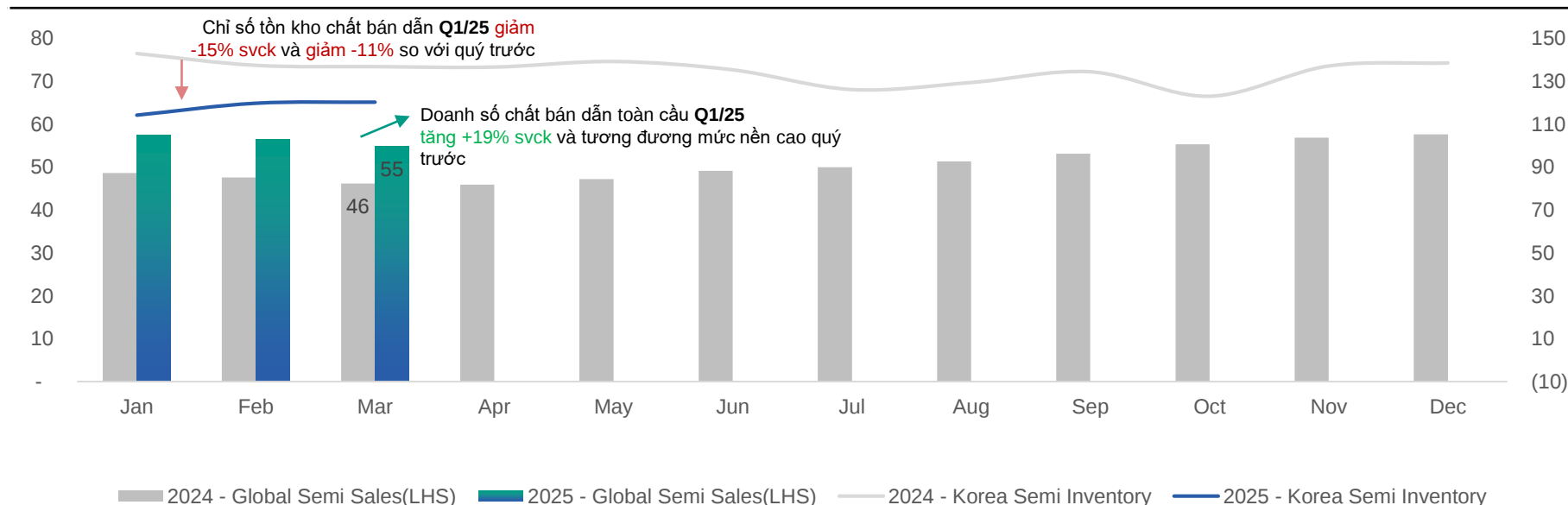
Nguồn: Customs, BSC Research



3.2 Sản xuất linh kiện điện tử phục hồi hỗ trợ nhu cầu hóa chất

- Doanh số chất bán dẫn toàn cầu quý 1/2025 tăng +19% YoY, duy trì ở vùng cao so với các quý trước cho thấy ngành sản xuất điện tử tiếp tục hồi phục.
- Tồn kho linh kiện bán dẫn tại Hàn Quốc tiếp tục giảm, cuối tháng 3/2025 giảm -15% svck và giảm -11% so với quý trước phản ánh chuỗi cung ứng đang được kích hoạt lại sau giai đoạn điều chỉnh kéo dài

Hình: Doanh số chất bán dẫn duy trì đà tăng và tồn kho chất bán dẫn tiếp tục giảm trong quý 1/2025



Nguồn: Bloomberg, BSC Research



Với xu hướng phục hồi tiêu thụ và giảm tồn kho, cầu hóa chất phục vụ sản xuất dự kiến sẽ tiếp tục tăng trong các quý tới, chúng tôi **duy trì quan điểm rằng nhu cầu hóa chất sẽ tiếp tục tăng trong năm 2025**, phù hợp với nhận định trong [báo cáo gần nhất](#).

Kết thúc quý 1 năm 2025, kết quả kinh doanh của nhóm hoá chất ghi nhận mức tăng trưởng tích cực:
tổng doanh thu 2 doanh nghiệp DGC và CSV đạt 3,292 tỷ VND (+20% YoY), lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 861 tỷ VND (+19% YoY)

Mức tăng trưởng tích cực đến từ:

- DCM ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt +18% và +20% YoY, nhờ sản lượng và giá bán tăng ở hầu hết các sản phẩm chính (trừ H3PO4). Biên lợi nhuận gộp đạt 35%, tăng YoY nhưng giảm nhẹ QoQ do giá đầu vào tăng nhanh hơn.
- DDV đạt doanh thu 482 tỷ VND (+37% YoY), lợi nhuận 52 tỷ VND (+12% YoY). Tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ mạnh ở các nhóm chính (NaOH, HCL, Clo lỏng, H2SO4, photpho vàng). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do chi phí bán hàng tăng nhanh hơn doanh thu.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1/2025 của các doanh nghiệp Hoá chất

Cổ phiếu	Doanh thu thuần	%YoY	LNST- CĐTS	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
DGC	2,810	18%	809	20%	(i) Tăng trưởng doanh thu đến từ cả sản lượng và giá bán cải thiện ở hầu hết các sản phẩm chủ lực so với cùng kỳ và quý trước, ngoại trừ axit H3PO4 ghi nhận sản lượng giảm do công ty ưu tiên tiêu thụ phân bón trong kỳ. (ii) Biên lợi nhuận gộp đạt 35%, tăng +2.8 đpt svck nhưng giảm -1.8 đpt so với quý trước. Giá bán các sản phẩm chính tăng +5–16% YoY và +3–9% QoQ. Biên gộp cải thiện mạnh so với cùng kỳ nhờ giá bán tăng và cơ cấu sản phẩm tích cực, tuy nhiên giảm nhẹ so với quý trước do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn tốc độ tăng giá bán;
CSV	482	37%	52	12%	(i) Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh ở các sản phẩm chính: NaOH (+46% YoY), HCl (+29% YoY), Clo lỏng (+30% YoY), H2SO4 (+25% YoY), Javel (+19% YoY), phốt pho vàng (+43% YoY); (ii) Giá bán bình quân: tăng từ 4% - 21% tùy nhóm sản phẩm, riêng phốt pho vàng tăng +7% YoY; (iii) Biên lợi nhuận gộp đạt 26%, giảm -1.7 đpt YoY và -0.4 đpt QoQ, do chi phí đầu vào tăng nhanh hơn giá bán; (iv) Chi phí bán hàng & QLDN đạt 62 tỷ VND (+55% YoY, -12% QoQ), tương đương 13% doanh thu thuần (+1.4 đpt YoY, -0.7đpt QoQ), chủ yếu do tăng chi phí dịch vụ mua ngoài.

Nguồn: FiinX, BSC Research



BSC điều chỉnh quan điểm từ Trung lập sang **TIÊU CỰC NHẸ** đối với ngành sẵm lớp trong năm 2025F khi rủi ro chính sách gia tăng rõ rệt, trong khi dư địa cải thiện lợi nhuận còn hạn chế:

- **Thách thức nổi bật:** Mỹ áp thuế bổ sung gây áp lực lên biên lợi nhuận và khả năng cạnh tranh tại thị trường xuất khẩu trọng điểm;
- **Thuận lợi:** Giá cao su và cước vận tải hạ nhiệt giúp giảm chi phí sản xuất và chi phí bán hàng.

2.1 Giá nguyên liệu điều như kỳ vọng – chi phí sản xuất bắt đầu hạ nhiệt nhẹ

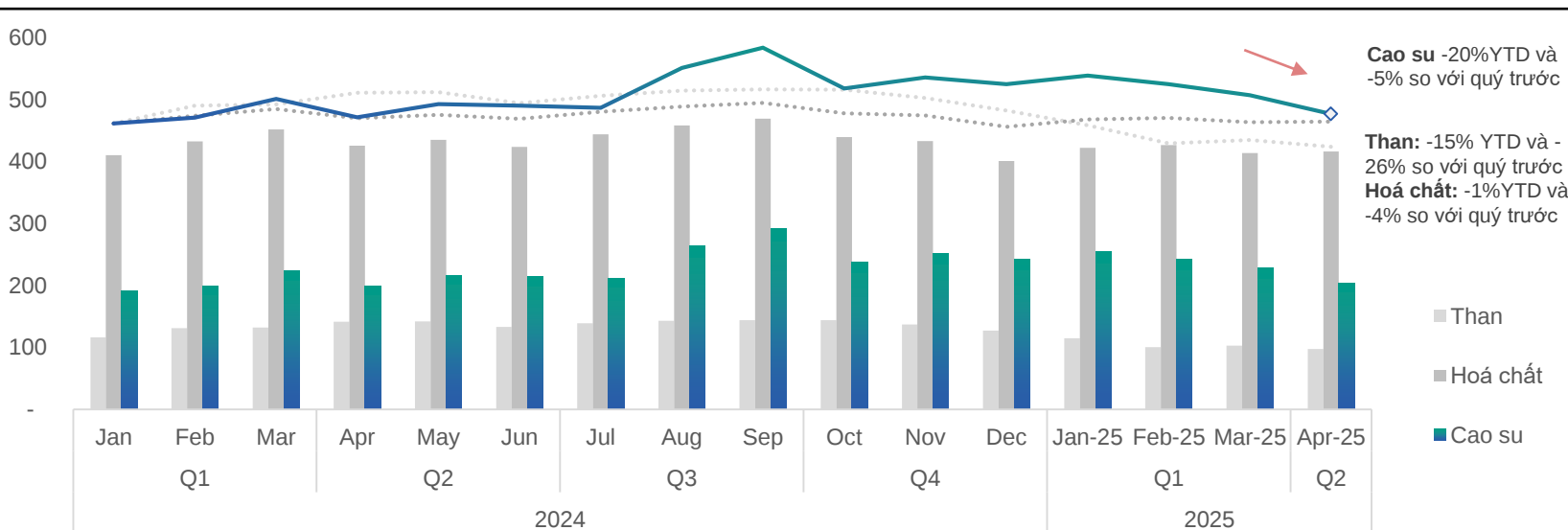
Chi phí sản xuất ngành sẵm lớp vẫn cao so với trung bình 2023–2024, nhưng đã bắt đầu có tín hiệu hạ nhiệt khi giá nguyên liệu đầu vào điều chỉnh, phù hợp với kỳ vọng tại [báo cáo gần nhất](#).

Giá nguyên liệu bình quân 4 tháng đầu năm 2025:

- **Cao su:** đạt **232 USD/tấn**, tăng **+14% YoY**, nhưng đã giảm **-5%** so với quý 4/2024 và giảm **-20% YTD**, **xác nhận xu hướng điều chỉnh** sau giai đoạn tăng mạnh dù vẫn cao hơn nền trung bình 2023 - 2024;
- **Hóa chất:** đạt **420 USD/tấn**, giảm **-2% YoY** và **-4%** so với quý trước (**-1% YTD**), cho thấy xu hướng đi ngang trong ngắn hạn;
- **Than:** đạt **104 USD/tấn**, giảm sâu **-20% YoY**, **-26% so với quý trước**, và **-15% YTD** là yếu tố hỗ trợ giúp chi phí tổng có tín hiệu hạ nhiệt nhẹ.

Chúng tôi duy trì quan điểm trong [báo cáo gần nhất](#) rằng chi phí sản xuất sẵm lớp sẽ hạ nhiệt dần trong 2H/2025” nhờ giá cao su đã xác nhận tín hiệu điều chỉnh cùng với giá than hạ sâu và hóa chất ổn định, **chi phí sản xuất có thể bắt đầu giảm nhẹ từ quý 2 trở đi**. Tuy nhiên, do mặt bằng giá vẫn cao hơn giai đoạn 2022–2023, **biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẵm lớp vẫn còn chịu sức ép trong ngắn hạn**

Hình: Nguyên liệu đầu vào: Cao su tăng mạnh và hạ nhiệt dần, than và hoá chất tăng nhẹ (USD/tấn)



*Cao su: USD/100kg

Nguồn: Bloomberg, BSC Research



2.2 Giá cước vận tải tiếp tục hạ nhiệt – giảm sâu so với quý trước và đầu năm

Sau khi tăng mạnh trong quý 2 và đạt đỉnh vào tháng 7/2024 do căng thẳng địa chính trị, giá cước vận tải đã giảm trở lại từ tháng 8 và duy trì xu hướng điều chỉnh liên tục trong các tháng đầu năm 2025;

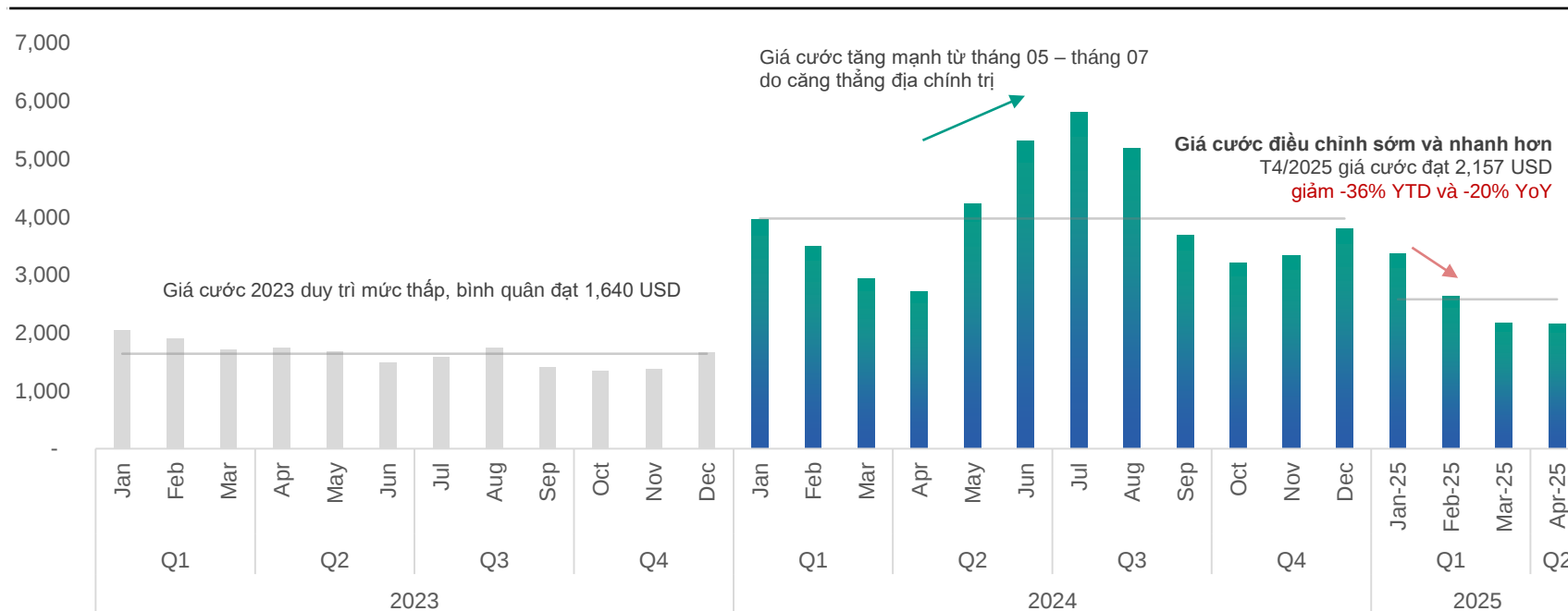
- **Giá cước bình quân 4T/2025** đạt 2,580 USD, giảm -21% YoY và -25% so với Q4/2024;
- Riêng tháng 4/2025, giá cước giảm còn 2,157 USD giảm -36% YTD và -20% YoY;

Diễn biến trên cho thấy mặt bằng giá cước hiện tại **thấp hơn đáng kể so với kỳ vọng trước đó** (~3,900 USD cho cả năm 2025F), do sức ép điều chỉnh đến sớm và nhanh hơn từ cung cầu vận tải và điều chỉnh tuyến hàng hải toàn cầu.

Chúng tôi điều chỉnh dự báo rằng giá cước vận tải sẽ ổn định quanh vùng **2,500–2,600 USD**, khó quay về đáy 2023 nhưng không còn duy trì ở vùng đỉnh như giữa 2024.



Hình: Giá cước vận tải thế giới hạ nhiệt mạnh và tạo nền giá mới



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tác động đến doanh nghiệp xuất khẩu

Phần lớn đơn hàng sắm lớp xuất khẩu theo điều kiện FOB nên giá cước không tác động trực tiếp đến chi phí doanh nghiệp. Tuy nhiên, **biến động giá cước ảnh hưởng gián tiếp đến khả năng cạnh tranh về tổng chi phí giao hàng**, đặc biệt tại các thị trường có mức thuế cao hoặc sức ép cạnh tranh lớn như Mỹ.

2.3 Xuất khẩu lớp sang Mỹ: Thách thức ngắn hạn do thuế bổ sung 25% – Biên lợi nhuận bị thu hẹp, cạnh tranh gia tăng

Bối cảnh chính sách và diễn biến mới

- Từ ngày **03/05/2025**, Mỹ chính thức áp **thuế bổ sung 25%** đối với lớp ô tô (HS 4011.x) nhập khẩu từ tất cả các quốc gia, theo Proclamation 10908. Theo đó, **tổng thuế suất đối với lớp Việt Nam tăng lên 31–32%**, cao hơn nhiều so với mức **6–7% trước đây**.

Tác động đến doanh nghiệp xuất khẩu

- DRC, CSM** là hai doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ **20–25% doanh thu**, chịu ảnh hưởng trực tiếp từ thuế suất tăng.
- Doanh nghiệp có thể **phải điều chỉnh giá bán hoặc chia sẻ chi phí thuế với khách hàng**, ảnh hưởng đến **biên lợi nhuận gộp ngắn hạn**.

Kịch bản thuế quan và định hướng

Kịch bản	Diễn biến chính sách	Tác động	Hướng đi của doanh nghiệp
Cơ sở	Thuế bổ sung 25% duy trì áp dụng với tất cả quốc gia	Biên lợi nhuận giảm tại thị trường Mỹ	Đàm phán lại giá; chuyển đơn hàng; đẩy tiêu thụ nội địa
Khả quan	Đàm phán giảm thuế thành công hoặc thuế suất bình quân thấp hơn các quốc gia khác	Biên lợi nhuận phục hồi từ cuối 2025	Tăng tỷ trọng sang Mỹ; tái cơ cấu kế hoạch xuất khẩu
Kém khả quan	Thuế bổ sung duy trì dài hạn thuế bình quân áp dụng đối với Việt Nam cao hơn quốc gia khác	Cạnh tranh gay gắt, mất thị phần, biên co mạnh	Đa dạng hóa thị trường; tái định vị sản phẩm; hợp tác logistics

➡ Do chính sách áp dụng cho tất cả các quốc gia, **tương quan cạnh tranh giữa các nước xuất khẩu không thay đổi nhiều**, tuy nhiên **rủi ro chính** vẫn nằm ở **việc cạnh tranh tại thị trường Mỹ sẽ gia tăng đáng kể**, không phải giữa các nước xuất khẩu, mà là với nhóm sản phẩm lớp sản xuất nội địa Mỹ, hiện đang không chịu thuế nhập khẩu và giữ lợi thế lớn về giá bán.

Việc áp thuế bổ sung 25% là yếu tố **gây áp lực ngắn hạn rõ rệt lên biên lợi nhuận** của các doanh nghiệp sản phẩm Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ. Tuy nhiên, với chiến lược **đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, tận dụng các thị trường tăng trưởng mới và đẩy mạnh tiêu thụ nội địa**, các doanh nghiệp có thể từng bước **giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ**. Theo đó, **triển vọng hồi phục vẫn hiện hữu trong trung hạn**, đặc biệt từ cuối 2025 khi nhu cầu toàn cầu ổn định trở lại

Kết thúc quý 1 năm 2025, kết quả kinh doanh của nhóm sẵm lớp ghi nhận mức suy giảm rõ rệt về lợi nhuận, bất chấp doanh thu giữ được mức tăng trưởng dương:

Tổng doanh thu 2 doanh nghiệp DRC và CSM đạt 2,201 tỷ VND (+4% YoY), trong khi lợi nhuận sau thuế công ty mẹ chỉ đạt 28 tỷ VND, giảm mạnh -53% YoY. Nguyên nhân chủ yếu đến từ biên lợi nhuận gộp bị thu hẹp do chi phí nguyên liệu đầu vào neo cao, trong khi chi phí tài chính và chi phí bán hàng tăng trở lại.

Kết quả chi tiết theo từng doanh nghiệp:

- DRC ghi nhận doanh thu 1,180 tỷ VND (+21% YoY), nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 9 tỷ VND (-81% YoY) do biên lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống 11.1% và chi phí tài chính – bán hàng tăng đáng kể.
- CSM đạt doanh thu 1,021 tỷ VND (-11% YoY), lợi nhuận 19 tỷ VND (-1.2% YoY). Biên gộp gần đi ngang QoQ, nhưng vẫn giảm nhẹ YoY do tỷ lệ chi phí nguyên vật liệu trên doanh thu tăng, trong khi chi phí bán hàng & QLDN chiếm 9.2% doanh thu, tăng so với cùng kỳ.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1/2025 của các doanh nghiệp Sẵm lớp

Cổ phiếu	Doanh thu thuần	%YoY	LNST- CĐTS	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
DRC	1,180	21%	9	-81%	(i) Biên lợi nhuận gộp đạt 11.1%, giảm -5.5 đpt YoY và -1.5 đpt QoQ, phản ánh áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh. (ii) Chi phí bán hàng & QLDN đạt 111 tỷ VND (+5% YoY, +36% QoQ), tương đương 9.4% doanh thu thuần (+2.5 đpt QoQ, -1.5 đpt YoY), chủ yếu do chi phí dịch vụ mua ngoài tăng mạnh so với quý 4. (iii) Chi phí tài chính tăng +65% svck đạt 17.3 tỷ VND trong đó chi phí lãi vay đạt 9.3 tỷ VND (+159% YoY, +30% QoQ);
CSM	1,021	-11%	19	-1.2%	(i) Biên lợi nhuận gộp đạt 11.8%, tăng +0.3 đpt so với quý trước và giảm -1.1 đpt svck. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ việc giá cao su nguyên liệu tăng khiến tỷ lệ chi phí nguyên vật liệu trên doanh thu thuần tăng +7 đpt svck; (ii) Chi phí BH & QLDN = 94 tỷ VND (-6% YoY), tỷ lệ chi phí BH & QLDN/DTT đạt 9.2% (+0.5 đpt svck)

Nguồn: FiinX, BSC Research



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH VẬT LIỆU XÂY DỰNG – BẤT ĐỘNG SẢN

1. Nội địa – Phục hồi:

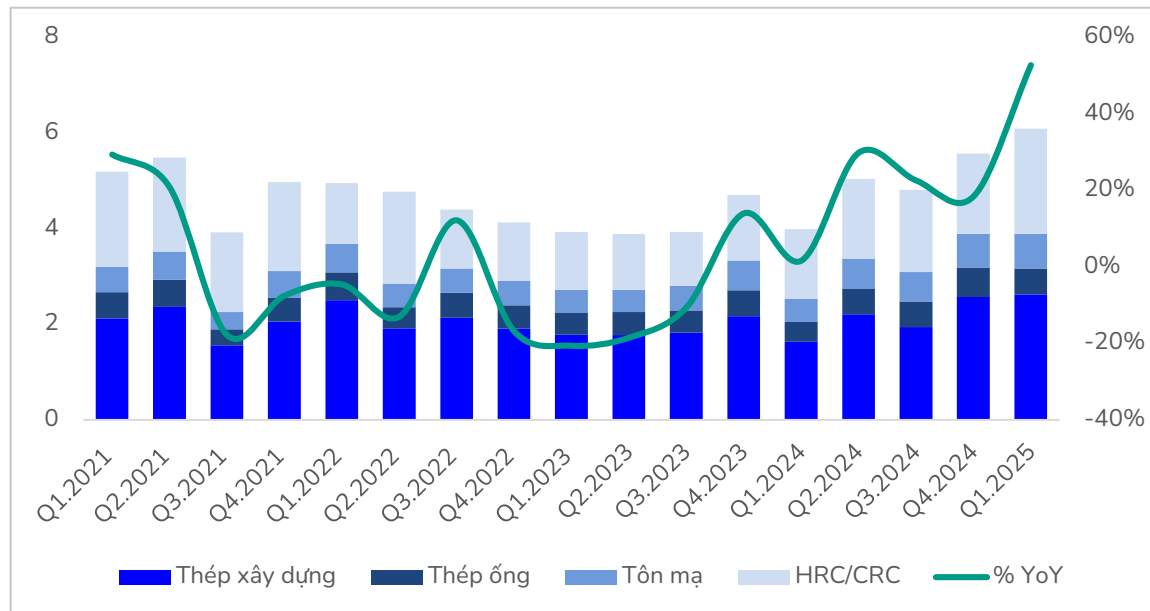
Trong Quý 1, sản lượng tiêu thụ nội địa tiếp tục phục hồi +53% YoY, +9% QoQ nhờ thị trường Bất động sản quay trở lại. Điều này phù hợp với quan điểm của BSC đã đề cập tại [Báo cáo ngành](#). Xu hướng phục hồi về thị trường nội địa không chỉ diễn ra ở ngành thép mà còn ở các ngành vật liệu xây dựng khác như xi măng (HT1), gạch, vữa (SCL, VGC). BSC cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục và mạnh mẽ hơn trong 9T.2025 còn lại nhờ (1) Bất động sản ấm lên, (2) Việt Nam đã áp thuế CBPG tạm thời đối với thép HRC và tôn mạ từ Trung Quốc.

2. Xuất khẩu – Gặp khó:

Trong Quý 1, sản lượng xuất khẩu - 36% YoY, - 10% QoQ do thép Việt Nam bị áp thuế CBPG, và hạn chế về sản lượng tại một số thị trường chính như Mexico, Canada, EU. Trong đó, tôn mạ (-39% YoY, -21% QoQ), HRC (-54% YoY, -16% QoQ). Điều này cũng phù hợp với quan điểm của BSC đã đề cập tại [Báo cáo ngành](#). BSC cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục duy trì trong 9T.2025 còn lại trong bối cảnh (1) các quốc gia đều trong xu hướng bảo hộ ngành thép, và áp thuế CBP, (2) Bất ổn về chính sách thuế quan khiến cho kinh tế thế giới chậm lại.

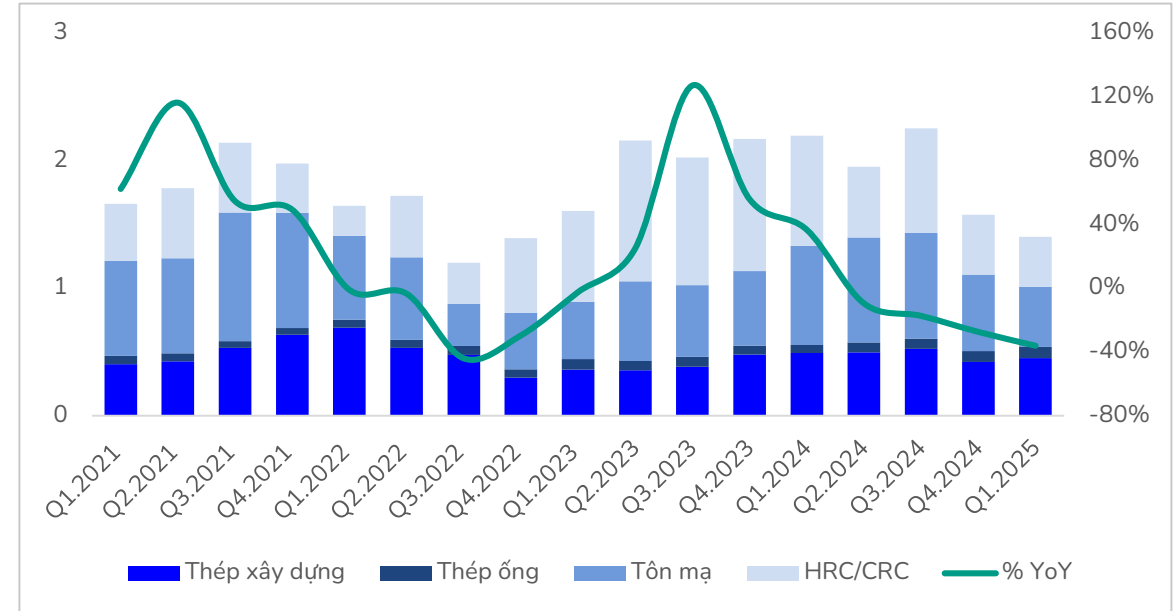
3. Nhận định ngành: BSC hạ quan điểm từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** do bất ổn về thuế quan từ thị trường xuất khẩu

Hình: Sản lượng thép nội địa +53% YoY, + 9% QoQ trong Quý 1.2025



Đơn vị: Triệu tấn. Nguồn: BSC Research

Hình: Sản lượng thép xuất khẩu -36% YoY, -10% QoQ trong Quý 1.2025



Đơn vị: Triệu tấn. Nguồn: BSC Research

Quốc gia	Tỷ trọng ước tính Q1	Sự kiện	Ngày thông báo	Nhận xét
1. HRC				
EU +UK	15%	Công bố thuế CBPG tạm thời đối với HRC nhập khẩu từ Việt Nam (Thuế suất = 12.1%*).	7/4/2025	Trước đây (1H.2024), EU chiếm khoảng 30% tổng sản lượng xuất khẩu HRC của Việt Nam. Tuy nhiên, kể từ Tháng 8.2024, Việt Nam chịu trần hạn ngạch thuế quan. BSC nhận thấy các doanh nghiệp đã chủ động giảm xuất khẩu sang EU do thời gian thông quan lâu. Do đó, mức độ ảnh hưởng của thuế CBPG công bố vào Tháng 4.2025 lên sản lượng xuất khẩu EU sẽ không lớn.
Bắc Mỹ	10%			
• Canada	-			
• Mỹ	-			HPG đã bắt đầu xuất khẩu HRC trực tiếp vào Mỹ trong năm 2025.
• Mexico	10%	Khởi xướng điều tra CBPG thép HRC từ Việt Nam	Tháng 3. 2025	Thị trường Mexico đang chiếm khoảng 10% tổng sản lượng xuất khẩu HRC của Việt Nam. Trong trường hợp Việt Nam bị Mexico áp thuế CBPG và điều kiện thuế quan tại Mỹ vẫn đang tương đối thuận lợi đối với sản phẩm HRC, các doanh nghiệp thép Việt Nam có thể đẩy xuất khẩu trực tiếp vào Mỹ để thay thế cho Mexico. Do đó, xét chung toàn bộ thị trường Bắc Mỹ, mức độ ảnh hưởng sẽ không lớn.
ASEAN	70%			
• Malaysia	40%			Thị trường Malaysia đang chiếm 40% tổng sản lượng xuất khẩu HRC của Việt Nam. Hiện tại, Malaysia chỉ có duy nhất 1 nhà máy Eastern Steel sản xuất HRC; do đó, vẫn phụ thuộc chính vào nhập khẩu. BSC cho rằng khả năng Việt Nam bị kiện CBPG là rất thấp.
• Indonesia	30%			Thị trường Indonesia đang chiếm khoảng 30% tổng sản lượng xuất khẩu HRC của Việt Nam. Indonesia chưa có cuộc điều tra CBPG HRC đối với Việt Nam. Trước đó – T12.2024, Indonesia đã áp thuế CBPG với HRC từ Trung Quốc, Ấn Độ, Nga, Belarus. BSC cho rằng điều này khiến cho các doanh nghiệp thép Việt Nam đang có lợi thế để đẩy HRC vào Indonesia trong ít nhất hết năm 2025.
Khác	5%			Một số doanh nghiệp đang phát triển thêm thị trường Nam Mỹ (Brazil, Chile) để tăng thêm sản lượng từ Châu Mỹ.

*Chú thích: Công ty Cổ phần Thép Hòa Phát Dung Quất được miễn thuế do hợp tác đầy đủ và cung cấp bằng chứng cho thấy sản phẩm của họ không gây thiệt hại cho EU.

Quốc gia	Tỷ trọng ước tính Q1	Sự kiện	Ngày thông báo	Nhận xét
2. Tôn mạ				
EU +UK	45%	Công bố kết quả điều tra CBPG thép tôn mạ từ Việt Nam	Dự kiến Quý 3.2025	Thị trường EU ước tính chiếm 45% tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam. Với tỷ trọng như vậy, BSC cho rằng mức độ ảnh hưởng thuế CBPG lên sản lượng xuất khẩu tôn mạ lớn.
Bắc Mỹ	20%			
• Canada	3%			
• Mexico	15%			
• Mỹ	2%	Mỹ áp thuế 25% sản phẩm thép nhập khẩu từ các nước đồng minh bao gồm Mexico và Canada	Tháng 3. 2025	• Thị trường Bắc Mỹ ước tính chiếm 25% - 30% tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam. Với việc Mỹ áp thuế 25% với các nước đồng minh, và thuế 40-88% CBPG đối với tôn mạ nhập khẩu trực tiếp, BSC cho rằng tôn mạ Việt Nam khó có lợi thế cạnh tranh ở Bắc Mỹ.
		Công bố kết quả điều tra CBPG tạm thời đối với tôn mạ từ Việt Nam (Thuế suất = 40-88%)	Tháng 4. 2025	
ASEAN	35%			
• Malaysia	20%	Khởi xướng điều tra CBPG thép mạ từ Việt Nam	Tháng 2.2025	Thị trường Malaysia ước tính chiếm 20% tổng sản lượng xuất khẩu tôn mạ của Việt Nam. Với tỷ trọng như vậy, BSC cho rằng mức độ ảnh hưởng thuế CBPG lên sản lượng xuất khẩu tôn mạ tương đối lớn.
• Úc	5%			Trước đây, năm 2020, Việt Nam đã từng bị kiện CBPG đối với sản phẩm tôn mạ màu và tôn mạ kẽm. Tuy nhiên, biên độ phá giá không đáng kể.
• Indonesia	5%			Trước đây năm 2016, Việt Nam đã từng bị kiện CBPG đối với sản phẩm tôn mạ màu
• Khác	5%			

Nguồn: US custom, VN Custom

- Nhóm doanh nghiệp tôn mạ là nhóm sẽ chịu tác động lớn nhất từ sự thay đổi chính sách thuế quan tại Mỹ. Tôn mạ hiện tại đang bị áp thuế CBPG cao (40 - 88%).

Hình: Thống kê tỷ trọng xuất khẩu vào Mỹ và thị trường Bắc Mỹ của các doanh nghiệp Việt Nam trong năm 2024

Doanh nghiệp	Mặt hàng xuất khẩu chính vào Mỹ	Tổng giá trị xuất khẩu/Tổng doanh thu	Tổng giá trị xuất khẩu vào Mỹ/Tổng doanh thu	Tổng giá trị xuất khẩu vào Bắc Mỹ/Tổng doanh thu
HPG	HRC (HS: 7208)	29%	1%	3%
HSG	Tôn mạ (HS: 7210, 7212)	50%	7%	15%
NKG	Tôn mạ (HS: 7210, 7212)	65%	11%	25%
GDA	Tôn mạ (HS: 7210, 7212)	59%	26%	26%

Nguồn: US custom – Chú thích: Số liệu được thu thập từ 1/1/2024 – 31/12/2024.

Hình: Thuế nhập khẩu hàng sắt thép giữa một số quốc gia

Nguồn: US custom

	Thuế đối ứng (1)	Thuế nhập khẩu Điều 232(2)	Thuế nhập khẩu Điều 301 (3)	Thuế nhập khẩu theo Đạo luật IEEPA 1977 (4)	Thuế chống bán phá giá + thuế tự vệ (5)
Việt Nam	0%	25%	-	-	Tuỳ doanh nghiệp (40-88%)
Trung Quốc	0%	25%	25%	20%	Tuỳ doanh nghiệp
Canada	0%	25%	-	25%	Tuỳ doanh nghiệp
Mexico	0%	25%	-	25%	Tuỳ doanh nghiệp

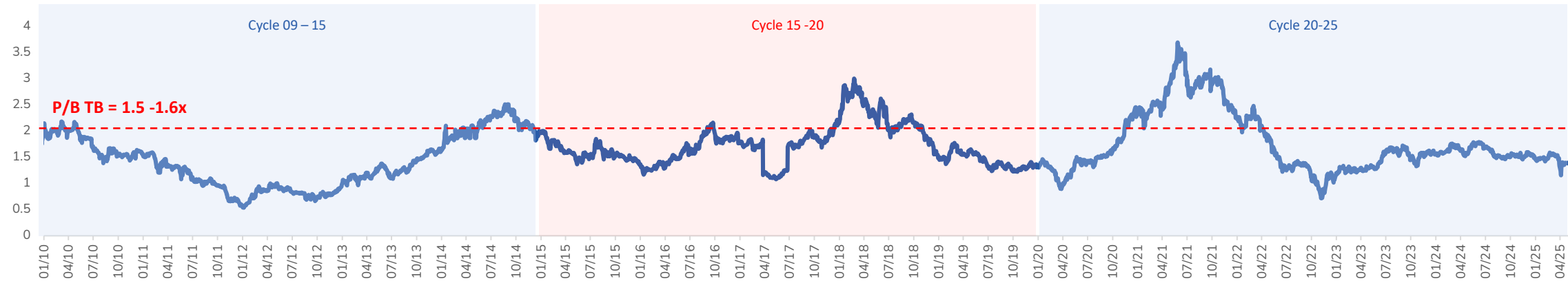
Trong Quý 1, Bộ Công thương đã áp thuế CBPG tạm thời đối với HRC và tôn mạ kẽm nhập khẩu từ Trung Quốc. Tuy nhiên, các doanh nghiệp Trung Quốc đang cố gắng lẩn tránh bằng sản xuất sản phẩm HRC có khổ rộng hơn 2,000 mm. Ở Việt Nam, hiện chỉ phổ biến khổ 1,650 mm (HPG) và 1,800 mm (FHS). Bộ Công thương có thể sẽ mở rộng điều tra để ngăn chặn tình trạng này.

Hình: Biện pháp phòng vệ thương mại đối với thép Trung Quốc

Sản phẩm	Biện pháp	Ngày thông báo
HRC	Công bố thuế CBPG tạm thời đối với HRC nhập khẩu từ Trung Quốc (AD20)	Tháng 2.2025
Tôn mạ kẽm	Công bố thuế CBPG tạm thời đối với tôn mạ kẽm nhập khẩu từ Trung Quốc (AD19)	Tháng 3.2025
Tôn mạ màu	Gia hạn 5 năm đối với tôn mạ màu nhập khẩu từ Trung Quốc	Tháng 10.2024

Trong bối cảnh xuất khẩu gặp khó, các doanh nghiệp ngành thép sẽ đẩy sản lượng về tiêu thụ nội địa. BSC ưu tiên các doanh nghiệp có hệ thống phân phối rộng và thị phần nội địa lớn, và bằng cân đối kế toán mạnh như HPG, HSG.

Hình: Định giá của HPG



Rủi ro: BSC cho rằng rủi ro lớn nhất đối với ngành thép là suy thoái toàn cầu khiến cho nhu cầu tiêu thụ thép suy giảm

Kết thúc quý 1 năm 2025:

- Các doanh nghiệp tôn mạ như HSG, NKG, GDA ghi nhận sụt giảm so với cùng kỳ chủ yếu do (1) sản lượng giảm, (2) tỷ suất lợi nhuận cũng khi Doanh nghiệp phải đa dạng hóa sang các thị trường xuất khẩu nhỏ lẻ, có chi phí vận chuyển cao làm giảm lợi thế hơn.
- Chỉ riêng HPG ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận so với cùng kỳ do sản lượng tăng trong bối cảnh thị trường Bất động sản nội địa phục hồi.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1.2025 của các doanh nghiệp nhóm thép

Cổ phiếu	Doanh thu Q1.2025	%YoY	LNST Q1.2025	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
HPG	37,622	22%	3,344	17%	NPATMI + 17% YoY đến (1) sản lượng thép +28% YoY, (2) mảng nông nghiệp có tỷ suất lợi nhuận cao.
HSG	8,452	-9%	205	-36%	NPATMI -36% YoY chủ yếu do (1) sản lượng -6% YoY, (2) Chi phí lãi vay +57% YoY, (3) Chi phí QLDN +45% YoY theo yếu tố mùa vụ hằng năm.
NKG	4,090	-23%	65	-56%	NPATMI -56% YoY chủ yếu do (1) sản lượng - 19% YoY, (2) Biên lợi nhuận gộp -4.3 điểm %.
GDA	3,977	-3%	63	-34%	
Tổng	54,140	9%	3,678	7%	

Nguồn: BSC Research tổng hợp

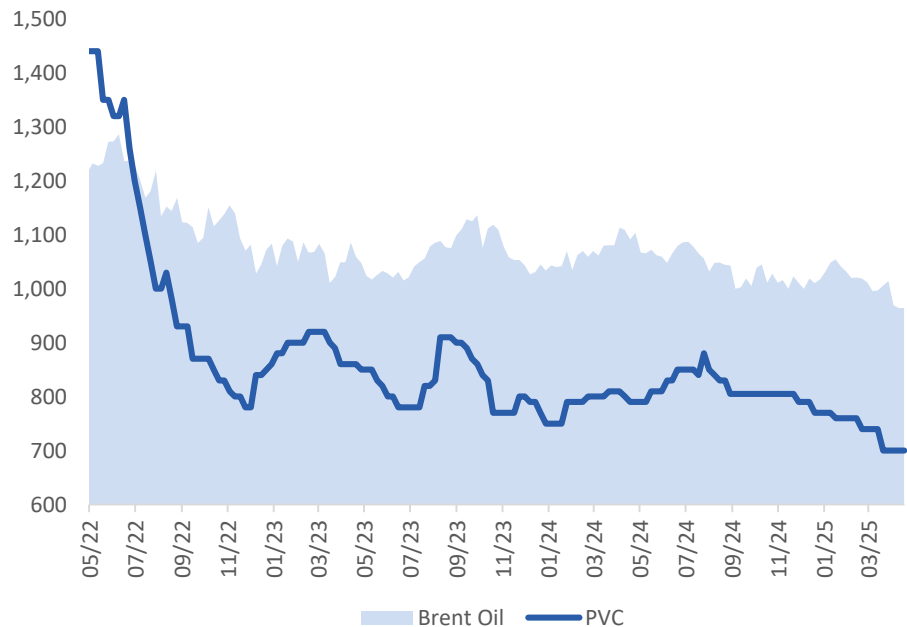
1. Sản lượng nội địa phục hồi

Trong Quý 1.2025, tổng sản lượng tiêu thụ BMP và NTP ước tính đạt 47,000 tấn (+40% YoY) nhờ thị trường Bất động sản ấm trở lại. Xu hướng phục hồi về thị trường nội địa không chỉ diễn ra ở ngành nhựa mà còn ở các ngành vật liệu xây dựng khác như thép (HPG, HSG), xi măng (HT1), gạch, vữa (SCL, VGC). BSC cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục và mạnh mẽ hơn trong 9T.2025 còn lại nhờ các dự án Bất động sản đang được triển khai lại.

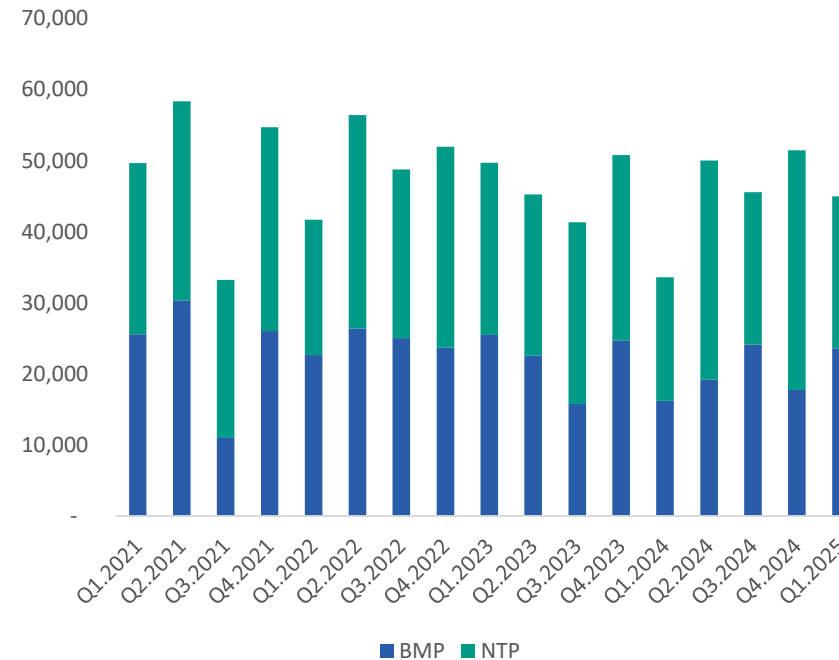
2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá PVC đầu vào giảm:

Trong Quý 1.2025, giá PVC CFR Đông Nam Á = 746 USD/tấn (-5% YoY, -6% QoQ). BSC cho rằng giá dầu hạ nhiệt trong năm 2025 do (1) Căng thẳng chiến tranh Nga – Ukraine giảm bớt, (2) Các chính sách của Tổng thống Mỹ Donald Trump ủng hộ năng lượng hóa thạch (Chi tiết xem tại Báo cáo ngành dầu khí). Với kịch bản giá dầu Brent = 65 -70 USD/tấn (-19% YoY), giá hạt nhựa PVC sẽ ở mức 645 – 700 USD/tấn. Theo đó, các doanh nghiệp ngành nhựa được hưởng lợi từ giá đầu vào thấp. Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện trong năm 2025. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận ròng sẽ phân hóa giữa các doanh nghiệp

Hình: Giá PVC (USD/tấn – RHS), và giá dầu Brent (USD/thùng – LHS)



Hình: Sản lượng tiêu thụ nhựa của BMP và NTP (tấn)



Hình: Kịch bản giá dầu và PVC 2025

Chỉ số giá	2023	2024	2025F
Dầu Brent (USD/thùng)	82.5	80.5	65
%YoY	-18%	-2%	-19%
PVC (USD/tấn)	843	806	700
%YoY	-26%	-4%	-13%

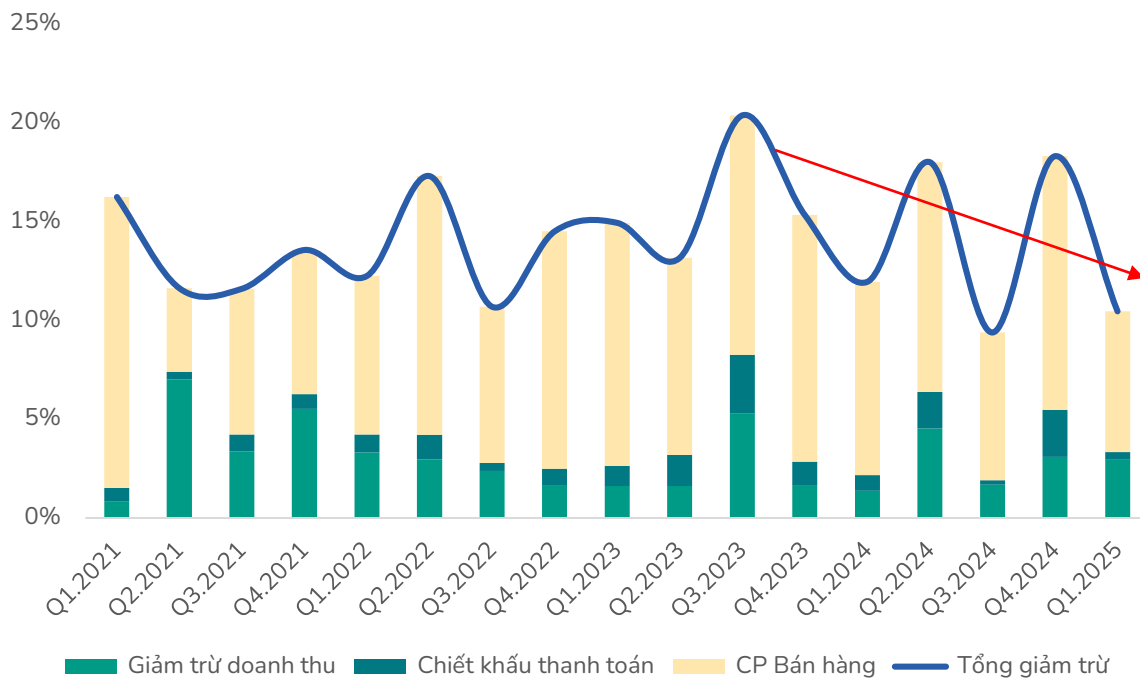


3. Biên lợi nhuận ròng sẽ phân hóa sẽ các doanh nghiệp:

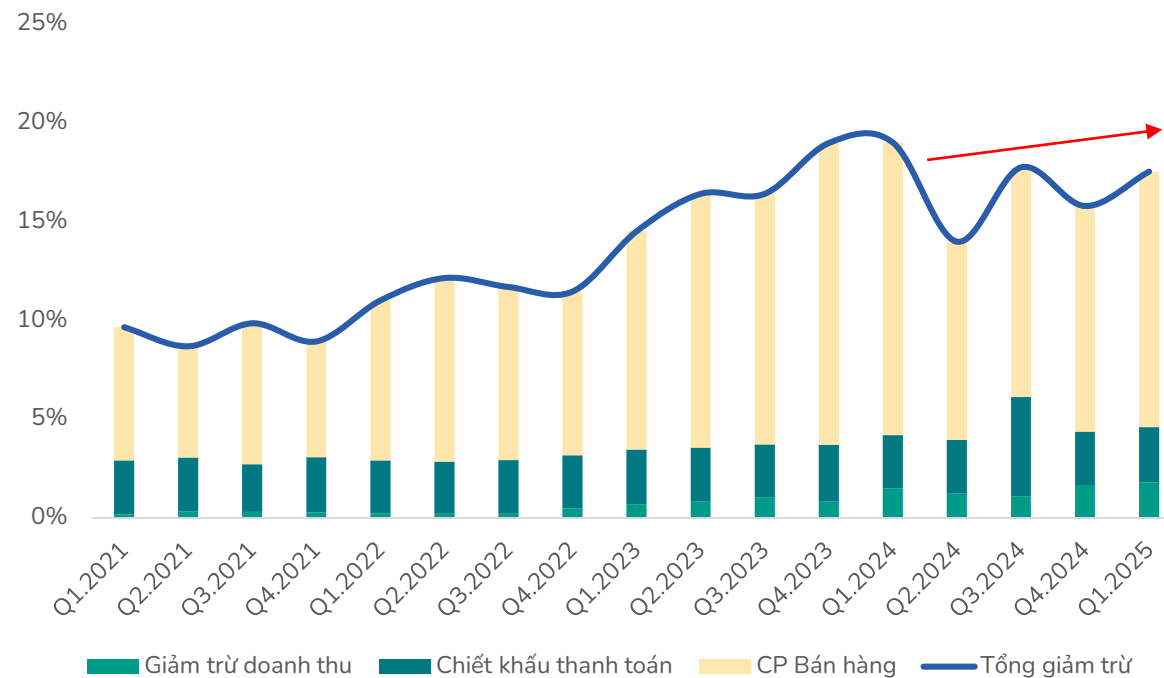
- **BMP:** BSC cho rằng xu hướng tỷ suất lợi nhuận ròng trong 9T. 2025 sẽ đi ngang so với 2H.2024. Mặc dù biên lợi nhuận gộp cải thiện, tuy nhiên, BMP sẽ tận dụng chi phí đầu vào giảm để làm bộ đệm tăng chiết khấu bán hàng cho đại lý + giữ thị phần.
- **NTP:** NTP đã duy trì tỷ lệ chiết khấu bán hàng cao trong giai đoạn 2021 – 1H.2024. Với việc (1) sức cầu đang hồi phục, (2) thị phần lớn tại khu vực phía Bắc, BSC cho rằng NTP có thể tiết giảm được chi phí chiết khấu. **BSC kỳ vọng xu hướng tỷ suất lợi nhuận ròng của NTP sẽ cải thiện trong 9T.2025.**

4. **Nhận định ngành:** BSC khuyến nghị quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành nhựa do nhu cầu trong nước phục hồi.

Hình: Tỷ lệ tổng giảm trừ, chiết khấu/doanh thu của NTP (%)



Hình: Tỷ lệ tổng giảm trừ, chiết khấu/doanh thu của BMP (%)



- **Giá cổ phiếu các doanh nghiệp nhựa hạ tầng đều tương đối khả quan kể từ đầu năm 2025 (BMP +15% Ytd, NTP + 16% Ytd).** Điều này đến từ việc (1) KQKD Q1 khả quan, (2) BMP có kế hoạch chia cổ tức cao trong năm 2025.
- **Kết thúc Quý 1, các doanh nghiệp ngành nhựa hạ tầng như BMP, NTP đều ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng khả quan +51%-94%.** Nguyên nhân là do (1) sản lượng phục hồi trong bối cảnh thị trường Bất động sản ảm đạm, (2) Tỷ suất lợi nhuận được duy trì ở mức tốt, hỗ trợ bởi (i) Chi phí nhựa PVC đầu vào giảm, (ii) sản lượng tăng.

Bảng: Kết quả kinh doanh Quý 1.2025 của các doanh nghiệp nhóm thép

Cổ phiếu	Doanh thu Q1.2025	%YoY	LNST Q1.2025	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
NTP	1,269	34%	212	94%	NPATMI +94% YoY chủ yếu do (1) sản lượng +35% YoY, (2) Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu giảm 3 điểm %.
BMP	1,383	38%	287	51%	NPATMI + 51% YoY chủ yếu do sản lượng +45% YoY.
Tổng	2,652	36%	499	67%	

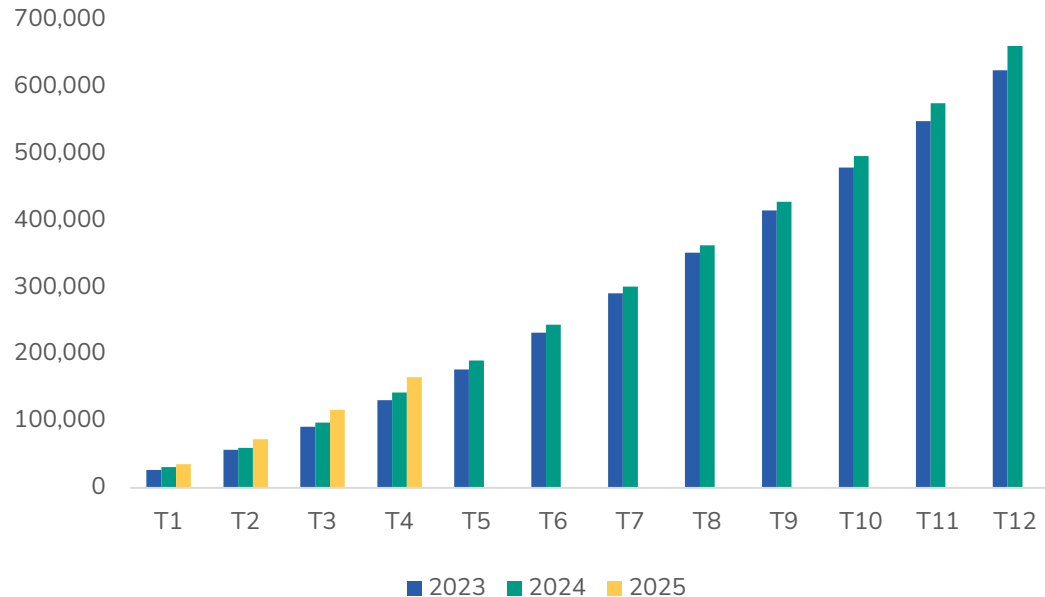
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Theo kế hoạch – trong năm 2025, tổng vốn đầu tư công từ nguồn NSNN dự kiến đạt 825,922 tỷ VNĐ (+6% so với năm 2024). Tính tới hết 30/04/2025, tổng vốn NSNN đã được giải ngân là 128,512 tỷ VNĐ (đạt 14.32% kế hoạch, -1.2% YoY 2024). BSC đánh giá tỷ lệ giải ngân vốn đầu tư công/ kế hoạch năm còn chậm. Nguyên nhân là do thay đổi, sắp xếp lại bộ máy.

Tuy nhiên, BSC vẫn giữ quan điểm **KHẢ QUAN** đối với ngành Xây dựng trong năm 2025. BSC kỳ vọng sẽ đẩy nhanh đầu tư công về cuối năm 2025 với mức giải ngân đạt khoảng 743.5 nghìn tỷ VNĐ (trên 90% kế hoạch) nhờ tiếp tục triển khai các dự án trọng điểm bao gồm các dự án còn lại của cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, vành đai 3 TP. Hồ Chí Minh, vành đai 4 Hà Nội, sân bay Long Thành. Điều này đến từ 3 yếu tố:

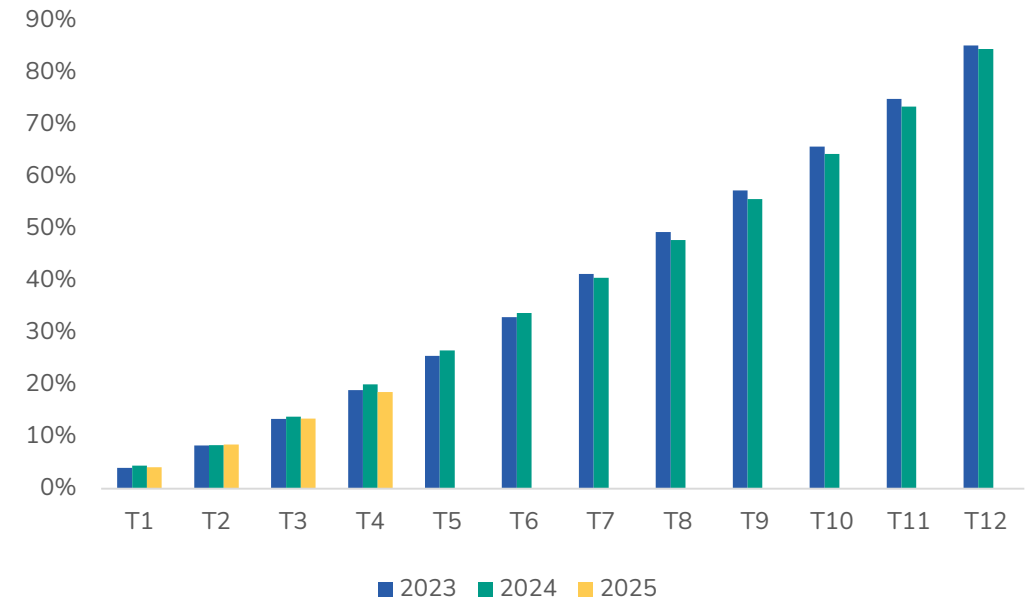
- (1) Đây là năm cuối trong chu kỳ đầu tư công trung hạn 2021 – 2025
- (2) Nguồn vốn đầu tư công là động lực quan trọng để đảm bảo mục tiêu tăng trưởng trong năm 2025, bù đắp cho hoạt động xuất nhập khẩu chậm lại (ảnh hưởng thuế quan).
- (3) Hệ thống ổn định hơn trong 2H.2025, đi kèm các chính sách luật thông qua giúp đẩy nhanh tiến độ phê duyệt ngân sách, dự án mới.

Hình: Lũy kế giải ngân vốn đầu tư công theo tháng (tỷ VNĐ)



Nguồn: BSC tổng hợp

Hình: % hoàn thành kế hoạch của năm (%)



Nguồn: BSC tổng hợp

Trong giai đoạn 2021 – 2025, Chính phủ tập trung vào 2 nhóm đường cao tốc theo trục dọc: (1) Cao tốc Bắc Nam phía Đông, (2) Đường ven biển. **Sang giai đoạn 2026 – 2030, BSC cho rằng Chính phủ sẽ dồn lực vào:**

- Về đường bộ: (1) Mở rộng các tuyến Cao tốc Bắc Nam phía Đông** từ 2 làn lên 4 làn, 4 làn lên 6 làn (như Hà Nội – Thái Nguyên, . . .) **(2) Tập trung kết nối các vùng phát triển chậm** như các tuyến cao tốc Bắc Nam phía Tây theo trục dọc (đặc biệt khu vực Tây Nguyên), tuyến cao tốc theo trục ngang (đặc biệt KV Đồng Bắc Sông Cửu Long)
- Về đường sắt:** Triển khai các dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam, đường sắt đô thị Hà Nội – Hồ Chí Minh, đường sắt Lào Cai – Hải Phòng, đường sắt Hà Nội – Hạ Long

Bảng: Các dự án đường bộ và đường sắt trọng điểm giai đoạn 2026 - 2030

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Thời điểm khởi công	Thời điểm dự kiến hoàn thành	Cập nhật tiến độ
Đường bộ				
Pháp Vân – Cầu Giẽ (Hà Nội) – Vành đai 4	3,200	2023	2025	Chậm tiến độ do GPMB
Hà Nội – Hòa Bình – Sơn La – Điện Biên (CT.03)	61,371	2025 -2026	2030	Đã hoàn thành Láng – Hòa Lạc – Hòa Bình Chuẩn bị khởi công Hòa Bình – Mộc Châu Dự kiến triển khai Mộc Châu – Sơn La 2026 Sơn La – Điện Biên khởi công sau 2030
Hà Nội – Thái Nguyên – Bắc Kạn – Cao Bằng (CT.07)	10,000	2025	Dự kiến 2027	Nâng cấp Hà Nội – Thái Nguyên lên 6 làn xe, Thái Nguyên – Chợ Mới lên 4 làn xe Khởi công Chợ Mới – Bắc Kạn với 4 làn xe trong năm 2025 Dự kiến triển khai Bắc Kạn – Cao Bằng trong năm 2026
Ninh Bình – Hải Phòng (CT.08)	19,784	2025	Dự kiến 2026	Đoạn Ninh Bình dự kiến hoàn thành 2026 Đoạn Nam Định – Thái Bình dự kiến GPMB xong năm 2025
Nội Bài – Bắc Ninh – Hạ Long (CT.09)	2,800	Dự kiến 2025 (Nội Bài – Bắc Ninh)	2030	Nâng cấp tuyến Nội Bài – Bắc Ninh thành 4 làn xe tiêu chuẩn.
Tuyên Quang – Hà Giang (CT.15)	25,000	2023	2025 (dự kiến GĐ1) 2028 (dự kiến GĐ2)	Chậm tiến độ, đang hoàn thiện GPMB, dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 với 2 làn xe (GĐ1) 2026 khởi công GĐ2 với 4 làn xe
Cam Lộ – Lao Bảo (CT.19)	13,952	Dự kiến trước 2030	N.A	Đã hoàn thành hồ sơ, chờ Thủ tướng phê duyệt
Quy Nhơn – Pleiku – Lệ Thanh (CT.20)	43,500	Dự kiến cuối 2025	Dự kiến 2030	Đã được phê duyệt
Quảng Ngãi – Kon Tum (CT.42)	35,395	Dự kiến 2026	Dự kiến 2028	Đã được phê duyệt

Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ VNĐ)	Thời điểm khởi công	Thời điểm dự kiến hoàn thành	Cập nhật tiến độ
Đường bộ				
TP.HCM – Mộc Bài (Tây Ninh) (CT.31)	19,617	Dự kiến 30/04/2025	12/2027 (dự kiến)	Đã khởi công gói thầu rà phá bom mìn
Gò Dầu – Xa Mát (CT.32)	7,500 (GĐ1)	Dự kiến sau 2025	N.A	Đang trong giai đoạn hoàn thiện thủ tục pháp lý
Hồng Ngự (Đồng Tháp) – Trà Vinh (CT.36)	N.A	Dự kiến trước 2030	N.A	Đoạn Cao Lãnh – An Hữu dự kiến hoàn thành năm 2026 Đoạn Dinh Bà – Cao Lãnh, An Hữu – Trà Vinh dự kiến khởi công trước 2030
Cần Thơ – Cà Mau	27,500	2023	2025	Đã khởi công, đạt 66% kế hoạch
Cà Mau – Đất Mũi (CT.43)	N.A	Dự kiến trước 02/09/2025	N.A	Chưa khởi công GPMB
Đường sắt				
Đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam	1,700,000	Dự kiến tháng 12/2026	2035	Đã được thông qua, đang trong giai đoạn hoàn thành thủ tục
Đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng	203,231	Dự kiến tháng 12/2025	2030	Đang trong giai đoạn chuẩn bị khởi công
Đường sắt nhẹ Thủ Thiêm – Long Thành	84,000	Dự kiến cuối 2026	2030	Đang trong giai đoạn trình chờ Quốc hội phê duyệt
Đường sắt TP.HCM – Cần Thơ	181,700	Dự kiến 2027	2035	Dự kiến trình Quốc hội trong năm 2025
Đường sắt tốc độ cao Hà Nội – Quảng Ninh	N.A	N.A	N.A	Đang trong giai đoạn đề xuất

Nguồn: BSC tổng hợp

ĐÁNH GIÁ CỦA BSC:

So sánh với giai đoạn 2021 – 2025, BSC nhận thấy trong giai đoạn 2026 -2030 số dự án sẽ ít hơn 15-20% do:

- Chính phủ tập trung vào các dự án lớn cấp quốc gia, thủ tục pháp lý nhanh gọn và phân bổ nguồn lực hợp lý.
- Mục tiêu sẽ là tập trung vào các dự án hạ tầng giao thông : đường sắt tốc độ cao, đường sắt đô thị và đường cao tốc kết nối liên vùng.



- Tính đến Q1.2025, Backlog các doanh nghiệp xây lắp vẫn chủ yếu đến từ các dự án cao tốc đường bộ trong giai đoạn 2021 – 2025.
- Trong thời gian tới, LCG, C4G và HHV đều có kế hoạch tham gia vào dự án đường sắt tốc độ cao Bắc – Nam** (dự kiến khởi công cuối năm 2026), trong đó C4G và HHV có kế hoạch hợp tác với các trường Đại học và các đối tác nước ngoài để mở lớp đào tạo.

Mã	Quan điểm doanh nghiệp về dự án đường sắt
C4G	- C4G chuẩn bị nguồn lực và công nghệ để tham gia dự án đường sắt. - C4G liên kết với các trường đại học cũng như các đối tác nước ngoài để mở lớp đào tạo nhân sự trong ngành đường sắt.
HHV	- HHV dự kiến tham gia (1) thi công phần nền trở xuống đối với dự án xây lắp, (2) có thể tham gia mảng động lực học, cấp nguồn điện, (3) quản lý vận hành hầm sau khi hoàn thành. - So sánh với các dự án đường bộ, các hạng mục thi công phần nền trở xuống của dự án đường sắt không khác nhiều. Tuy nhiên, dự án đường sắt có cấu trúc hình học khắt khe hơn. Tỷ trọng hầm và cầu cạn cao hơn – ước tính chiếm 60% chiều dài, tập trung chủ yếu ở miền Trung. Đây là cơ hội cho HHV do (1) HHV có lợi thế về địa lý ở khu vực miền Trung, (2) Năng lực thi công hầm tốt. - Tỷ suất lợi nhuận có thể cao hơn trong giai đoạn 2026 - 2030 do giá hợp đồng các dự án tốt hơn. - HHV liên kết với trường đại học ở TP.HCM để đào tạo nhân sự trong ngành đường sắt.
LCG	- Với năng lực và kinh nghiệm thi công tốt, LCG sẽ tham gia các dự án đường sắt Chính Phủ chỉ định. - LCG đáp ứng được đa số cơ cấu thi công - Hiện tại LCG đã hợp tác với 1 số đơn vị, tìm kiếm đối tác nước ngoài và triển khai lớp đào tạo kỹ sư phục vụ dự án đường sắt tốc độ cao.

Nguồn: BSC tổng hợp

TT	Dự án C4G	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	Gói thầu XL01: Hậu Giang - Cà Mau	2023 – 2025	40%	1,067
2	Gói thầu XL03: Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	2023 – 2027	5%	537
3	Gói thầu XL08: Vành đai 3 TPHCM	2023 - 2026	15%	569
4	Gói thầu 4.6: Sân bay Long Thành	2022 – 2026	42%	438
5	Sân bay Quảng Trị	2023 – 2026	0%	873
6	4.7 Sân bay Long Thành	2022 – 2026	0%	637
7	Dự án khác	2023 – 2026	0-70%	1,255
Tổng				5,375

TT	Dự án HHV	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	2023 – 2025	74%	502
2	Đường ven biển Bình Định	2023- 2025	68%	172
3	Đường kết nối cảng Liên Chiểu	2023- 2025	35%	88
4	Đồng Đăng – Trà Lĩnh	2024 – 1H.2026	0%	1,735
5	Cao tốc Tp. HCM – Chơn Thành	2025 – 2027	0%	1,500
6	Vành đai 4 đoạn qua Bình Dương	2026 – 2027		n.a
Tổng				3,997

TT	Dự án LCG	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	2.2: Hưng Yên – Vành đai 4	2023-2026	36%	802
2	XL02: Vũng Áng – Bùn	2023-2025	70%	382
3	XL 01: Nha Trang – Vân Phong	2023-2025	80%	549
4	XL 21: Biên Hòa – Vũng Tàu	2023-2026	6%	371
5	XL 01: Tân Phúc – Võng Phan	2023-2025	39%	515
6	Hữu Nghị - Chi Lăng	2026 – 2026	10%	1,086
Tổng				3,706

Kết thúc quý 1 năm 2025:

- Các doanh nghiệp như VCG, C4G và CTD đều ghi nhận lợi nhuận sụt giảm so với cùng kỳ chủ yếu do (1) biên LNG mỏng xây lắp thấp và (2) chi phí tài chính, quản lý doanh nghiệp tăng
- Riêng LCG ghi nhận tăng trưởng Lợi nhuận so với cùng kỳ nhờ các dự án xây lắp trọng điểm được đẩy nhanh tiến độ, HHV ghi nhận tăng trưởng chủ yếu tới từ mảng BOT.

Cổ phiếu	Doanh thu Q1.2025 (tỷ đồng)	%YoY	LNST Q1.2025 (tỷ đồng)	%YoY	Đánh giá nhanh của BSC
Nhóm cổ phiếu tăng trưởng ổn định					
LCG	428	38%	20	38%	DTT và LNST +38% YoY chủ yếu tới mảng xây dựng triển khai các dự án lớn như Vành Đai 4 – Hưng Yên, cao tốc Nha Trang – Vân Phong
HHV	735	7%	146	52%	DTT +7%, LNST +52% chủ yếu do lưu lượng xe qua trạm BOT +16% YoY
Nhóm cổ phiếu tăng trưởng yếu					
VCG	2,596	-2%	128	-72%	DTT -2% YoY, LNST -72% YoY chủ yếu do không ghi nhận doanh thu từ các dự án Cát Bà Amatina, KĐT Hải Yên dẫn tới lợi nhuận mảng BĐS giảm mạnh (-69% YoY)
C4G	508	0%	17	-60%	LNST -60% YoY chủ yếu tới từ BOT khi tạm dừng thu phí 1 số trạm để bảo trì (LN mảng BOT -45% YoY)
CTD	5,003	7%	57	-46%	DTT +7% YoY do tổng giá trị backlog tốt - tăng từ 25,000 tỷ VNĐ cùng kỳ lên 30,000 tỷ VNĐ.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ: BSC đánh giá **TRUNG LẬP** đối với ngành xi măng trong năm 2025. Mặc dù sản lượng hồi phục, tuy nhiên, BSC cho rằng mức độ phục hồi chậm do tình trạng dư cung của ngành.

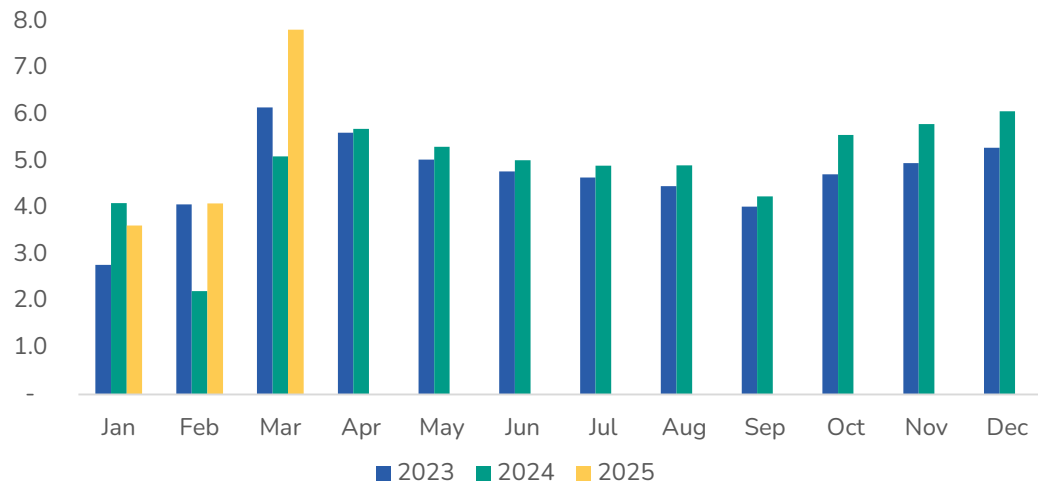
1. Tình hình tiêu thụ trong Quý 1.2025:

- **Nội địa – Cải thiện từ Tháng 3:** Trong Quý 1.2025, sản lượng tiêu thụ trong nước đạt khoảng 15.5 triệu tấn (-10% QoQ, +20% YoY). Đặc biệt, trong tháng 3, sản lượng đạt 7.8 triệu tấn (+ 77% YoY, +90% QoQ) do (1) Nhu cầu nhập đại lý trở lại sau Tết nguyên đán, (2) Chính phủ đẩy mạnh các dự án đầu tư công, (3) Thị trường Bất động sản hồi phục.
- **Xuất khẩu:** Trong Quý 1.2025, sản lượng xuất khẩu đạt 8.4 triệu tấn (+17% QoQ, +6.5% YoY) chủ yếu nhờ đẩy xuất khẩu được vào Bangladesh, và thị trường mới như các nước châu Mỹ, . . .

BSC kỳ vọng xu hướng phục hồi sản lượng sẽ tiếp diễn trong 9T.2025 nhờ thị trường nội địa quay trở lại. BSC dự báo sản lượng tiêu thụ xi măng trong năm 2025 đạt khoảng 95 triệu tấn (+2% YoY). Trong đó:

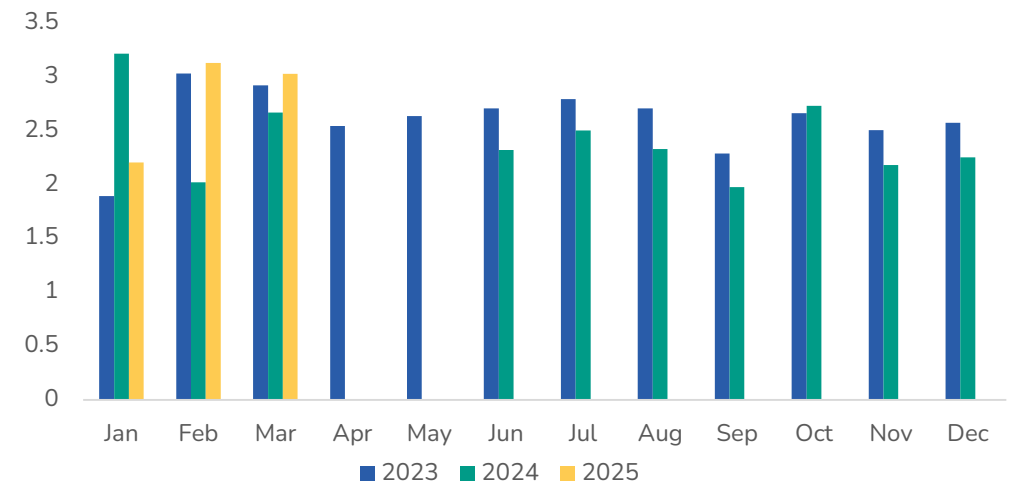
- Nội địa đạt 60-65 triệu tấn (+5-10% YoY) nhờ (1) đẩy nhanh các dự án trọng điểm như: sân bay Long Thành , . . (2) thị trường Bất động sản hồi phục.
- Xuất khẩu đạt 30 triệu tấn (+2% YoY) nhờ (1) Tiếp tục xuất khẩu sang Bangladesh (thị trường lớn nhất của Việt Nam) và (2) Mở rộng thị trường sang khu vực Mỹ và châu Phi.

Hình: Sản lượng tiêu thụ xi măng nội địa theo quý (triệu tấn)



Nguồn: BSC tổng hợp

Hình: Sản lượng xi măng xuất khẩu theo quý (triệu tấn)



Nguồn: BSC tổng hợp

2. Giá than – 14% YoY trong Quý 1

Trong Quý 1.2025, giá than thế giới đạt 110 USD/tấn (-22% QoQ, -14% YoY) đến từ 2 yếu tố:

(1) Tình trạng dư thừa cung ở Trung Quốc (ước tính đạt mức 1.2 tỷ tấn trong Quý 1) sau khi Chính phủ mở cửa các lò than cũ ô ạt từ năm 2022. Ngoài ra, lượng cung cấp than từ các quốc gia xuất khẩu than lớn (Úc, Indonesia) cũng dư thừa do không thể xuất khẩu sang Trung Quốc và Ấn Độ.

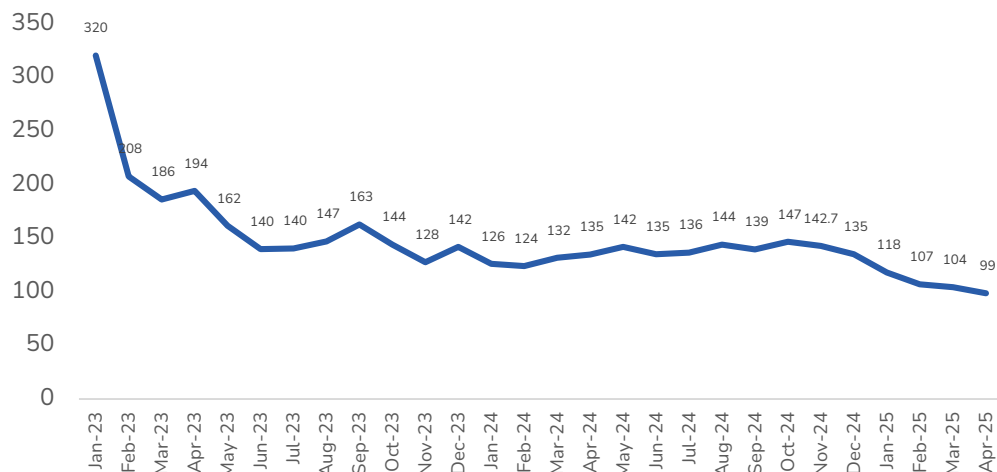
(2) Sức cầu giảm do (i) Các nước châu Âu và Đông Bắc Á chuyển dịch sang năng lượng tái tạo, (ii) Đồng USD tăng giá khiến sức mua toàn cầu giảm sút, giảm lượng nhập khẩu theo mùa vụ.

BSC dự báo xu hướng giá than giảm tiếp tục duy trì tới hết năm 2025, ở mức 85-100 USD/tấn do tình trạng dư cung vẫn tiếp diễn.

3. Giá điện +4.8% từ Quý 2

Kể từ tháng 5.2025, giá điện +4.8% so với lần tăng gần nhất (T10.2024). Với việc chi phí giá điện chiếm 15% chi phí SXKD, **BSC ước tính giá vốn của HT1 +0.5% so với trước kia.**

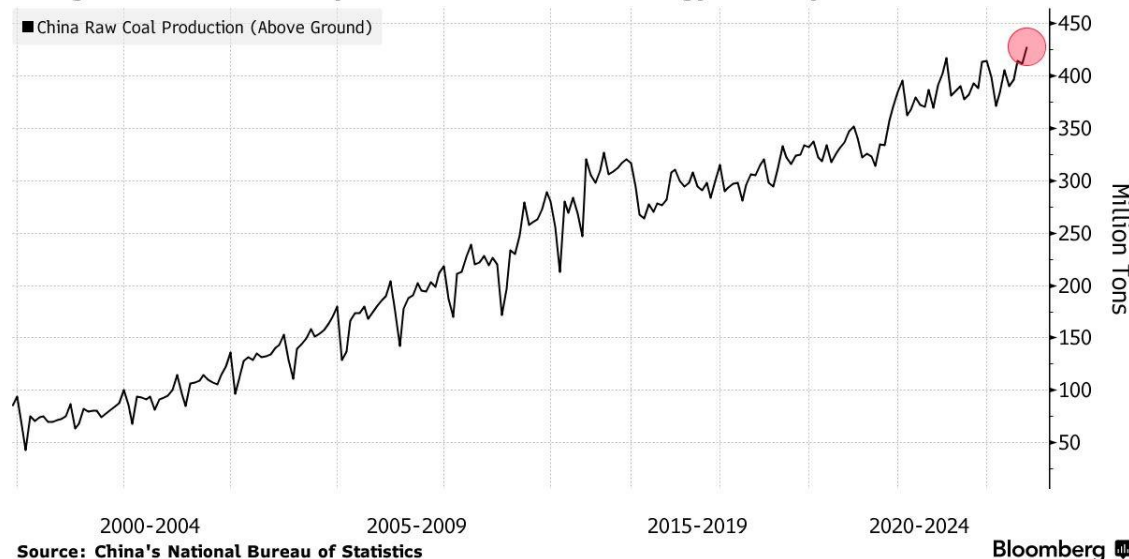
Hình: Giá than thế giới (USD/tấn)



Nguồn: BSC tổng hợp, Bloomberg

China's Coal Production Rises to an All-Time High

The government had reopened mines to boost energy security



4. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ sản lượng tăng

Trong Quý 1.2025, biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp xi măng cải thiện nhẹ, (+2 - 14 điểm % YoY) chủ yếu do sản lượng tăng. Sang Quý 2.2025, BSC kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ phân hóa giữa các doanh nghiệp:

- Các doanh nghiệp có thị phần lớn như HT1: Biên lợi nhuận gộp tiếp tục cải thiện nhờ sản lượng tăng, chi phí than tiếp tục giảm, bù đắp cho giá điện.
- Các doanh nghiệp nhỏ: Biên lợi nhuận gộp mỏng, sẽ bị ảnh hưởng bởi giá điện tăng.

Bảng: Biên LNG của 1 số doanh nghiệp ngành xi măng trong Quý 1.2025

Mã CK	Doanh nghiệp	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	%YoY	LNST (tỷ đồng)	%YoY	Biên LNG Q1.2025	%YoY Q1.2024	Đánh giá của BSC
CLH	Xi măng La Hiên VVMI	146	26%	2	455%	8%	2%	
HT1	Xi măng VICEM Hà Tiên	1,586	6%	-9	62%	9%	2%	DTT +9% YoY và LNST +62% YoY chủ yếu do sản lượng quý 1.2025 +11% YoY
BCC	Xi măng VICEM Bĩnh Sơn	771	12%	-59	-20%	3%	-1%	DTT +12% YoY chủ yếu do sản lượng tăng. LNST -20% YoY chủ yếu do (i) chi phí QLDN +25% YoY, (ii) chi phí khác tăng mạnh (4.8 tỷ VNĐ).
BTS	Xi măng VICEM Bút Sơn	614	20%	-28	49%	4%	4%	
HOM	Xi măng VICEM Hoàng Mai	349	0%	0.5	100%	18%	14%	

Nguồn: BSC tổng hợp

5. Đánh giá của BSC

Trong Quý 1.2025, các doanh nghiệp xi măng vẫn gặp khó khăn do (1) tình trạng dư cung và (2) tháng 1, tháng 2 trùng với thời điểm Tết Nguyên đán. Tuy nhiên, KQKD của các doanh nghiệp xi măng vẫn có sự cải thiện so với cùng kỳ 2024 do giá than giảm 14% YoY.

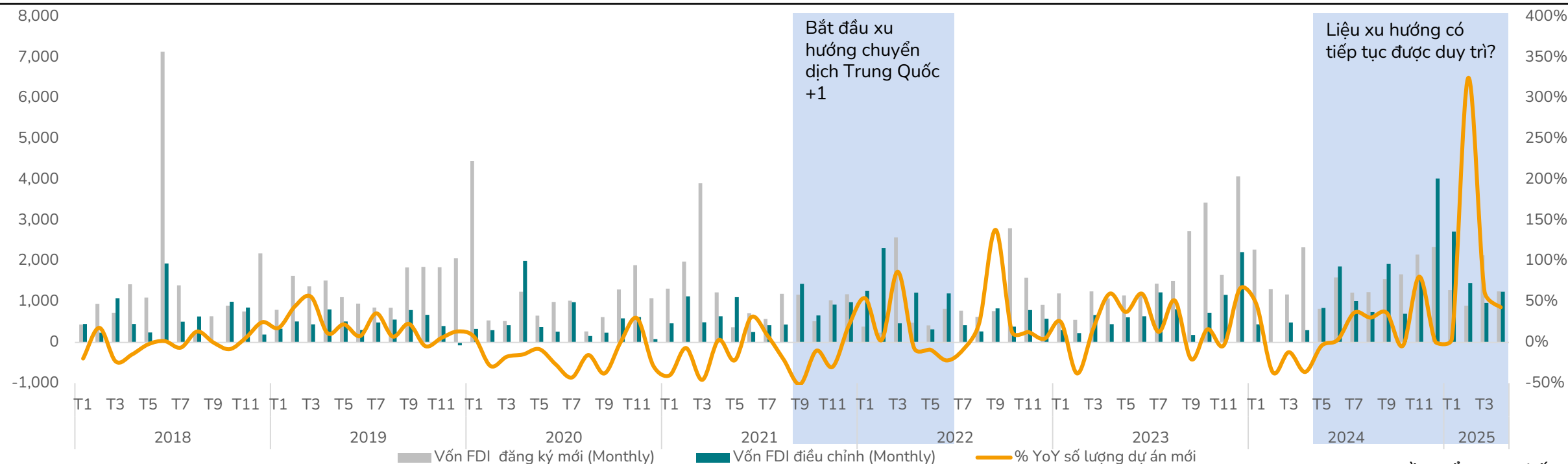
QUAN ĐIỂM:

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với ngành Khu công nghiệp từ **KHẢ QUAN** xuống còn **TRUNG LẬP** do các bất định của chiến tranh thương mại có thể ảnh hưởng đến dòng vốn FDI trong trung hạn. BSC cho rằng (1) dòng vốn FDI sẽ chậm lại trong năm 2025 do cần chờ bức tranh thương mại toàn cầu rõ ràng hơn và (2) xu hướng đa dạng hóa chuỗi sản xuất tiếp tục được đẩy mạnh sang nhiều quốc gia hơn để phân tán rủi ro, ảnh hưởng đến tốc độ cho thuê đất của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, **chúng tôi cho rằng cần theo dõi thêm về quá trình đàm phán giữa Việt Nam – Hoa Kỳ vì điều khoản đảm bảo nguồn gốc hàng hóa, linh kiện, phụ kiện sẽ giúp dòng vốn FDI tích cực hơn nhờ sự tham gia của các doanh nghiệp cung ứng “đầu nguồn”**.

Xu hướng dòng vốn FDI vào Việt Nam 1Q2025:

Theo số liệu từ Tổng cục thống kê (GSO), vốn FDI thực hiện trong 4 tháng đầu năm ước đạt 6.74 tỷ USD (+7.3% YoY) – là con số giải ngân 4 tháng đầu năm cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Ấn tượng hơn, dòng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đạt 12.0 tỷ USD (+43.7% YoY) với sự dẫn dắt chính bởi vốn FDI điều chỉnh đạt 6.4 tỷ USD (gấp 5.2x lần cùng kỳ) trong khi vốn FDI đăng ký mới chỉ đạt 5.6 tỷ USD (-21.4% YoY). **Điều này cho thấy các “đại bàng” vẫn tiếp tục tin tưởng mở rộng sản xuất tại Việt Nam, bất chấp tình hình bất ổn của kinh tế và địa chính trị toàn cầu.**

Thống kê Tăng trưởng YoY Vốn đầu tư đăng ký (đơn vị: triệu USD)

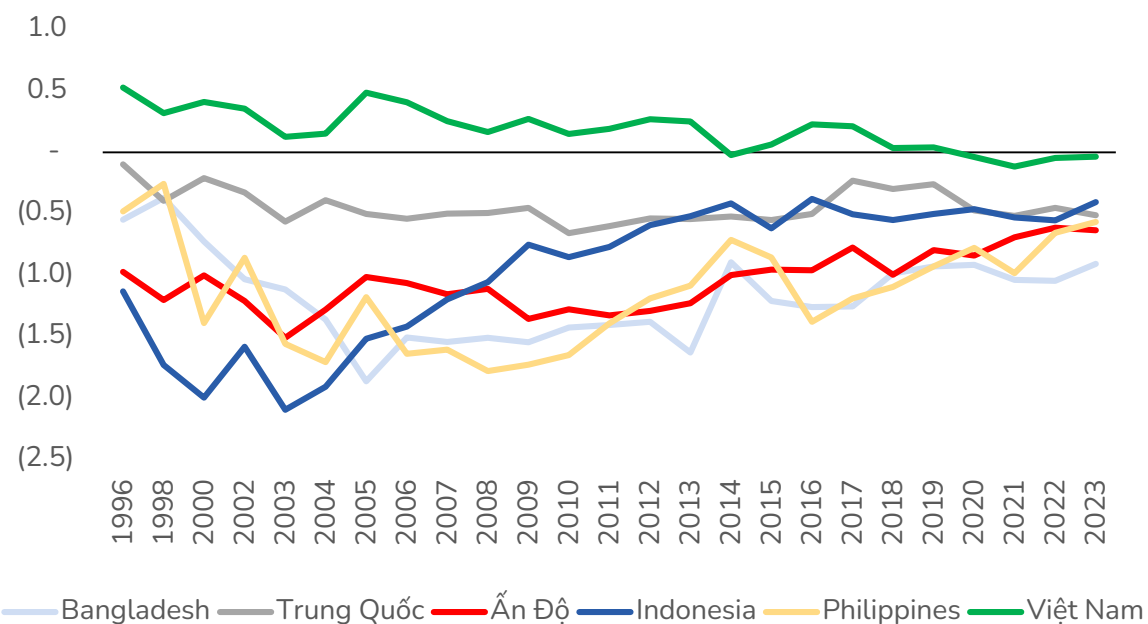


Nguồn: Tổng cục thống kê

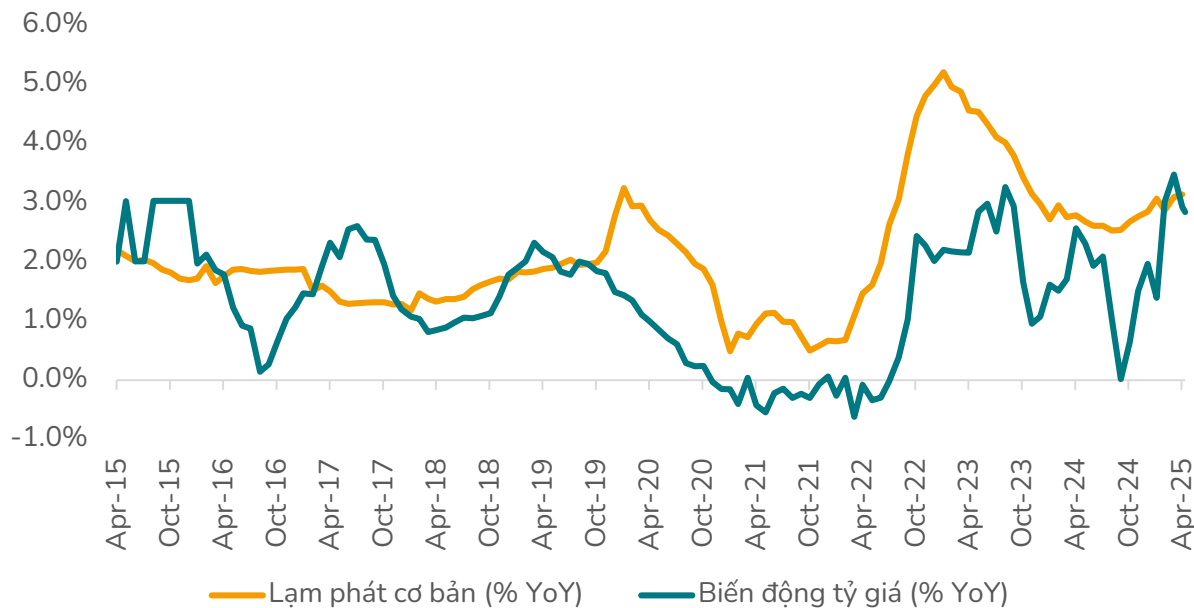
Triển vọng thu hút đầu tư FDI:

- **Trong trung hạn 2025-2027:** trước những bất định về thuế quan và chiến tranh thương mại, chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI đầu tư vào Việt Nam có khả năng tăng trưởng chậm lại sau 7 năm hưởng lợi từ xu hướng Trung Quốc +1. Thực tế cho thấy, việc thiết lập cơ sở sản xuất quy mô lớn thường mất tối thiểu 4-5 năm (bao gồm 2 năm nghiên cứu, hoàn tất các thủ tục pháp lý và 2-3 năm xây dựng nhà máy, thiết lập chuỗi cung ứng) trong khi nhiệm kỳ còn lại của Trump (4 năm) và chiến tranh thương mại còn nhiều yếu tố chưa xác định được, do đó khả năng rời đi của các doanh nghiệp FDI vẫn còn thấp. Chúng tôi cho rằng cần quan sát quá trình đàm phán giữa Việt Nam – Hoa Kỳ vì các yếu tố (1) đảm bảo nguồn gốc xuất xứ và (2) mức thuế đối ứng ngang bằng với các quốc gia cạnh tranh sẽ giúp Việt Nam thu hút các doanh nghiệp FDI “đầu nguồn” của chuỗi cung ứng, qua đó, các doanh nghiệp KCN vẫn tiếp tục hưởng lợi.
- **Trong dài hạn:** Với những điểm sáng về (1) ổn định chính trị, (2) các yếu tố vĩ mô bao gồm tỷ giá, lạm phát được kiểm soát và (3) các vấn đề nội tại (về quy trình pháp lý, quỹ đất, hạ tầng...) dần được cải thiện sẽ giúp Việt Nam tiếp tục duy trì vị thế trung tâm sản xuất toàn cầu.

Hình 2: Việt Nam có chỉ số ổn định chính trị cao trong số các quốc gia có khả năng cạnh tranh dòng vốn FDI



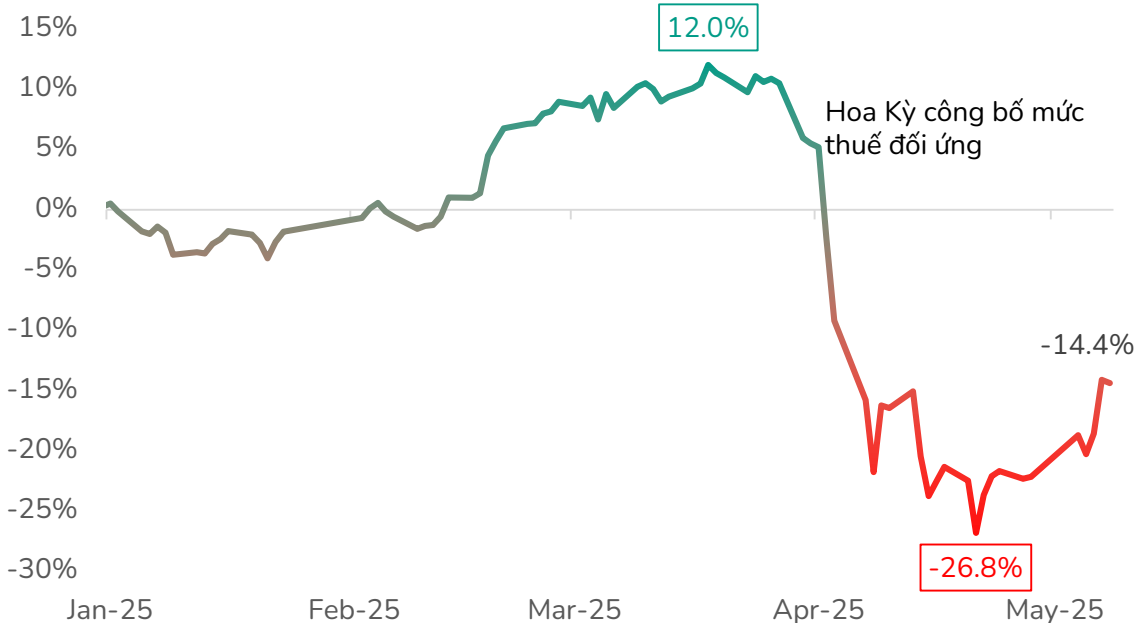
Hình 3: Tỷ giá và lạm phát được kiểm soát



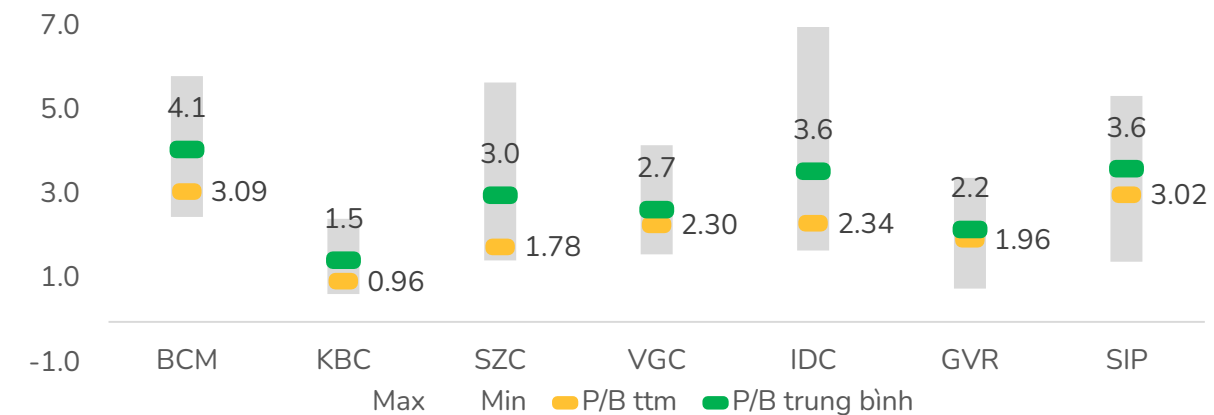
Mức định giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn:

- **Cổ phiếu ngành KCN chứng kiến giai đoạn chiết khấu mạnh -14.4% YTD và giảm -23.5% từ đỉnh** trước những thông tin tiêu cực về thuế quan ảnh hưởng đến triển vọng cho thuê đất của các doanh nghiệp. Hiện tại, ngành đang giao dịch tại P/B ttm trung bình = 2.21x thấp hơn -25% so với P/B trung bình ngành 5 năm = 2.94x, trong đó, hầu hết các cổ phiếu đều đang giao dịch thấp hơn mức P/B trung bình 5 năm (giai đoạn Trung Quốc +1).
- Dựa trên đánh giá rủi ro & triển vọng về định giá, chúng tôi nhận thấy **BCM, SZC, IDC, KBC** sẽ là những cổ phiếu có hiệu suất đầu tư vượt trội hơn trong ngành KCN trong thời gian tới trong trường hợp các chính sách/quá trình đàm phán về thuế quan của Việt Nam tích cực hơn. Đây cũng là những doanh nghiệp (1) có quỹ đất KCN lớn nhất trên thị trường và (2) tệp khách hàng hiện hữu các doanh nghiệp FDI lớn, tiềm năng sẽ thu hút thêm các doanh nghiệp “đầu nguồn” chuỗi cung ứng trong kịch bản tích cực của thuế quan.

Hình 4: %YTD Hiệu suất đầu tư các cổ phiếu ngành KCN



Hình 5: Biên độ định giá P/B trong giai đoạn 2021-nay (giai đoạn Trung Quốc +1)



	BCM	KBC	SZC	VGC	IDC	GVR	SIP
% Upside	32%	52%	69%	16%	53%	11%	20%
% Downside	-19%	-31%	-18%	-30%	-28%	-60%	-53%

Chú thích:

% Upside: so sánh giữa P/B ttm và P/B trung bình,

% Downside: so sánh giữa P/B ttm và P/B min

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Bất động sản thương mại trong 2025 khi nhận thấy (1) pháp lý dự án được tăng tốc xử lý, (2) nguồn cung bắt đầu tăng từ 2Q2025, (3) các yếu tố vĩ mô thuận lợi bao gồm môi trường lãi suất thấp, đầu tư công,... qua đó dòng tiền của các chủ đầu tư được khơi thông trở lại và lợi nhuận ngành từ hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ được cải thiện từ năm sau 2026.

Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để đầu tư tích lũy các cổ phiếu bất động sản trong dài hạn vì:

- Tăng trưởng lợi nhuận vượt trội so với các ngành còn lại từ mức nền thấp
- Định giá duy trì hấp dẫn (1) hiệu suất đầu tư tiếp tục âm -17% YTD (nếu loại trừ VHM, VRE) dù triển vọng phục hồi rõ ràng, (2) P/B ttm trung bình ngành = 1.2x – tương đối rẻ so với pha mở rộng của chu kỳ vào năm 2026-2027 (1.6x – 2.0x)

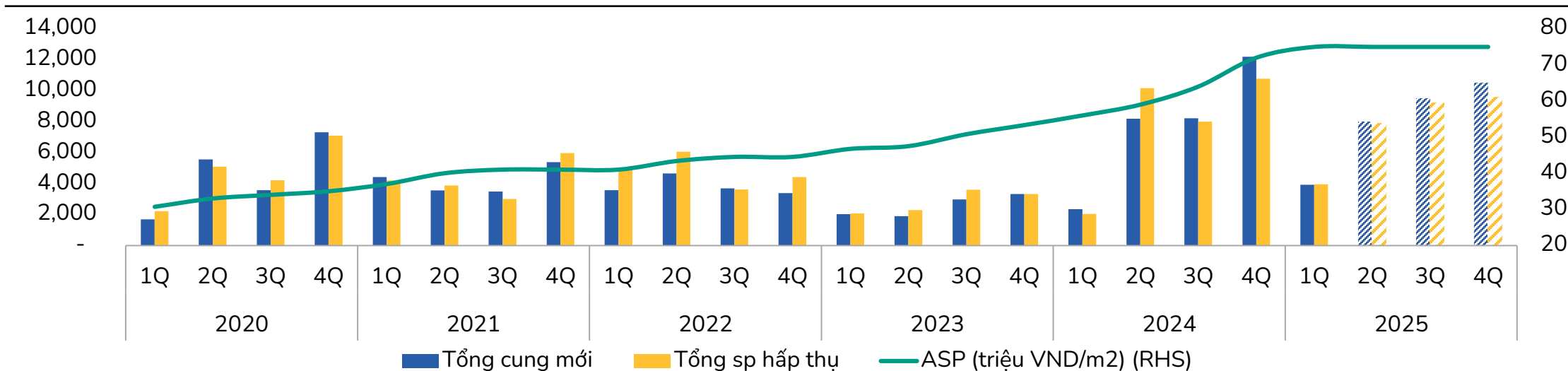
Cổ phiếu khuyến nghị: **PDR, DXG, VHM, NLG, KDH, VRE**

Thị trường nhà ở 1Q2025: Tiếp tục xu hướng của năm 2024 – nguồn cung tăng mạnh tại Hà Nội với giá bán duy trì mức cao trong khi TP HCM tiếp tục hạn chế

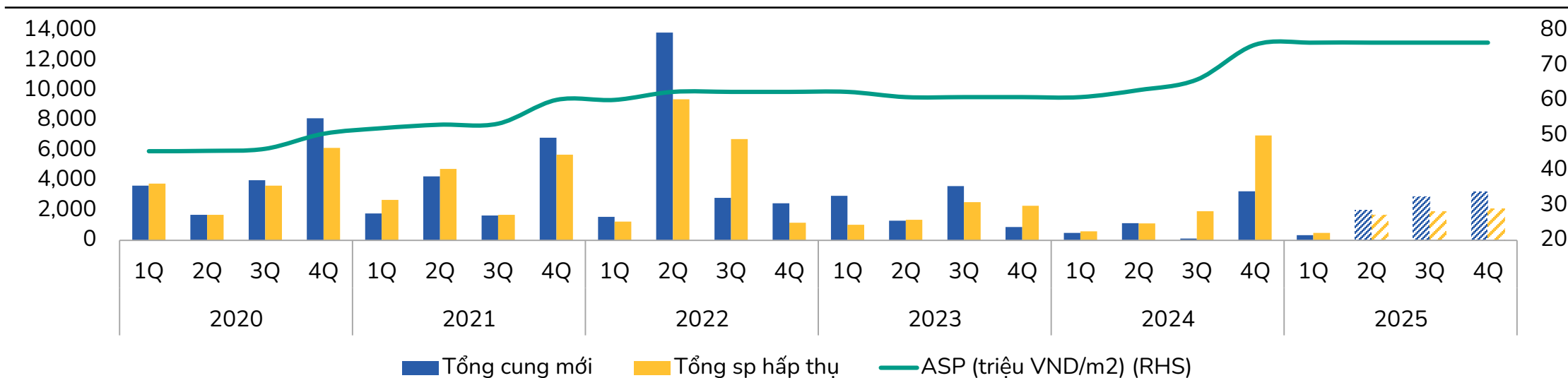
Theo CBRE, nguồn cung mới tại Hà Nội tăng +70% YoY so với cùng kỳ năm trước, đạt tổng cộng 3.920 căn, nguồn cung mới tiếp tục mở rộng ra các khu vực ngoại thành, bám theo vành đai 3.5 và 4. Đáng chú ý, 69% nguồn cung mới đến từ các dự án lớn của Vinhomes, bao gồm 2.000 căn hộ chung cư tại Ocean Park (Masteri Lakeside) và 700 căn hộ chung cư tại Vinhomes Global Gate (Imperia Signature Cổ Loa). Giá bán sơ cấp vẫn ở mức cao, duy trì mức cao sau tám quý tăng trưởng liên tiếp. Ngược lại, TP.HCM chứng kiến nguồn cung mới hạn chế, chỉ có 350 căn hộ mới được mở bán trong 1Q2025 giảm -36% YoY tập trung ở hai dự án cao cấp: Citigrand (190 căn) và Lancaster Legacy (28 căn).

Trong phần còn lại của năm 2025, nguồn cung căn hộ được dự báo đi ngang tại thị trường Hà Nội và phục hồi mạnh tại TP HCM. Mặc dù có sự khởi đầu tương đối chậm, nguồn cung tại TP HCM được dự báo sẽ phục hồi mạnh từ 2Q2025 với tổng số lượng sản phẩm đạt khoảng 8,150 sản phẩm, tăng +78.9% YoY. Đối với thị trường Hà Nội, nguồn cung căn hộ sẽ giảm -2% YoY đạt 28,000 sản phẩm.

Thị trường căn hộ Hà Nội



Thị trường căn hộ Hồ Chí Minh



Cập nhật KQKD 1/2025 ngành:

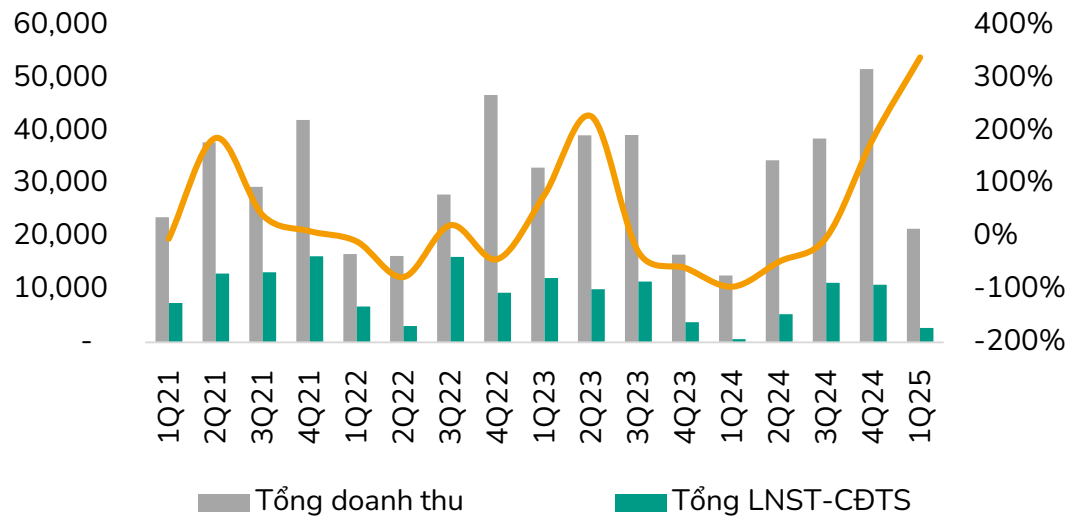
Lợi nhuận ròng toàn ngành chứng kiến mức phục hồi ấn tượng +340.5% YoY hoặc chuyển từ lỗ ròng -269 tỷ VND sang lãi ròng 22 tỷ VND nếu loại trừ đóng góp của VHM. Bức tranh lợi nhuận Q1/2025 chứng kiến sự phân hóa giữa:

(1) Các doanh nghiệp có danh mục sản phẩm tốt, có sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực để bán năm 2024 trong bối cảnh thị trường bất động sản chung đóng băng, nguồn cung nhỏ giọt và tâm lý của người mua nhà còn thận trọng: với VHM +203.9% YoY, KDH +92.5% YoY, NLG chuyển từ lỗ -77 tỷ VND sang lãi 108 tỷ VND

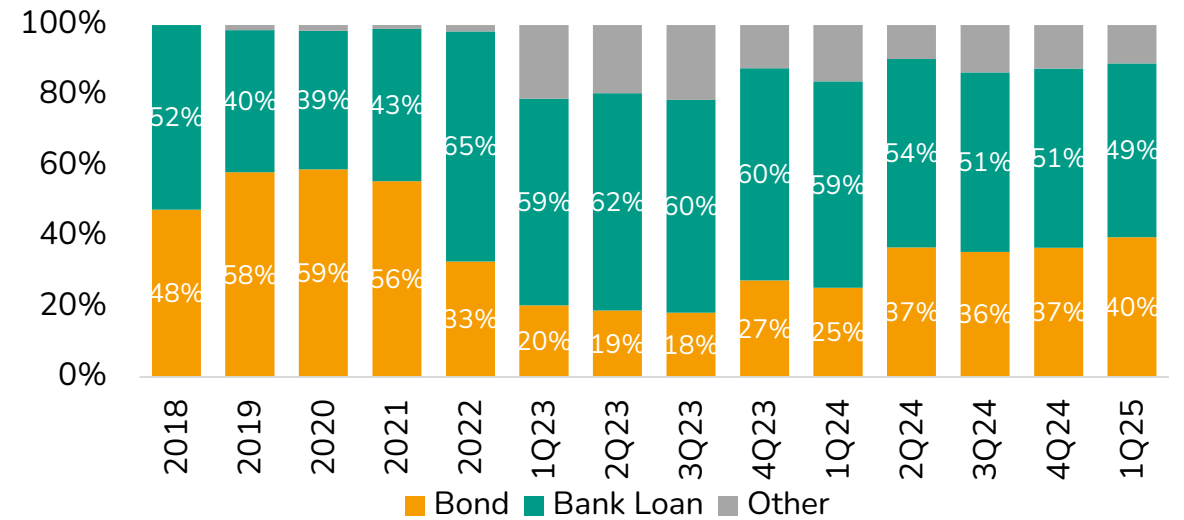
(2) Các doanh nghiệp vẫn đang trong quá trình tái cấu trúc như NVL, DIG tiếp tục lỗ ròng và PDR -3.8% YoY.

Diễn biến lợi nhuận này phù hợp với kỳ vọng phục hồi của chúng tôi, đặc biệt tại VHM, NLG, KDH và PDR – dựa trên pipeline bán hàng và tiến độ ghi nhận doanh thu từ các dự án đang triển khai.

Hình 3: KQKD theo quý toàn ngành BĐS trong giai đoạn Q1/2021-Q1/2025



Hình 4: Cơ cấu nợ vay có sự dịch chuyển khi pháp lý được cải thiện, tập trung vào nợ vay ngân hàng



Doanh thu mở bán mới được kỳ vọng phục hồi mạnh trong 2025-2026. Chúng tôi nhận thấy những tín hiệu rõ ràng cho sự phục hồi của ngành BĐS và hoạt động bán hàng (presales) dự kiến cải thiện mạnh từ nửa cuối 2025 nhờ:

- (1) Tiến độ pháp lý dự án được cải thiện rõ rệt, đặc biệt tại các địa phương phía Nam và vùng vệ tinh.
- (2) Lãi suất duy trì ở vùng thấp, hỗ trợ tâm lý và khả năng chi trả của người mua nhà

Điểm qua một vài doanh nghiệp tiêu biểu đều tồn tại các dự án tạo nền tảng vững chắc cho doanh thu và lợi nhuận tăng tốc từ Q2 trở đi:

- VHM đã bắt đầu mở bán Wonder Park, Hậu Nghĩa từ 1Q2025 và dự kiến sẽ mở bán thêm Dương Kinh trong 2Q2025
- Trong khi đó, NLG tiếp tục mở bán các sản phẩm tại Southgate, Cần Thơ và KDH mở bán các sản phẩm thấp tầng đã hoàn thiện xây dựng tại Clarita, Emerica.
- DXG và PDR dự kiến sẽ mở bán các dự án trọng điểm The Prive và Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower trong 2Q-3Q/2025

BSC dự báo doanh thu mở bán mới sẽ phục hồi mạnh trong năm 2025F/2026F lần lượt đạt 266,672 tỷ (+133% YoY)/383,389 tỷ VND (+44% YoY) hoặc 28,453 tỷ VND (+175% YoY)/55,544 tỷ VND (+95% YoY) nếu loại trừ đóng góp của VHM.

Hình 5: Doanh thu mở bán mới phục hồi mạnh từ 2025

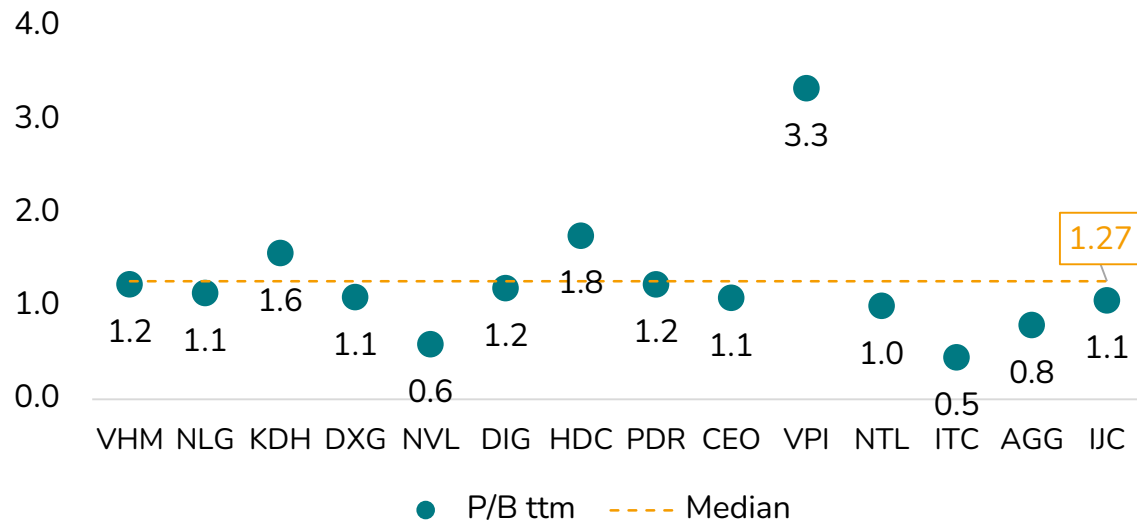
Presales (VND bn)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
VHM	78,900	128,200	87,000	103,900	238,219	327,846
NLG	5,925	10,152	3,920	5,204	7,422	14,149
KDH	3,145	2,699	5,313	2,221	4,458	4,547
DXG	5,587	3,038	-	-	9,543	19,600
NVL	36,805	44,924	-	-	-	-
PDR	3,620	-	-	2,918	6,367	14,926
DPG	943	602	-	-	663	2,321

Hình 6: Lợi nhuận sẽ theo sau doanh thu mở bán mới, tăng mạnh từ 2026

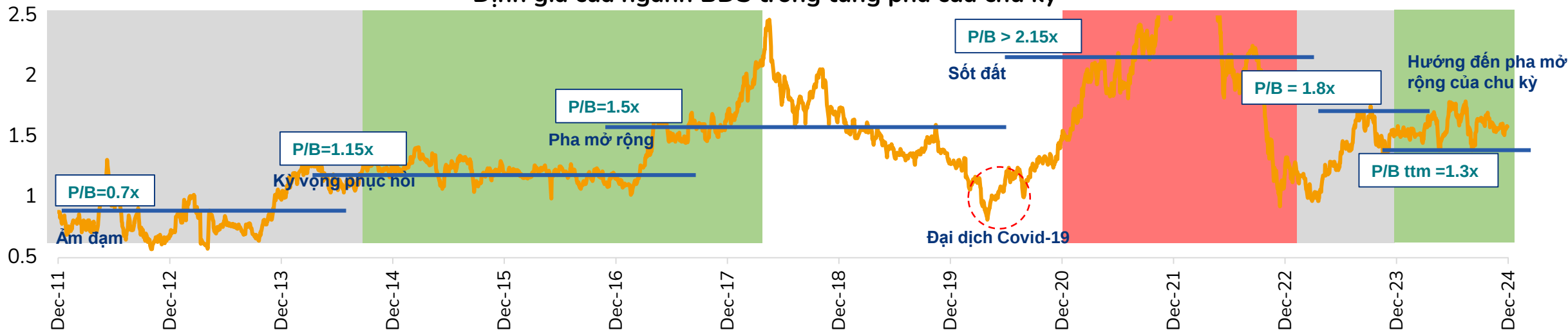
%YoY LNST-CĐTS	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
VHM	42%	-26%	16%	-5%	15%	9%
NLG	28%	-48%	-13%	6%	24%	89%
KDH	4%	-8%	-30%	7%	2%	24%
DXG	-333%	-81%	-20%	54%	-16%	1096%
NVL	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a
PDR	53%	-39%	-40%	-8%	35%	130%
DPG	75%	12%	-47%	10%	45%	40%

Chúng tôi tin rằng thị trường BĐS đang ở giai đoạn giữa của pha phục hồi, kỳ vọng sớm bước vào pha mở rộng từ 2026.

- Duy trì quan điểm tại [Báo cáo triển vọng ngành 4Q2024](#), chúng tôi tin rằng PDR, DXG, NLG, KDH, VHM sẽ có hiệu suất đầu tư tốt trong thời gian tới dựa trên (1) triển vọng năm bắt chu kỳ mới – pháp lý dự án hoàn thiện và (2) định giá phù hợp – hiệu suất đầu tư ghi nhận mức âm -17% YTD trong năm 2025 mặc dù triển vọng tích cực.
- BSC tiếp tục giữ quan điểm định giá của ngành trong từng pha của chu kỳ mới sẽ cao hơn chu kỳ trước** do (1) phần lớn quỹ đất hiện tại được tích lũy từ chu kỳ trước nên chi phí thấp hơn – chi phí phát triển dự án tăng lên có thể bù đắp phần nào bởi giá bán, (2) nhu cầu nhà ở hiện tại vẫn lớn khác với giai đoạn ảm đạm 2011-2013.



Định giá của ngành BĐS trong từng pha của chu kỳ





BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH XUẤT NHẬP KHẨU - LOGISTICS - BÁN LẺ



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

Tình hình thuế quan đối ứng (thuế suất 46%*) cao hơn nhiều so với kỳ vọng trước đó và tác động tiêu cực lên triển vọng kinh tế vĩ mô Việt Nam trong tháng 4/2025 (Hình 1). Trong bối cảnh này một số tín hiệu tích cực đến từ (1) nội lực: chính phủ nỗ lực đàm phán và thúc đẩy cân bằng thương mại và (2) đàm phán giữa Mỹ - Trung đã đạt được thỏa thuận tạm thời nhằm giảm căng thẳng chiến tranh thương mại, vốn leo thang sau khi Mỹ áp thuế 145% và Trung Quốc đáp trả với mức thuế 125% lên hàng hóa của nhau.

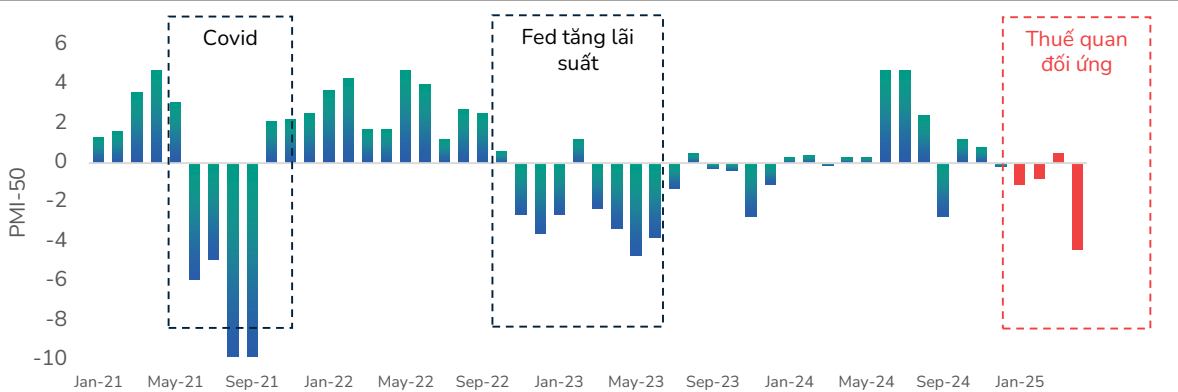
Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cũng chủ động triển khai các biện pháp ứng phó linh hoạt như:

Xuất khẩu	Chủ động đẩy mạnh hoạt động bán hàng tại Mỹ trước thời điểm thuế quan có hiệu lực, tìm kiếm các thị trường thay thế và chủ động nội địa hóa chuỗi cung ứng,...
Cảng & Vận tải biển	Mở thêm các tuyến dịch vụ mới đi thị trường EU, Canada, Nam Mỹ, châu Phi nhằm hạ tỷ trọng hàng xuất Mỹ.
Tiêu dùng & bán lẻ	Điều chỉnh danh mục sản phẩm, cân đối tồn kho và tối ưu hóa chi phí vận hành,...

2. Quan điểm của BSC

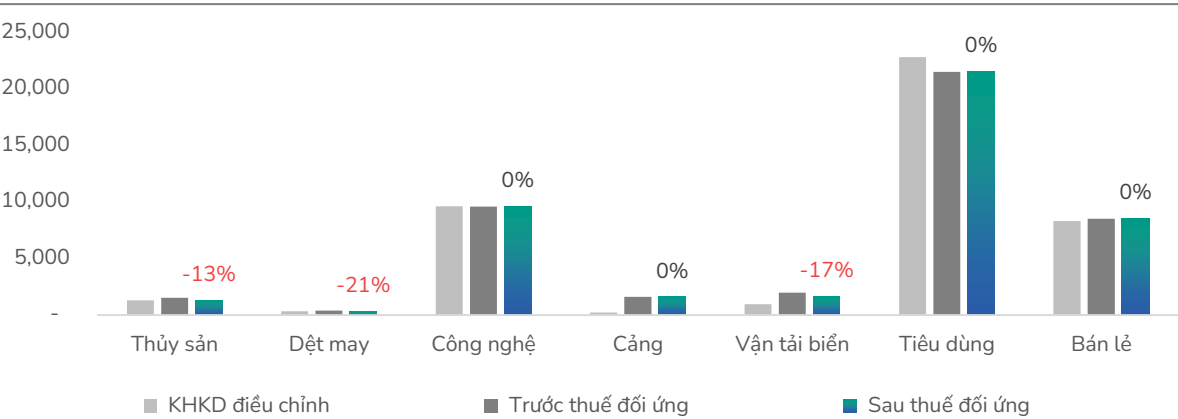
Kỳ vọng KQKD năm 2025: trước những thông tin ban đầu của chính sách thuế quan, chúng tôi tiến hành tiếp cận kịch bản cơ sở như đã đề cập (link) và điều chỉnh giảm kỳ vọng tăng trưởng đối với các nhóm ngành bị ảnh hưởng trực tiếp gồm: từ -13% đến -23% so với dự phóng gần nhất (link) và duy trì dự phóng với các nhóm ngành chịu tác động gián tiếp và có độ trễ như tiêu dùng, bán lẻ.

Hình: Thuế quan đối ứng của Mỹ dẫn tới những lo ngại liên quan đến điều kiện kinh doanh xấu đi, sản lượng và số lượng đơn hàng mới suy giảm với mức độ lớn nhất kể từ tháng 5/2023



Nguồn: BSC Research

Hình: BSC điều chỉnh giảm kỳ vọng tăng trưởng của nhóm ngành xuất nhập khẩu trước tác động của thuế quan đối ứng



Nguồn: BSC Research



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

3. Diễn biến giá cổ phiếu

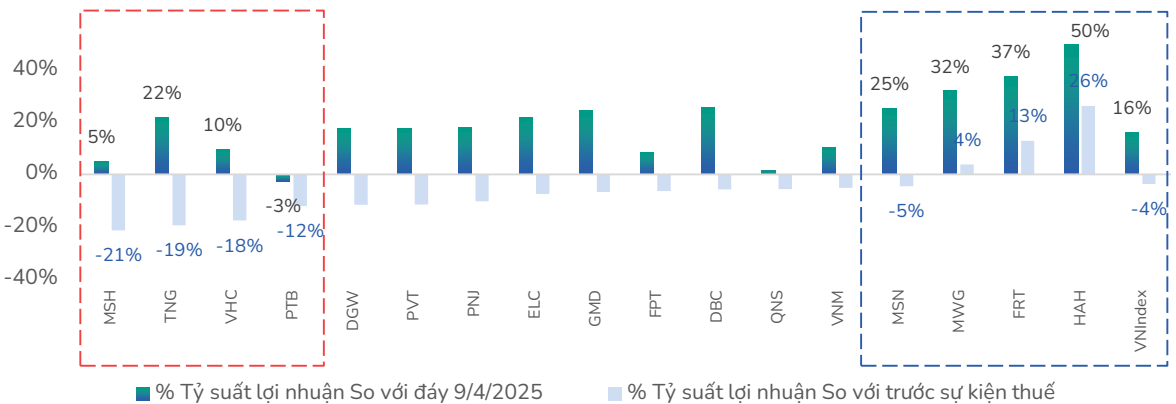
Chúng tôi cho rằng sau thông tin liên quan đến thuế đối ứng (1) công bố ngày 2/4/2025 và (2) hoãn lại vào ngày 9/4/2025 và (3) Quan hệ Mỹ - Trung đang dần hạ nhiệt nhờ những bước tiến đáng kể trong cuộc đàm phán thương mại mới nhất tại Geneva, Thụy Sĩ, vào ngày 11-12/5/2025 và Việt Nam đang chờ đợi các thông tin đàm phán chính thức

Do đó, **hiệu suất cổ phiếu trong nhóm XNK-Logistic và Tiêu dùng bán lẻ đã và đang có sự phân hóa rõ nét** gồm nhóm chịu rủi ro trực tiếp (xuất khẩu) giảm mạnh và nhóm chịu rủi ro gián tiếp và có câu chuyện tăng trưởng (bán lẻ, vận tải biển) tăng mạnh so với Vnindex ghi nhận phục hồi lần lượt +16% sau khi hoãn thuế và -4% so với trước khi bị áp thuế.

Kết hợp với kịch bản dự phóng cơ sở đã được điều chỉnh (link), chúng tôi đưa ra **quan điểm đầu tư tiếp tục theo hướng chọn lọc cổ phiếu có kèm theo điều kiện về mức độ e ngại rủi ro**, như sau:

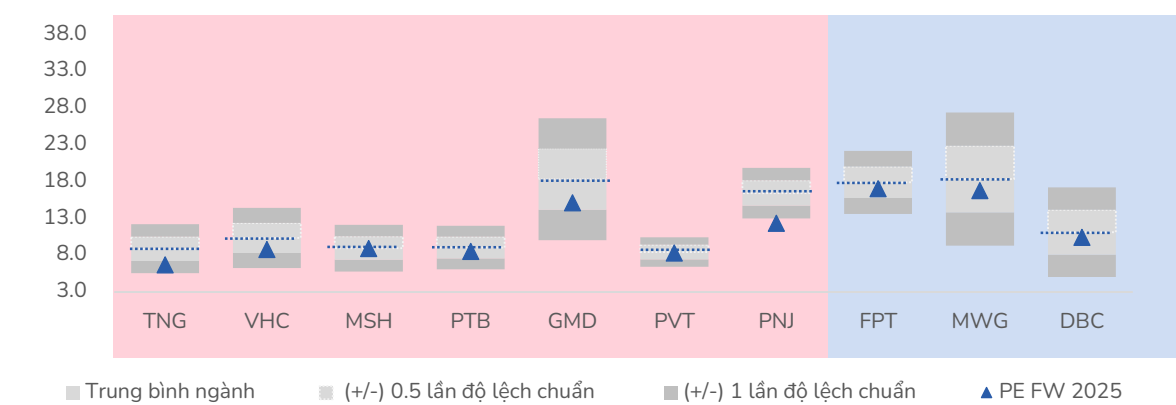
[Nhóm ưu mạo hiểm có chọn lọc]	Chiến lược đầu tư ưu tiên cổ phiếu đầu ngành xuất khẩu với giá cổ phiếu đã chiết khấu đủ hấp dẫn và chờ đợi các thông tin về (1) đàm phán thuế quan đối ứng: TNG, MSH, VHC, PTB, GMD, PVT và (2) thông tin về sửa đổi NĐ 24 về kinh doanh vàng: PNJ .
[Nhóm an toàn hơn]	Chiến lược đầu tư vào cổ phiếu có “câu chuyện riêng lẻ” và chịu ảnh hưởng gián tiếp của áp lực thuế quan: Công nghệ (FPT, ELC) và Bán lẻ (MWG, FRT).
Ngoài ra, dựa trên góc độ thị trường, nhóm cổ phiếu vốn hóa vừa và lớn, sở hữu nền tảng tài chính lành mạnh, thường xuyên fullroom ngoại trong giai đoạn trước 2018-2024 (FPT, MWG, PNJ,...) được chú ý trong bối cảnh dòng tiền nước ngoài quay trở lại, khi thị trường đủ hấp dẫn.	

Hình: Diễn biến tỷ suất lợi nhuận của cổ phiếu biến động dựa theo tác động của thuế quan so với bối cảnh thị trường



Nguồn: BSC Research

Hình : Cơ hội đầu tư phân hóa: nhóm mạo hiểm (màu đỏ) và nhóm an toàn (màu xanh)



Nguồn: BSC Research



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

Cập nhật diễn biến KQKD Q1.2025: KQKD của nhóm cá tra trong Q1.2025 hầu hết đều ghi nhận cải thiện svck (VHC +14% yoy, ANV +681% yoy) nhờ **(1)** mức nền thấp của cùng kỳ năm 2024 **(2)** giá xuất khẩu bình quân cải thiện trước thời điểm công bố thuế quan nhờ lượng tồn kho thấp tại khu vực các tỉnh nuôi cá tra chính (chi tiết xem tại đồ thị trong slide sau) **(3)** giá TACN giảm so với cùng kỳ.

Xuất khẩu cá tra trong năm 2025 kỳ vọng ghi nhận giảm nhẹ so với cùng kỳ do **(1)** sản lượng xuất khẩu giảm do nhu cầu tiêu dùng giảm tại thị trường Mỹ dưới tác động của thuế quan **(2)** mức giảm của sản lượng sẽ phần nào được bù đắp bằng giá TACN đầu vào giảm **(3)** ngoài ra, việc lượng cung và tồn kho cá tra thấp sẽ hỗ trợ giá cá tra xuất khẩu không giảm quá mạnh.

2. Quan điểm của BSC

So với báo cáo gần nhất, BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Thủy sản chủ yếu do **(1)** sản lượng xuất khẩu Q1.2025 thấp hơn kỳ vọng và tác động của thuế đối ứng chưa được đưa vào dự phóng KQKD của BSC (ước tính điều chỉnh -13%) **(2)** tuy nhiên, định giá hiện tại của các DN cá tra (sau khi điều chỉnh dự phóng -13%) là không quá cao PE FW 2025 = 8 lần tương đương trung bình 5 năm **(3)** chúng tôi cho rằng mức thuế thực tế sẽ thấp hơn nhiều so với mức thuế 46% công bố hồi đầu tháng T4 do tình hình căng thẳng thương mại hiện tại đã phần nào hạ nhiệt đáng kể. Trong trường hợp, thuế quan cho Việt Nam từ 20% trở lên sẽ xem xét hạ khuyến nghị đối với ngành thủy sản.

CP	LNST Q1/2025	%	KHKD 2025 (LNST)	Quan điểm DN về triển vọng kinh doanh 2025 và tác động của thuế quan đối ứng	Yếu tố cần theo dõi	Điều chỉnh KQKD 2025F
VHC	193	+14%	1,500	[Trung lập] VHC cho rằng ảnh hưởng chủ yếu trong ngắn hạn do nhu cầu tiêu dùng giảm, trong dài hạn khi người tiêu dùng quen với mặt bằng giá mới thì mọi thứ sẽ trở lại bình thường. Ngoài ra, VHC lưu ý công ty không chia sẻ phần thuế tăng thêm với đối tác do các điều khoản hợp đồng ký trước.	Giá và sản lượng xuất khẩu, thuế quan của Mỹ	-13%



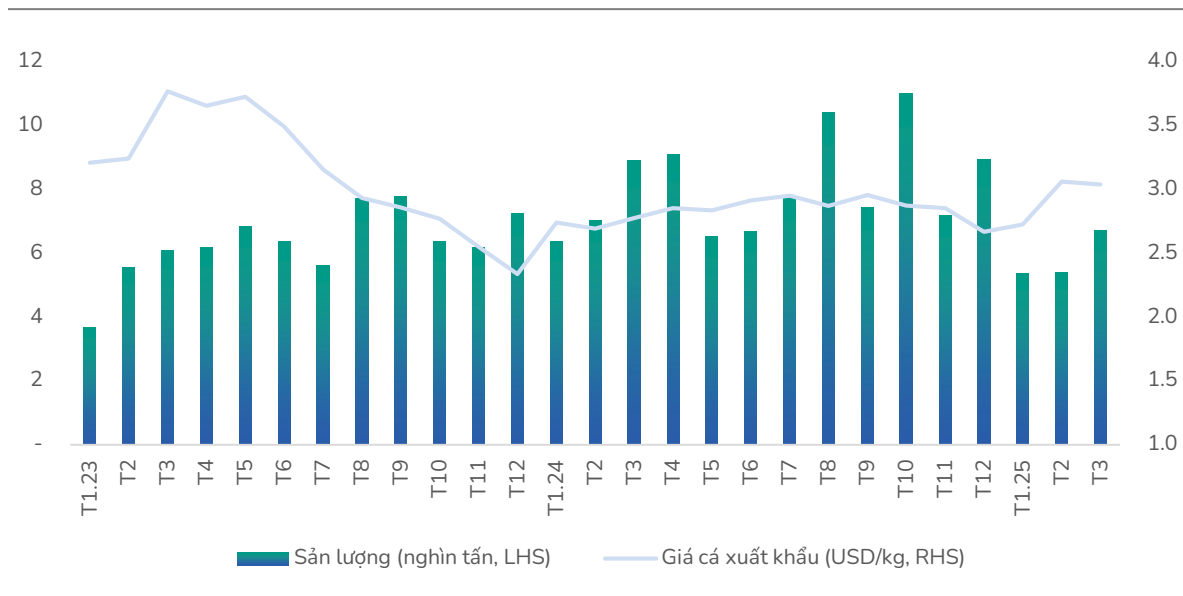
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

3. Triển vọng KQKD

- Sản lượng xuất khẩu của các doanh nghiệp trên sàn kỳ vọng ghi nhận giảm so với cùng kỳ trong 2025** do (1) nhu cầu hiện tại không quá mạnh thể hiện qua sản lượng xuất khẩu suy giảm trong Q1.2025 (VHC -21.7% yoy, ANV -7% yoy), BSC lưu ý mức nền của năm 2024 trong Q1 là tương đối thấp **(2)** tác động của thuế đối ứng dự báo sẽ ảnh hưởng rõ rệt kể từ 2H.2025 sau khi hiệu ứng nhập hàng của 90 ngày hoãn thuế kết thúc.
- Giá cá tra xuất khẩu kỳ vọng đi ngang so với cùng kỳ** do **(1)** nhu cầu kỳ vọng giảm trong 2H.2025 **(2)** tuy nhiên, lượng cung và tồn cá tra thấp hiện tại sẽ hỗ trợ cho giá cá tra duy trì ở mặt bằng giá hiện tại **(3)** việc cải thiện biên lợi nhuận sẽ chủ yếu đến từ giá TACN giảm do giá nhập khẩu bã đậu nành, đậu tương giảm.

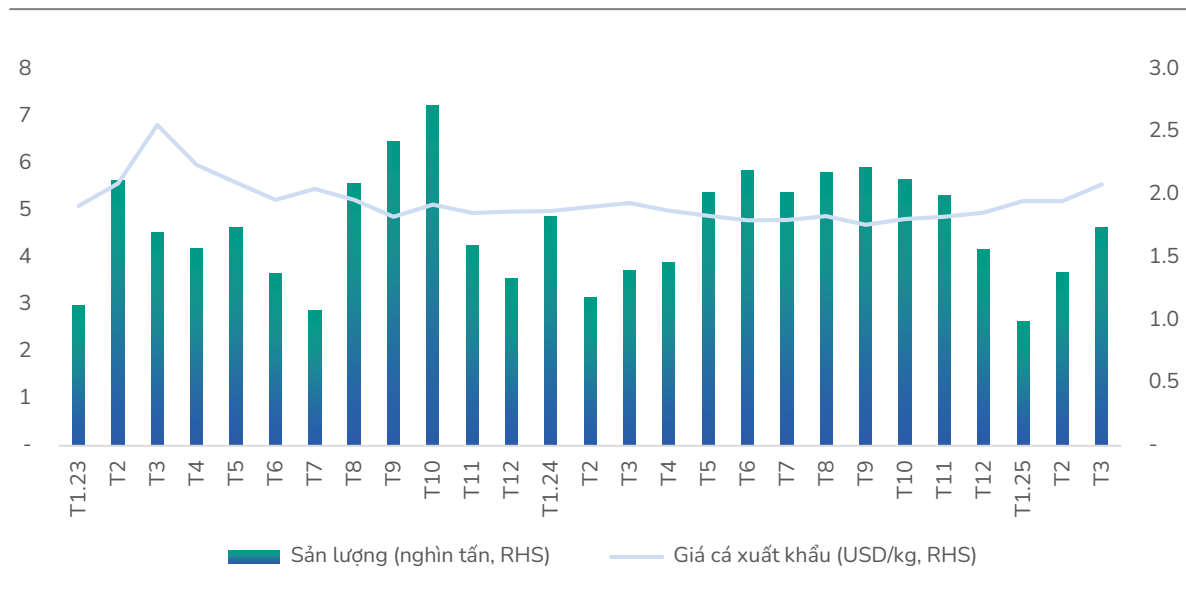
Do vậy, BSC cho rằng KQKD 2025 của nhóm cá tra xuất khẩu, đặc biệt là doanh nghiệp xuất khẩu đi Mỹ sẽ đi ngang cho đến giảm trước ảnh hưởng của thuế đối ứng của Mỹ.

Hình: Sản lượng xuất khẩu của VHC giảm -21.7% yoy trong Q1.2025



Nguồn: BSC Research

Hình: Sản lượng xuất khẩu của ANV giảm -7% yoy trong Q1.2025



Nguồn: BSC Research



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

Cập nhật diễn biến KQKD Q1.2025: KQKD của nhóm dệt may phân hóa trong Q1.2025 (TNG +3% yoy, MSH +61% yoy) do **(1)** yếu tố mùa vụ khi Q1 thường là giai đoạn thấp điểm của ngành may mặc **(2)** sự hồi phục của MSH chủ yếu nhờ mức nền thấp của cùng kỳ năm 2024.

BSC cho rằng may mặc xuất khẩu của Việt Nam sẽ ghi nhận giảm so với cùng kỳ do **(1)** nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ giảm dưới tác động của thuế đối ứng **(2)** hầu hết các doanh nghiệp may mặc Việt Nam có mức độ phụ thuộc rất cao vào thị trường Mỹ (chiếm hơn 50% cơ cấu doanh thu xuất khẩu của các doanh nghiệp may mặc) **(3)** đơn hàng hiện tại hầu hết mới chỉ được chốt đến T7, T8 do ngại tình hình thuế quan.

2. Quan điểm của BSC

So với báo cáo gần nhất, BSC hạ khuyến nghị của nhóm may mặc từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** do **(1)** lượng đơn hàng cuối năm 2025 còn bất định do các đối tác lo ngại về tình hình thuế quan **(2)** biên lợi nhuận giảm do các doanh nghiệp may phải chia sẻ phần thuế tăng thêm với KH từ 1-2% tùy theo kịch bản thuế đối ứng. Tuy nhiên, định giá hiện tại của các doanh nghiệp may mặc đã được chiết khấu khá mạnh về mức PE FW 2025 = 6-7 lần (đã điều chỉnh dự phóng -15%) tương đương trung bình giai đoạn trước khi mở rộng công suất của cả TNG và MSH, chúng tôi cho rằng thông tin thuế quan đã được phản ánh hết trong đợt giảm trước đó và tiềm năng tăng giá sẽ phụ thuộc vào mức thuế đàm phán mới của Việt Nam và Mỹ.

CP	LNST Q1/2025	%	KHKD 2025 (LNST)	Quan điểm DN về triển vọng kinh doanh 2025 và tác động của thuế quan đối ứng	Yếu tố cần theo dõi	Điều chỉnh KQKD 2025F
TNG	43	+3%	340	[Trung lập] TNG tự tin hoàn thành kế hoạch kinh doanh nhờ đơn hàng đã ký cụ thể (1) Châu Âu (60% cơ cấu đơn) đã ký đến hết năm (2) Mỹ (26% cơ cấu đơn) đã ký đến hết T7 và T8. Ngoài ra, TNG sẽ chia sẻ từ 1-2% phần thuế tăng thêm đối với KH tùy theo kịch bản thuế quan tuy phần này sẽ được bù lại thông qua (3) năng suất sản xuất và tự động hóa các khâu trong quy trình sản xuất (4) tập trung làm hàng giá trị gia tăng cao.	Lượng đơn hàng, thuế quan của Mỹ	-15%
MSH	84	+61	600*	[Tiêu cực] MSH cho rằng việc hiện tại phải chia sẻ 1-2% thuế cho khách hàng là gần như không còn quá nhiều lợi nhuận. Trong trường hợp áp thuế hơn 10% thì sẽ là 1 chuỗi ảnh hưởng tiêu cực cho cả chuỗi cung ứng từ nhà cung cấp vải cho đến đơn vị gia công và khách hàng. Hiện tại, đơn hàng của MSH đã ký đến hết T7-T8, lượng đơn cuối năm còn tương đối bất định.	Lượng đơn hàng, thuế quan của Mỹ	N/A



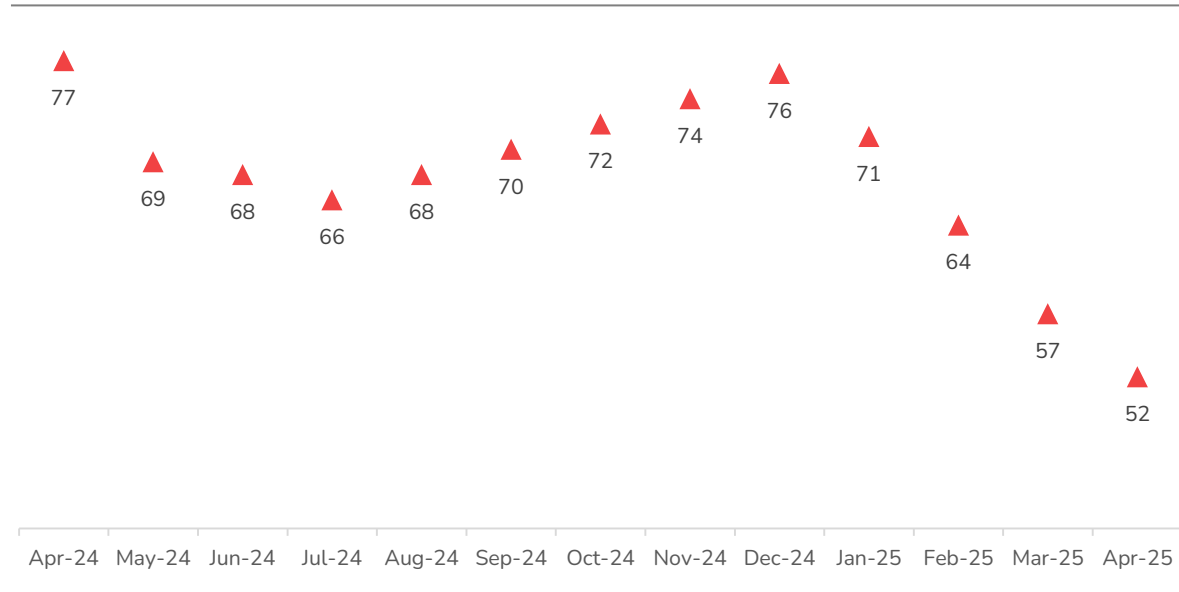
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

3. Triển vọng KQKD

BSC cho rằng KQKD của nhóm may mặc xuất khẩu sẽ chủ yếu từ đi ngang đến giảm trong 2025 do:

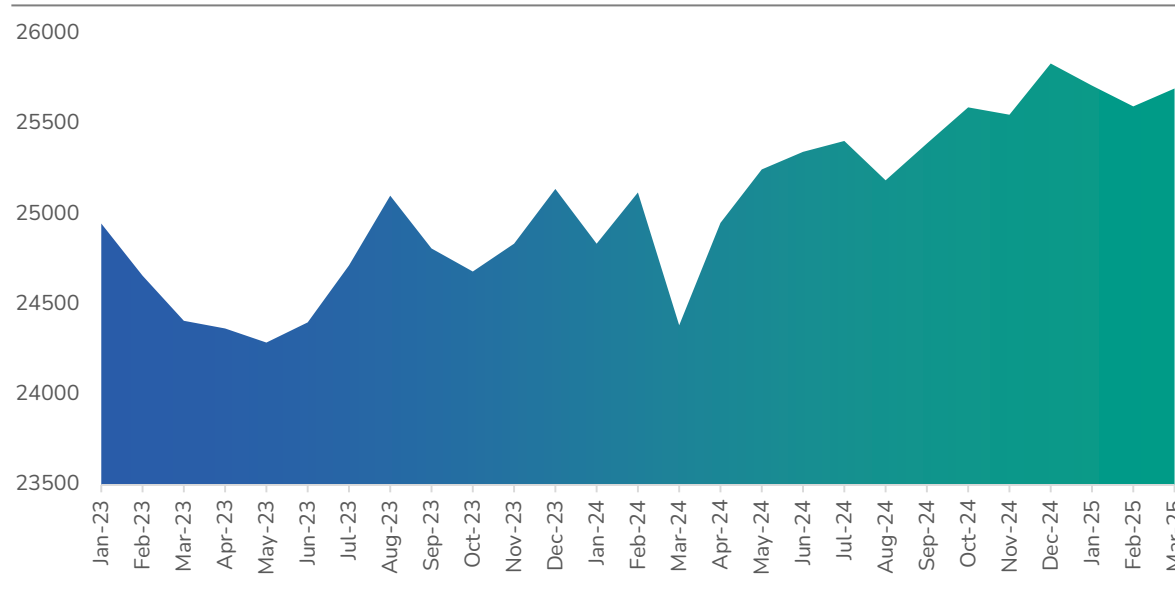
- Lượng đơn hàng kỳ vọng giảm trong 2025 đặc biệt trong 2H.2025** do **(1)** nhu cầu tiêu dùng giảm khi các nhãn hàng sẽ chuyển một phần mức thuế phải chịu sang cho người tiêu dùng **(2)** chỉ số tự tin người tiêu dùng tại Mỹ T4 = 52.2 cũng ghi nhận giảm mạnh 20 điểm so với thời điểm đầu năm (2) tuy nhiên, mức độ ảnh hưởng đối với những doanh nghiệp có độ đa dạng KH như TNG (26% Mỹ, 60% EU) sẽ ít hơn so với các doanh nghiệp có độ phụ thuộc mạnh vào thị trường Mỹ như MSH (73% Mỹ) và STK (~70% Mỹ).
- Biên lợi nhuận từ đi ngang hoặc giảm so với cùng kỳ** do **(1)** các doanh nghiệp may mặc phải chia sẻ 1-2% phần thuế tăng thêm với khách hàng tùy theo kịch bản thuế quan **(2)** tuy nhiên, phần thuế chia sẻ với KH sẽ được bù đắp một phần bởi năng suất lao động cao, tự động hóa và ứng dụng công nghệ trong quản lý, sản xuất.

Hình: CCI T4 = 52.2 giảm mạnh 20 điểm so với thời điểm đầu năm.



Nguồn: BSC Research

Hình: Tốc độ hồi phục của doanh số bán lẻ quần áo Mỹ chậm lại trong Q1.2025



Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

Nhóm phần mềm

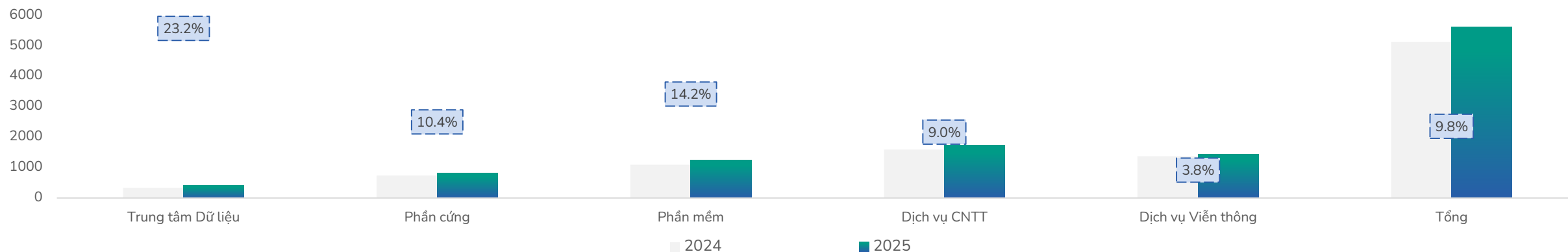
Theo dự báo chi tiêu CNTT toàn cầu của Gartner, dịch vụ CNTT tiếp tục là động lực thúc đẩy tăng trưởng ngành với mức chi tiêu chiếm 31% tổng thị trường, (tăng +5.6% YoY) nhờ **(1)** xu hướng chuyển đổi số – ứng dụng AI trong vận hành doanh nghiệp, **(2)** nhu cầu về cơ sở hạ tầng Data Center. **Tuy nhiên, với quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng bối cảnh bất định đến từ chính sách thuế quan mới của Mỹ có khả năng gián tiếp tác động đến ngành CNTT.**

- Trong ngắn hạn, nhu cầu chi tiêu dịch vụ CNTT của các doanh nghiệp tại Mỹ có thể chững lại do lo ngại những chính sách có tính biến động lớn của Tổng thống Trump trong thời gian tới, nhưng được bù đắp bởi xu hướng chuyển đổi số sẽ tiếp tục được đẩy mạnh tại thị trường khác (+20% CAGR/năm),
- Dù vậy, trong trung và dài hạn, dư địa xuất khẩu phần mềm của các doanh nghiệp Việt Nam còn lớn do chỉ chiếm 1% tổng cơ cấu chi tiêu cho công nghệ tại các thị trường lớn như Mỹ.

Nhóm ITS

Bối cảnh tích cực thúc đẩy đầu tư công của chính phủ kỳ vọng tạo nguồn việc cho nhóm ITS. Trong đó, các gói thầu thi công ITS cho 5 cao tốc còn lại thuộc cụm dự án CTBN GD 1 đang được đấu thầu sau khi Quốc hội thông qua việc cho phép thu phí trên các cao tốc mà nhà nước đầu tư.

Hình: Chi tiêu CNTT dự kiến tăng +9.8% YoY với động lực đến từ dịch vụ CNTT (+9% YoY)



CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

2. Quan điểm của BSC

Bất chấp những yếu tố bất định về chính sách thuế quan, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với ngành CNTT do **(1)** chịu tác động thấp hơn nhiều so với mặt bằng chung các ngành hoặc không bị ảnh hưởng, **(2)** triển vọng tích cực trong trung và dài hạn.

CP	LNST Q1/2025	%	KHKD 2025 (LNST)	Quan điểm DN về triển vọng kinh doanh 2025 và tác động của thuế quan đối ứng	Yếu tố cần theo dõi	Điều chỉnh KQKD 2025F
FPT	2,595	+20%	9,487	[Khả quan] FPT không chịu tác động trực tiếp từ chính sách thuế quan mới do (1) FPT thành lập pháp nhân tại Mỹ để triển khai các hợp đồng CNTT, (2) Việt Nam tiếp tục nhập khẩu chip công nghệ cao từ Mỹ nhằm giảm thâm hụt thương mại. Mặt khác, rủi ro từ các chính sách thuế quan khiến doanh nghiệp thận trọng hơn trong việc chi tiêu vào dịch vụ CNTT, gián tiếp phản ánh vào KQKD của FPT trong Q1/2025, trong đó, (3) doanh thu tại thị trường APAC và Mỹ tăng trưởng khiêm tốn +4.6% YoY và +7.8% YoY, (4) giá trị hợp đồng CNTT nước ngoài ký mới tăng +17% YoY (chững lại so với giai đoạn trước). Dù vậy, lợi nhuận của công ty vẫn đảm bảo được tăng trưởng mục tiêu +20% YoY trong bối cảnh đầy thách thức nhờ chủ động tối ưu hoá chi phí (cắt giảm 30% các khoản không tạo ra doanh thu), và ưu tiên tận dụng nguồn lực từ tập đoàn.	Giá trị hợp đồng ký mới, doanh thu dịch vụ CNTT tại thị trường Mỹ, APAC và EU.	0%
ELC	4.78	-33%	126	[Khả quan] Hoạt động kinh doanh của ELC không chịu tác động trực tiếp từ chính sách thuế quan do nguồn thu chính chủ yếu đến từ các dự án đầu tư công của chính phủ, hoặc các tỉnh, bộ ban ngành. Năm 2025, ELC kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng khả quan so với cùng kỳ nhờ (1) tính đến hết Q1.25, lượng hợp đồng đã ký và kỳ vọng ghi nhận trong 2025 = 800 tỷ đồng (+100% yoy) (2) cụm 5 dự án CTBN GĐ 1 chưa thi công ITS sẽ hoàn thành đấu thầu và bắt đầu thi công trong 2025 (ELC kỳ vọng trúng 3/5 dự án nhờ kinh nghiệm thực thi các dự án thí điểm trước đó) (3) liên doanh ELC trúng thầu gói 5.11 của siêu dự án Sân bay Long Thành trị giá 1,938 tỷ đồng, dự án sẽ được ghi nhận trong 15 tháng (phần của ELC chiếm 20% giá trị dự án).	Đấu thầu CTBN giai đoạn 1 & 2, lượng hợp đồng đã ký.	0%

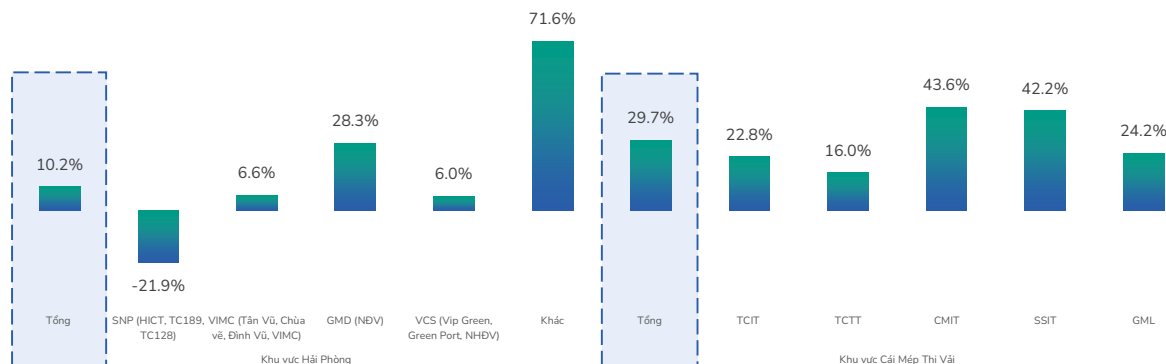
CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

- 1H.2025:** Việc đẩy nhanh tiến độ giao hàng của các nhà xuất khẩu trong thời gian hoà hoãn thi hành mức thuế đối ứng 90 ngày kỳ vọng **(1)** thúc đẩy sản lượng thông qua (SLTQ) toàn hệ thống cảng biển Việt Nam, **(2)** kích thích giá cước vận tải container trong ngắn hạn.
- 2H.2025:** Tác động của thuế quan lên ngành Cảng biển & Vận tải biển phần lớn dựa trên **(1)** mức thuế suất được áp dụng sau khi đã đàm phán, **(2)** mức độ phụ thuộc vào thị trường Mỹ của các doanh nghiệp. Do đó, **chúng tôi đưa ra các kịch bản thuế suất như sau:**

Trên 28%	22% - 28%	Dưới 22%
Các hãng tàu giảm tần suất tuyến đi Mỹ từ Việt Nam. Sụt giảm mạnh sản lượng XK từ VN đi Mỹ do nguồn hàng “tránh thuế” từ Trung Quốc thoái trào.	Các hãng mở rộng dịch vụ tới các thị trường Nội Á, sử dụng các transit service tàu feeder thay vì direct nhằm tối ưu hoá chi phí. Đa dạng tuyến dịch vụ sang các thị trường EU, Canada, Nam Mỹ, châu Phi.	Doanh nghiệp FDI tiếp tục duy trì sản xuất – đóng góp nguồn hàng cho các cụm cảng trong nước. Tổng kim ngạch XNK giảm nhẹ, dự báo tốc độ tăng trưởng đạt khoảng 7% - 9%.

Hình: SLTQ tại khu vực HP và CM-TV tăng trưởng +10.2% YoY và +29.7% YoY trong Q1/2025



Nguồn: VPA, BSC Research

2. Quan điểm của BSC

Chúng tôi hạ khuyến nghị của nhóm ngành Cảng biển & Vận tải biển từ **KHẢ QUAN** xuống **TRUNG LẬP** do

- Rủi ro thâm hụt sản lượng container** – đặc biệt trong nửa cuối năm trước bối cảnh bất định về thuế quan và mức nền rất cao từ các yếu tố hỗ trợ trong 2024.
- Cả hiệu suất hoạt động và giá cước vận tải container có thể trở nên suy yếu trong nửa cuối năm** do (i) hoạt động thương mại toàn cầu có khả năng bị đình trệ sau thời hạn 90 ngày hoãn thuế, (ii) dòng chảy hàng hoá từ Trung Quốc chuyển hướng – làm suy giảm nhu cầu vận chuyển trên các tuyến nội Á.

BSC cho rằng triển vọng KQKD của các doanh nghiệp trong ngành Cảng biển & Vận tải biển trong 2H2025 sẽ có sự phân hoá rõ rệt dựa trên **(1)** tỷ trọng hàng xuất Mỹ, **(2)** mức độ đa dạng khách hàng và mảng kinh doanh.

Cảng biển

GMD và VSC chưa chịu áp lực quá lớn nhờ (i) tỷ trọng hàng xuất Mỹ tại cảng sông lần lượt chiếm 10%/4% do chủ yếu hoạt động khai thác các tuyến nội Á và châu Á, (ii) tỷ trọng hàng xuất Mỹ tại cảng nước sâu giảm xuống 20% nhờ liên tục mở thêm các tuyến dịch vụ mới đi các thị trường khác.

PHP lại có nguy cơ hoạt động dưới công suất thiết kế khi cảng Lạch Huyện 3-4 đi vào hoạt động do phần lớn phục vụ nguồn hàng “tránh thuế” của Trung Quốc sang Mỹ.

Vận tải biển

HAH có thể chịu rủi ro về cả hiệu suất hoạt động lẫn giá cước giảm khi mà 47% đội tàu đang được cho thuê Bareboat, 53% còn lại phục vụ vận tải container nội địa và nội Á.

PVT chỉ chịu tác động gián tiếp từ khả năng giá cước giảm, nhưng được bù trừ bởi (i) đa dạng hoá phân khúc hoạt động (gồm dầu thô, dầu TP & hoá chất, hàng rời), (ii) tăng trưởng từ đội tàu đầu tư mới trong 2024.

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

Trước hết các thông tin về thuế quan đối ứng của Mỹ kỳ vọng tác động gián tiếp đến nhu cầu tiêu dùng chung và có độ trễ lên KQKD của nhóm tiêu dùng bán lẻ so với các nhóm ngành còn lại. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy nhiều nỗ lực từ Chính phủ liên quan đến **(1)** hoạt động đàm phán thuế quan đối ứng (giảm thuế NK nhiều sản phẩm của Mỹ về 0%, hỗ trợ biên lợi nhuận của nhóm Tiêu dùng và Chăn nuôi) và **(2)** duy trì mục tiêu tăng trưởng GDP thông qua đẩy mạnh đầu tư công, giảm thuế VAT về 8% đến hết 2026,....

Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** cho ngành Tiêu dùng và **KHẢ QUAN** cho ngành Chăn nuôi và Bán lẻ tương tự như [cập nhật gần nhất](#) và dự kiến sẽ có những cập nhật quan điểm sau khi các thông tin đàm phán thuế quan được công bố chính thức.

Ngành	CP	LNST Q1/2025	%	KHKD 2025 (LNST)	Quan điểm DN về triển vọng kinh doanh 2025 và tác động của thuế quan đối ứng	Yếu tố cần theo dõi	Điều chỉnh KQKD 2025F
Tiêu dùng	VNM	1,587	-28%	9,680	[Trung lập] KQKD không chịu tác động trực tiếp của thuế quan, hoạt động tái định vị thương hiệu đã hoàn thành kỳ vọng giữ vững thị phần số 1 tại thị trường nội địa trong 2025. Đối với thị trường xuất khẩu thì thị trường Mỹ chiếm tỷ trọng rất nhỏ và đã có nhà máy ở Mỹ nên không ảnh hưởng và ngoài ra, thâm nhập kênh HORECA sẽ duy trì tăng trưởng cho các thị trường nước ngoài.	Giá WMP	0%
	MSN	983	105%	4,875	[Trung Lập] KQKD không chịu tác động trực tiếp thậm chí được hưởng lợi khi thuế nhập khẩu một số mặt hàng từ Mỹ về 0% hỗ trợ biên lợi nhuận.	Giá ngũ cốc, nhu cầu tiêu dùng	0%
	BAF	134	13%	639	[Trung Lập] Nhu cầu tiêu dùng có thể bị ảnh hưởng, nhưng nguồn cung thiếu hụt khiến giá heo hơi kỳ vọng tiếp tục neo cao. Đối với BAF kỳ vọng được hưởng lợi khi thuế nhập khẩu một số mặt hàng từ Mỹ về 0% hỗ trợ biên lợi nhuận.		+20%
	DBC	508	600%	1,000			+40%
Bán lẻ	MWG	1,548	71%	4,850	[Trung Lập] KQKD dự kiến của MWG không chịu tác động trực tiếp của thuế quan và sau giai đoạn tái cấu trúc hoạt động thì MWG hoàn toàn có cơ sở tự tin về sức khỏe tài chính, lợi thế quy mô và tối ưu hóa vận hành.	Nhu cầu tiêu dùng	+9%
	FRT	213	251%	720	[Trung lập] KQKD của FRT chịu tác động gián tiếp của chính sách thuế quan. DN chủ động mở rộng danh mục hàng hóa: FPT shop: mở rộng ngành hàng kinh doanh sang điện máy nhằm cải thiện DT và biên lợi nhuận, Long Châu: cơ cấu danh mục với các sản phẩm có giá cạnh tranh hơn (đặc biệt là TPCN).		0%
	DGW	106	14%	523	[Trung Lập] KQKD không chịu tác động trực tiếp đến KQKD và doanh nghiệp tiếp tục đa dạng hóa ngành hàng và danh mục sản phẩm.		0%
	PNJ	678	-8%	1,997	[THÁCH THỨC] KQKD của PNJ chịu tác động gián tiếp nhưng do đặc thù hàng hóa không thiết yếu và giá vàng neo cao làm giảm kỳ vọng tăng trưởng. Tuy nhiên, doanh nghiệp kỳ vọng vào thông tin liên quan đến sửa đổi ND24 về kinh doanh vàng .	Nhu cầu tiêu dùng, ND 24	-17%

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

BSC đưa ra quan điểm đầu tư tiếp tục theo hướng chọn lọc cổ phiếu có kèm theo điều kiện về mức độ e ngại rủi ro:

Nhóm ưa mạo hiểm: PNJ – giá cổ phiếu đã chiết khấu và chờ đợi những thông tin liên quan đến sửa đổi ND 24 về kinh doanh vàng và P/E FW 2025 =12.3 thấp hơn trung bình 5 năm do những lo ngại về tăng trưởng chậm lại.

Nhóm an toàn hơn:

DBC – Quy mô đàn phục hồi, tận dụng được xu hướng chuyển dịch ngành và giá heo hơi tăng và PE FW ~10.4 lần thấp hơn PE trung bình chu kỳ giá heo lên

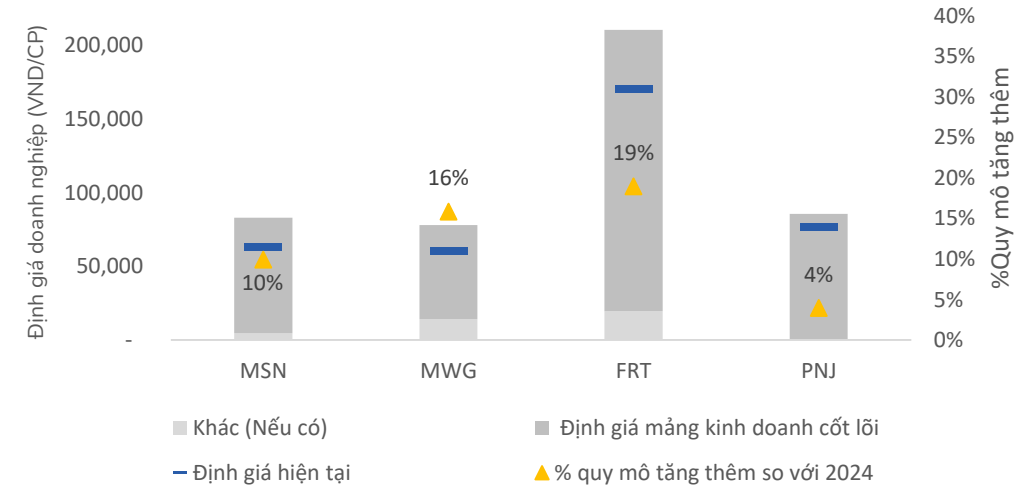
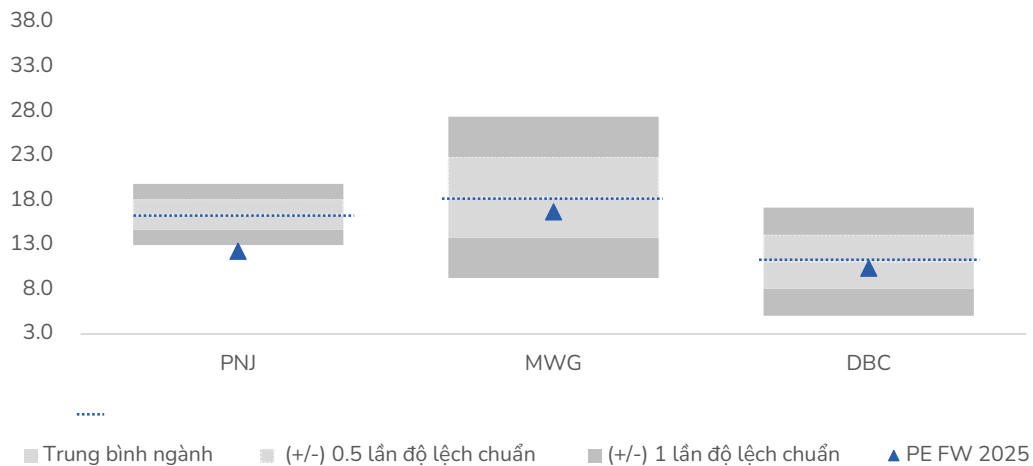
MWG – động lực tăng trưởng tích cực vượt trội và P/E fw hấp dẫn so với kỳ vọng tăng trưởng trung hạn

FRT – Duy trì đà tăng trưởng từ Long Châu và tái định giá doanh nghiệp thông qua hoạt động bán vốn CP chiến lược tại Long Châu

MSN – Bước vào giai đoạn chứng minh hiệu quả hoạt động

Hình 1: Cổ phiếu đã có dự chiết khấu về định giá

Hình 2: Định giá hiện tại của các doanh nghiệp chưa phản ánh hết kỳ vọng tăng



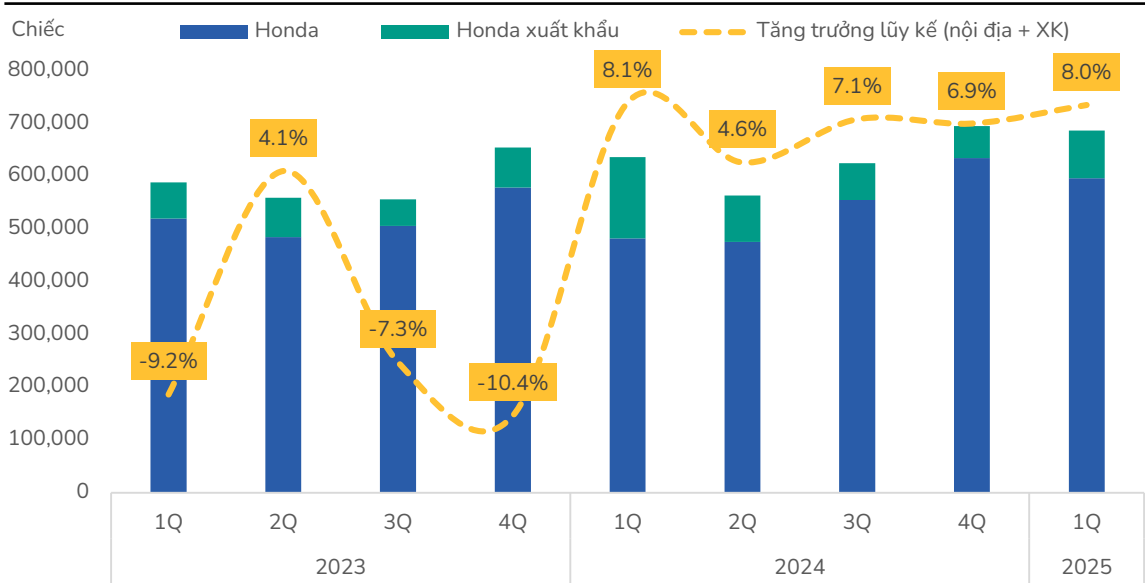
Doanh số xe máy và ô tô tiếp tục đà tăng trong Q1/2025.

Trong Q1/2025, doanh số xe máy đạt gần 687 nghìn chiếc (+8% YoY), nối tiếp đà phục hồi từ năm 2024 và vượt qua dự phóng của BSC (chúng tôi kỳ vọng doanh số Honda tăng 1% YoY trong năm 2025). Tuy nhiên, thị trường xe máy Việt Nam đã bão hòa từ năm 2018 và theo thống kê 5 năm gần nhất, doanh số quý 1 trung bình đạt 630 nghìn chiếc, do đó, chúng tôi cho rằng doanh số của các quý còn lại trong năm có thể hạ nhiệt so với mức tăng của quý 1.

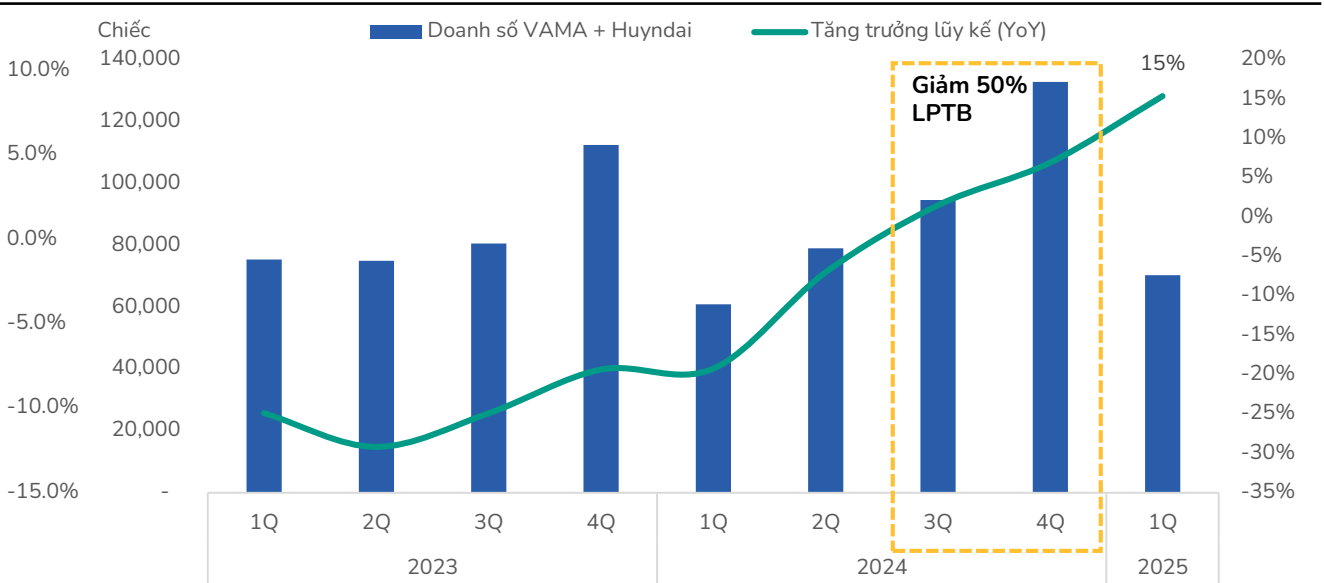
Doanh số ô tô (động cơ đốt trong) của VAMA và Huyndai tăng trưởng ấn tượng trong Q1/2025 (+15% YoY) mặc dù đây là mùa thấp điểm tiêu thụ ô tô và sau giai đoạn giảm lệ phí trước bạ kết thúc vào tháng 11/2024. Mức tăng quý 1 đã vượt qua kỳ vọng của BSC (giảm 5% YoY cho cả năm 2025), nguyên nhân chủ yếu đến từ việc các hãng ô tô và đại lý liên tục giảm giá bán và tăng khuyến mãi để thu hút khách hàng, tập trung vào doanh số bán hàng hơn biên lợi nhuận.

Ngành sản xuất ô tô và xe máy ở Việt Nam không xuất khẩu sang thị trường Mỹ, do đó, ảnh hưởng của thuế quan sẽ chưa thể hiện sớm ở ngành này và chúng tôi cần chờ thêm thông tin đàm phán chính thức để có thể đưa ra dự báo chính xác hơn.

Doanh số xe máy duy trì đà tăng trưởng năm 2024



Q1/2025, doanh số ô tô duy trì tăng trưởng nhờ giảm giá bán



Nguồn: BSC Research, Honda Việt Nam, VAMA, Huyndai



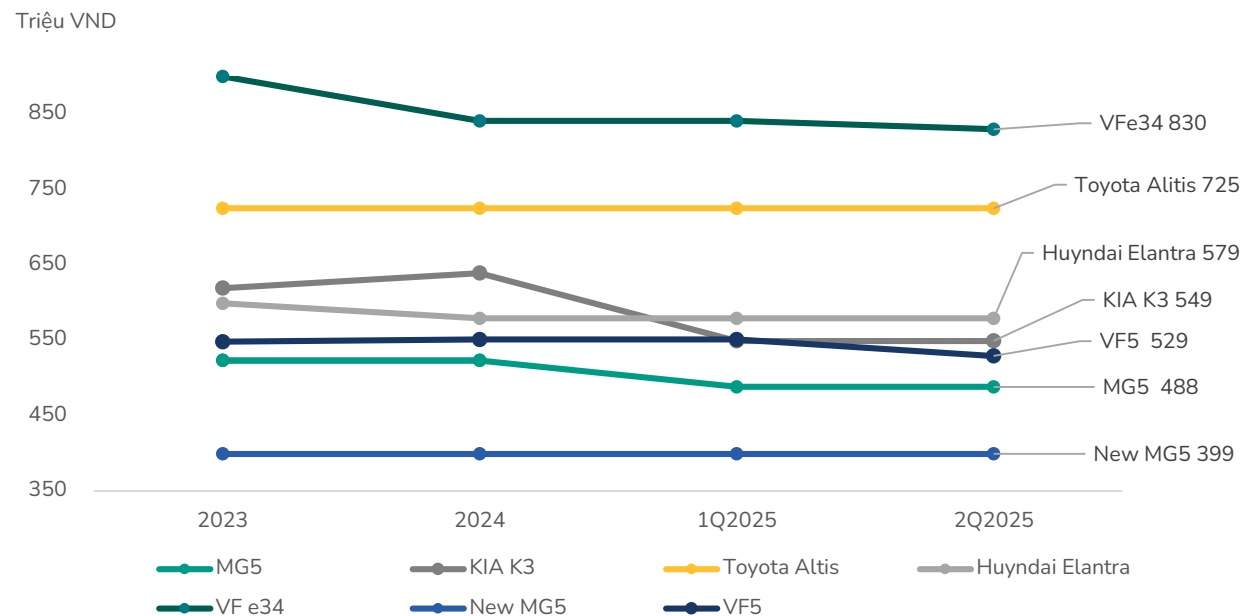
Cuộc chiến giá ở ngành ô tô vẫn tiếp tục diễn ra khốc liệt.

Sau tết nguyên đán, các hãng ô tô đều giảm giá niêm yết, đặc biệt, hãng Vinfast đã giảm 3-5% toàn bộ danh mục sản phẩm trong tháng 3/2025, với mục đích gia tăng thị phần và giảm hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng xu hướng cạnh tranh khốc liệt này sẽ tiếp diễn đến hết năm 2025, các hãng xe vẫn có thể gia tăng doanh số nhưng biên lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực.

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM

BSC duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành ô tô trong năm 2025. Cổ phiếu khuyến nghị: VEA ([tham khảo báo cáo](#)), HAX ([tham khảo báo cáo](#))

Các hãng ô tô tiếp tục cắt giảm giá niêm yết 3-5%



Sau tết, các đại lý ô tô tăng cường khuyến mãi 2-10% giá niêm yết

Misubishi: Xpander, Xforce, Outlander, Attrage, Triton

Giảm 50% LPTB
Tặng phiếu nhiên liệu 10 – 25 triệu VND
Tặng camera 365 độ hoặc lùi

Peugeot: 2008

Giảm 50% LPTB
Tặng 1 năm bảo hiểm thân vỏ

Honda: CR-V, Civic, City, BR-V

Giảm 50% LPTB
Tặng bảo hiểm thân vỏ
Ưu đãi lãi suất 3.9% trong 12 tháng đầu

MG: G50

Giảm trực tiếp 5-10% giá bán

Tháng 2/2025

Toyota: Vios, Veloz Cross, Avanza

Giảm 50% LPTB
Hỗ trợ lãi suất 6.99%/năm
Gia hạn bảo hành thêm 2 năm

Subaru: Crosstrek

Giảm 99-139 triệu
Tặng bộ nâng cấp cốp điện 20 triệu VND

Tháng 4

Geely: Coolray

Giảm 50% LPTB

Tháng 5

Vinfast: VF5, VF6, VF7, VF8, VF9

Hỗ trợ đổi xe xăng VF sang xe điện (60-90 triệu VND)

Toyota: Yaris cross
KIA: Seltos, Carnival
Huyn dai: Creta
Mazda: CX3

Giảm 15 – 90 triệu VND

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong ngày. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

© 2019 BIDV Securities Company, All rights reserved. Unauthorized access is prohibited.

