BÁO CÁO NGÀNH 2H2025

Kỷ nguyên vươn mình

BSC
BIDV SECURITIES JSC

MỤC LỤC

01 Tổng quan

1H2025 | Sóng gió đã qua - Trời lại sáng #03

2H2025 | Nghiêng dần về kịch bản khả quan hơn #07

Chiến lược đầu tư | Tiêu dùng nội địa tâm điểm đầu tư #15

02 Triển vọng ngành

Ngân hàng #25

Điệm – Đạm – Khí #34

Thép – Bất động sản #55

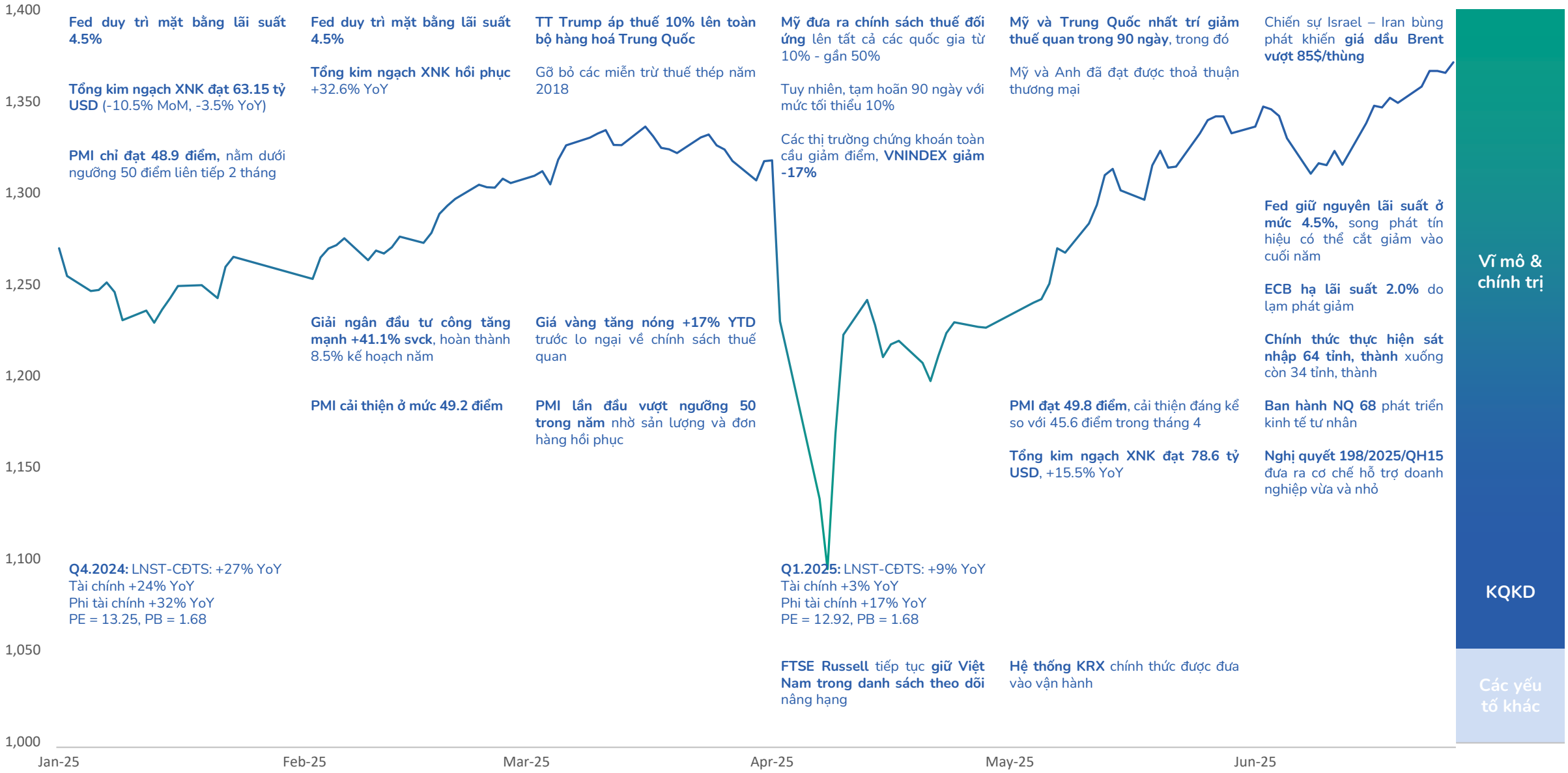
Xuất nhập khẩu – Logistic – Bán lẻ #75

03 Khuyến cáo

NHÌN LẠI 1H2025

SÓNG GIÓ ĐÃ QUA - TRỜI LẠI SÁNG

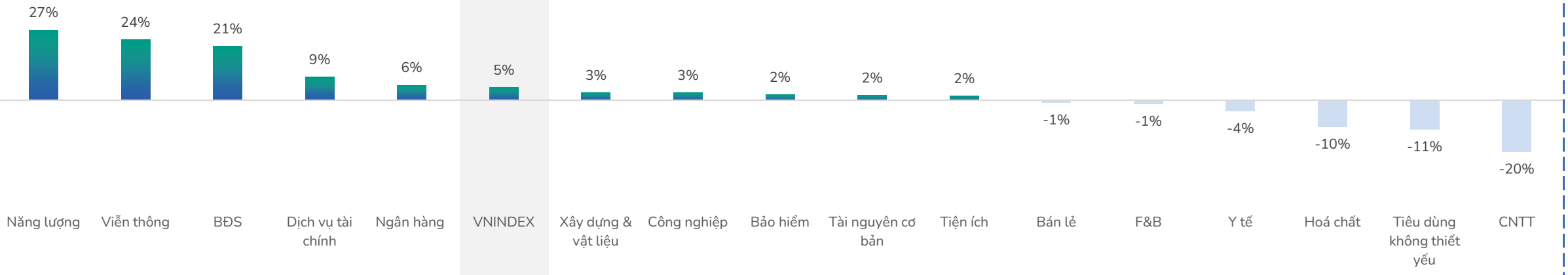
Thị trường ghi nhận mức phục hồi mạnh nhờ sự hạ nhiệt căng thẳng thuế quan



Các nhóm thiên về thị trường NỘI ĐỊA có hiệu suất tốt hơn so với phần còn lại

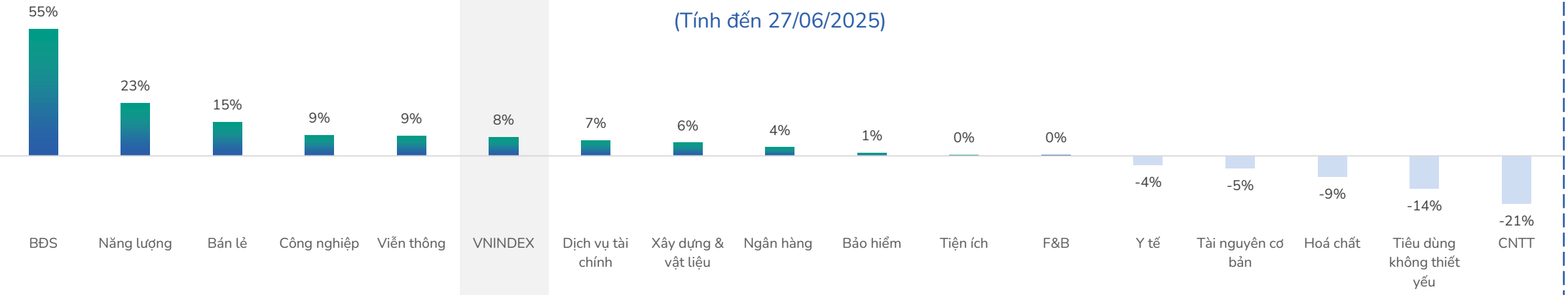
Trước thông báo áp thuế

(Tính đến 02/04/2025)

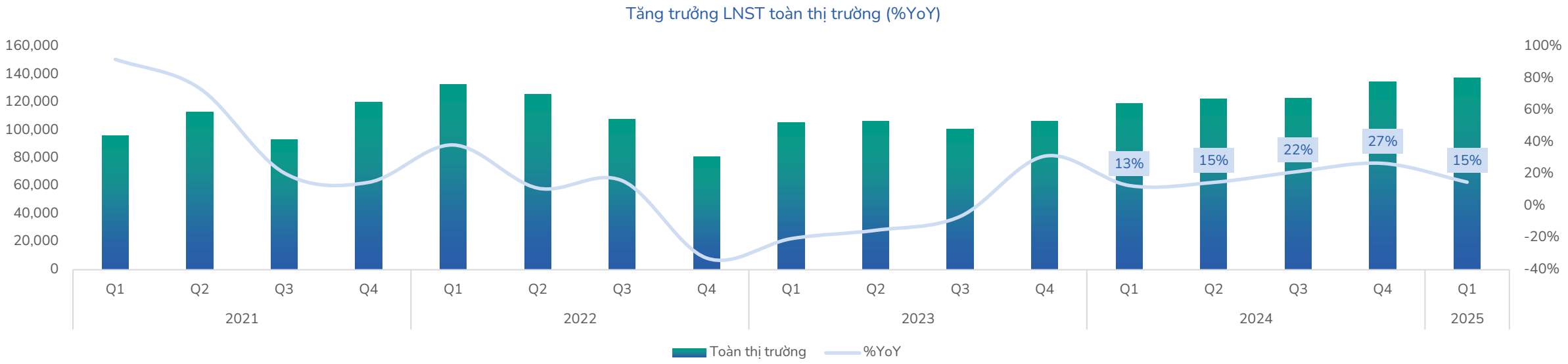


Year-to-date

(Tính đến 27/06/2025)



Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận chậm lại trong Q1/2025, kỳ vọng Q2/2025 về lại mức trên 20%



- *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

NGHIÊNG DẦN VỀ KỊCH BẢN KHẢ QUAN HƠN

NGHIÊNG DẦN VỀ PHÍA KỊCH BẢN TÍCH CỰC HƠN

	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% - 20%	Trên 25%
Xác suất xảy ra	45%	50%	5%
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.		

Kỳ vọng Việt Nam sẽ có mức thuế đối ứng một số ngành tốt hơn mức 20% hiện tại.

	Kịch bản áp thuế	10-15%	15% - 20%	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
	BĐS – KCN	Tích cực	Trung lập	Tiêu cực
	Săm lốp	Trung lập	Tiêu cực	Tiêu cực
Tác động gián tiếp hoặc chịu suất thuế quan 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
Các nhóm ít chịu ảnh hưởng từ thuế quan	Hoá chất – Phân bón	Tích cực	Tích cực	Tích cực
	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 cạch 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

Đánh giá một số nhóm ngành có thể chịu tác động ở kịch bản thuế = 15%-20%

Ngành	Thuế suất trước đó	Thuế suất kịch bản cơ sở	Nhận định của BSC
Trực tiếp			
Dệt may	8% - 11.6%	15% – 20%	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.
Thuỷ sản	0%	15% – 20%	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% – 20%	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 dung 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 đăng ký mới sẽ chậm lại trong năm 2025, tuy nhiên được bù đắp bởi (2) dòng vốn FDI điều chỉnh từ các doanh nghiệp hiện hữu nhờ chuỗi cung ứng. Bức tranh thương mại, thuế quan rõ ràng hơn là một yếu tố tích cực vì (1) các doanh nghiệp chủ động hơn trong phương án kinh doanh, (2) điều khoản đảm bảo nguồn gốc xuất xứ giúp dòng vốn FDI tích cực hơn nhờ sự tham gia của các doanh nghiệp cung ứng "đầu nguồn" và (2) mức chênh lệch thuế suất giữa Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh cũng là một yếu tố thu hút dòng vốn FDI.
Hóa chất – Phân bón	0%	15% – 20%	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 săm 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 săm 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.
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 kì vọng 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

Chiến lược đầu tư 2H2025 tập trung vào yếu tố "Nội địa dẫn dắt"...

- 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.**

- Đối với kịch bản thuế quan hiện tại, dựa trên các thông đang được đăng tải với mức 20% cho hàng hoá xuất khẩu vào Mỹ và 40% cho hàng hoá "trung chuyển", sẽ cần thêm các thông tin cụ thể hơn để đánh giá, tuy nhiên chúng tôi có đưa ra một số đánh giá cần lưu ý như sau:

  1. Xác định tỷ lệ đảm bảo nguồn gốc xuất xứ , khả năng đa dạng thị trường và dự báo thời điểm nhu cầu phục hồi của nhóm chịu ảnh hưởng trực tiếp. (Slide 81)

  2. Mức thuế quan xác định sẽ làm **giảm mức độ rủi ro "không chắc chắn"** về mặt tâm lý trên thị trường và của nhiều doanh nghiệp để xác định được phương án chiến lược kinh doanh và đầu tư phù hợp tình hình thị trường. Nhà đầu tư có thể tham khảo "Bảng xếp hạng ưu tiên ngành" của BSC. (Slide 24)

  3. Mức thuế 20% và sự không rõ ràng trong định nghĩa "trung chuyển" ít nhiều có thể ảnh hưởng triển vọng ngắn hạn của nhóm ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp cho tới khi có thêm các thông tin thỏa thuận thuế quan cuối cùng, do đó sự tập trung của thị trường sẽ **tập trung vào "yếu tố nội địa dẫn dắt"** hay câu chuyện **nâng hạng thị trường, phát triển kinh tế tư nhân.** (Slide 18 – 19 – 20)

  4. Mức định giá thị trường vẫn ở **mức hấp dẫn với kỳ vọng mức PE FWD cuối năm 2025 vẫn ở dưới -1 lần độ lệch chuẩn (**PE trailing = 13.6 lần, thấp hơn mức trung bình 5 năm = 14.3 lần). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận Q2 tiếp tục duy trì được mức tăng trưởng cao hơn Q1/2025 (+15% YoY). (Slide 16)

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** • **Thuỷ 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**

Ảnh hưởng trực tiếp → *Ít chịu ảnh hưởng*

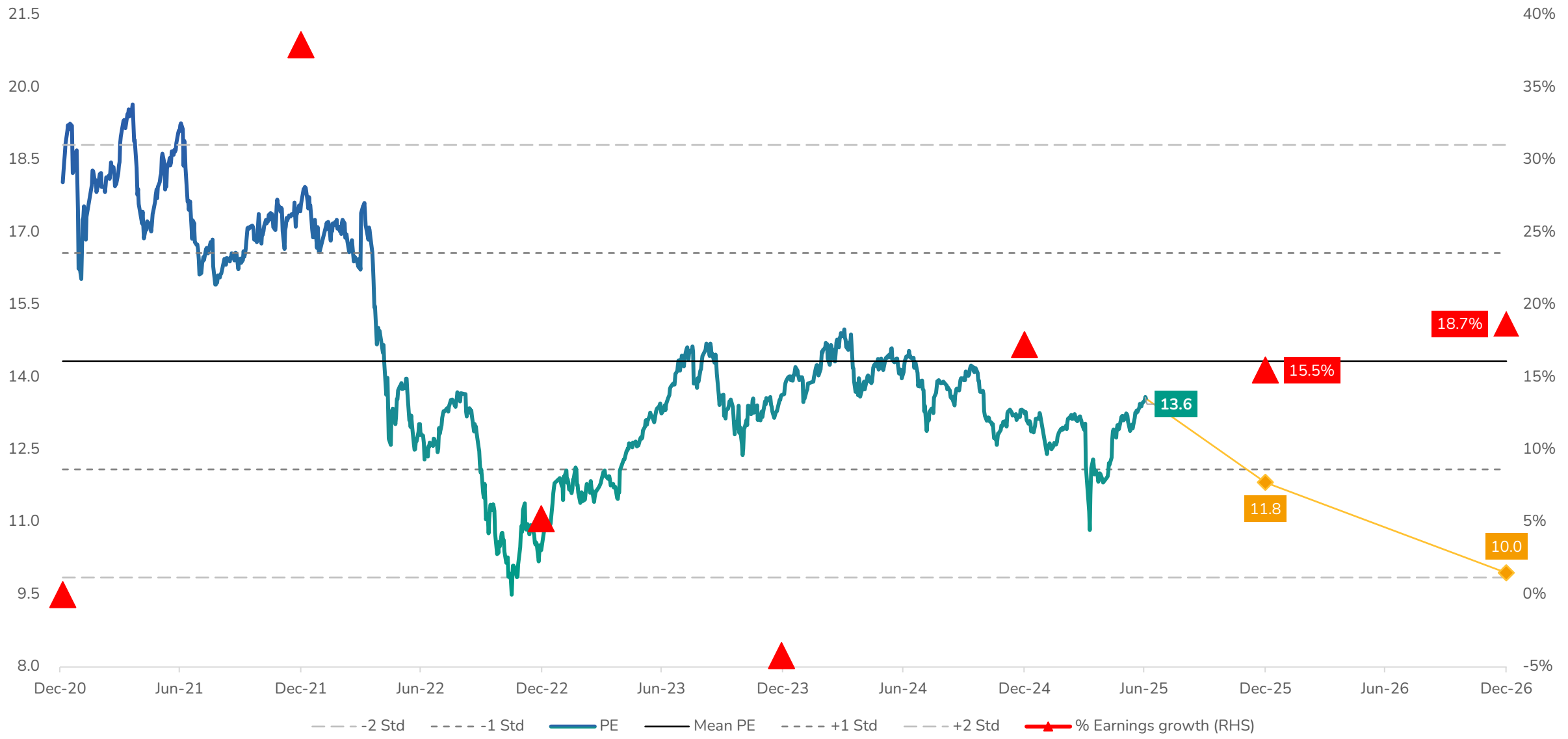
Tăng trưởng danh mục BSC-Universal năm 2025 dự kiến tăng 15.5% YoY ở kịch bản cơ sở

% Tăng trưởng LNST theo ngành	2023	2024	2025F	% vốn hóa ngành/ tổng vốn hóa các ngành nghiên cứu
Thủy sản	-64%	33%	55%	1%
Săm lốp	-21%	-1%	-32%	0.1%
Xây dựng	-6%	55%	23%	1%
Vật liệu	4%	71%	30%	5%
Dệt may	-31%	57%	8%	0.2%
Bán lẻ	-69%	207%	29%	4%
Ngân hàng	4%	17%	13%	50%
Dầu khí	-22%	-36%	9%	7%
Công nghệ thông tin	22%	20%	21%	6%
Hóa chất & Phân bón	-68%	5%	33%	2%
Khu công nghiệp	-10%	-23%	37%	2%
F&B	-25%	34%	7%	7%
Tiện ích	-34%	13%	9%	3%
Vận tải & Cảng biển (*)	35%	-11%	3%	1%
Bất động sản (*)	15%	-4%	14%	8%
Ô tô	-18%	19%	-1%	1%
Tổng tăng trưởng LNST (%)	**-5%**	**10.0%**	**15.5%**	**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: 84 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..

Định giá hấp dẫn trung dài hạn - khi PE FWD 2025 –2026 dịch chuyển -1 độ lệch chuẩn



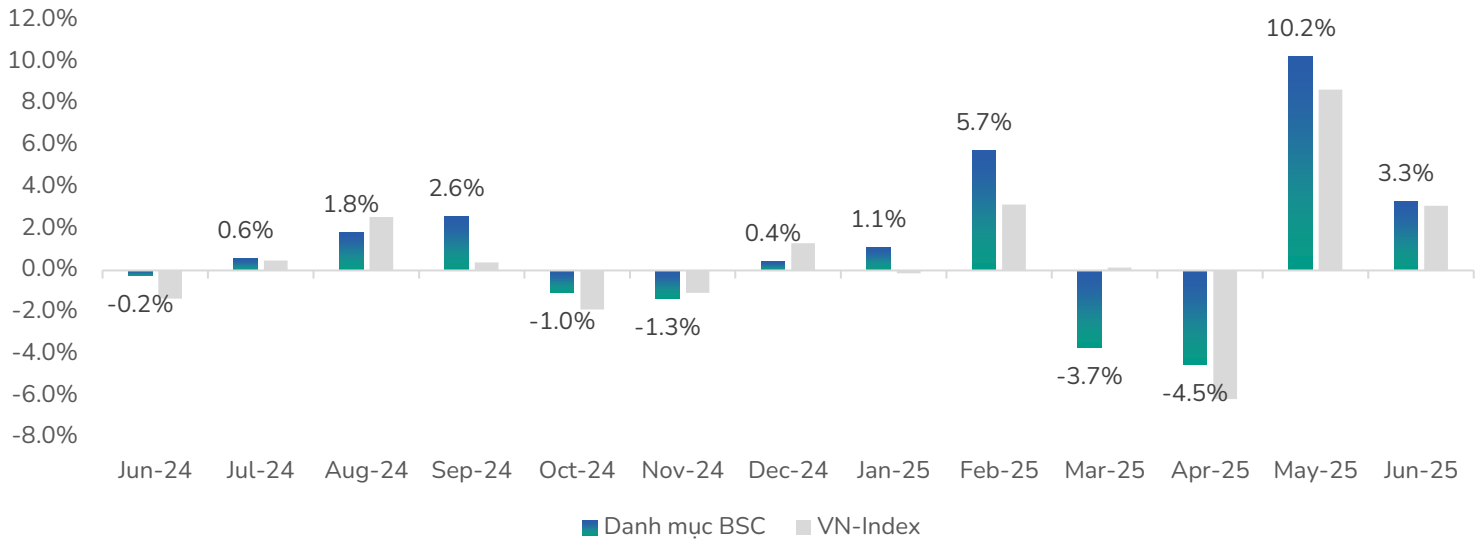
Source: BSC Research

Hiệu quả từ chiến lược đầu tư linh hoạt trong môi trường biến động

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
T1.2025	1.1%	-0.1%
T2.2025	5.7%	3.2%
T3.2025	-3.7%	0.1%
T4.2025	-4.5%	-6.2%
T5.2025	10.2%	8.7%
T6.2025	3.3%	3.1%
Lũy kế 2025 -YTD	**12.5%**	**8.6%**

Hiệu suất danh mục BSC vs VNI-Index 1 năm



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 hoach 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

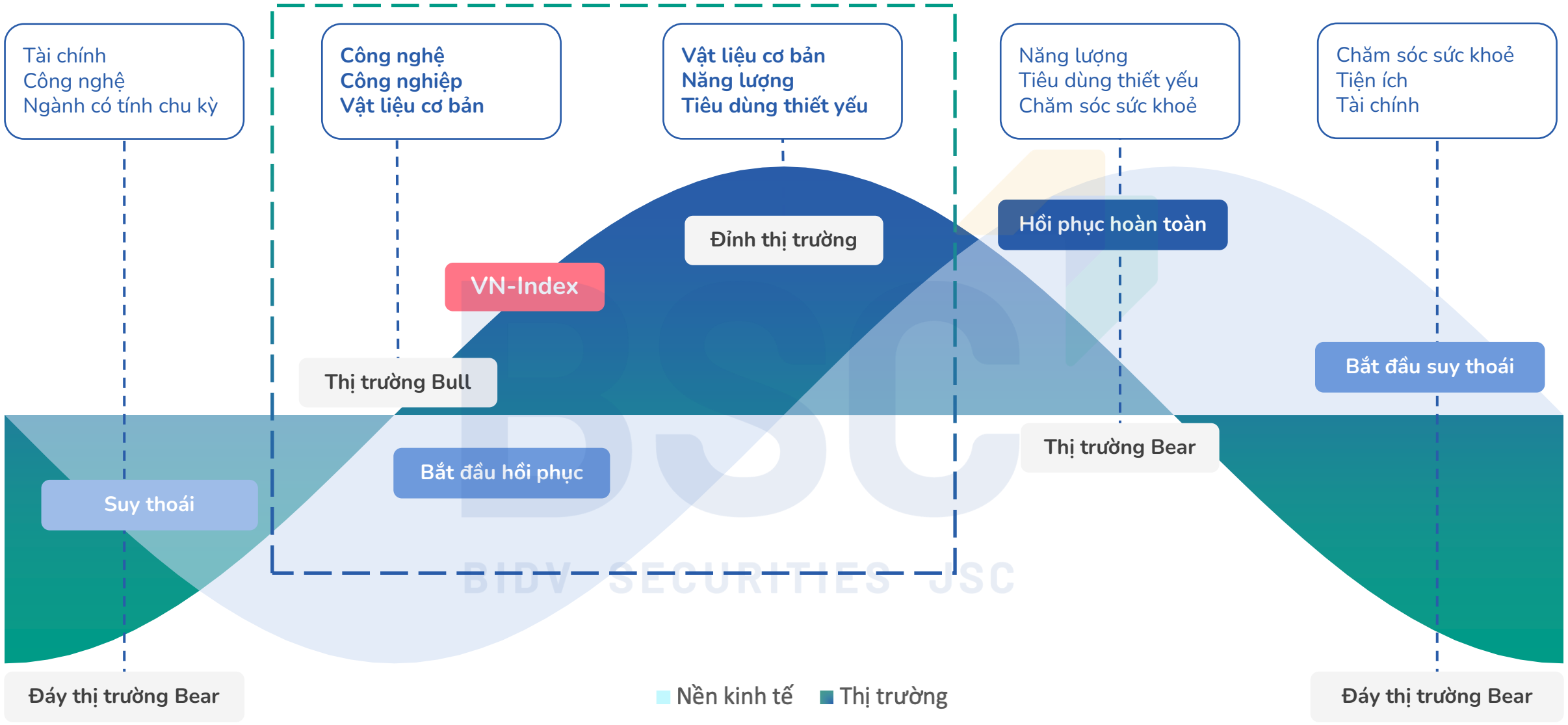
Source: BSC Research

TRIỂN VỌNG 2025 - 2026

Tiêu dùng nội địa - Tâm điểm đầu tư

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận & kinh tế sẽ là động cơ cho thị trường tiến xa hơn

Mô hình luân chuyển giữ các ngành



BAN HÀNH CÁC CHÍNH SÁCH HỖ TRỢ MẠNH MẼ SO VỚI GIAI ĐOẠN 2016-2024

Sự chuyển dịch trong triết lý chính sách với mục tiêu tạo "ĐỘT PHÁ" với tính chủ động kiến tạo phát triển, thể chế hóa niềm tin, tập trung:

1. Đưa ra mục tiêu tăng trưởng cao
2. Cải thiện năng lực cạnh tranh, đa dạng hóa thị trường
3. Thu hút đầu tư, đổi mới sáng tạo
4. Tái cơ cấu, xây dựng nền kinh tế độc lập

Kinh tế tư nhân

Luật đất đai sửa đổi 2024

Nền tảng pháp lý cho việc giao đất, cho thuê đất, chuyển mục đích sử dụng đất.

Nghị quyết 68 Phát triển kinh tế tư nhân

2030: Mục tiêu kinh tế tư nhân đóng góp khoảng 55 - 58% GDP, tốc độ tăng trưởng bình quân của kinh tế tư nhân đạt khoảng 10 - 12%/năm.

Quy hoạch điện VIII điều chỉnh

Bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia và phát triển hệ thống điện cân bằng – xanh – hiện đại nhằm đáp ứng tăng trưởng kinh tế >8%.

Nghị quyết 57 Đột phá phát triển khoa học

Tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp đổi mới công nghệ, nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế.

Luật hoá Nghị quyết 42

Chính thức đưa quyền thu giữ tài sản bảo đảm vào luật, đẩy nhanh xử lý nợ xấu.

Đầu tư công

Luật đầu tư công 2025

Rút ngắn thời gian triển khai dự án, quy trình phê duyệt rõ ràng và phân cấp mạnh cho địa phương.

Luật PPP 2025

Bổ sung cơ chế chia sẻ rủi ro doanh thu giữa Nhà nước và nhà đầu tư PPP, xử lý khó khăn cho các dự án BOT trước năm 2021.

Dự thảo Luật công nghiệp công nghệ số

Tạo nền tảng pháp lý đồng bộ để phát triển AI và tài sản số.

Luật đường sắt sửa đổi

Khơi thông dòng vốn đầu tư vào ngành đường sắt, tạo hành lang pháp lý rõ ràng để thu hút khu vực tư nhân.

TIÊU DÙNG NỘI ĐỊA SẼ LÀ TRỌNG TÂM THÚC ĐẨY TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ

Đầu tư công trụ cột chính: Đẩy nhanh tiến độ thi công và khởi công dự án mới

Bất động sản nhà ở

Dòng tiền được khơi thông nhờ hội tụ đủ các yếu tố hỗ trợ bao gồm **(1)** pháp lý được tăng tốc xử lý giúp **(2)** nguồn cung phục hồi và **(3)** các điều kiện vĩ mô thuận lợi bao gồm môi trường lãi suất thấp, hạ tầng được đẩy mạnh.

Định giá duy trì hấp dẫn khi P/B trung bình ngành vẫn ở mức 1.3x thấp hơn so với giai đoạn ổn định của chu kỳ (1.6-2.0x).

Vật liệu xây dựng

Nội địa – Đa số sản phẩm VLXD đều đã ghi nhận tín hiệu phục hồi, và kỳ vọng duy trì trong 2H.2025. Xuất khẩu – Yếu, nhưng sản lượng xuất khẩu HRC, tôn mạ có thể tạo đáy trong Q2-Q3.2025.

Lựa chọn các doanh nghiệp đầu ngành có thị phần nội địa lớn, định giá ở mức hợp lý.

Xây lắp

Triển vọng tăng trưởng trong 2H.2025 nhờ **(1)** Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm cuối chu kỳ **(2)** các dự án trọng điểm được đẩy nhanh tốc độ giúp ghi nhận doanh thu và biên lợi nhuận cao.

Lượng backlog của các doanh nghiệp lớn, đảm bảo doanh thu ổn định trong 2-3 năm tới.

Công nghệ thông tin

Chính phủ đang đẩy mạnh phát triển khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo – ban hành Nghị Quyết 57-NQ/TW, nhấn mạnh việc chi tiêu ít nhất 15% ngân sách nhà nước vào các lĩnh vực Hạ tầng số, Chuyển đổi số, AI, Nhân lực công nghệ cao và An ninh mạng → mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp tư nhân trong mảng Công Nghệ tại Việt Nam.

Điện – Dầu khí

Thúc đẩy thực hiện QHĐ 8 điều chỉnh, đáp ứng nhu cầu tăng trưởng kinh tế trên 8%/năm giai đoạn 2025 – 2030.

Triển khai các dự án dầu khí nội địa với trọng tâm dự án Lô B – Ô Môn.

Hưởng lợi gián tiếp: Tiêu dùng nội địa

Hàng không, F&B và Bán lẻ

Chính sách kích thích kinh tế thúc đẩy xu hướng chuyển dịch sang bán lẻ hiện đại và các doanh nghiệp top đầu tận dụng lợi thế về mô hình hoạt động tối ưu mở rộng thị phần.

Lựa chọn các doanh nghiệp sở hữu lợi thế cạnh tranh vượt trội trong trung hạn và điểm cộng dành cho các doanh nghiệp còn room ngoại.

Chứng khoán

Thanh khoản thị trường cải thiện, nhờ mặt bằng lãi suất ở mức thấp, triển vọng tăng trưởng nhanh của nền kinh tế **cải thiện lợi nhuận chung toàn ngành.**

Triển vọng nâng hạng thị trường, và triển khai nền tảng giao dịch tài sản mã hóa giúp tái định giá các CTCK đầu ngành.

Ngân hàng

Ưu tiên thúc đẩy tăng trưởng tín dụng bù đắp cho sự co hẹp về NIM, giải ngân công về cuối năm sẽ là động lực chính để cải thiện chênh lệch tín dụng – huy động, cuộc đua CASA ngày càng khốc liệt và chỉ tập trung ở 1 số cái tên quen thuộc.

Lựa chọn cổ phiếu các ngân hàng có lợi thế cạnh tranh rõ ràng từ hệ sinh thái và chiến lược phát triển, duy trì được triển vọng ROA/ROE vượt trội, được hưởng lợi về mặt chính sách hay có một số câu chuyện riêng biệt trước mắt để được nâng chấp nhận định giá.

MỨC THUẾ 20% SẼ CÓ TÁC ĐỘNG TRONG NGẮN HẠN VỚI CÁC NHÓM NGÀNH

Yếu tố bên ngoài : Ít nhiều chậm lại trong 2H2025 do hiện tượng "front loading"

Thuỷ sản

Sản lượng xuất khẩu kỳ vọng giảm trong nửa sau do nhu cầu yếu khi phần thuế tăng thêm được chuyển sang người tiêu dùng.

Giá xuất khẩu kỳ vọng neo ở mức giá hiện tại nhờ lượng tồn thấp, cải thiện biên lợi nhuận sẽ đến từ giảm giá đầu vào (TACN).

Cảng biển

Sản lượng container có thể bị phân hoá đối với cụm cảng sông và cảng nước sâu. Cụm cảng sông có nguy cơ thâm hụt sản lượng từ nguồn hàng nguyên liệu đầu vào từ Trung Quốc. Cụm cảng nước sâu chịu ít rủi ro hơn do chủ yếu phục vụ hàng dệt may, giày dép, và đồ gỗ – đây là những nhóm ngành có xuất xứ từ Việt Nam, có khả năng chịu mức thuế thấp.

Kỳ vọng giá dịch vụ bốc dỡ tại cụm cảng nước sâu tăng 10%-15% trong cuối năm 2025.

Dệt may

Triển vọng đơn hàng cuối năm đã bớt bất định khi nhiều khả năng mức thuế Việt Nam phải chịu sẽ thấp hơn nhiều so với mức công bố giúp đảm bảo khả năng cạnh tranh trong dài hạn.

Biên lợi nhuận kỳ vọng đi ngang hoặc giảm nhẹ do phải chia sẻ phần thuế tăng thêm với khách hàng, tuy nhiên sẽ được bù lại bằng năng suất và các đơn hàng giá trị cao.

Khu công nghiệp

Triển vọng ngắn hạn gặp nhiều thách thức bởi các bất định của chiến tranh thương mại ảnh hưởng đến nhu cầu thuê đất của doanh nghiệp.

Các yếu tố giúp triển vọng ngành tốt hơn phụ thuộc vào quá trình đàm phán thương mại Việt Nam – Hoa Kỳ bao gồm **(1)** điều khoản nguồn gốc xuất sứ và **(2)** mức chênh lệch thuế suất tích cực giữa Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh.

Đâu là nhóm ngành được ưu tiên trong 2H2025

	Xuất khẩu – Logistic – Bán lẻ - Tài chính										Thép – Bất động sản				Dầu khí – Điện – Đạm			
	Hàng không	**Công nghệ**	**Ngân hàng**	**Chứng khóan**	Bán lẻ	Cảng biển	F&B	Dệt may	Gỗ, đá	Thủy sản	**BĐS nhà ở**	Vật liệu	Xây lắp	BĐS KCN	Điện	Dầu khí	Săm lốp	Hóa chất – Đạm
Tiềm năng về định giá 2025-2026	4	3	4	3	3	3	3	3	2	2	5	3	3	3	3.5	3.5	3	3
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận 2025-2026	4	3.5	3	4	4	3	2	2	2	2	4.5	3	3	2.5	3	3	3	4
Hưởng lợi từ chính sách/ môi trường đầu tư / nâng hạng	4	4	4	3.5	3.5	3	3	2	2	2	4	4	2	1	3.5	2.5	2.5	2
Tổng điểm trung bình	**4**	**3.5**	**3.7**	**3.5**	**3.5**	**3**	**2.6**	**2.3**	**2**	**2**	**4.5**	**3.3**	**2.6**	**2.2**	**3.3**	**3.0**	**2.8**	**3**

Nguồn: BSC Research

Tổng hợp khuyến nghị

Cổ phiếu	Giá hiện tại (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2025F growth	NPATMI 2026F growth	PE FW 2025	PB FW 2025	Luận điểm đầu tư
Ngành ngân hàng								
TCB	35,300	39,700	12.4%	15.5%	20.2%	9.1x	1.4x	• IPO TCBS, tiềm năng mảng kinh doanh mới từ sàn giao dịch crypto, hưởng lợi trực diện nhất từ thị trường BĐS, lợi thế cạnh tranh từ hệ sinh thái và chiến lược đầu tư mạnh vào công nghệ, duy trì vị thế CASA đầu ngành nhờ tiên phong sản phẩm, tiềm năng NIM phục hồi nhờ FPP.
MBB	26,400	31,800	20.4%	12.5%	23.9%	6.6x	1.2x	• Lợi thế từ nhóm cổ đông nhà nước/các doanh nghiệp quân đội (big3+1), danh mục cho vay phân bổ đa dạng, chất lượng mortgage được kì vọng cải thiện, hạn mức tín dụng cao đầu ngành, CASA top 2 ngành, tiềm năng bán 100% MBV cho NĐT nước ngoài khi SBV không còn cấp license mới.
CTG	44,400	52,300	17.9%	18.3%	21.8%	7.8x	1.3x	• Thu hồi nợ xấu và cắt giảm trích lập đóng góp đáng kể cho tăng trưởng lợi nhuận, tăng trưởng tín dụng cao, ROA/ROE liên tục cải thiện và vượt đỉnh lịch sử, CAR hiện không phải vấn đề, chênh lệch P/B với ngân hàng tương đồng nhất kì vọng tiếp tục thu hẹp.
Ngành Chứng khoán								
SSI	27,050	31,200	15.3%	15.9%	15.4%	15.6x	1.7x	• Duy trì thị phần top đầu ngành (quanh 10%), sở hữu lợi thế lớn về quy mô nguồn vốn, cùng tập khách hàng mạnh, đặc biệt là KHTC. Định giá hấp dẫn nhất ngành (so với các CTCK khác có cùng quy mô).
HCM	23,950	28,000	17.0%	13.1%	17.1%	17.5x	1.8x	• Duy trì vững chắc thị phần trên 5% (top 5 thị trường), nhờ sự tăng trưởng từ nhóm khách hàng cá nhân. Dư địa cải thiện lợi nhuận từ mảng cho vay margin lớn nhờ tăng vốn mạnh trong 2025.
VCI	37,550	42,500	13.2%	27.3%	17.6%	23.8x	1.9x	• Thị phần và quy mô dư nợ margin trong top 5 toàn ngành, nhờ đã đẩy mạnh tăng vốn những năm gần đây. Kỳ vọng hưởng lợi từ các chính sách mới, giúp các thương vụ IB - mảng VCI có thế mạnh nhất - trở lại kể từ năm sau.

Nguồn: BSC Research (08/07/2025)

Tổng hợp khuyến nghị

Cổ phiếu	Giá hiện tại (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2025F growth	NPATMI 2026F growth	PE FW 2025	PB FW 2025	Luận điểm đầu tư
Ngành xây lắp								
VCG	22,850	26,100	14%	-4%	38%	15.x	1.1x	• Lượng backlog lớn (25,000-30,000 tỷ), tiềm năng tăng trưởng tới từ các dự án BĐS (Diamond Tower, KĐT Đại lộ Hòa Bình). Tiềm năng tăng trưởng mới khi tái khởi động dự án Cát Bà Amatina.
HHV	12,700	15,600	23%	37%	39%	9.9x	7.1x	• Tiềm năng tăng trưởng tới từ mảng BOT khi doanh thu tăng trưởng +13% YoY do lượng xe qua trạm +10-15% YoY. Doanh thu xây lắp +9% YoY nhờ hưởng lợi từ việc đẩy nhanh tiến độ các dự án đầu tư công.
Ngành thép								
HPG	24,700	31,000	26%	31%	42%	11.3x	1.4x	• Nhà máy Dung Quất 2 sẽ tiêu thụ tốt trong năm 2025- 2026 nhờ (i) chi phí sản xuất cạnh tranh (ii) lợi thế về hệ thống phân phối lớn và (ii) Việt Nam thông qua áp thuế chống bán phá giá thép (CBPG) tạm thời HRC từ Trung Quốc. Kết quả kinh doanh năm 2025 – 2026 tăng trưởng nhờ sản lượng tăng và biên lợi nhuận gộp cải thiện. • Định giá đang ở vùng đáy của chu kỳ Thép: P/B FWD 2025 = 1.4x, FWD 2026 = 1.2x ở mức thấp của HPG ở chu kỳ ngành (P/B trung bình HPG = 1.5-1.7x).
Ngành bất động sản								
VHM	79,200	81,300	2.5%	15%	9%	8.7x	1.34x	• Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận +19% CAGR (2024-2027) đi kèm với doanh số mởi bán đạt +32.5% CAGR 2024-2027. • Định giá P/B hấp dẫn so với P/B trung bình ngành trong pha mở rộng chu kỳ 1.3x và dư địa nâng giá mục tiêu còn lớn nhờ quỹ đất gối đầu hơn 20,000 ha
DXG	17,200	23,100	34%	13%	1096%	51.1x	1.02x	• Doanh thu mở bán mới (presales) phục hồi trước, kỳ vọng đạt 9,543 tỷ VND năm 2025 và 19,600 tỷ VND năm 2026 chủ yếu nhờ mở bán DXH Riverside và Gem Sky World. • Lợi nhuận ròng bắt đầu tạo bật lên từ 2026 đạt 1,703 tỷ VND (gấp 7.6 lần năm 2025) khi DXH Riverside bắt đầu bàn giao.
PDR	18,850	23,600	25%	-6%	120%	23.4x	1.2x	• Định giá hấp dẫn: PDR hiện đang giao dịch tại mức P/B 2025F = 1.2x thấp hơn trung bình ngành 1.4x và P/B trung bình 5 năm = 3.2x. Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích luỹ PDR nhờ hầu hết mọi rủi ro giảm giá đều đã phản ánh trong khi triển vọng "turnaround" về dòng tiền đã rõ ràng hơn sẽ là một yếu tố dẫn dắt được tái định giá, thu hẹp khoảng cách với ngành

Nguồn: BSC Research (08/07/2025)

Tổng hợp khuyến nghị

Cổ phiếu	Giá hiện tại (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2025F Growth	NPATMI 2026F growth	PE FW 2025	PB FW 2025	Luận điểm đầu tư
Ngành điện								
HDG	25,800	28,300	10%	136%	8%	11.3x	1.1x	• QHĐ 8 đẩy mạnh phát triển công suất NLTT, phù hợp với kế hoạch phát triển 830 MW các nhà máy điện gió của công ty. • Dự án Phan Đình Giót đã được đưa vào danh sách thí điểm triển khai các dự án bất động sản không yêu cầu quỹ đất thổ cư. • Dự báo hiện tượng Lanina sẽ chiếm chủ đạo trong giai đoạn 2H2025.
PC1	22,500	26,700	19%	20%	107%	14.0x	0.9x	• QHĐ 8 tăng cường đầu tư lưới điện, tạo them công việc mới cho mảng xây lắp sau thời gian dài thiếu vắng các dự án lớn. • Dự báo hiện tượng Lanina sẽ chiếm chủ đạo trong giai đoạn 2H2025.
Ngành dầu khí								
GAS	67,700	80,200	18%	16%	3%	12.9x	2.5x	• Hồi tố các khoản trích lập dự phòng nợ xấu của năm 2024 • Trong 2025 – 2026 LNG bù đắp cho sụt giảm của khí truyền thống. Từ 2027, khí từ Lô B đảo ngược xu hướng khí truyền thống giảm. • Định giá đang chiết khấu 10% so với trung bình 5 năm (PE fw 13 so với 14)
PVS	32,600	38,600	18%	11%	-14%	17.1x	1.2x	• Backlog công việc đảm bảo doanh thu trong 3 năm tới • Định giá đáng cân nhắc khi vốn hóa bằng tiền mặt ròng (đã trừ nợ)
Ngành hàng không								
HVN	38,000	51,000	34%	23%	14%	10x	8.7x	• Hệ số Load Factor duy trì cải thiện so với cùng kỳ nhờ sản lượng hành khách nội địa và quốc tế hồi phục so với cùng kỳ. Ngoài ra, giá dầu JET A1 ước tính giảm bình quân -10% yoy là yếu tố hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận. • Hệ số EV/EBITDA FW 2025 = 5.3 thấp hơn so với thời điểm trước dịch là 8.
Ngành cảng biển								
GMD* (đã loại trừ one-off)	62,100	74,900	20%	31%	6%	17.5x	1.7x	• Kỳ vọng LNST cốt lõi +31% yoY nhờ sản lượng tại 2 cụm cảng cốt lõi là NĐV và GML lần lượt tăng trưởng 6%/6% YoY bất chấp mức nền sản lượng đột biến của năm 2024 và tác động từ chính sách thuế quan 2025 do **(1)** đóng góp từ các tuyến dịch vụ mới và **(2)** chiến lược đa dạng hoá thị trường góp phần giảm thiểu rủi ro.

Nguồn: BSC Research (08/07/2025)

Tổng hợp khuyến nghị

Nguồn: BSC Research (08/07/2025)

Cổ phiếu	Giá hiện tại (VND/CP)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside	NPATMI 2025F growth	NPATMI 2026F growth	PE FW 2025	PB FW 2025	Luận điểm đầu tư
Ngành công nghệ thông tin								
FPT	124,500	148,300	19%	19%	20%	20.5x	4.9x	• Kỳ vọng FPT duy trì tăng trưởng lợi nhuận tiệm cận +20% nhờ (1) gia tăng biên LNG +0.3 đpt từ việc tối ưu chi phí, (2) đóng góp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh "không cốt lõi" +46%. • Giá cổ phiếu đã về mức ngang bằng PE trung bình, phần nào đã phản ánh rủi ro về suy giảm nhu cầu chi tiêu dịch vụ CNTT trong bối cảnh bất định.
ELC	22,700	28,000	23%	47%	21%	15.9x	1.6x	• Backlog 2025 - 2026 mạnh mẽ nhờ trúng thầu (1) 4/5 dự thi công ITS cho CTBN GĐ 1 (2) gói thầu 5.11 sân bay Long Thành (3) và nhiều dự án ITS khác. • Dư địa tăng trưởng còn lớn khi CBTN GĐ 2 chuẩn bị được dấu thầu kỳ vọng hoàn thành trong 2025, và các tuyến kết nối vào cao tốc cũng sẽ là động lực tăng trưởng mạnh cho ELC.
Ngành bán lẻ								
MWG	67,200	80,500	20%	43%	22%	18.8x	3.1x	• Kỳ vọng tăng trưởng LNST +43% YoY nhờ TGDĐ+ĐMX duy trì vị thế là trụ cột lợi nhuận và BHX tiến hành mở cửa hàng mới kết hợp với hiệu quả hoạt động (biên LNST +1%). • Kỳ vọng tăng trưởng LNST CAGR (2024-2027) +26% nhờ tăng trưởng BHX và Erablue.
FRT	186,300	213,900	15%	92.3%	42%	42x	10x	• Kỳ vọng tăng trưởng LNST- CSĐTS +92%YoY nhờ Long Châu dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận và trụ cột tài chính, FPT shop cải thiện hiệu quả. • Kỳ vọng tăng trưởng LNST CAGR (2024-2027) ~+58% nhờ dẫn dắt bởi Long Châu và hệ sinh thái sức khỏe • Catalyst: còn dư địa sở hữu cho NĐT nước ngoài
MSN	75,600	91,500	21%	24%	35%	45x	3.4x	• Kỳ vọng tăng trưởng LNST- CSĐTS +25%YoY nhờ trụ cột lợi nhuận MCH và HDKD của các mảng khác cải thiện như WCM, MML và MSR. • Catalyst: niêm yết MCH lên HOSE và sở hữu lợi thế 100% room ngoại. • **Yếu tố tăng định giá:** đơn giản mô hình hoạt động, thoái vốn mảng KD không thiết yếu và tối ưu hóa đòn bẩy tài chính giảm áp lực lãi vay.
Ngành xuất nhập khẩu								
TNG	21,300	25,300	19%	8%	10%	7.5x	1.2x	• Đơn hàng đã được lấp đầy đến hết năm nhờ (1) đa dạng hóa sang thị trường EU (2) mức thuế quan sau đàm phán không quá tiêu cực. • Biên lợi nhuận kỳ vọng đi ngang hoặc giảm svck do (1) chia sẻ phần thuế tăng thêm với KH (2) bù đắp 1 phần lại bằng các đơn hang GTGT cao và ứng dụng công nghệ trong sản xuất.. • Định giá PE FW 2025 = 7.5 thấp hơn trung bình 5 năm = 8.5 và ngành = 9.

Tổng hợp dự báo

Mã cổ phiếu	NPATMI FY24	NPATMI FY25	NPATMI FY26	% Tăng trưởng 2025	% Tăng trưởng 2026
Ngân hàng	**202,691**	**229,336**	**270,906**	**13.1%**	**18.1%**
MSB	5,519	6,436	7,496	17%	16%
STB	10,087	11,837	13,648	17%	15%
MBB	22,634	25,456	30,694	12%	21%
CTG	25,348	29,995	36,534	18%	22%
HDB	12,763	15,884	19,958	24%	26%
VIB	7,204	8,745	10,813	21%	24%
VPB	15,779	18,367	21,370	16%	16%
VCB	33,831	35,203	39,411	4%	12%
TCB	21,523	24,861	29,893	16%	20%
TPB	6,072	6,816	7,933	12%	16%
ACB	16,790	18,940	21,966	13%	16%
BID	25,140	26,796	31,190	7%	16%
EIB	3,327	4,062	4,735	22%	17%
NAB	3,607	4,165	4,716	15%	13%
OCB	3,173	3,887	4,502	22%	16%
SHB	9,322	10,570	11,650	13%	10%
Bất động sản	**38,165**	**43,325**	**51,484**	**14%**	**19%**
NLG	518	634	1,200	22%	89%
PDR	684	641	1,410	-6%	120%
KDH	810	811	1,003	0%	24%
VRE	4,096	4,413	5,355	8%	21%
VHM	31,801	36,602	39,843	15%	9%
DXG	256	224	2,673	-13%	1096%

Mã cổ phiếu	NPATMI FY24	NPATMI FY25	NPATMI FY26	% Tăng trưởng 2025	% Tăng trưởng 2026
Xây dựng	**1,260**	**1,547**	**1,792**	**23%**	**16%**
DPG	224	270	376	21%	39%
LCG	121	142	52	17%	-63%
HHV	426	498	675	17%	36%
C4G	179	203	209	13%	3%
CTD	310	435	480	40%	10%
Khu công nghiệp	**5,075**	**6,932**	**11,333**	**37%**	**63%**
VGC	1,105	1,110	1,068	0%	-4%
DPR	262	291	318	11%	9%
IDC	1,394	1,653	1,892	19%	14%
SZC	302	662	760	119%	15%
PHR	460	540	576	17%	7%
KBC	382	1,352	5,371	254%	297%
SIP	1,170	1,324	1,348	13%	2%
Vật liệu cơ bản	**14,776**	**19,176**	**26,016**	**30%**	**36%**
HSG	515	712	522	38%	-27%
HT1	60	166	306	176%	84%
HPG	12,021	15,817	22,693	32%	43%
BMP	991	1,237	1,126	25%	-9%
NKG	453	287	298	-37%	4%
NTP	736	957	1,071	30%	12%
Thủy sản	**1,274**	**1,977**	**2,297**	**55%**	**16%**
ANV	48	727	820	1420%	13%
VHC	1,226	1,250	1,477	2%	18%

Nguồn: BSC Research

Tổng hợp dự báo

Mã cổ phiếu	NPATMI FY24	NPATMI FY25	NPATMI FY26	% Tăng trưởng 2025	% Tăng trưởng 2026
Ô tô	**7,361**	**7,293**	**7,445**	**-1%**	**2%**
VEA	7,361	7,293	7,445	-1%	2%
Phân bón	**2,126**	**3,511**	**3,578**	**65%**	**2%**
DPM	538	1,111	1,128	107%	2%
DCM	1,420	2,046	2,015	44%	-1%
DDV	168	354	435	110%	23%
Dầu khí	**12,840**	**15,553**	**18,085**	**21%**	**16%**
PVD	698	710	883	2%	24%
PLC	43	119	126	174%	6%
GAS	10,398	11,964	12,278	15%	3%
BSR	631	1,566	3,771	148%	141%
PVS	1,070	1,194	1,027	12%	-14%
Săm lốp	**232**	**109**	**191**	**-53%**	**76%**
DRC	232	109	191	-53%	76%
Tiện ích	**6,893**	**7,544**	**8,873**	**9%**	**18%**
BWE	639	696	884	9%	27%
REE	1,993	2,487	3,043	25%	22%
HDG	348	844	918	142%	9%
POW	1,112	771	455	-31%	-41%
GEX	1,631	1,130	1,292	-31%	14%
PC1	468	559	1,157	20%	107%
NT2	83	274	400	230%	46%
QTP	619	784	724	27%	-8%
Hàng không	**6,883**	**8,482**	**9,709**	**23%**	**14%**
HVN	6,883	8,482	9,709	23%	14%

Mã cổ phiếu	NPATMI FY24	NPATMI FY25	NPATMI FY26	% Tăng trưởng 2025	% Tăng trưởng 2026
Hóa chất	**3,467**	**3,933**	**4,355**	**13%**	**11%**
DGC	2,987	3,488	3,865	17%	11%
DHC	242	226	255	-6%	12%
CSV	239	218	235	-9%	8%
Logistics	**3,199**	**3,297**	**3,557**	**3%**	**8%**
HAH	650	774	891	19%	15%
GMD	1,455	1,452	1,545	0%	6%
PVT	1,093	1,071	1,121	-2%	5%
F&B, Bán lẻ	**19,074**	**21,847**	**25,047**	**15%**	**15%**
DGW	444	509	644	15%	27%
PNJ	2,113	2,074	2,229	-2%	7%
FRT	318	610	865	92%	42%
MWG	3,722	5,305	6,446	43%	22%
DBC	769	1,643	1,763	114%	7%
MSN	1,999	2,485	3,358	24%	35%
VNM	9,392	9,144	9,597	-3%	5%
Công nghệ thông tin	**8,490**	**10,136**	**12,179**	**19%**	**20%**
FPT	7,857	9,332	11,219	19%	20%
ELC	95	143	164	50%	15%
CTR	538	661	796	23%	20%
Dệt may	**727**	**782**	**879**	**8%**	**12%**
MSH	413	440	501	7%	14%
TNG	315	342	378	9%	11%

Nguồn: BSC Research

BSC
BIDV SECURITIES JSC

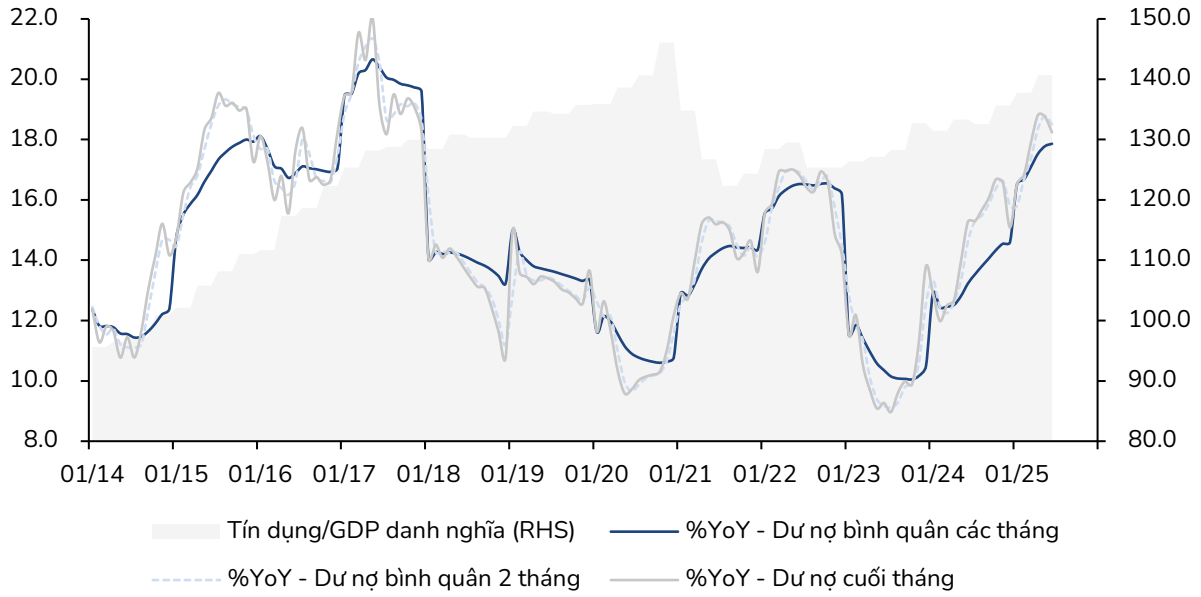
BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH NGÂN HÀNG

NGÂN HÀNG: TĂNG TRƯỞNG TÍN DỤNG BÙ ĐẮP CHO BIÊN LÃI THUẦN

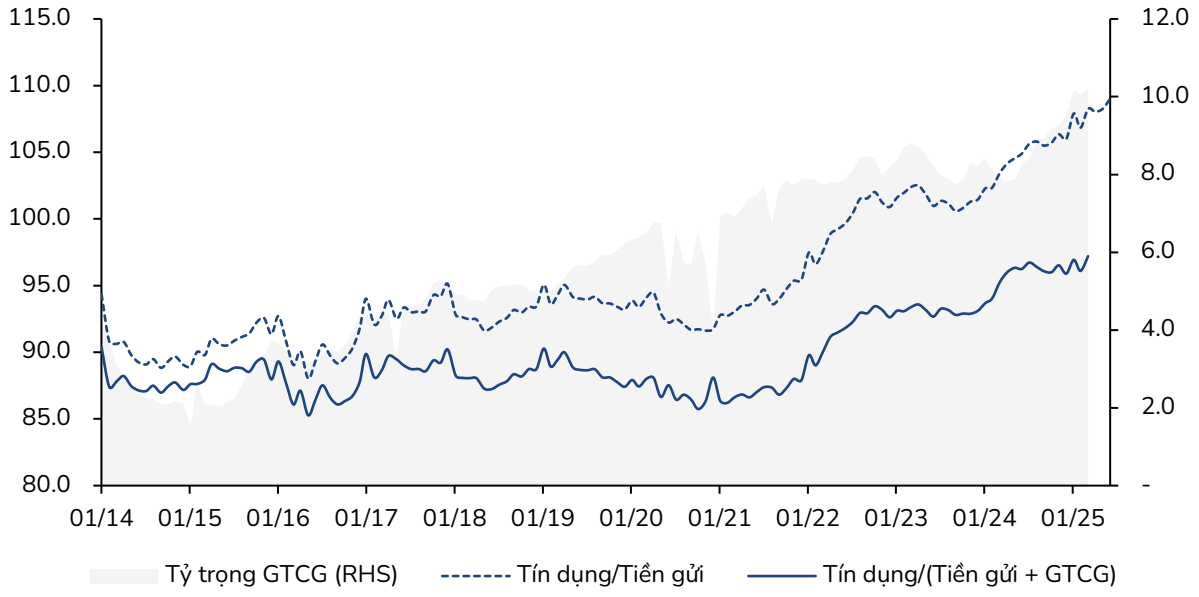
Tăng trưởng tín dụng đang được thúc đẩy với tốc độ mạnh nhất trong vòng 7 năm qua.

- Chính phủ và NHNN đã nhiều lần nhấn mạnh vào mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% trong 2025. **Đến cuối tháng 06/2025 dự kiến tín dụng hệ thống đạt mức tăng trưởng khoảng 9% YTD (đã đạt 7.14% YTD đến ngày 18/06), cao nhất kể từ 2018 xét cả YoY và YTD**, bỏ qua 2022 tăng trưởng cao trên mức nền thấp của 2021.
- Theo Nghị định 156/2025/NĐ-CP vừa qua, Chính phủ đã nâng hạn mức cho vay không TSBĐ với cá nhân, hộ gia đình từ 100-200 triệu lên 300 triệu đồng, hộ kinh doanh từ 300 triệu lên 500 triệu đồng, chủ trang trại từ 1-2 tỷ lên 3 tỷ đồng, hợp tác xã từ 1-3 tỷ lên 5 tỷ đồng kể từ 01/07/2025. Điều này tiếp tục thể hiện rõ định hướng nới lỏng tiền tệ để phục vụ tăng trưởng.
- Huy động qua GTCG tiếp tục là điểm nhấn của ngành, phần nào bù đắp cho tăng trưởng tiền gửi vẫn còn duy trì chênh lệch với cho vay, đặc biệt là tiền gửi ngoại tệ tăng chậm đáng kể (nguyên nhân từ các yếu tố như bất ổn thương mại, doanh nghiệp FDI có xu hướng gửi tiền sớm về nước, KBNN liên tục mua USD từ đầu năm để thanh toán nghĩa vụ nợ, tỷ giá USD/VND duy trì xu hướng mất giá). Lưu ý rằng dù GTCG là nguồn vốn tương đối ổn định, có vai trò cân đối các tỷ lệ an toàn, nhưng cũng có chi phí vốn cao hơn tiền gửi thông thường, do đó mặt bằng chi phí vốn của ngân hàng dự kiến sẽ phải nhích lên theo cơ chế thị trường.
- BSC cho rằng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng tham vọng, trong bối cảnh LDR liên tục gia tăng và tình trạng cạnh tranh khách hàng ngày càng gay gắt (chưa kể NHNN tiếp tục khuyến khích các ngân hàng giảm lãi suất hỗ trợ khách hàng), **triển vọng NIM toàn ngành dự kiến còn gặp nhiều khó khăn từ giờ đến hết năm.**

Tốc độ tăng trưởng tín dụng so với cùng kì đang đạt mức cao nhất kể từ 2018, thể hiện rõ ý chí của cơ quan điều hành



Trong khi vai trò của tín dụng tư nhân trong việc tạo tiền ngày càng lớn, nguồn huy động chủ lực đang đến từ GTCG, bù đắp cho nguồn tiền gửi



**Lưu ý quy mô GDP được đánh giá lại trong cuộc tổng điều tra kinh tế 2021*

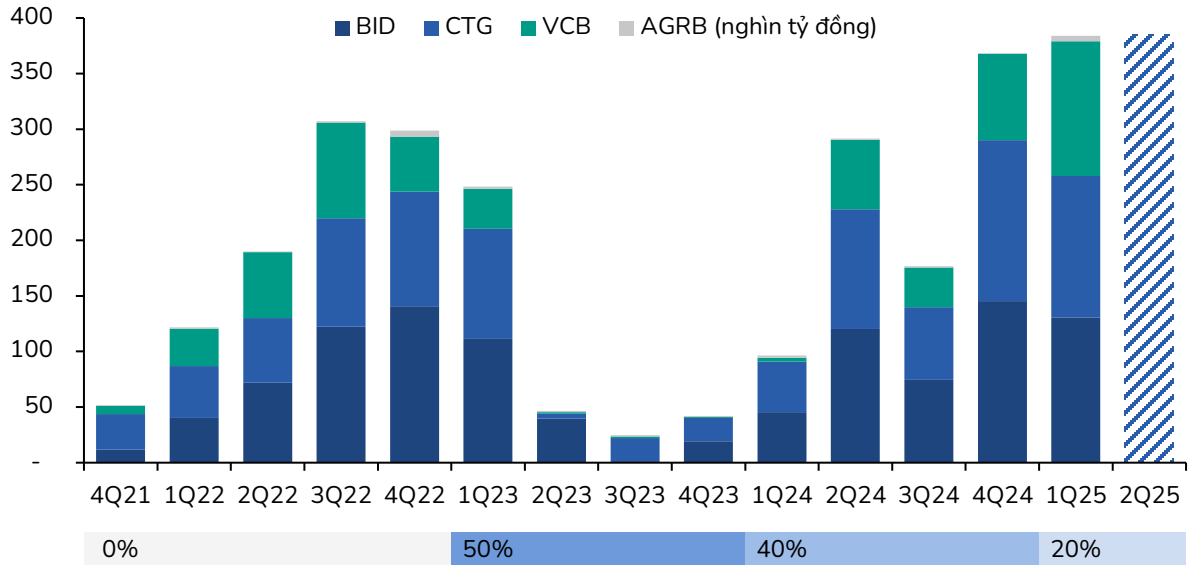
Nguồn: SBV, BSC Research ước tính

NGÂN HÀNG: ĐIỂM KHÁC BIỆT VỚI THANH KHOẢN HỆ THỐNG NĂM NAY

Dù tín dụng tăng nhanh, thanh khoản hệ thống vẫn đang được đảm bảo nhờ sự điều tiết của NHNN và KBNN.

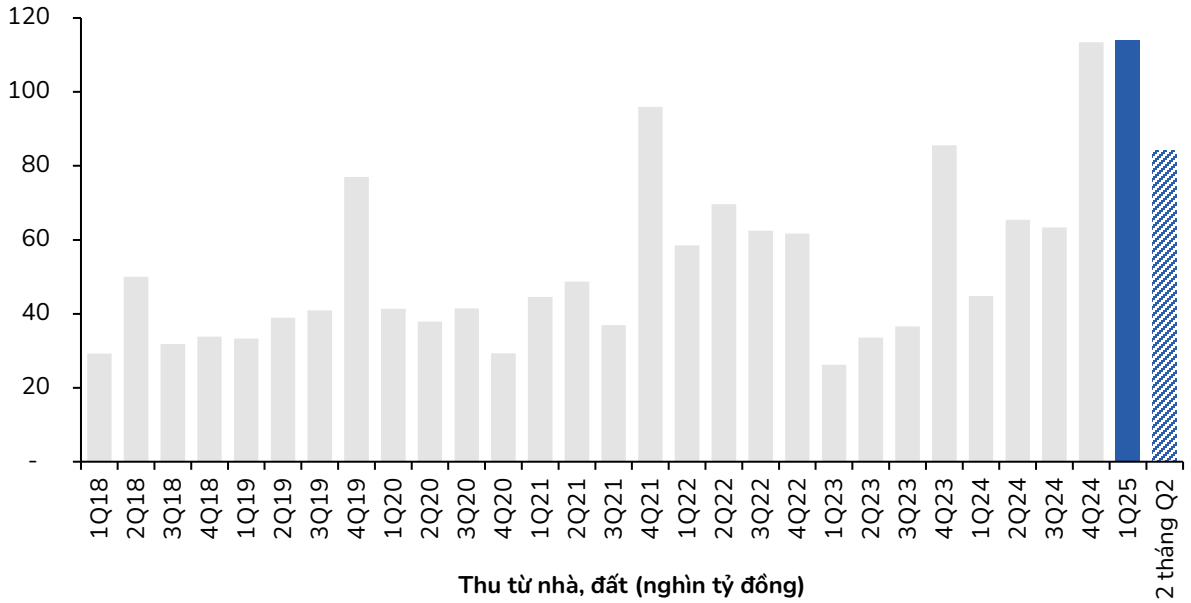
- Lượng tiền gửi KBNN tại các NHTM tăng mạnh chưa từng thấy trong Q2/25, có thời điểm vượt mức 500 nghìn tỷ (đối ứng là tiền gửi của KBNN tại SGD NHNN giảm về mức thấp kỉ lục), kết hợp với tiền tái cấp vốn từ NHNN cho 4 ngân hàng tham gia tái cơ cấu (tổng cộng khoảng 170 nghìn tỷ), lượng OMO cũng được duy trì bơm và đẩy kỳ hạn (dài nhất là 91 ngày, trung bình trọng số là 15 ngày), từ đó giải thích cho việc thanh khoản thị trường tương đối dồi dào, lãi suất liên ngân hàng có xu hướng giảm trong phần lớn thời gian của quý (chỉ nhích lên vào thời điểm cuối quý do một số yếu tố mùa vụ, mang tính nhiễu).
- Dự kiến trong nửa cuối năm, lượng tiền gửi KBNN này sẽ dần được chuyển thành tiền gửi thị trường 1 khi giải ngân công được đẩy mạnh (với 6T25 ước đạt gần 265 nghìn tỷ, **theo kế hoạch sẽ còn hơn 560 nghìn tỷ hoặc thậm chí cao hơn đến cuối năm, tương đương 40% lượng tiền gửi gia tăng trong 2024 và dự báo đóng góp tới 65% lượng gia tăng trong phần còn lại của 2025**), từ đó cũng sẽ giúp giảm bớt chênh lệch tăng trưởng tín dụng – huy động so với hiện tại.
- Nghị định số 14/2025/NĐ-CP sửa đổi về quản lý ngân quỹ nhà nước có quy định cụ thể hơn về các NHTM được nhận tiền gửi kỳ hạn từ ngân quỹ tạm thời nhàn rỗi: là các NHTM có vốn nhà nước và vốn doanh nghiệp nhà nước trên 50% vốn điều lệ (trước đó không nêu cụ thể), do đó có thể bao gồm Agribank, BID, CTG, VCB và MBB.
- Nhìn vào cơ cấu thu ngân sách từ đầu năm đến nay, thuế thu từ nhà, đất đang tăng mạnh đáng kể so với cùng kì (5T25 đạt 198 nghìn tỷ, tăng 105% YoY). **BSC cho rằng điều này là nhất quán với bức tranh ấm lên của thị trường BĐS.**

Tiền gửi KBNN tại 4 ngân hàng quốc doanh đang ở mức kỉ lục, liên tục hỗ trợ thanh khoản cho thị trường



% Tiền gửi KBNN có kỳ hạn được tính vào LDR theo từng giai đoạn

Thu ngân sách từ nhà, đất tăng mạnh liên tiếp trong 2 quý đầu 2025 bất chấp yếu tố mùa vụ



Thu từ nhà, đất (nghìn tỷ đồng)

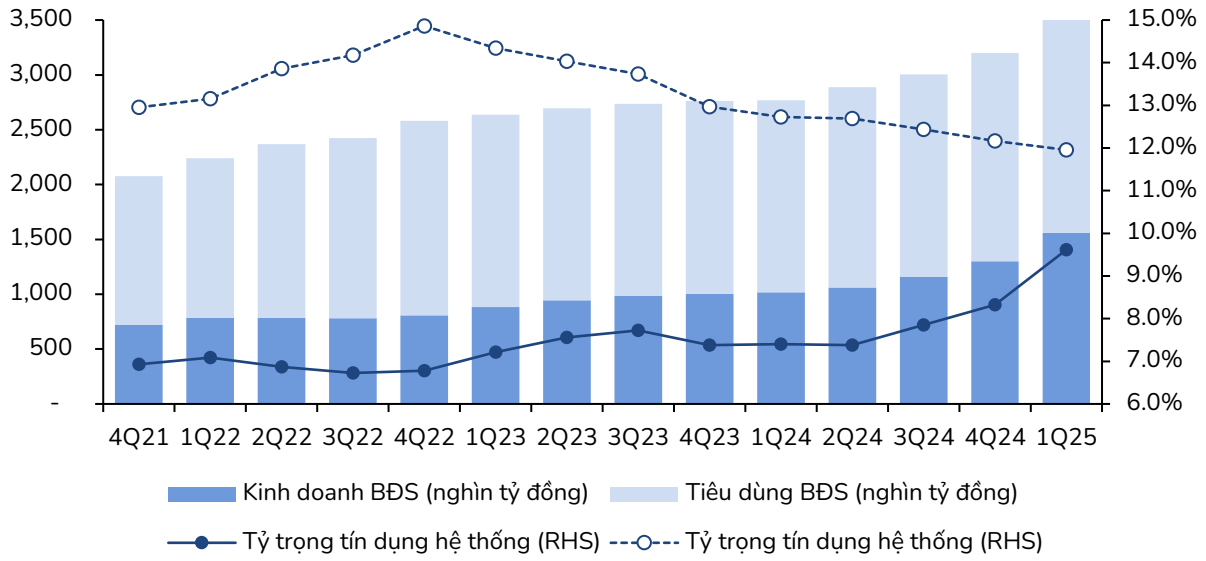
Nguồn: GSO, MOF, BCTC các ngân hàng, BSC Research ước tính

NGÂN HÀNG: TÍN DỤNG KINH DOANH BĐS ĐANG LÀ ĐỘNG LỰC QUAN TRỌNG

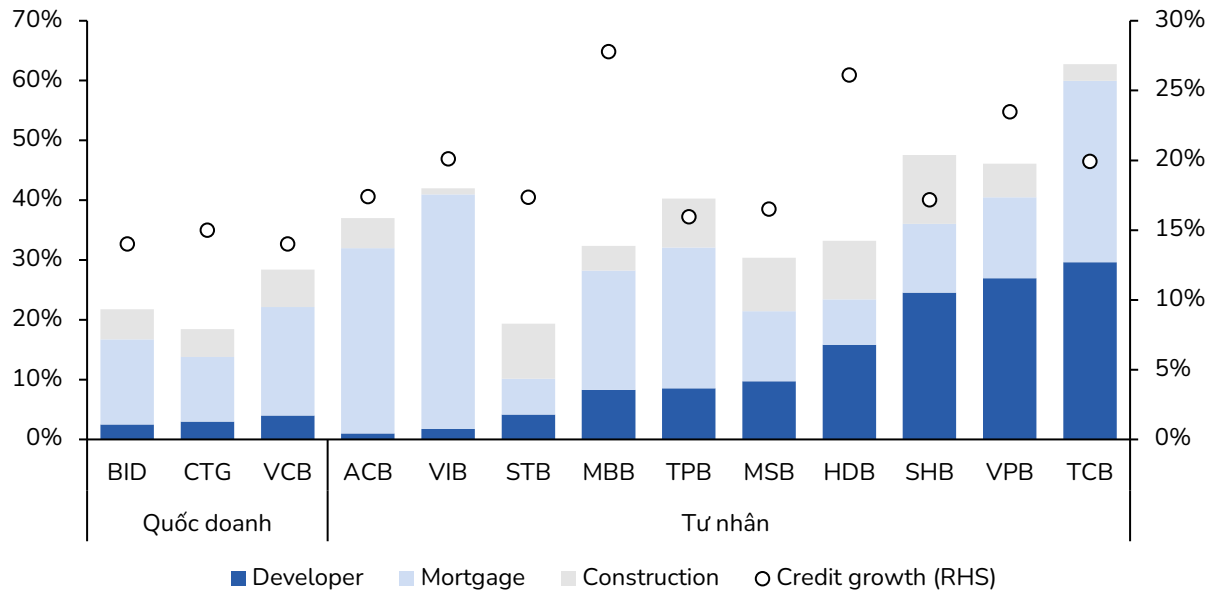
Nguồn tín dụng phân bổ vào lĩnh vực BĐS, đặc biệt là tín dụng kinh doanh BĐS, đang là động lực quan trọng cho tăng trưởng chung của hệ thống.

- Bên cạnh các ngành được Chính phủ định hướng ưu tiên trong 2025 như đầu tư cở sở hạ tầng, nông nghiệp nông thôn, … **nguồn tín dụng đang chảy vào các dự án BĐS theo sự phục hồi của thị trường này.**
- Theo số liệu từ Bộ Xây dựng, NHNN và ước tính của BSC, tín dụng vào lĩnh vực BĐS (cả kinh doanh và tiêu dùng) tới cuối Q1/25 đạt khoảng 3.5 triệu tỷ (+8-9% YTD), chiếm 20-22% tín dụng toàn hệ thống. Trong đó, động lực chính tiếp tục là cho vay kinh doanh BĐS khi ước tính tỷ trọng gia tăng lên 45% tổng tín dụng BĐS. Diễn biến này cũng được ghi nhận trên báo cáo cuối quý của các ngân hàng lớn có danh mục cho vay phân bổ nhiều vào lĩnh vực kinh doanh BĐS như MBB, HDB, TCB, … **BSC dự báo xu hướng này sẽ tiếp diễn đến hết năm khi nguồn cung ra thị trường dự kiến tiếp tục cải thiện.** Với các dự án có đầy đủ pháp lý, tín dụng chủ đầu tư sẽ dần chuyển thành tín dụng người mua nhà khi đến giai đoạn xây dựng và bán hàng.
- Tín dụng người mua nhà hiện vẫn còn gặp nhiều khó khăn về nhu cầu lẫn khả năng trả nợ, khiến tỷ trọng liên tục giảm từ cuối 2022 đến nay. Một số ngân hàng chia sẻ rằng 1 bộ phận nhà đầu tư vay thế chấp vào thời điểm cuối 2022 đến nay đã hết lãi suất ưu đãi, nhằm tránh phải chịu lãi suất thả nổi cao thì các khách hàng này cố tình quỵt nợ để không phải trả phí phạt (lên đến 1-2% giá trị trả nợ trước hạn trong khoảng 2 năm đầu) rồi sau đó đi vay tái tài trợ từ các ngân hàng khác (ví dụ như Thông tư 06/2023 về cho vay để trả nợ tại TCTD khác). **BSC dự kiến tình hình nợ xấu của mảng này ở nhiều ngân hàng còn gia tăng và chưa thể cải thiện nhanh chóng.** Do đó, BSC cho rằng nên tập trung vào các ngân hàng có danh mục cho vay thế chấp có giá trị/khả năng thu hồi cao để phòng trường hợp phải thi hành án.

Kinh doanh BĐS đang là động lực quan trọng dẫn dắt tăng trưởng tín dụng chung của hệ thống



Tỷ trọng dư nợ cho vay BĐS và lĩnh vực liên quan của các ngân hàng

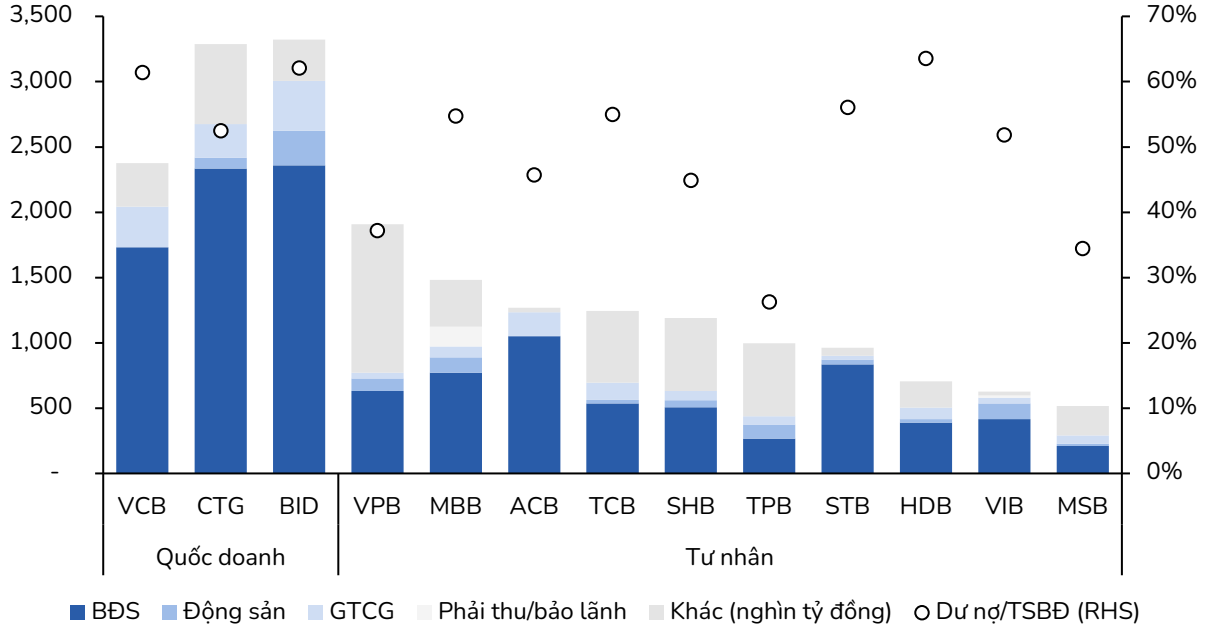


Nguồn: SBV, MOC, BCTC các ngân hàng, BSC Research tổng hợp và ước tính

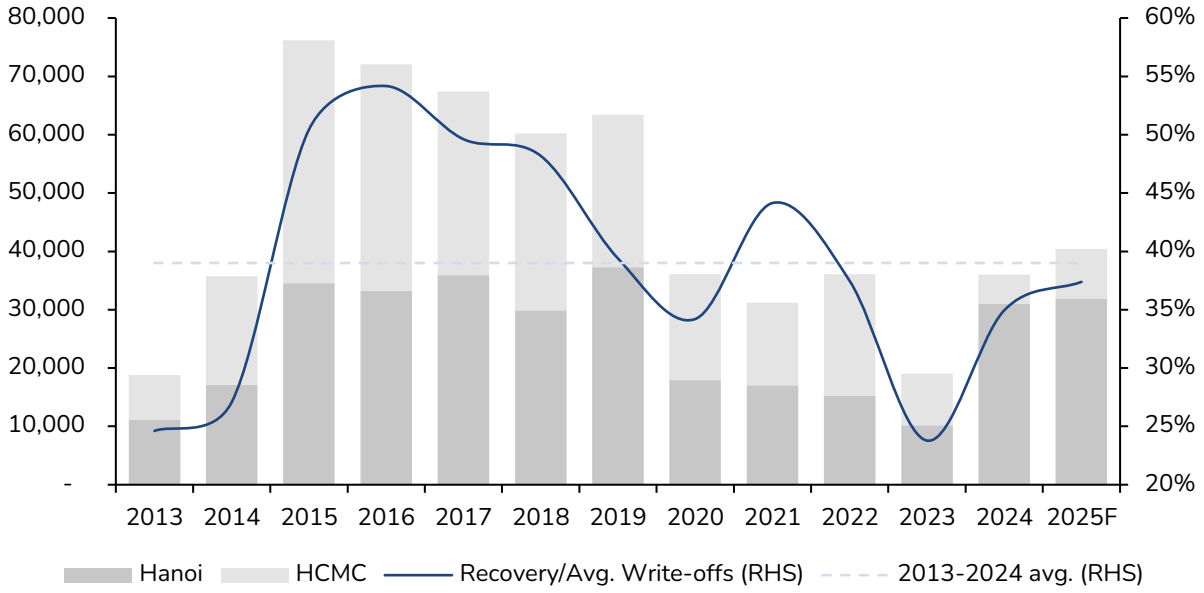
Thanh khoản thị trường BĐS gia tăng (đi cùng với luật hóa quy định về xử lý nợ xấu) sẽ giúp cải thiện khả năng thu hồi nợ của toàn ngành ngân hàng.

- Phần lớn TSBĐ của các ngân hàng vẫn là BĐS, quyền phát triển dự án hay cổ phần của công ty phát triển dự án. Về sau sẽ phổ biến hơn với các ngân hàng có nhiều tỷ trọng cho vay chủ đầu tư BĐS để trong trường hợp chủ đầu tư gặp vấn đề về dòng tiền không thể tiếp tục phát triển dự án thì ngân hàng sẽ có quyền tham gia vào để đảm bảo dự án được hoàn thành.
- Xu hướng cải thiện thanh khoản trên thị trường BĐS (điển hình như nguồn cung mới số lượng căn hộ ra thị trường đi cùng tỷ lệ hấp thụ cao), trong đó được dẫn dắt bởi khu vực miền Bắc, **sẽ giúp các ngân hàng thuận lợi hơn trong công tác thanh lý TSBĐ và thu hồi nợ, đặc biệt là các ngân hàng đã đẩy mạnh xử lý nợ xấu trong nhiều năm qua.** Trong bối cảnh NIM toàn ngành chịu nhiều áp lực do "cuộc đua vũ trang", lợi nhuận từ mảng thu hồi nợ sẽ là 1 động lực quan trọng cho tăng trưởng lợi nhuận trong 2025. Hiệp hội Ngân hàng cho biết trong 1.03 triệu tỷ đồng nợ xấu, nợ tiềm ẩn rủi ro của toàn hệ thống tại cuối 2024, thì có tới 0.677 triệu tỷ đồng (~66%) được xử lý thông qua trích lập nhưng phần lớn chưa thể thu hồi.
- **Nghị quyết 42 về xử lý nợ xấu vừa thông qua luật hóa (ngày 27/06)** được kì vọng sẽ giúp các ngân hàng tiết kiệm thời gian và chi phí trong công tác thu hồi nợ nhờ **(1)** được quyền chủ động thực hiện thu giữ TSBĐ để xử lý thu hồi nợ thay vì phải khởi kiện ra Tòa án, **(2)** có cơ chế hoàn trả TSBĐ là vật chứng, tang chứng vụ án hình sự hay vi phạm hành chính. Điển hình như VIB chia sẻ rằng ngân hàng có thể rút ngắn 30-50% thời gian thu hồi nợ, so với tình trạng hiện tại có thể kéo dài tới vài năm.

Cơ cấu TSBĐ của các ngân hàng và ước tính đơn giản hệ số LTV



Nguồn cung căn hộ tiếp tục cải thiện từ đáy là chỉ báo tin cậy cho sự tăng trưởng lợi nhuận thu hồi nợ xấu tại các ngân hàng



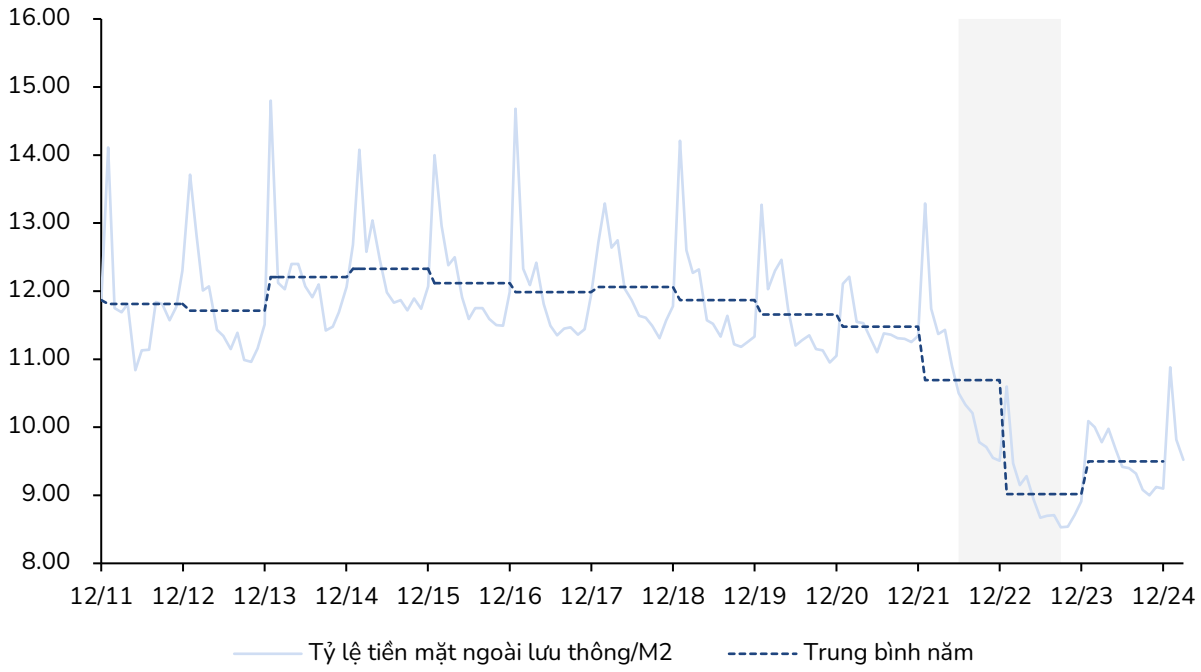
Nguồn: CBRE, BCTC các ngân hàng, BSC Research ước tính

Miếng bánh CASA ngày càng thu hẹp.

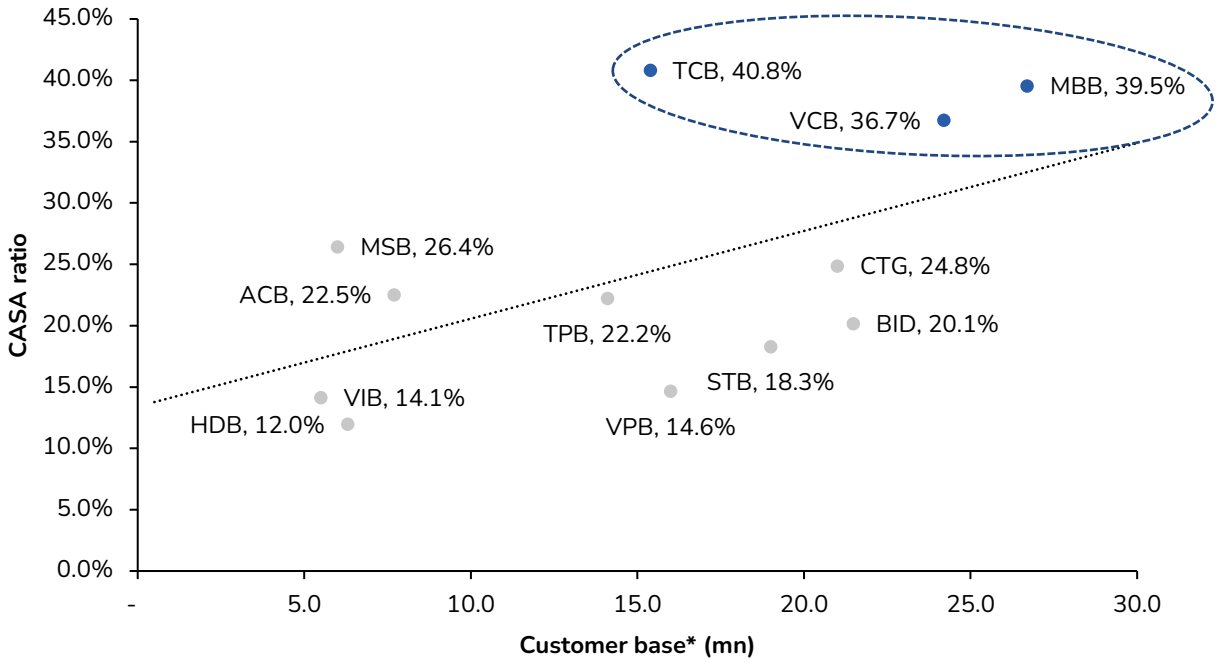
- Từ giữa 2022, khi thị trường BĐS trải qua giai đoạn khủng hoảng rồi đóng băng, một lượng tiền mặt của các nhà đầu tư rời khỏi thị trường này tự động chảy vào kênh ngân hàng. BSC cho rằng sự kiện này là nguyên nhân chính đẩy nhanh quá trình thay đổi mang tính cấu trúc của tỷ lệ tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng. Trước đó, ước tính trung bình hàng năm tỷ lệ này giảm khoảng 0.23 điểm % trong 2015-2021. Xu hướng này đóng góp vào sự gia tăng tỷ lệ CASA ở các ngân hàng.
- Theo báo cáo của NHNN, tổng thanh toán không dùng tiền mặt trong 2024 đạt 17.7 tỷ giao dịch (+56% YoY) với giá trị 295 triệu tỷ đồng (+32% YoY). 95% là tỷ lệ giao dịch trên kênh số phổ biến ở nhiều TCTD. NHNN cho biết thanh toán không dùng tiền mặt tăng trưởng trung bình 30-40%/năm, với hơn 87% người Việt Nam trưởng thành đã có tài khoản ngân hàng đến thời điểm hiện tại, đều vượt mục tiêu trong Đề án phát triển thanh toán không dùng tiền mặt 2021-2025.
- **Với miếng bánh ngày càng thu hẹp, BSC cho rằng cuộc đua CASA thực sự giờ chỉ còn là của 1 vài ngân hàng ở nhóm trên, tập trung chính vào MBB và TCB, trong khi các ngân hàng ở nhóm dưới gần như sẽ không thể đuổi kịp.**

**Số lượng khách hàng của MBB, HDB, VPB được BSC sử dụng ở đây không bao gồm khách hàng của các công ty tài chính tiêu dùng vì theo quy định các công ty này chỉ được phép huy động tiền gửi bán buôn, chủ yếu có kì hạn.*

Sự thay đổi mang tính cấu trúc của tỷ lệ tiền mặt ngoài lưu thông



Câu lạc bộ các ngân hàng dẫn đầu ngành về tỷ lệ CASA



Nguồn: SBV, BSC Research tổng hợp và ước tính

NGÂN HÀNG: BỨC TRANH CASA

Cuộc đua CASA giờ chỉ còn là của 1 số cái tên.

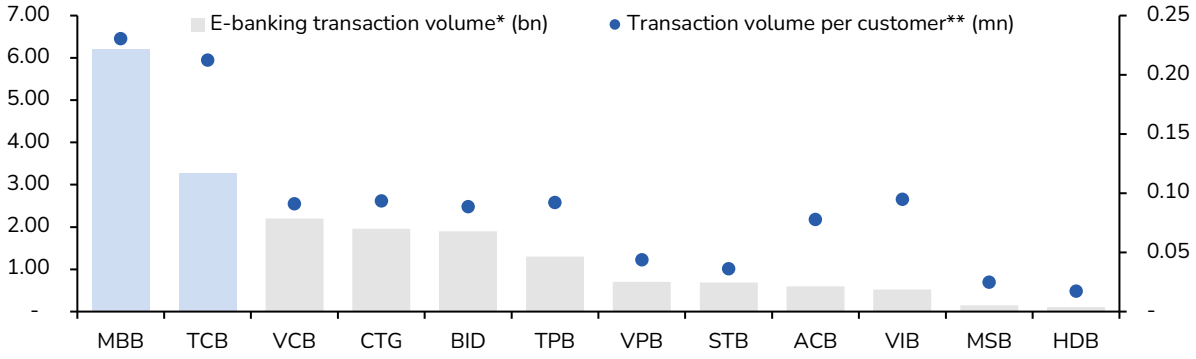
- Tạm bỏ qua yếu tố hệ sinh thái mà tập trung vào chiến lược của các ngân hàng trong việc đầu tư cho công nghệ và trải nghiệm khách hàng, không bất ngờ khi **các số liệu đang tiếp tục củng cố cho 1 bức tranh nhất quán về vị thế CASA khó lay chuyển của TCB và MBB so với phần còn lại của ngành.**
- BSC cho rằng không có lí do gì để nghi ngờ việc nhóm dẫn đầu này sẽ tiếp tục đẩy mạnh đầu tư vào nền tảng công nghệ trong dài hạn để duy trì lợi thế cạnh tranh.

**Chỉ có TCB công bố số lượng giao dịch e-banking của riêng khách hàng bán lẻ, trong khi các ngân hàng khác dù không nêu cụ thể nhưng BSC ngầm hiểu rằng đó là số lượng giao dịch e-banking của toàn bộ tập khách hàng, trong đó chủ yếu cũng sẽ đến từ nhóm bán lẻ.*

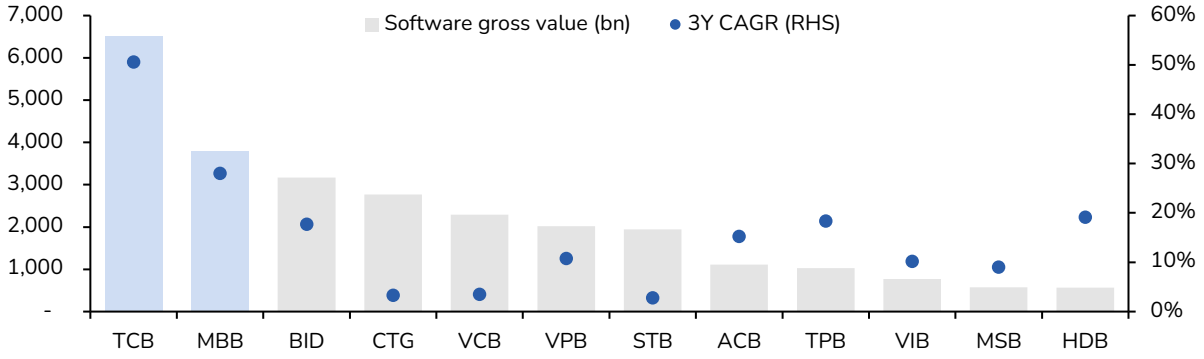
***Để tăng tính nhất quán trong việc so sánh, BSC sử dụng số lượng tổng khách hàng của các ngân hàng ở mẫu số, thay vì số lượng khách hàng bán lẻ hay lý tưởng hơn là khách hàng e-banking vì chất lượng công bố thông tin của các bên là không đồng đều.*

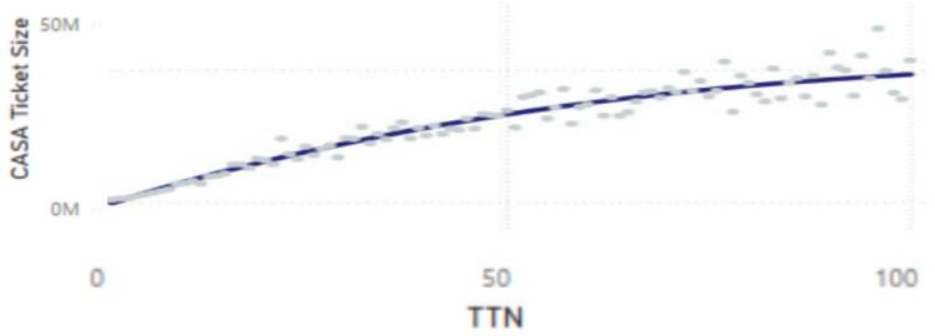
*Điều này không làm giảm tính hợp lệ của kết luận khi **(1)** phần lớn tập khách hàng của các ngân hàng vốn đã là nhóm khách hàng cá nhân và **(2)** bài toán cuối cùng vẫn là làm sao để khai thác toàn bộ tập khách hàng chứ không chỉ nhóm các khách hàng đang ở trên kênh số.*

MBB và TCB vượt trội so với các đối thủ về số lượng giao dịch e-banking, ngay cả khi xét trên từng đầu khách hàng



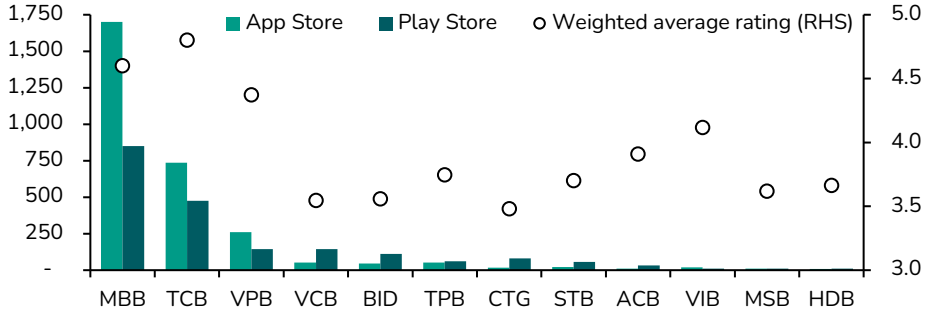
TCB và MBB đang dẫn đầu ngành trong việc đầu tư vào nền tảng công nghệ trong nhiều năm qua





Sự tương quan mạnh giữa quy mô CASA và số lượng giao dịch hàng tháng của KHCN

(Nguồn: Tài liệu của TCB)



Số lượt review và điểm rating của các ứng dụng ngân hàng cho KHCN trên App Store và Play Store tại cuối 06/2025

(Không hoàn hảo nhưng có ý nghĩa)

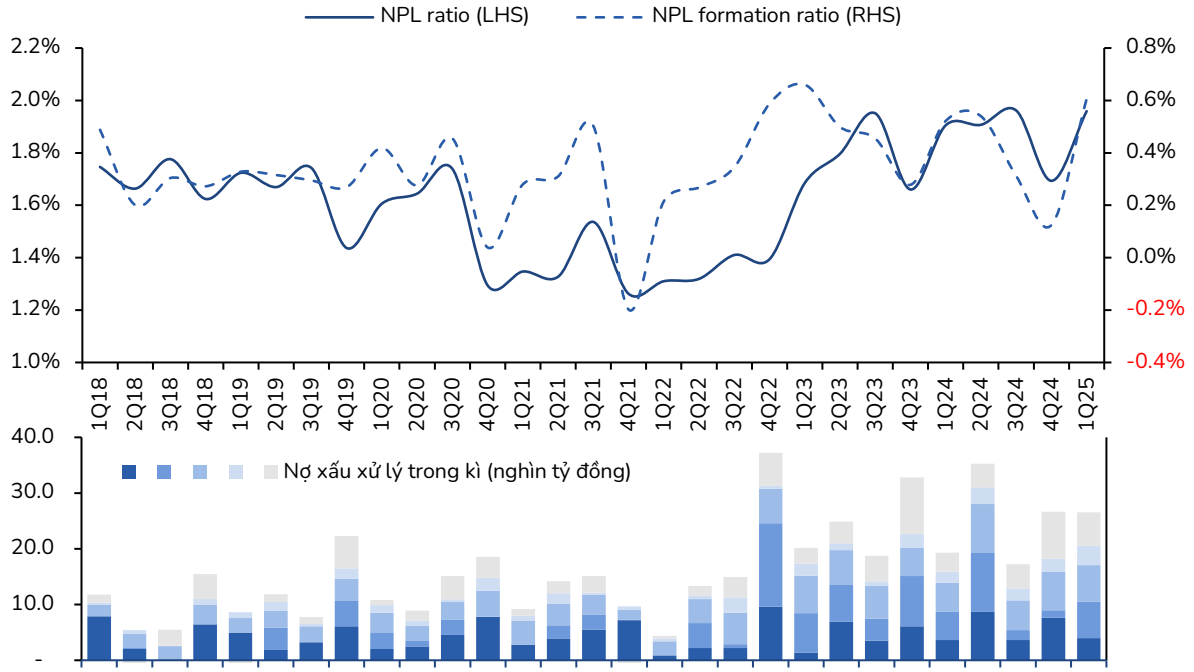
Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research tổng hợp và ước tính

NGÂN HÀNG: RỦI RO NỢ XẤU VÀ ÁP LỰC TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG

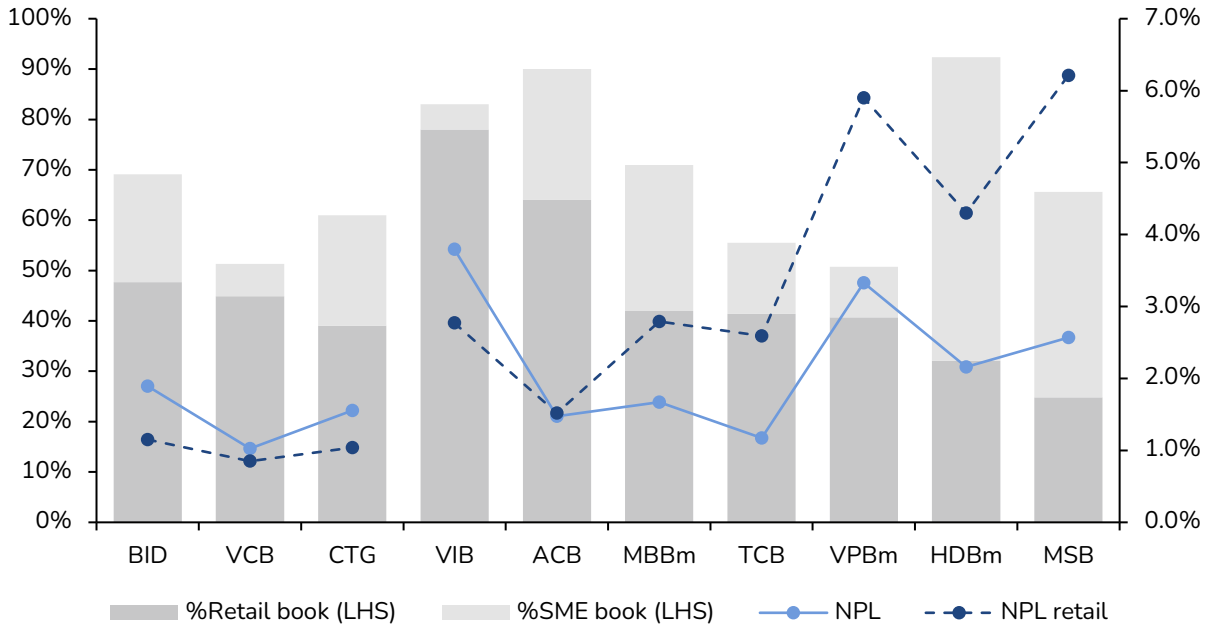
Chất lượng tài sản toàn ngành khó cải thiện nhanh trong ngắn hạn, biến động ngắn hạn là khó tránh khỏi.

- Theo tìm hiểu của BSC, nợ xấu của các ngân hàng niêm yết đang tập trung ở 1 số lĩnh vực như VLXD, năng lượng, xăng dầu, tiêu dùng và đặc biệt là lĩnh vực cho vay mua nhà khi đây là sản phẩm chính của mảng tín dụng bán lẻ.
- Như đề cập ở trước, **BSC cho rằng chất lượng tài sản của mảng bán lẻ, và từ đó là của toàn ngành ngân hàng, khó thể cải thiện nhanh trong ngắn hạn 1-2 quý tiếp theo, mà kì vọng sẽ duy trì ổn định ở mức hiện tại** và có thể cho thấy sự cải thiện rõ hơn trong Q4/25 theo yếu tố mùa vụ hàng năm khi đây là thời điểm các ngân hàng thường đẩy mạnh xử lý nợ xấu và là lúc "Nghị quyết 42 được luật hóa" chính thức có hiệu lực.
- Bên cạnh đó, Hiệp hội Ngân hàng cho biết, trong 2024 tỷ lệ thu hồi nợ đạt khoảng 46.6%, tuy nhiên tỷ lệ khách hàng chủ động trả nợ đối với khoản nợ xấu chỉ 36%, phần còn lại là nợ được bán cho VAMC hoặc thực hiện thi hành án thông qua việc bán TSBĐ. Nguồn xử lý nợ xấu chủ yếu đến từ việc các tổ chức tín dụng trích từ dự phòng rủi ro, gia tăng chi phí cho cả phía ngân hàng và khách hàng. Tính từ đầu 2025 đến nay, tốc độ xử lý nợ xấu chỉ đạt gần 50% lượng nợ xấu mới gia tăng.
- Được nhiều lần đề cập trước đó, bộ đệm LLCR của toàn ngành đã giảm về mức bình thường hóa trước dịch (khoảng 92% đối với danh sách BSC theo dõi), việc giảm sâu hơn nữa có thể là tín hiệu kém khả quan với ngành. **Áp lực trích lập sẽ dần trở nên rõ ràng hơn với các ngân hàng đã vắt kiệt LLCR trước đó để duy trì lợi nhuận.**

Tình hình nợ xấu dai dẳng với tỷ lệ hình thành nợ xấu tăng trở lại



Đóng góp chính vào nợ xấu ở các ngân hàng tư nhân đang tiếp tục là phân khúc khách hàng bán lẻ

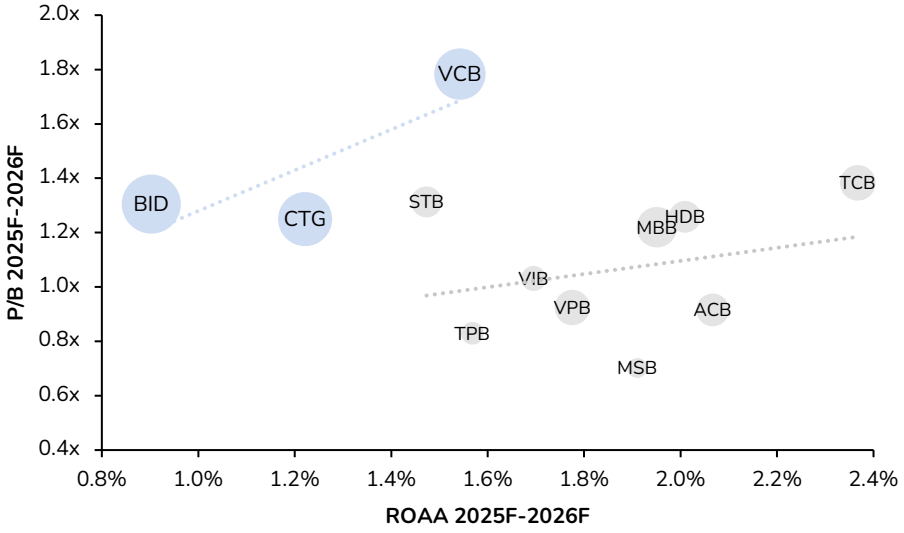


Nguồn: BCTC các ngân hàng, BSC Research tổng hợp và ước tính

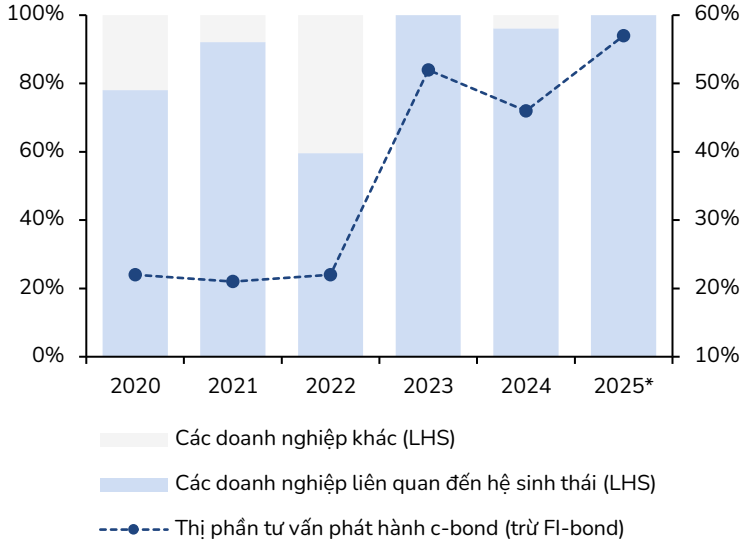
Quan điểm đầu tư:

- Để tổng kết lại, BSC nhận thấy một số xu hướng chính của ngành từ giờ đến hết năm bao gồm: **(1)** tăng trưởng tín dụng cao để bù đắp cho sự co hẹp của NIM, **(2)** việc LDR liên tiếp tăng lên mức cao mới cho thấy việc huy động GTCG chỉ đang đóng góp một phần, không thể toàn bộ, trong việc cân đối các tỷ lệ an toàn, **(3)** giải ngân công về cuối năm sẽ là trụ cột chính trong việc cải thiện chênh lệch tín dụng – huy động, tuy nhiên mặt bằng lãi suất sẽ chịu áp lực gia tăng theo cơ chế thị trường, **(4)** với miếng bánh CASA ngày càng thu hẹp, những cái tên đang dẫn đầu cuộc đua sẽ ngày càng trở nên vượt trội (trend-setter) so với phần còn lại, đặc biệt là các ngân hàng từ lâu đã có chiến lược đầu tư mạnh vào công nghệ nhằm thu hút khách hàng số, **(5)** chất lượng tài sản của ngành dự kiến chưa thể cải thiện nhanh chóng với nợ xấu từ mảng cho vay thế chấp, khi đó các ngân hàng còn thoải mái về LLCR sẽ có nhiều công cụ hơn để đảm bảo mục tiêu lợi nhuận, và cuối cùng **(6)** sự phục hồi đáng mong chờ của thị trường BĐS là yếu tố tiên quyết giúp các ngân hàng gia tăng thu hồi nợ xấu, cắt giảm chi phí rủi ro và cải thiện chất lượng tài sản.
- **BSC ưu tiên lựa chọn cổ phiếu các ngân hàng có lợi thế cạnh tranh rõ ràng từ hệ sinh thái và chiến lược phát triển, duy trì được triển vọng ROA/ROE vượt trội, được hưởng lợi về mặt chính sách hay có một số câu chuyện riêng biệt để được nâng chấp nhận định giá.**
- **Top pick: TCB** (IPO TCBS, tiềm năng mảng kinh doanh mới từ sàn giao dịch crypto, hưởng lợi trực diện nhất từ thị trường BĐS, CASA đầu ngành, lợi thế từ hệ sinh thái và công nghệ), **MBB** (lợi thế từ nhóm cổ đông nhà nước/doanh nghiệp quân đội, danh mục cho vay phân bổ đa dạng, chất lượng cho vay thế chấp nhà được kì vọng cải thiện, hạn mức tín dụng cao đầu ngành, CASA top 2 ngành, tiềm năng bán 100% MBV cho NĐT nước ngoài khi NHNN không còn cấp license mới), CTG (thu hồi nợ xấu, cắt giảm trích lập, tăng trưởng tín dụng cao, ROA/ROE liên tục cải thiện, CAR hiện không phải vấn đề, chênh lệch P/B với ngân hàng tương đồng tiếp tục thu hẹp).

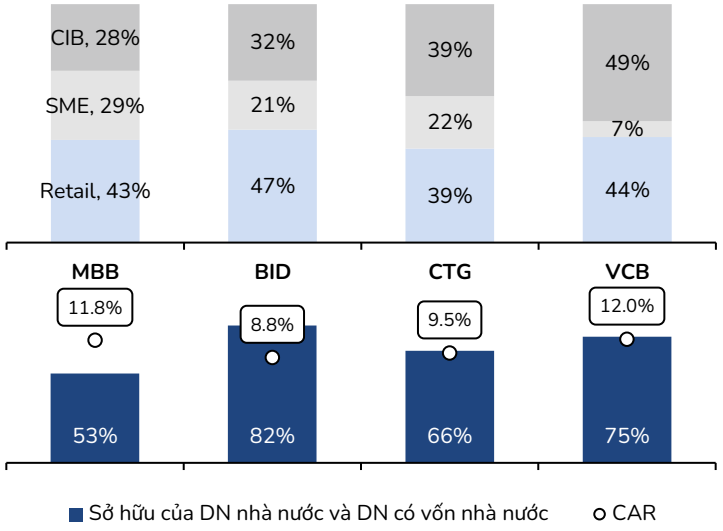
Hãy ưu tiên những cổ phiếu "khỏe" có lợi thế cạnh tranh rõ ràng và duy trì được triển vọng ROA/ROE vượt trội



Trung bình 90% lượng TPDN TCBS tư vấn phát hành đến từ các doanh nghiệp trong hệ sinh thái



So sánh cơ cấu danh mục cho vay và cơ cấu sở hữu của nhóm "Big3+1"



**Thị phần đến cuối 1Q25 & Lượng TPDN tư vấn trong 1H25*

Nguồn: Bloomberg, HNX, BSC Research tổng hợp và ước tính

BSC
BIDV SECURITIES JSC

BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN - ĐẠM - KHÍ

NGÀNH DẦU KHÍ: TÌNH HÌNH THẾ GIỚI KHIẾN GIÁ DẦU BIẾN ĐỘNG MẠNH

Tình hình Trung Đông căng thẳng khiến không thể dự phóng được giá dầu trong ngắn hạn. Chỉ trong 10 ngày (từ 13/6 đến 24/6), tình hình địa chính trị thế giới đã thay đổi chóng vánh với tình hình tại Trung Đông. Dầu mỏ, từ việc là một hàng hóa đang đối mặt với sự sụt giảm nguồn cung do tình hình thuế quan, đã nhanh chóng tăng vọt về giá khi lo ngại việc suy giảm nguồn cung. Tuy nhiên, thỏa thuận ngừng bắn giữa Iran – Israel đã khiến giá dầu sụt giảm mạnh. Tính đến ngày 24/6, giá dầu Brent quanh mức 67 USD/thùng (giảm 13%), giá dầu WTI đạt 66 USD/ thùng (giảm 12%) so với mức đỉnh trong tháng 6.

BSC cho rằng tương đối khó để dự phóng giá dầu, tuy nhiên, giá dầu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến mức định giá đối với các cổ phiếu dầu khí tại Việt Nam. Theo BSC thống kê, trong TH giá dầu cao, (> 80 USD) mức PE cho các doanh nghiệp dầu khí dao động quanh mức 17 - 23, trong TH giá dầu sụt giảm mạnh, mức PE bình quân cho các doanh nghiệp dầu khí là 9 – 12.

+ Đối với TH giá dầu duy trì mức < 70 USD/thùng: BSC ưa thích các doanh nghiệp dầu khí hưởng lợi từ các dự án nội địa như GAS, PVS

+ Đối với TH giá dầu duy trì > 75 - 80 USD/thùng: BSC ưa thích BSR trong quý 3/2025, và PVD, PVS trong trung hạn.

Tổ chức	Dự báo giá dầu năm 2025 theo thời điểm dự báo		
	Q4.2024	Q1.2024	Q2.2025
Australia & New Zealand Banking Group Ltd	92	92	92
Bank of America Merrill Lynch	75	65	75
Barclays PLC	85	68	65
Capital Economics Ltd	73	72	72
Commerzbank AG	80	65	65
Emirates NBD PJSC	73	73	73
Goldman Sachs	76	66	65
JPMorgan Chase & Co	75	66	66
Morgan Stanley	77	70	70
MPS Capital Services	90	80	80
Rabobank	70	63	72
Societe Generale SA	76	72	72
Standard Chartered Bank	92	77	61
UBS Group AG		65	67
Trung vị	**76**	**69**	**71**

Nguồn: Bloomberg

NGÀNH DẦU KHÍ: ƯA THÍCH DOANH NGHIỆP HƯỞNG LỢI TỪ THỊ TRƯỜNG NỘI ĐỊA

(Quay lại mục lục)

Trong khi bối cảnh thế giới nhiều biến đông, các dự án dầu khí nội địa lại đem lại nguồn công việc và doanh thu ổn định cho các doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2H2025, BSC ưa thích các doanh nghiệp đang được hưởng lợi từ những dự án dầu khí tại Việt Nam:

+ GAS: (i) Cung cấp LNG cho các nhà máy nhiệt điện LNG từ năm 2025 (ii) Vận chuyển nguồn khí từ Lô B – Ô Môn (2028)

+ PVS: (i) Lô B – Ô Môn (giàn trung tâm, đường ống, FSO) (ii) Lạc Đà Vàng (giàn trung tâm, đường ống, FSO) (iii) Sư Tử Trắng 2B. Tổng cộng backlog từ các dự án nội địa là 2 tỷ USD, trên tổng toàn bộ backlog là 3 tỷ USD của tập đoàn.

+ PVD: Gói khoan cho Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng 2B (2026)

Giai đoạn	2025	2026	2027
Lô B – Ô Môn	PVS: 792 triệu USD M&C PVB: 17 triệu USD	PVS: 254 triệu USD M&C + gói ống biển PVB: 39 triệu USD PVD: Khoan thăm dò	PVS: FSO GAS: vận chuyển ~5.0 tỷ m3 khí/năm
Lạc Đà Vàng	PVS: 1,100 triệu USD (M&C+ FSO)		
Sư Tử Trắng 2B	PVS: 400 triệu USD M&C	PVD: Khoan thăm dò	PVB: 7 triệu USD GAS: vận chuyển ~1.2 tỷ m3 khí/năm
Nhà máy điện LNG	GAS (BSC ước tính): vận chuyển ~1.3 -2.0 tỷ m3 khí LNG/năm cho các nhà máy chạy LNG (chủ yếu là Nhơn Trạch 3 và 4)		

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Các doanh nghiệp dầu khí đều có kế hoạch đầu tư rất mạnh cho giai đoạn 2025F – 2030F, đặc biệt đẩy mạnh từ năm 2026: trung bình 1 năm mức đầu tư dự kiến là 21,400 tỷ (gấp gần 5 lần mức đầu tư 1 năm hiện tại)

+ GAS: 63,000 tỷ trong giai đoạn 2026 – 2030, đa phần cho (i) kho cảng LNG (4 trung tâm LNG: Thị Vải, Sơn Mỹ, Bắc Bộ, Trung Bộ) (ii) hệ thống đường ống dẫn khí (Lô B và Sư Tử Trắng 2B) (iii) đầu tư phát triển mỏ khí (iv) các nhà máy điện khí/LNG.

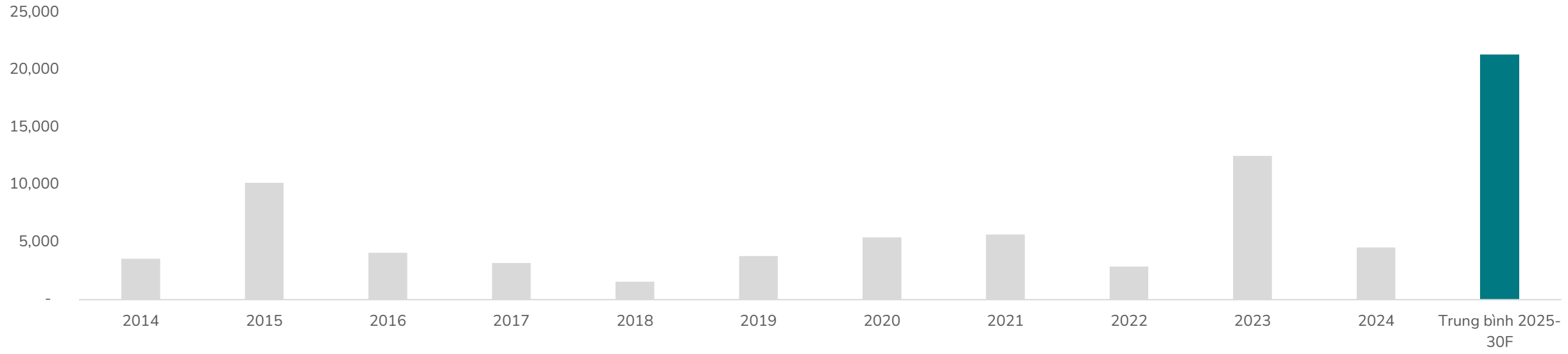
+ BSR: 36,400 tỷ trong giai đoạn 2025 – 2028, đa phần cho NM Dung Quất mở rộng

+ PVS: 27,700 tỷ trong giai đoạn 2026-2030, đa phần cho (i) FSO/FPSO, (ii) hạ tầng cảng cho năng lượng tái tạo (iii) dự án xuất khẩu điện

+ PVD: 1,170 tỷ (BSC ước tính chi phí tương đương giàn VIII) để mua thêm giàn khoan mới

Trong giai đoạn mở rộng, dòng tiền/ lợi nhuận của doanh nghiệp có thể bị ảnh hưởng (vd: PVS ghi nhận một số khoản đầu tư thành chi phí thay vì vốn hóa).

Bảng: Giá trị đầu tư của 4 doanh nghiệp dầu khí (tỷ đồng)



Nguồn: BSC tổng hợp

Định giá các cổ phiếu Dầu khí:

(i) Nhóm cổ phiếu định giá thấp: BSC nhận thấy cổ phiếu GAS đang được giao dịch chiết khấu 15% so với mức PE trung bình 3 năm, trong khi đó GAS vẫn duy trì triển vọng kinh doanh từ (i) Cung cấp LNG cho Nhơn Trạch 3 và 4 và (ii) Tăng sản lượng khí từ Lô B trong trung hạn.

(ii) Nhóm cổ phiếu định giá hợp lý: BSC nhận thấy sau một đợt tăng ngắn phản ứng giá dầu thế giới tăng mạnh, các nhóm BSR, PVS và PVD đều đã tiệm cận mức định giá hợp lý với triển vọng kinh doanh hiện tại. Tuy nhiên, BSC lưu ý rằng các phương pháp định giá phản ánh mức tăng trưởng sẽ chậm lại đối với các cổ phiếu dầu khí, chưa phản ánh việc một số cổ phiếu có tình hình tài chính rất vững chắc (vd: PVS sở hữu lượng tiền mặt lớn hơn vốn hóa)

Bảng: Định giá của một số doanh nghiệp dầu khí

Cổ phiếu	P/E fw (chốt ngày 25/6)	P/E trung bình	P/B fw	P/B trung bình
GAS	12.2	14.3	2.5	2.7
BSR	35.5	28.0	1.0	1.0
PVS	17.8	16.0	1.2	1.2
PVD	20.3	33.0	0.7	0.9

Nguồn: BSC Research tổng hợp

NGÀNH ĐIỆN: CHUẨN BỊ CHO LÀN SÓNG ĐẦU TƯ THEO QHĐ 8 ĐIỀU CHỈNH

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ: Chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** ngành điện nhờ môi trường pháp lý đang được hoàn thiện và nhu cầu dự báo tăng cao.

Chính phủ xây dựng môi trường pháp lý rõ ràng, làm cơ sở để đẩy nhanh phát triển hạ tầng điện

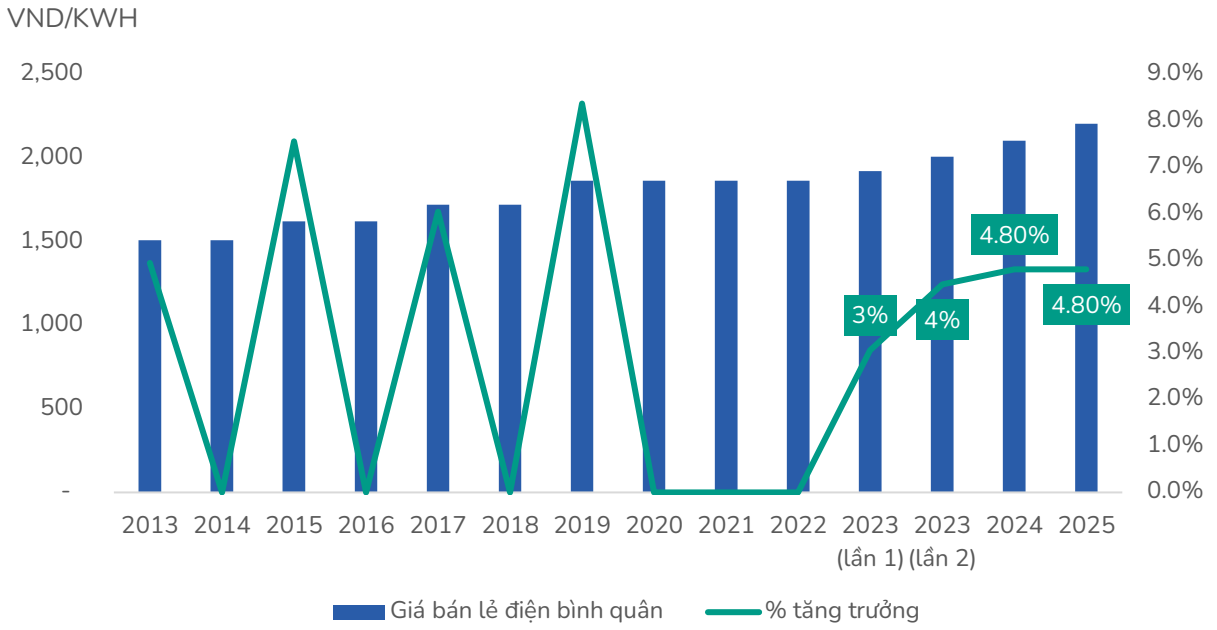
Trong 1H2025, các cơ quan quản lý ban hành các quy định pháp lý quan trọng (tham khảo báo cáo trước), tạo môi trường minh bạch rõ ràng giúp các thành phần tham gia thị trường điện có cơ sở để thúc đẩy hoạt động đầu tư. Đặc biệt, nghị định 72/2025 của chính phủ giúp EVN thay đổi giá bán linh hoạt hơn, tính đúng giá thành sản xuất điện – điều kiện tiên quyết để phát triển hạ tầng điện.

Một số văn bản quan trọng được ban hành trong năm 2025

Văn bản	Ngày ban hành	Mục tiêu chính
Nghị định 57/2025/NĐ-CP	03/03/2025	Thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh và phát điện NLTT ở Việt Nam (DPPA).
Nghị định 72/2025/NĐ-CP	**28/03/2025**	**Giúp EVN tính đúng, tính đủ giá thành phát điện, từ đó có đủ nguồn lực để phát triển hạ tầng điện.**
Quyết định 988, 1198, 1508, 1251 Thông tư 09, 25	02-05/2025	Ban hành khung giá điện cho các loại hình năng lượng (cơ sở để tính toán khả thi của dự án).
Quy hoạch điện 8 điều chỉnh	**15/04/2025**	**Đặt ra các kế hoạch chiến lược mới nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia sau khi thay đổi mục tiêu tăng trưởng GDP.**
Kế hoạch thực hiện Quy hoạch điện 8 điều chỉnh	30/05/2025	Đốc thúc thực hiện quy hoạch điện 8 điều chỉnh.
276/TB-VPCP	03/06/2025	Ấn định thời gian triển khai các dự án điện khí chậm tiến độ.

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Từ năm 2025, EVN được điều chỉnh giá điện 1 lần mỗi 3 tháng.



Nguồn: EVN, BSC Research tổng hợp

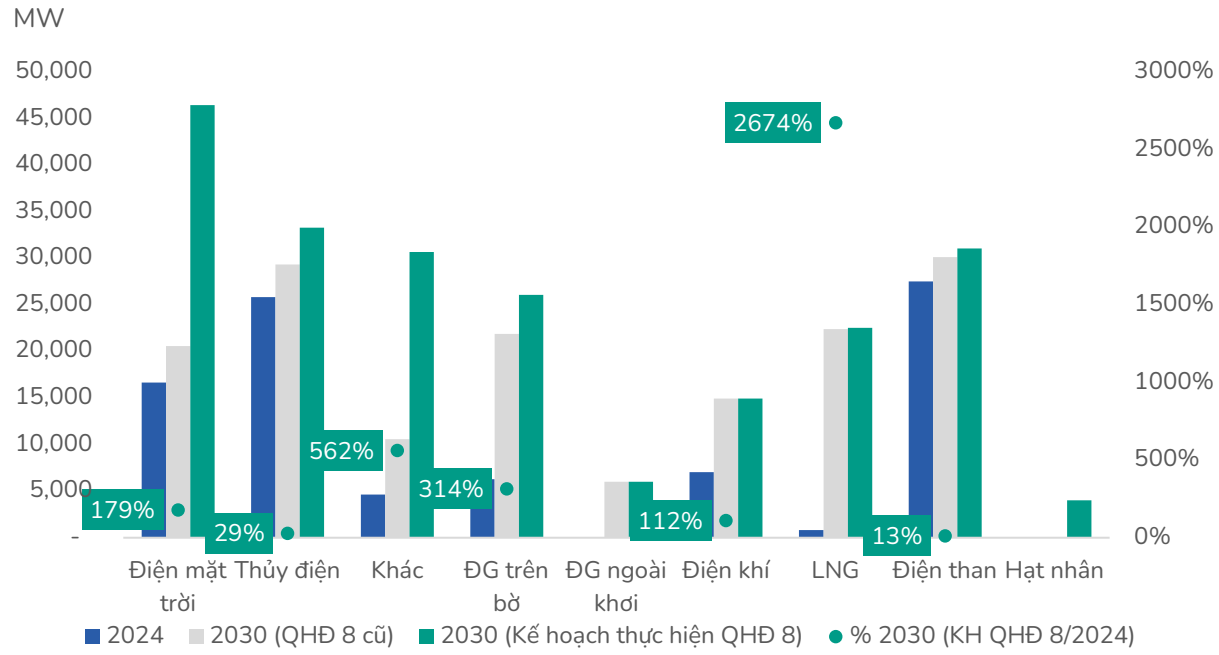
NGÀNH ĐIỆN: CHUẨN BỊ CHO LÀN SÓNG ĐẦU TƯ THEO QHĐ 8 ĐIỀU CHỈNH

Kế hoach thực hiện QHĐ 8 điều chỉnh ưu tiên phát triển NLTT

- **Nguồn điện được tăng công suất đáng kể:**
  - Điện mặt trời (+179% so với năm 2024),
  - Điện gió trên bờ (+314%),
  - Nguồn khác (thủy điện tích năng và pin lưu trữ; +562%).
- **Nguồn điện được thúc đẩy tiến độ:** LNG, điện hạt nhân, điện gió ngoài khơi.
- **Tổng vốn đầu tư cho lưới điện** đạt 3.62 tỷ USD/năm, tăng mạnh 143% so với QHĐ 8 cũ.

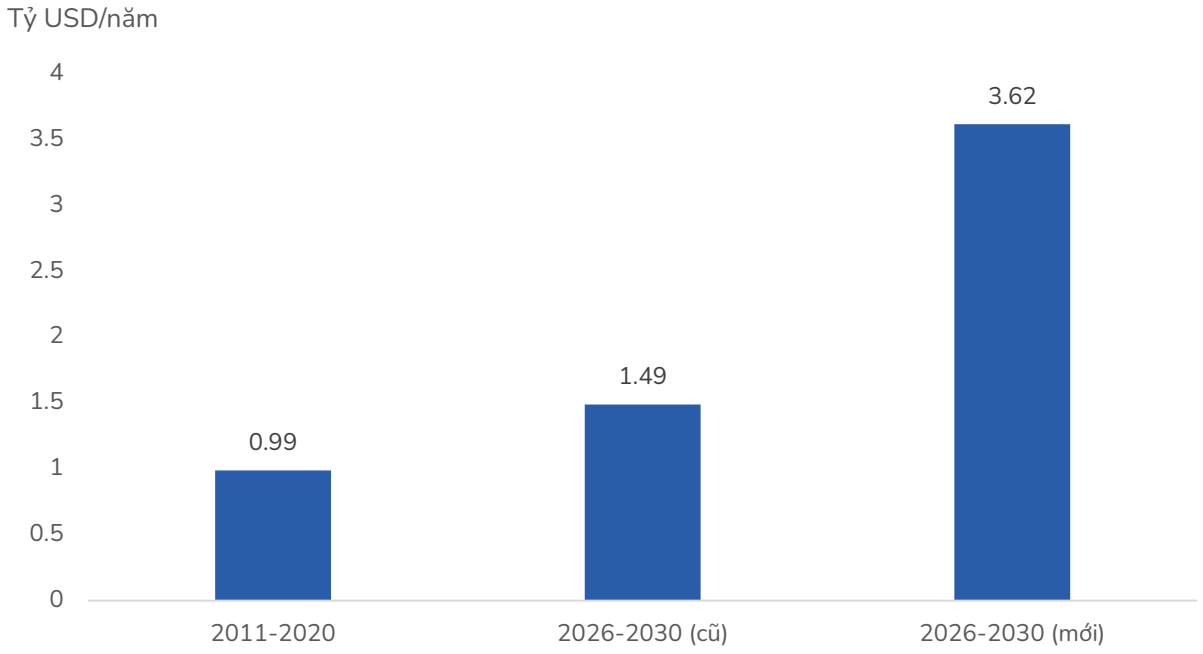
Các công ty được hưởng lợi trực tiếp: HDG, REE, GEG, TTA, TV2, PC1, POW.

Quy hoạch tăng mạnh công suất NLTT



Nguồn: QHĐ 8 điều chỉnh, BSC Research tổng hợp

Mức đầu tư cho lưới điện giai đoạn 2026 - 2030 tăng 143% so với QHĐ 8 cũ



Nguồn: QHĐ 8 điều chỉnh, EVN, BSC Research

NGÀNH ĐIỆN: CHUẨN BỊ CHO LÀN SÓNG ĐẦU TƯ THEO QHĐ 8 ĐIỀU CHỈNH

(Quay lại mục lục)

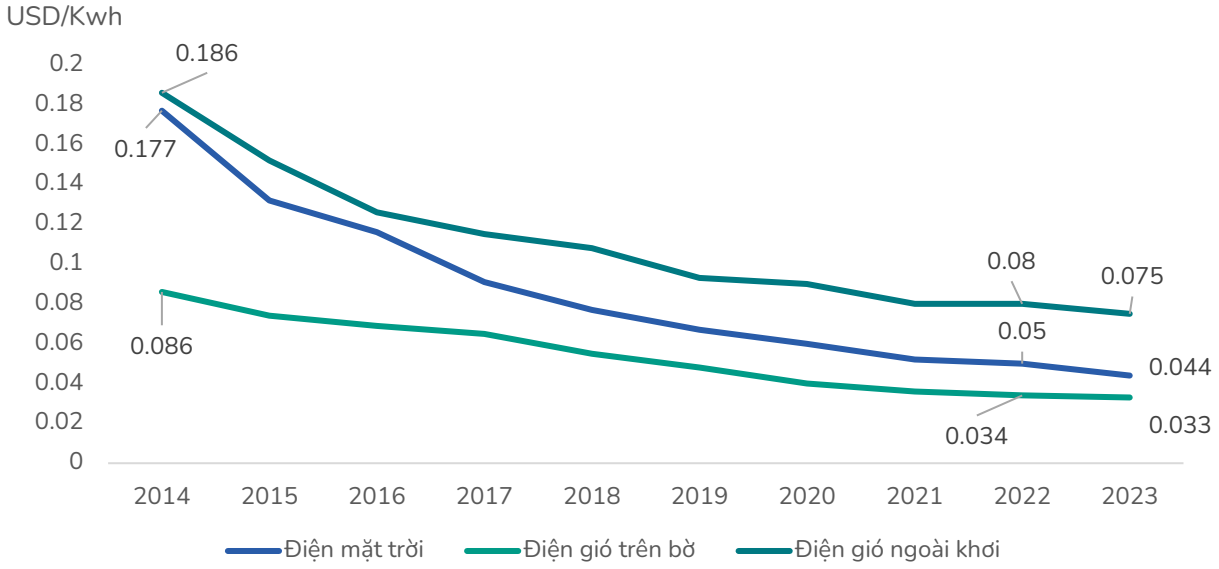
Khung giá trần mới có một số điểm đặc biệt sau:

- Phân chia các khu vực với NLTT hạn chế tình trạng dồn công suất về một nơi.
- Khuyến khích phát triển điện mặt trời đi kèm với pin lưu trữ.
- Bổ sung các năng lượng mới (thủy điện tích năng, điện gió ngoài khơi).

Khung giá trần cho điện mặt trời khu vực miền Trung, Nam (nơi có nhiều bức xạ) thấp hơn 7-19% so giá chuyển tiếp năm 2024, bù lại chi phí sản xuất điện ước tính đã giảm 12% so với năm 2022.

Điện gió khả quan hơn với khung giá trần cao hơn 9-23% so với năm 2024. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn phải tham gia đấu thầu để lựa chọn ra nhà đầu tư có năng lực và giá phát điện thấp nhất (không vượt quá khung giá trần).

Chi phí sản xuất điện quy dẫn của NLTT trên thế giới đã giảm hơn 60% trong 10 năm qua



Nguồn: IRENA, BSC Research tổng hợp

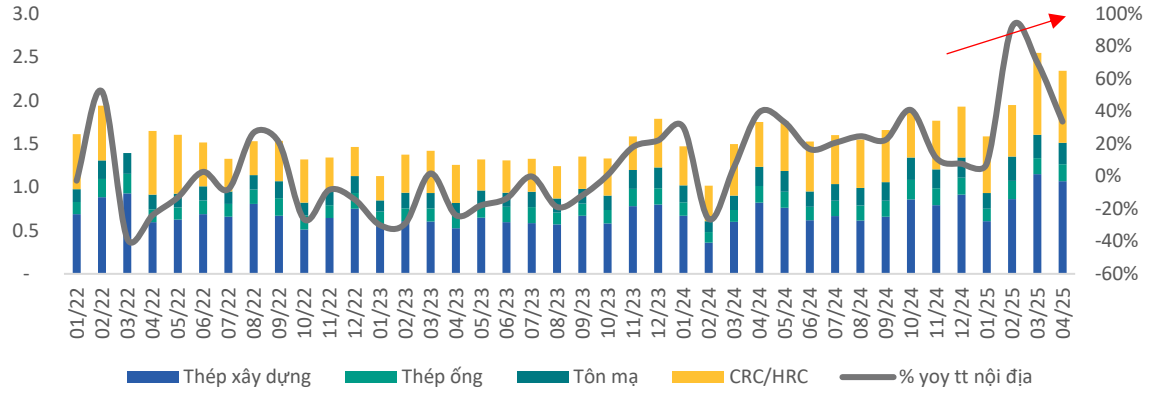
Điện gió có khung giá trần tương đối hấp dẫn

Loại năng lượng		Khu vực	2025 (VND/KWH)	% thay đổi 2025/2024	% thay đổi 2025/FIT 1	% thay đổi 2025/FIT 2
Điện mặt trời không kèm pin	Mặt đất	Bắc	1,383	17%	-43%	-25%
		Trung	1,107	-7%	-54%	-40%
		Nam	1,012	-15%	-58%	-45%
	Nổi	Bắc	1,686	12%	-31%	-16%
		Trung	1,336	-11%	-45%	-33%
		Nam	1,228	-19%	-49%	-39%
Điện mặt trời kèm pin (tối thiểu 10% công suất, 2 giờ hoặc 5% sản lượng)	Mặt đất	Bắc	1,572	33%	-35%	-15%
		Trung	1,257	6%	-48%	-32%
		Nam	1,150	-3%	-53%	-38%
	Nổi	Bắc	1,877	24%	-23%	-6%
		Trung	1,487	-1%	-39%	-26%
		Nam	1,367	-9%	-44%	-32%
Điện gió trên bờ		Bắc	1,959	23%	-11%	N/A
		Trung	1,807	14%	-18%	N/A
		Nam	1,840	16%	-17%	N/A
Điện gió gần bờ			1,987	9%	-22%	N/A
Điện khí			3,069	18%		
Điện khí LNG			3,327	28%		
Thủy điện			1,110	0%		
Điện than			1,706	9%		
Sinh khối			2,092	N/A		
Thủy điện tích năng			3,457	N/A		
Điện rác			2,575	N/A		
Điện gió ngoài khơi		Bắc	3,975	N/A		
		Trung	3,079	N/A		
		Nam	3,869	N/A		

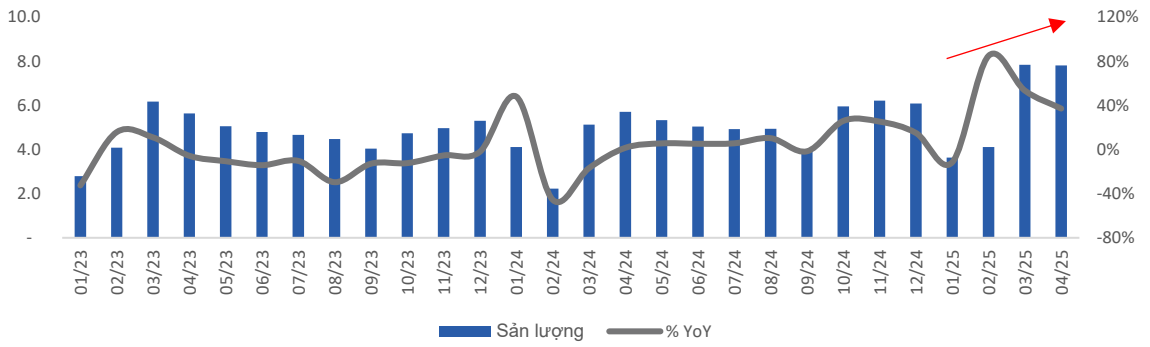
Nguồn: EVN, Bộ công thương, BSC Research tổng hợp

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

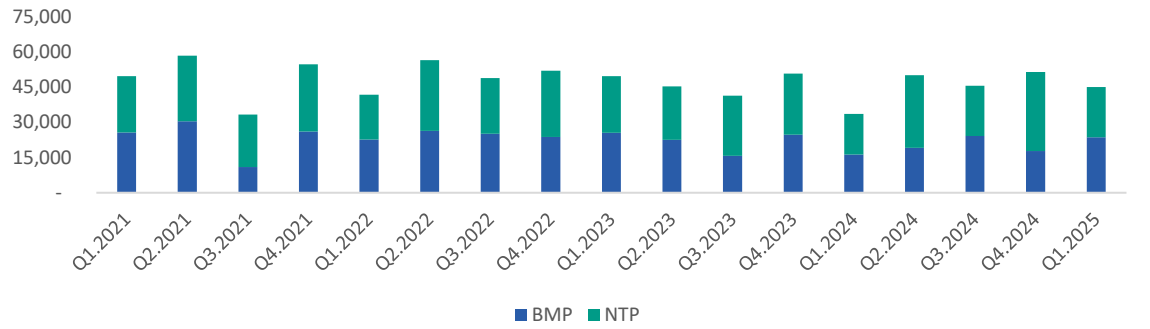
Hình: Sản lượng thép nội đia +47% YoY trong 4T. 2025 – ĐV: triệu tấn



Hình: Sản lượng xi măng nội đia +47% YoY trong 4T. 2025 – ĐV: triệu tấn



Hình: Sản lượng nhựa nội đia +47% YoY trong 4T. 2025 – ĐV: triệu tấn



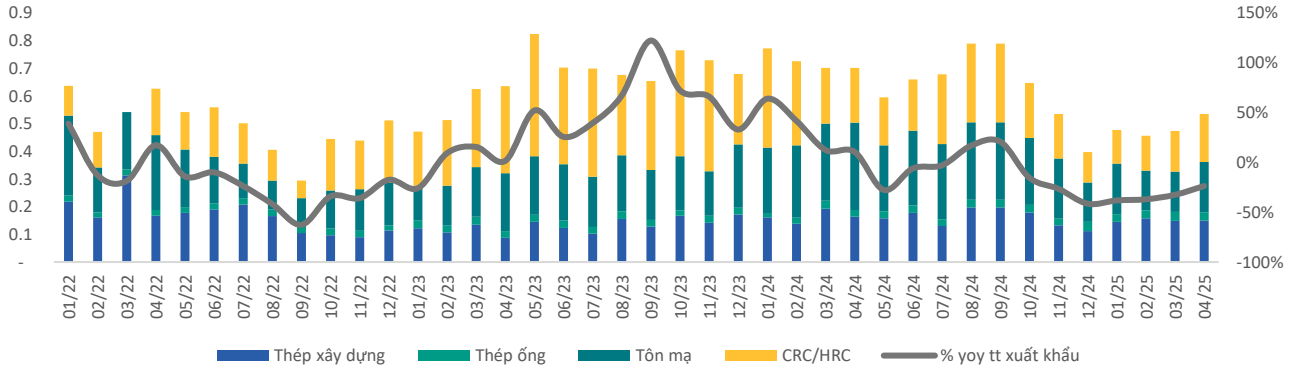
1. Nội địa – Đa số sản phẩm VLXD đều đã ghi nhận tín hiệu phục hồi, và kỳ vọng duy trì trong 2H.2025

Trong 4T.2025, các ngành vật liệu xây dựng đều ghi nhận tính hiệu phục hồi nhờ thị trường Bất động sản ấm lên. Cụ thể, 4T.2025: sản lượng thép nội địa +47% YoY, xi măng +36% YoY; 3T.2025, nhựa +40% YoY. BSC giữ quan điểm xu hướng này tiếp tục trong 2H.2025 nhờ các dự án Bất động sản đang được khởi động lại, đặc biệt khu vực phía Nam.

2. Xuất khẩu – Yếu, nhưng sản lượng xuất khẩu HRC, tôn mạ có thể tạo đáy trong Q2-Q3.2025

Trong 4T.2025, sản lượng xuất khẩu thép -33% YoY 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 (-40% YoY), HRC (-47% YoY). BSC cho rằng xu hướng tăng trưởng âm sẽ duy trì trong 2H.2025 khi (1) các quốc gia đều trong xu hướng bảo hộ ngành VLXD, và áp thuế CBPG, (2) Bất ổn về chính sách thuế quan, (3) mức nền cao năm 2024. Tuy nhiên, xét về giá trị, BSC cho rằng sản lượng xuất khẩu HRC, và tôn mạ có thể sẽ tạo đáy trong Quý 2 – Quý 3. 2025. Một số tín hiệu kể tới như: Trong Quý 2, HPG đã xuất khẩu HRC trở lại vào thị trường EU, đẩy mạnh sang thị trường Châu Phi. Chi tiết tham khảo tại Báo cáo ngành Quý 2.

Hình: Sản lượng thép xuất khẩu -33% YoY trong 4T. 2025 – ĐV: triệu tấn

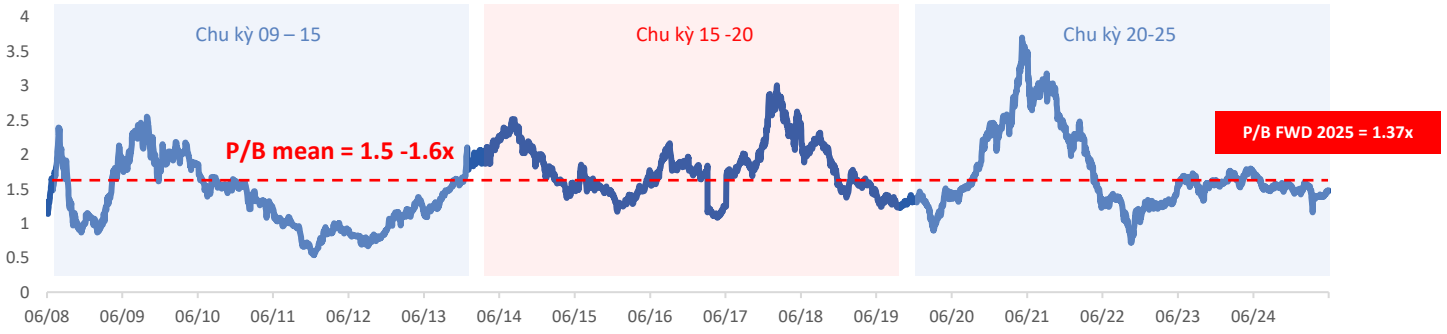


3. Ưu tiên: BSC ưa thích các doanh nghiệp VLXD có thị phần nội địa lớn, định giá ở mức hợp lý

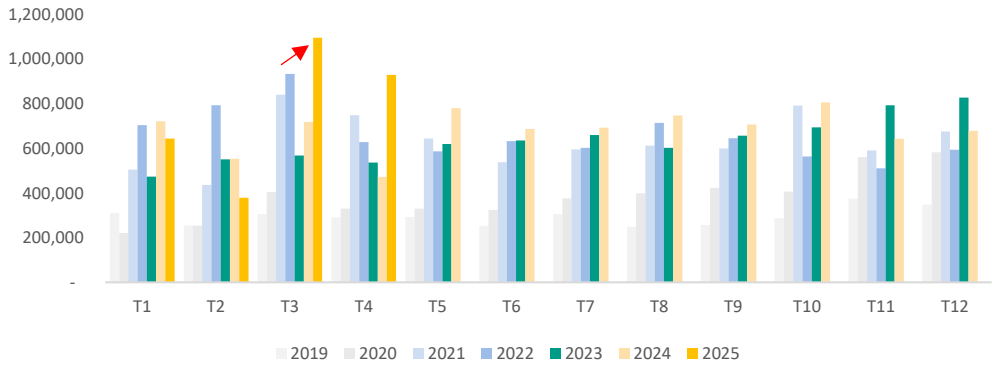
Ngành thép – HPG

- Đối với ngành thép, BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HPG do (1) Sản lượng +32% YoY/+23% YoY trong năm 2025 – 2026 nhờ (i) đóng góp mới từ nhà máy Dung Quất 2, đi kèm (ii) thị trường Bất động sản trong nước phục hồi và HPG sở hữu thị phần nội địa lớn, (2) Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng +2 điểm % trong năm 2025 sau khi Việt Nam thông qua áp thuế CBPG HRC, (3) Định giá đang ở vùng thấp ở chu kỳ ngành thép (P/B FWD = 1.4x). Chi tiết tham khảo tại Báo cáo gần nhất

Định giá thấp trong chu kỳ - HPG



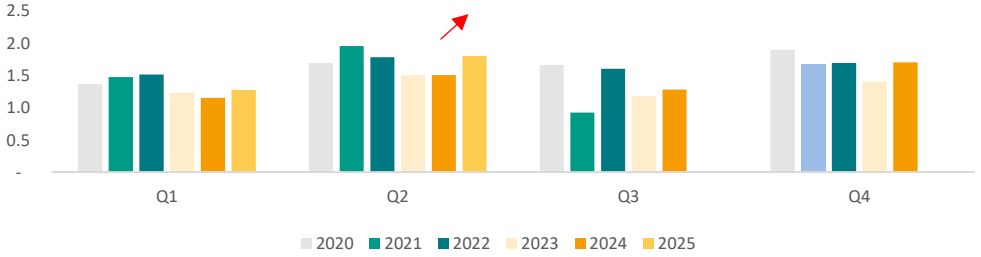
Sản lượng tiêu thụ thép của HPG +28% YoY trong Quý 1.2025 – Đơn vị: Tấn



Ngành xi măng – HT1: Đối với ngành xi măng, BSC khuyến nghị **MUA** cổ phiếu HT1. Triển vọng kinh doanh năm 2025 khá quan hơn với việc (1) Sản lượng tăng nhờ thị trường Bất động sản phục hồi và HT1 sở hữu thị phần lớn nhất ở khu vực phía Nam, (2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ (i) Sản lượng tăng và (ii) Chi phí than đầu vào do dư cung. Với diễn biến giá đầu vào, đầu ra hiện tại thì điểm hòa vốn của HT1 là 1.5 triệu tấn/quý. HT1 có thể duy trì mức lợi nhuận >100 tỷ/quý, với sản lượng 1.6-1.7 triệu tấn/quý. So với Báo cáo trước đó, BSC chuyển khuyến nghị từ Theo dõi lên Mua do ngành đang phục hồi. Chi tiết tham khảo tại Báo cáo gần nhất

Định giá thấp trong chu kỳ - HT1

Sản lượng tiêu thụ xi măng của HT1 +11% YoY trong Quý 1.2025 – Đơn vị: triệu tấn

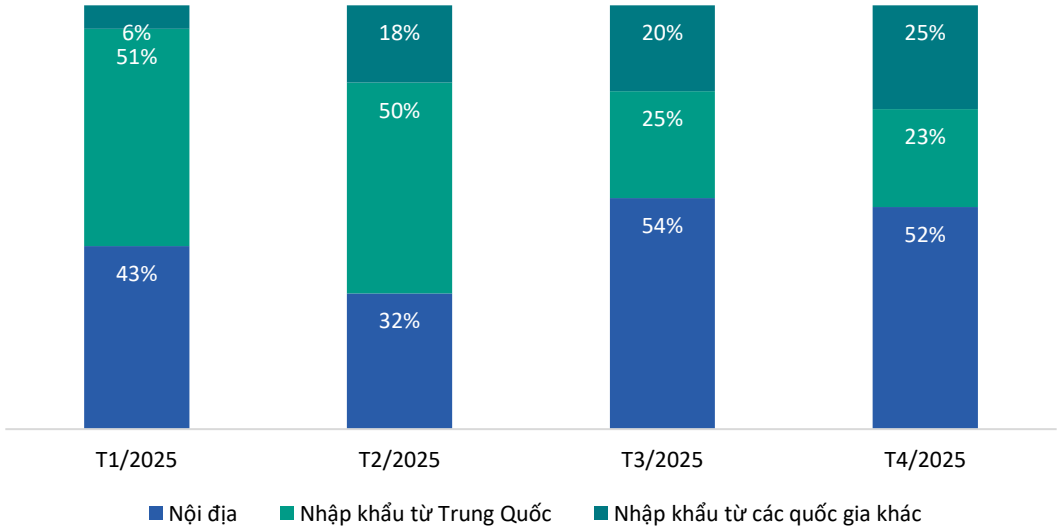


Ngành nhựa - BSC không đưa ra khuyến nghị nào với các cổ phiếu ngành nhựa do định giá ở mức cao.

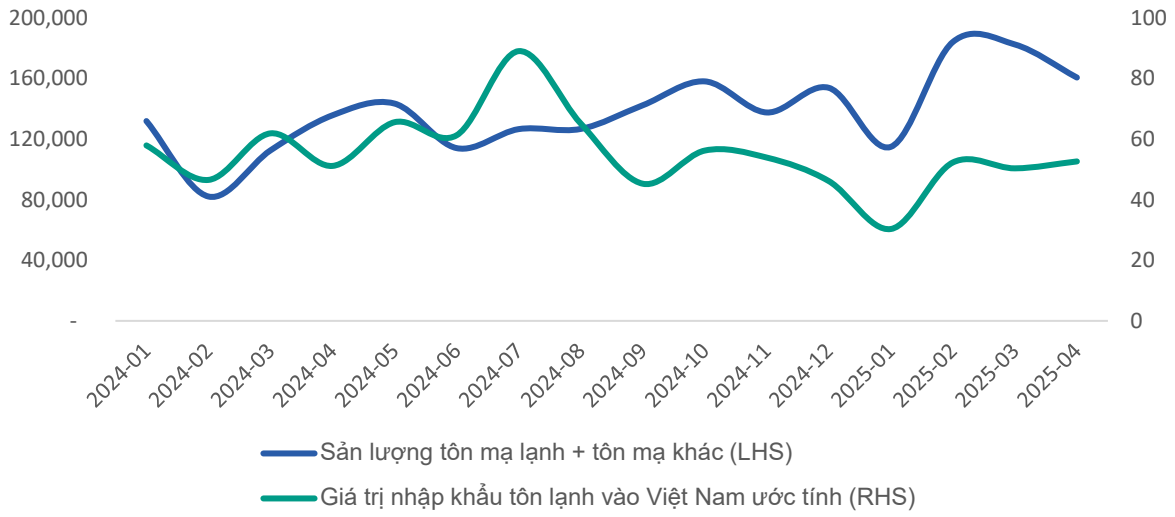
NGÀNH VLXD – CHÍNH SÁCH ĐÁNG CHÚ Ý TRONG 1H.2025

TT	Chính sách	Thời gian công bố	Đánh giá của BSC
1	Áp thuế CBPG tạm thời thép mạ Trung Quốc, Hàn Quốc (Quyết định 914/QĐ-BCT)	1/4/2025	• **Chính sách đã có hiệu quả.** Thị phần sản xuất nội địa đã tăng lên sau khi áp thuế CBPG.
2	Áp thuế CBPG tạm thời HRC từ Trung Quốc (Quyết định 460/QĐ-BCT)	21/2/2025	• **Chính sách đã có hiệu quả** - gần như đã chặn hoàn toàn được HRC từ Trung Quốc. Các quốc gia như Nhật Bản, Đài Loan, Hàn Quốc không có tín hiệu tăng sản lượng để bù đắp phần nhập khẩu từ Trung Quốc. • **Hiện tại, Việt Nam chỉ nhập khẩu HRC khổ lớn từ Trung Quốc.** BCT đang mở rộng điều tra.
3	Giảm thuế xuất khẩu clinker từ 10% xuống còn 5% đến hết 31/12/2026 (Nghị định số 108/2025/NĐ-CP)	19/05/2025	• BSC kỳ vọng sẽ giúp giải quyết tình trạng dư cung trong nước, **giúp các doanh nghiệp hạ giá bán, tăng năng lực cạnh tranh** tại các thị trường như Philippines, Bangladesh, . . . Hiện tại, BSC chưa có số liệu thống kê mức độ hiệu quả của chính sách

Thị phần sản xuất HRC nội địa tăng từ 30% - 40% lên 50-55% sau khi áp thuế CBPG HRC từ Trung Quốc



Thị phần sản xuất tôn mạ lạnh nội địa tăng lên sau khi có áp thuế CBPG thép mạ từ Trung Quốc



NGÀNH XÂY DỰNG – KỲ VỌNG TĂNG TỐC VÀO CUỐI NĂM

1. 5T.2025 – Giải ngân chậm

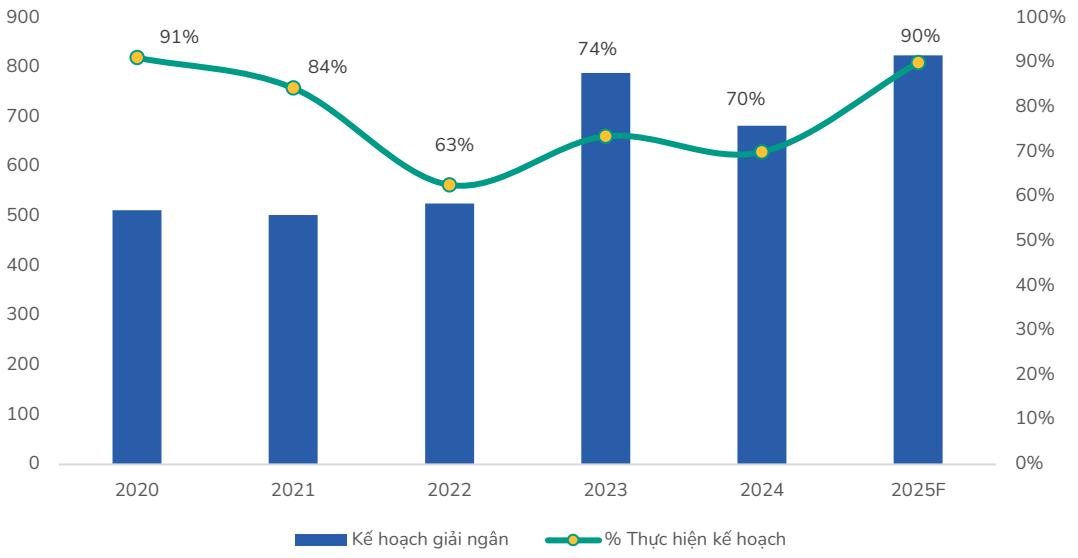
Trong 6T.2025, tình hình giải ngân vốn đầu tư công/kế hoạch năm vẫn còn chậm, nguyên nhân chủ yếu là do (i) những hạn chế trong chính sách và (ii) đang trong quá trình tái thiết bộ máy nhà nước. **Theo kế hoạch, giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2025 là 825 nghìn tỷ VNĐ. Tính tới hết 30/06/2025 là 268,133 tỷ VNĐ (+2% YoY, đạt 32.5% kế hoạch).**

2. 2H.2025 – Kỳ vọng tăng tốc

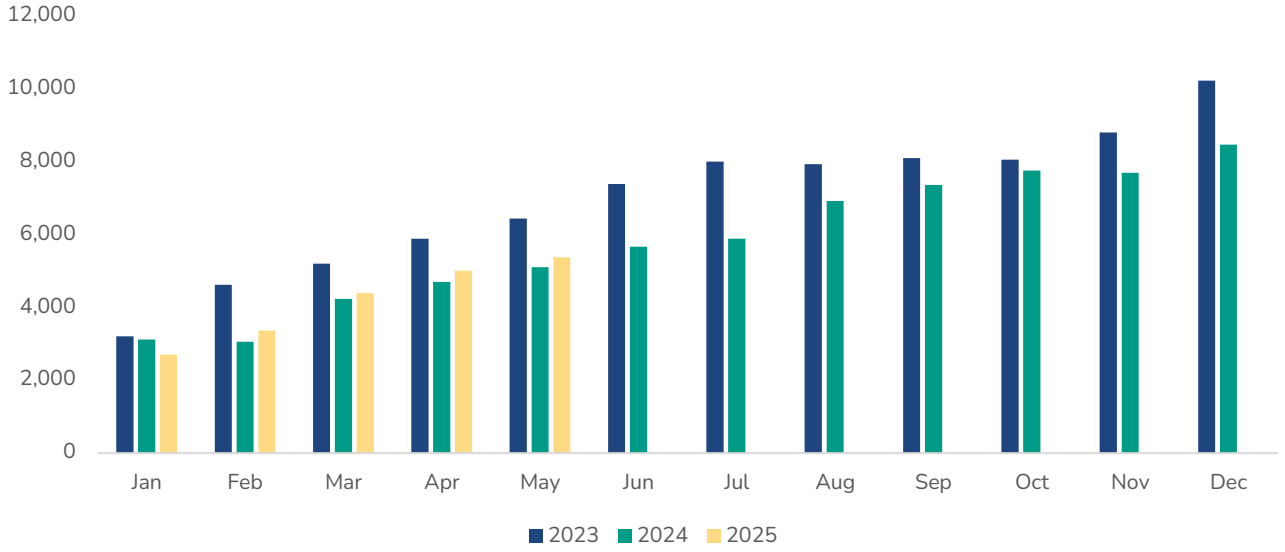
BSC kỳ vọng nửa cuối năm 2025 sẽ là giai đoạn tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ với mức giải ngân đạt tối thiểu 90% kế hoạch trong năm 2025 nhờ:

- Đẩy nhanh giải ngân vốn cho các dự án trọng điểm trong nửa cuối năm 2025 (đẩy mạnh giải ngân từ quý 2). Hiện đã có 19 dự án trọng điểm được đưa vào khai thác và đưa vào sử dụng như: Nhà ga T3 Cảng Hàng không quốc tế Tân Sơn Nhất, nâng tổng chiều dài đường bộ cao tốc lên 2,268 km, . . . Ngoài ra, các dự án thuộc thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, Vành đai 3 HCM, Vành đai 4 Hà Nội, . . . được đảm bảo tiến độ thi công.
- Việc tái thiết bộ máy nhà nước cơ bản đã hoàn thành đề án, hoàn thiện tổ chức bên trong cơ quan theo đúng tiến độ đề ra.

Bảng: Kế hoạch và % thực hiện giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2021 - 2025



Bảng: Tiến độ giải ngân vốn đầu tư công của Bộ Xây dựng theo tháng giai đoạn 2023 - 2025



Nguồn: FiinProX, BSC tổng hợp

NGÀNH XÂY DỰNG – KỲ VỌNG TĂNG TỐC VÀO CUỐI NĂM

1H.2025:

- **Doanh thu chủ yếu chỉ tới từ việc hoàn thành các dự án cũ đã thi công nhưng chưa hạch toán được trong năm 2024** (HHV ghi nhận nốt các dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn, C4G ghi nhận từ dự án Bùng – Vạn Ninh, VCG ghi nhận các dự án thuộc thành phần cao tốc Bắc – Nam, . . .)

2H.2025:

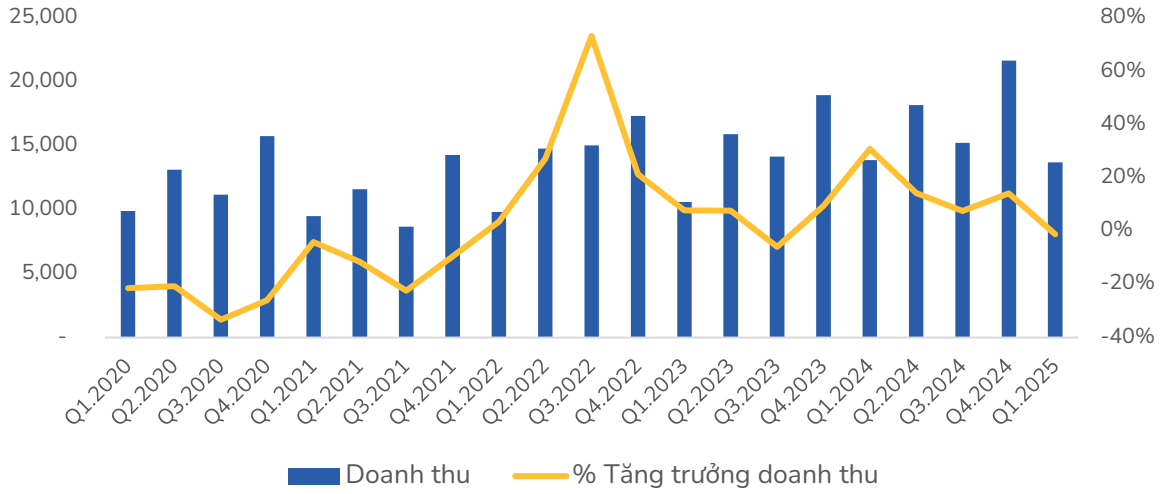
BSC kỳ vọng doanh thu sẽ tăng trưởng so với 1H. 2025:

- Đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong năm cuối chu kỳ 2021–2025, trọng tâm vào hạ tầng giao thông.
- Các dự án thuộc thành phần dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đẩy nhanh và tiến tới giai đoạn hoàn thiện – ghi nhận doanh thu và biên lợi nhuận cao.
- Giá nguyên vật liệu ổn định, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp.

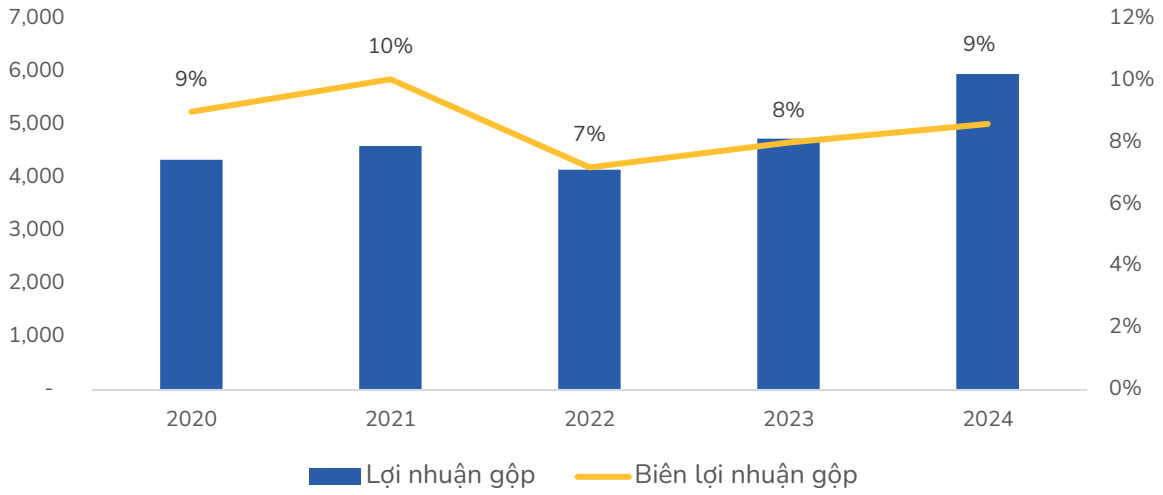
Biên lợi nhuận gộp cải thiện so với 1H.2025 nhờ ghi nhận các dự án ở cuối chu kỳ xây lắp. Ngoài ra, khối lượng Backlog của các doanh nghiệp xây dựng tăng mạnh trong năm cuối của chu kỳ, đảm bảo nguồn thu ít nhất 2-3 năm tới (nổi bật là VCG, CTD và HHV). Chi tiết Backlog của các doanh nghiệp tại trang.

Doanh nghiệp	Backlog (tỷ VNĐ)	Doanh thu mảng xây dựng 2024 (tỷ VNĐ)	Tỷ trọng Doanh thu xây dựng/Tổng doanh thu
HHV	3,997	1,152	35%
VCG	26,800	9,274	72%
LCG	3,706	2,752	98%
C4G	5,375	2,838	87%
CTD	37,000	17,069	99%

Bảng: Doanh thu và tăng trưởng doanh thu của 1 số doanh nghiệp nổi bật ngành xây dựng giai đoạn 2020 - 2024



Bảng: LNG và Biên LNG của 1 số doanh nghiệp nổi bật ngành xây dựng giai đoạn 2020 - 2024

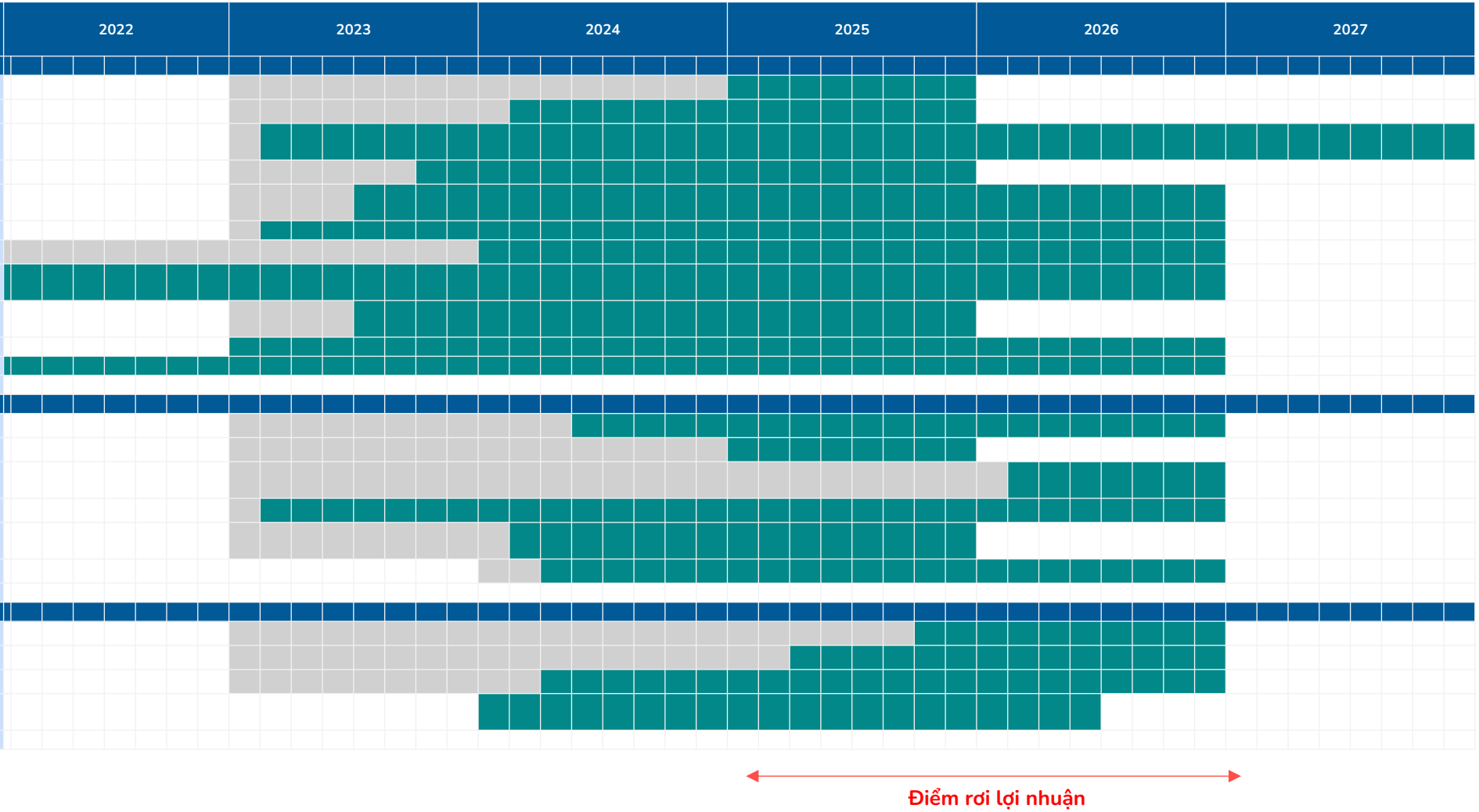


Nguồn: FiinProX, BSC tổng hợp

NGÀNH XÂY DỰNG – ĐIỂM RƠI LỢI NHUẬN VÀO 2H.2025 – 1H.2026

Với lượng Backlog lớn, BSC cho rằng điểm rơi lợi nhuận của các doanh nghiệp xây lắp hạ tầng tập trung vào 2H.2025 – 1H.2026, chủ yếu là các dự án thuộc **cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2.** BSC kỳ vọng P/E dự phóng trong năm 2025-2026 của các doanh nghiệp sẽ quay về mức hợp lý, trong khi P/B trung bình vẫn ở mức thấp hơn mức trung bình lịch sử do định giá thấp hơn với kỳ vọng.
Tính đến cuối năm 2024, **tổng giá trị sản lượng thi công thực hiện đạt khoảng 58,721 tỷ đồng**, tương đương **60.8% tổng giá trị hợp đồng**, cơ bản đáp ứng kế hoạch đề ra.

Dự án	Backlog 2025-2026	Tiến độ	Thời gian
C4G			
Gói thầu XL01: Bùng - Vạn Ninh	201	70%	2023-2025
Gói thầu XL01: Hậu Giang - Cà Mau	1067	40%	2023-2025
Gói thầu XL03: Khánh Hòa - Buôn Mê Thuột	537	5%	2023-2027
Gói thầu XL11: Vành đai 4 Hà Nội	305	30%	2023-2025
Gói thầu XL08: Vành đai 3 TPHCM	569	15%	2023-2026
Gói thầu XL10: Vành đai 3 TP.HCM	251	7%	2023-2026
Gói thầu 4.6: Sân bay Long Thành	438	42%	2022-2026
Gói thầu XL04: Kết nối giao thông vùng núi phía Bắc	332	0%	2022-2026
Cải tạo, nâng cấp quốc lộ 14B TP Đà Nẵng	166	21%	2023-2025
Sân bay Quảng Trị	873	0%	2023-2026
Gói thầu 4.7 Sân bay Long Thành	637	0%	2022-2026
	5376		
LCG			
Gói thầu 2.2: Hưng Yên - Vành đai 4	802	36%	2023-2026
Gói thầu XL02: Vũng Áng - Bùng	382	70%	2023-2025
Gói thầu XL 01: Nha Trang - Vân Phong	549	80%	2023-2025
Gói thầu XL 21: Biên Hòa - Vũng Tàu	371	6%	2023-2026
Gói thầu XL 01: Tân Phúc - Vồng Phan	515	39%	2023-2025
Hữu Nghị - Chi Lăng	1086	10%	2024-2026
	3705		
HHV			
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	434	74%	2023-2025
Đường ven biển Bình Định	236	60%	2023-2025
Đường kết nối cảng Liên Chiểu	96	35%	2023-2025
Đồng Đăng - Trà Lĩnh	1735	0%	2024-1H.2026
	2501		

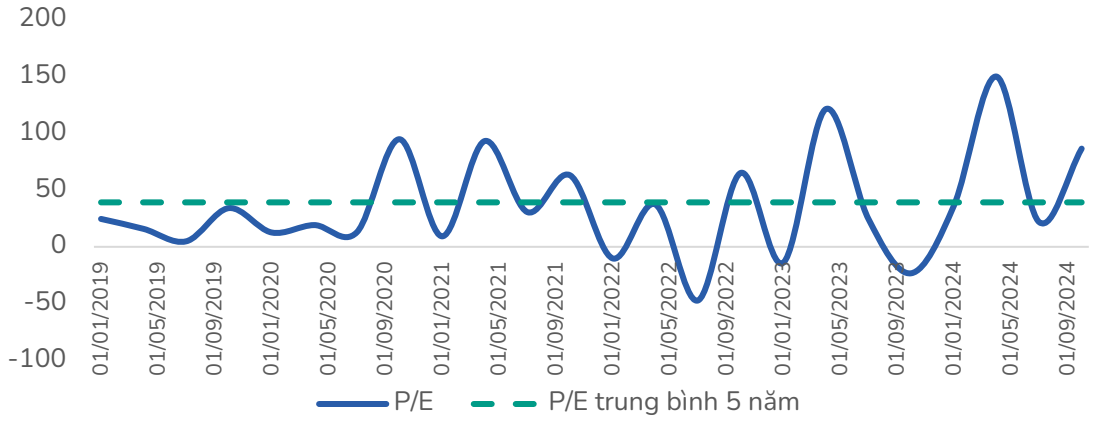


ĐỊNH GIÁ:

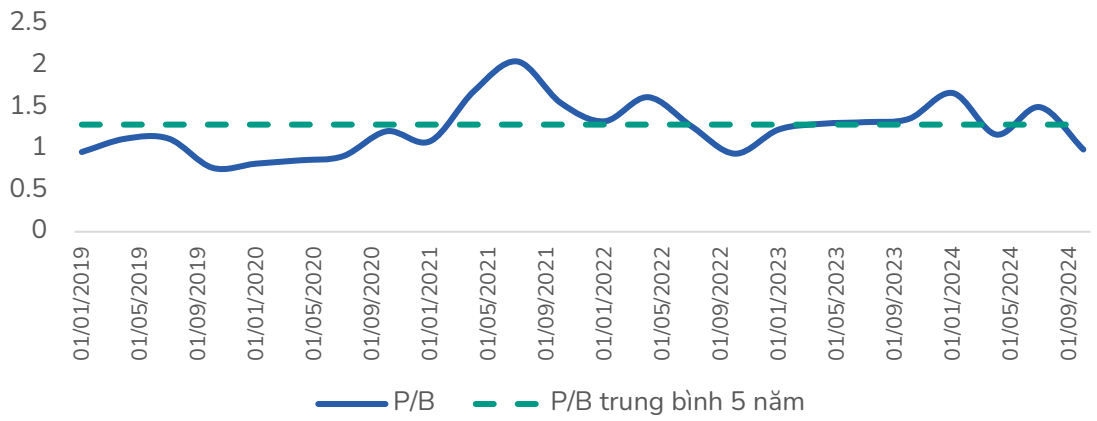
Xét toàn cổ phiếu ngành, định giá P/B đang ở mức thấp trong chu kỳ ngành.

- Định giá P/E của nhóm ngành xây dựng có xu hướng giảm do Công ty bắt đầu ghi nhận các dự án đã trúng thầu từ trước đó
- Định giá P/B giao dịch quanh mức 1.5–2 lần trong 5 năm gần đây, ở mức thấp dẫn đối với các doanh nghiệp ngành xây dựng. BSC cho rằng định giá P/B sẽ thay đổi khi các Doanh nghiệp xây lắp trúng thầu các dự án trong giai đoạn đầu tư công mới 2026 – 2030.

Bảng: Định giá P/E ngành xây dựng



Bảng: Định giá P/B ngành xây dựng



Nguồn: FiinProX, BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM CỦA BSC

Mã CP	ĐÁNH GIÁ	LNST –CĐTS 2025 (Tỷ VND)	%YoY	PE FW 2025 (lần)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Quan điểm
HHV	MUA	583	+37%	9.9x	15,200	+23%	Động lực tăng trưởng chính tới từ mảng BOT và Xây lắp: • Doanh thu BOT +7% YoY do lưu lượng xe ước tính +10-15% YoY • Doanh thu xây lắp +20% YoY do hoàn thành dự án Quảng Ngãi – Hoài Nhơn và Hữu Nghị - Chi Lăng
VCG	MUA	885	-4%	15.x	26,100	+19%	• Backlog lớn (25,000-30,000 tỷ VNĐ) – đảm bảo khối lượng công việc cho 2025 - 2026 • Động lực tăng trưởng chính tới từ mảng BĐS: dự án Diamond Tower (chợ Mơ) và KĐT Đại lộ Hòa Bình (dự kiến lợi nhuận lần lượt là 200 và 500 tỷ VNĐ). Ngoài ra, dự án Cát Bà Amatina sẽ là tiềm năng tăng trưởng mới do đã tái khởi động trong năm 2025.

NGÀNH XÂY DỰNG – BACKLOG MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ CÔNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP

(Quay lại mục lục)

TT	Dự án VCG	Thời gian xây dựng	% Hoàn thành tới 2024	Backlog 2025-26
1	Gói 3.4: Sân bay Long Thành	2023 -2025	100%	0
	Gói 4.6: Sân bay Long Thành	2023 -2025	n.a	807
	11 XL: Cao tốc Bắc – Nam GĐ 2: Bãi Vọt Hàm Nghi	2023 -2025	n.a	1,214
2	XL02: Đường cao tốc Bắc – Nam GĐ 2: Vân Phong – Nha Trang	2023 -2025	91%	176
3	03 – XL: cao tốc Tuyên Quang – Hà Giang GĐ 1	2023 -2025	51%	539
4	XL01: cao tốc Bắc – Nam GĐ 2: Vũng Áng – Bùng	2023 -2025	99%	288
5	10 – XL: Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu GĐ 1	2023 -2025	12%	832
6	09/TP2 – XL: Vành đai 4 Hà Nội	2023 -2026	n.a	n.a
7	Gói 5.10: Sân bay Long Thành	2023 -2026	n.a	2,747
8	10,11,12: Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng GĐ 1	2024 -2027	n.a	773
9	XL01, XL02: Trụ sở CA QL xuất nhập cảnh tại Sân bay Long Thành	2023 -2024	0%	83
10	BVĐK tỉnh Nam Định	2023 -2025	99%	497
Tổng				7,374

TT	Dự án DPG	Thời gian xây dựng	Giá trị gói thầu	Backlog 2025-26
1	XL03: Cao tốc Khánh Hòa - BMT	2023-2027	748*	N/A
2	Cầu vượt sông Đáy	2023-2025	1,174	N/A
3	Cầu Mộc Hóa, Sa Đéc, Hồng Ngự	2023-2025	612	N/A
4	Dự án khác trúng thầu 2023-2024	2023-2026	5,723	N/A
Tổng				5,400

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 – Bùng	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

Trong nửa cuối năm 2024, tình trạng thiếu đá xây dựng xảy ra và giá đá tăng do:

- **Nhu cầu đá cần tiêu thụ tăng lên** do đẩy nhanh tiến độ hoàn thiện các công trình trọng điểm, kèm theo giá bán đá tăng. Lượng cung cấp thực tế thấp hơn nhu cầu, ước tính đang thiếu cung cấp khoảng 6% nhu cầu trong năm 2025.
- **Các mỏ gặp vấn đề về giấy phép sử đụng đất cho hoạt động khoáng sản** dẫn tới thiếu nguồn cung.

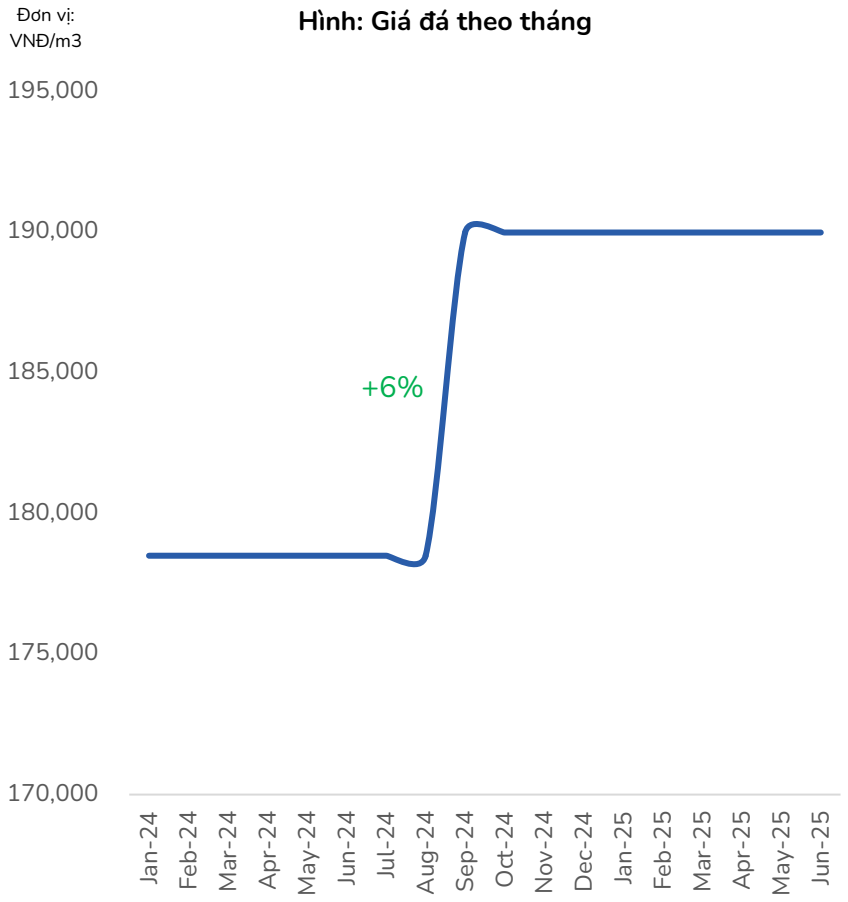
Vấn đề thiếu đá đang được gỡ rối sau Nghị quyết 168/NQ-CP áp dụng cơ chế đặc thù trong khia thác khoáng sản. Điểm rơi nhu cầu đá sẽ vào năm 2025 – 2026 nhờ:

- Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công các dự án trọng điểm như sân bay Long Thành, tạo điều kiện thuận lợi cho các mỏ đá trong việc cung cấp vật liệu.
- Dự án cao tốc Gia Nghĩa – Chơn Thành kỳ vọng được khởi công trong tháng 09/2025 (kết nối 2 tỉnh Bình Phước và Đắk Nông).
- UBND tỉnh Đồng Nai đẩy nhanh tháo gỡ vướng mắc pháp lý, tăng lượng cung cấp đá để phục vụ các dự án trọng điểm.

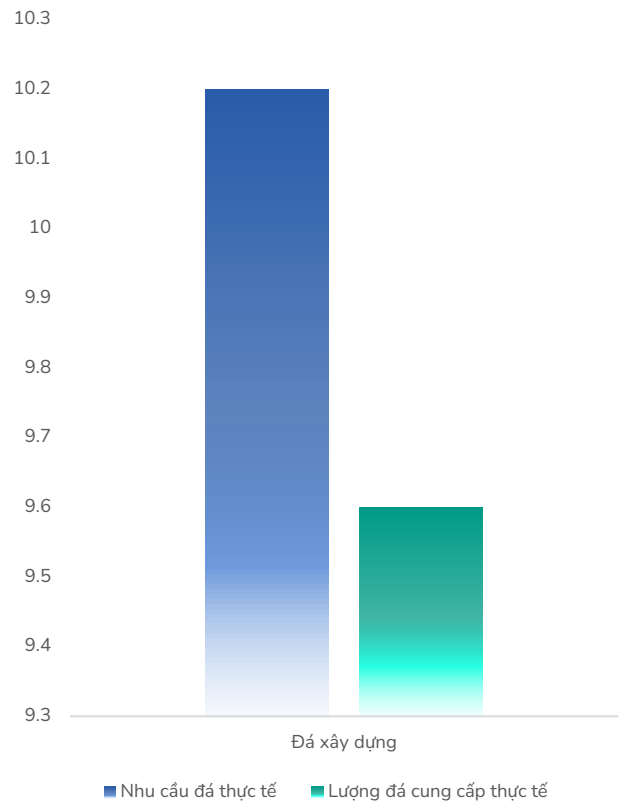
Bảng: Tiến độ các dự án trọng điểm

Dự án	TMĐT (tỷ VNĐ)	Thời gian hoàn thành	Số lượng đá còn thiếu (triệu m3)
1. Dự án cấp quốc gia			
Cao tốc HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành	17,400	2024 - 2027	n.a
Cao tốc Châu Đốc – Cần Thơ – Sóc Trăng	44,691	2023 - 2027	n.a
Sân bay Long Thành	337,000	2021 - 2026	4.7
Vành Đai 3 – TP. HCM	75,400	2023 – 2026	3.75
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	21,551	2023 - 2025	1.2
2. Dự án cấp tỉnh (chưa triển khai)			
Đưởng tỉnh 769	6,200	2026 – 2030	
Đường tỉnh 773	4,300	2026 – 2030	
Đường tỉnh 770B	8,000	2026 – 2030	
Đường tỉnh 25C	647	2026 – 2030	
Đường tỉnh 25B	1,500	2026 – 2030	
Đường liên cảng Nhơn Trạch	1,200	2026 – 2030	

Hình: Giá đá theo tháng



Hình: Nhu cầu và lượng đá cung cấp thực tế cho các dự án trọng điểm phía Nam năm 2025



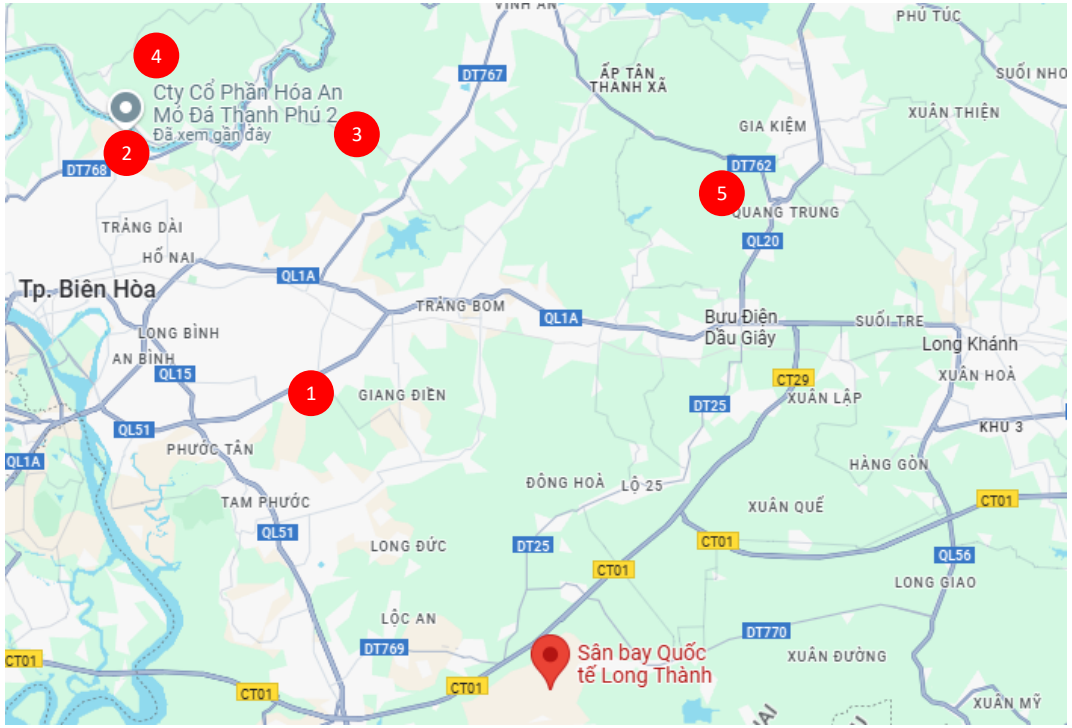
Nguồn: BSC Research

NGÀNH ĐÁ – DANH SÁCH CÁC MỎ ĐÁ Ở KHU VỰC PHÍA NAM

Hình: Danh sách các mỏ đá

Mã	Vị trí	Tên mỏ đá	Công suất khai thác cấp phép (m^3/năm)	Trữ lượng khai thác còn lại (m^3/năm)	Thời hạn cấp phép khai thác	Sản lượng thực tế năm 2024	Công suất thực tế năm 2024	Nhận xét
CTI	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 10	900,000	27,100,000	12/2033	-	-	Mới đi vào khai thác năm 2025
KSB	Xuân Lộc	Xuân Hòa	500,000	-	01/2030	250,000	50%	
	Phú Giáo	Phước Vĩnh	1,200,000	6,000,000	08/2023			Đang gia hạn
	Bắc Tân Uyên	Tân Mỹ	1,500,000	22,000,000	08/2029			
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 7	280,000	5,300,000	01/2035			
	Nghệ An	Bãi Giang			08/2043			
	Thanh Hóa	Gò Trường			01/2045			
	Phú Giáo	Tam Lập 3	1,000,000	7,500,000				
NNC	Bình Dương	Mũi Tàu	1,000,000	22,509,000	2043	-	-	
DND	Biên Hòa	Tân Cang 5	1,000,000	7,000,000	01/2023	-	-	Vướng mắc đất đai nên hoạt động dưới CS
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 5	750,000	5,000,000	01/2026	-	-	Xen kẹt đất chưa đền bù
DHA	Vĩnh Cửu	Thạnh Phú 2	818,000	3,121,000	03/2027	568,000	69%	Đang xin khai thác xuống sâu
	Biên Hòa	Tân Cang 3	490,000	8,154,000	06/2037	855,000	175%	Đã được gia hạn từ T5/2024
	Hớn Quản	Núi Gió	300,000	5,340,000	10/2040	255,000	85%	
VLB	Vĩnh Cửu	Thạnh Phú 1	1,800,000	35,600,000	07/2042	2,033,253	113%	8.8 ha chưa đền bù
	Vĩnh Cửu	Thiện Tân 2	1,500,000	22,700,000	06/2038	2,073,994	138%	1.8 ha chưa đền bù
	Thống Nhất	Soklu 2	400,000	2,300,000	11/2031	351,489	87%	0.53 ha chưa đền bù
	Thống Nhất	Soklu 5	500,000	1,700,000	08/2029	356,467	71%	2.84 ha chưa đền bù
	Biên Hòa	Tân Cang 1	1,500,000	22,900,000	01/2039	2,588,810	172%	3.87 ha chưa đền bù

Hình: Tương quan các cụm mỏ ở Đồng Nai



1 Cụm Tân Cang
2 Cụm Thạnh Phú
3 Cụm Thiện Tân
4 Cụm Tân Mỹ
5 Cụm Soku

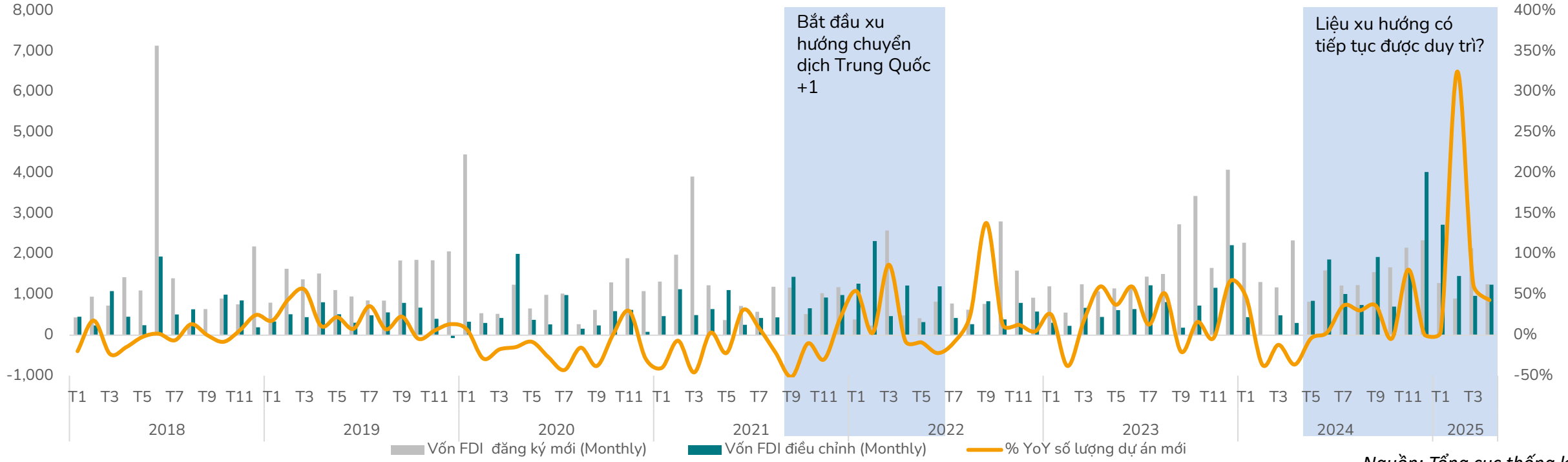
QUAN ĐIỂM:

Chúng tôi duy trì quan điểm **TRUNG LẬP** đối với ngành Khu công nghiệp 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 đăng ký mới sẽ chậm lại trong năm 2025, tuy nhiên được bù đắp bởi (2) dòng vốn FDI điều chỉnh từ các doanh nghiệp hiện hữu nhờ chuỗi cung ứng hiện hữu. **Chúng tôi tin rằng bức tranh thương mại, thuế quan rõ ràng hơn là một yếu tố tích cực vì (1) các doanh nghiệp chủ động hơn trong phương án kinh doanh, (2) 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"** và **(2) mức chênh lệch thuế suất giữa Việt Nam và các quốc gia cạnh tranh cũng là một yếu tố thu hút dòng vốn FDI.**

Xu hướng dòng vốn FDI vào Việt Nam 5T2025:

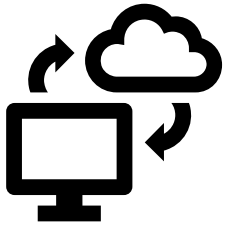
Theo số liệu từ Tổng cục thống kê (GSO), vốn FDI thực hiện trong 5 tháng đầu năm ước đạt 8.9 tỷ USD (+7.9% YoY) – là con số giải ngân 5 tháng đầu năm cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Ấn tượng hơn, dòng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam đạt 18.39 tỷ USD (+51.2% YoY) với sự dẫn dắt chỉnh bởi vốn FDI điều chỉnh đạt 8.52 tỷ USD (gấp 3.2x lần cùng kỳ) trong khi vốn FDI đăng ký mới chỉ đạt 7.0 tỷ USD (-12% 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)



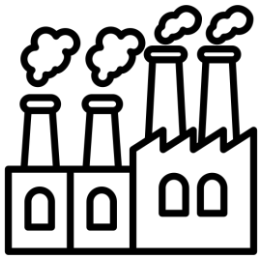
Nguồn: Tổng cục thống kê

NGÀNH KHU CÔNG NGHIỆP: TỶ TRỌNG KHÁCH THUÊ THEO NGÀNH NGHỀ



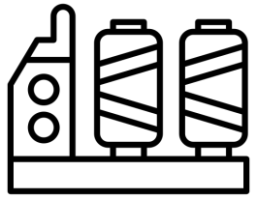
KBC	Tỷ trọng
Giấy	9.9%
Dệt may	11.0%
Điện tử	24.2%
Cao su	3.3%
Công nghiệp nặng	14.3%
Plastic	13.2%
Ô tô, phụ tùng	3.3%
Gỗ	1.1%
F&B	5.5%
Logistic & RBF	7.7%
VLXD	6.6%

VGC	Tỷ trọng
Giấy	6.1%
Dệt may	6.8%
Điện tử	25.0%
Cao su	3.0%
Công nghiệp nặng	8.3%
Plastic	9.8%
Ô tô, phụ tùng	1.5%
Gỗ	6.8%
F&B	1.5%
Logistic & RBF	14.4%
VLXD	16.7%



SZC	Tỷ trọng
Giấy	5.0%
Dệt may	15.0%
Điện tử	5.0%
Cao su	0.0%
Công nghiệp nặng	28.3%
Plastic	13.3%
Ô tô, phụ tùng	0.0%
Gỗ	1.7%
F&B	8.3%
Logistic & RBF	16.7%
VLXD	6.7%

IDC	Tỷ trọng
Giấy	0.0%
Dệt may	5.9%
Điện tử	13.7%
Cao su	0.0%
Công nghiệp nặng	19.6%
Plastic	31.4%
Ô tô, phụ tùng	0.0%
Gỗ	2.0%
F&B	9.8%
Logistic & RBF	11.8%
VLXD	5.9%



BCM	Tỷ trọng
Giấy	4.0%
Dệt may	23.8%
Điện tử	6.0%
Cao su	3.3%
Công nghiệp nặng	21.2%
Plastic	13.9%
Ô tô, phụ tùng	0.7%
Gỗ	14.6%
F&B	3.3%
Logistic & RBF	7.3%
VLXD	2.0%

SIP	Tỷ trọng
Giấy	3.9%
Dệt may	32.0%
Điện tử	5.8%
Cao su	6.8%
Công nghiệp nặng	17.5%
Plastic	16.5%
Ô tô, phụ tùng	0.0%
Gỗ	3.9%
F&B	8.7%
Logistic & RBF	1.9%
VLXD	2.9%

Nguồn: BSC Research tổng hợp

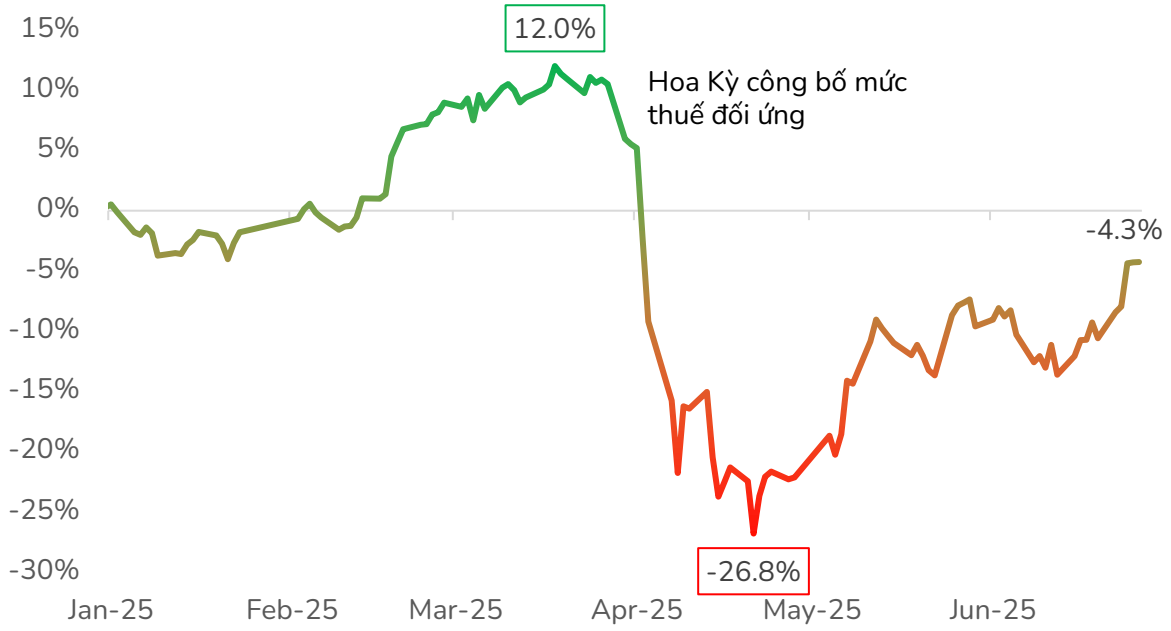
Việt Nam sở hữu dư địa để thu hút dòng vốn FDI ở các cấp hơn trong chuỗi giá trị.

- **Xuất xứ hàng hóa:** theo thỏa thuận khung thương mại giữa Việt Nam – Hoa Kỳ, nguồn gốc hàng hóa và mức độ nội địa hóa là một yếu tố quan trọng để xác định mức thuế đối ứng. Chúng tôi cho rằng mô hình sản xuất gia công sẽ dần thay đổi, đi sâu vào chuỗi giá trị, công nghệ và tạo ra giá trị thặng dư hơn nhờ tệp KH lớn với chuỗi sản xuất đã tích lũy trong nhiều năm.

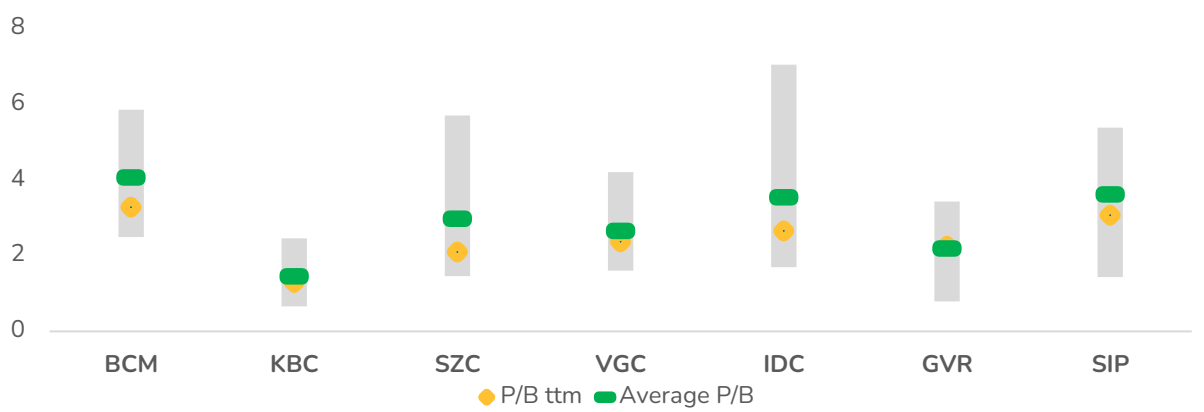
Mức định giá hấp dẫn đối với các nhà đầu tư dài hạn:

- **Cổ phiếu ngành KCN chứng kiến giai đoạn phục hồi mạnh còn -4.3% YTD sau khi giảm -34.65% 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 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** 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	24%	12%	42%	12%	33%	-3%	18%
% Downside	-24%	-49%	-30%	-32%	-36%	-65%	-53%

Chú thích:
% Upside: so sánh giữa P/B hiện tại và P/B trung bình,
% Downside: so sánh giữa P/B hiện tại và P/B min

Nguồn: BSC Reseasrch, Fiinpro

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM:

BSC duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với ngành Bất động sản thương mại trong 2025 khi các yếu tố hỗ trợ vẫn được giữ nguyên (1) pháp lý dự án được tăng tốc xử lý, giúp (2) nguồn cung mới phục hồi từ 2H2025, (3) điều kiện 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:

- (1) Dòng tiền hồi phục, (2) Tăng trưởng lợi nhuận vượt trội so với các ngành còn lại từ mức nền thấp
- Định giá duy tri hấp dẫn dù hiệu suất đầu tư tốt +55% YTD nhờ (1) triển vọng phục hồi rõ ràng, (2) P/B trung bình ngành = 1.4x – 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, NVL**

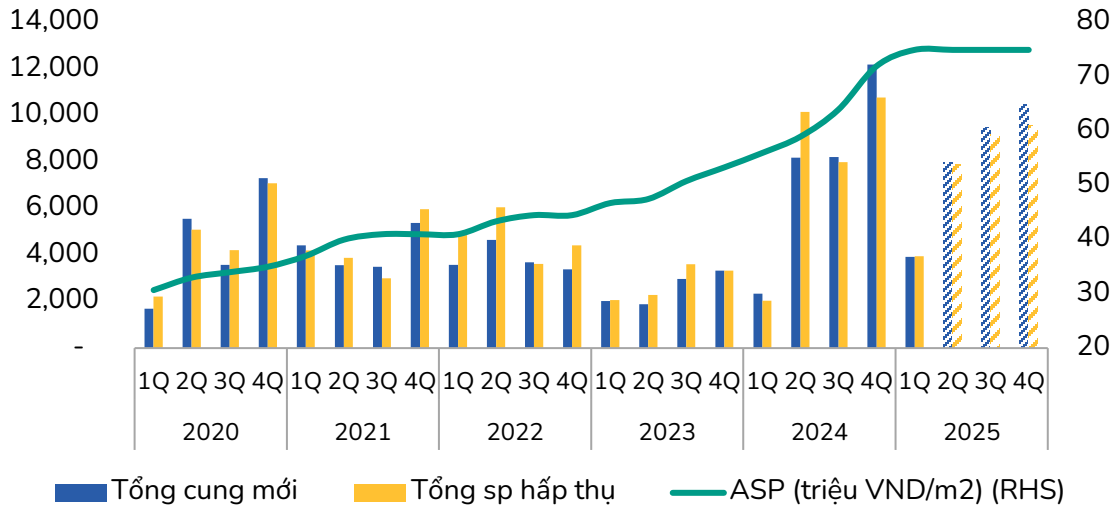
Pháp lý dự án bắt đầu thông suốt từ 2025. Theo số liệu từ Bộ Xây dựng, trong 1Q2025 cả nước có 26 dự án với 15,780 sản phẩm (+61% YoY) được cấp phép mới và 59 dự án với 19,760 sản phẩm (+258% YoY) đủ điều kiện bán hàng. Dấu hiệu "cởi trói" pháp lý tiếp tục được củng cố trong 2Q2025 khi các dự án có mức độ vướng phức tạp cũng được giải quyết hàng loạt tại nhiều địa phương bao gồm (1) **về quy hoạch và chủ trương đầu tư:** AquaCity (Đồng Nai), NovaWorld Phan Thiết (Bình Thuận), (2**) về tiền sử dụng đất:** Casimia Balanca (Quảng Nam), Lakeview, The Water Bay (TP HCM), Bình Dương Tower (Bình Dương)...

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

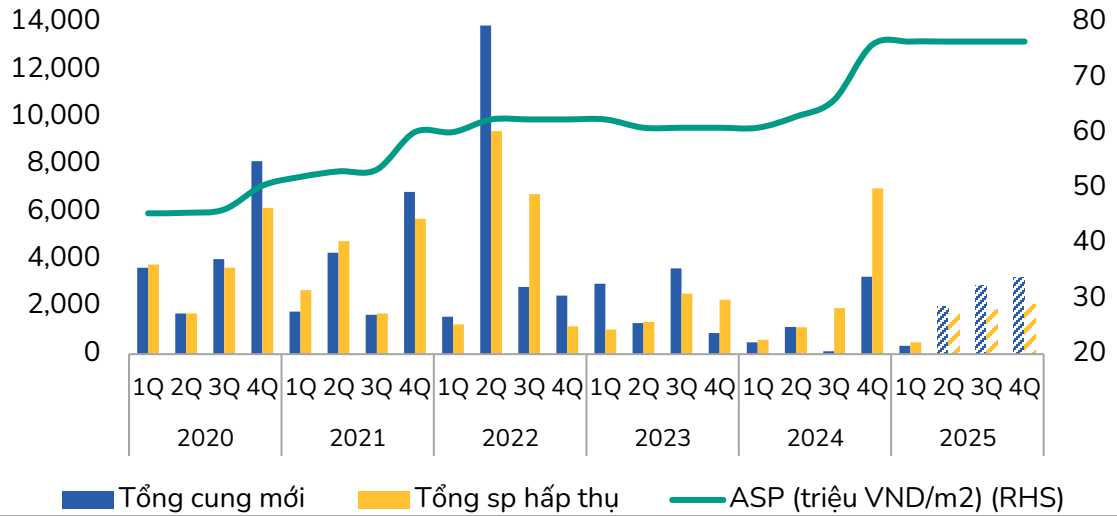
Theo CBRE, nguồn cung mới tại Hà Nội tăng +70% YoY so với cùng kỳ năm trước, đạt tổng cộng 3.920 căn, nguồn cung mới tiếp tục mở rộng ra các khu vực ngoại thành, bám theo vành đai 3.5 và 4. Đáng chú ý, 69% nguồn cung mới đến từ các dự án lớn của Vinhomes, bao gồm 2.000 căn hộ chung cư tại Ocean Park (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.

Hình 1: Thị trường căn hộ Hà Nội

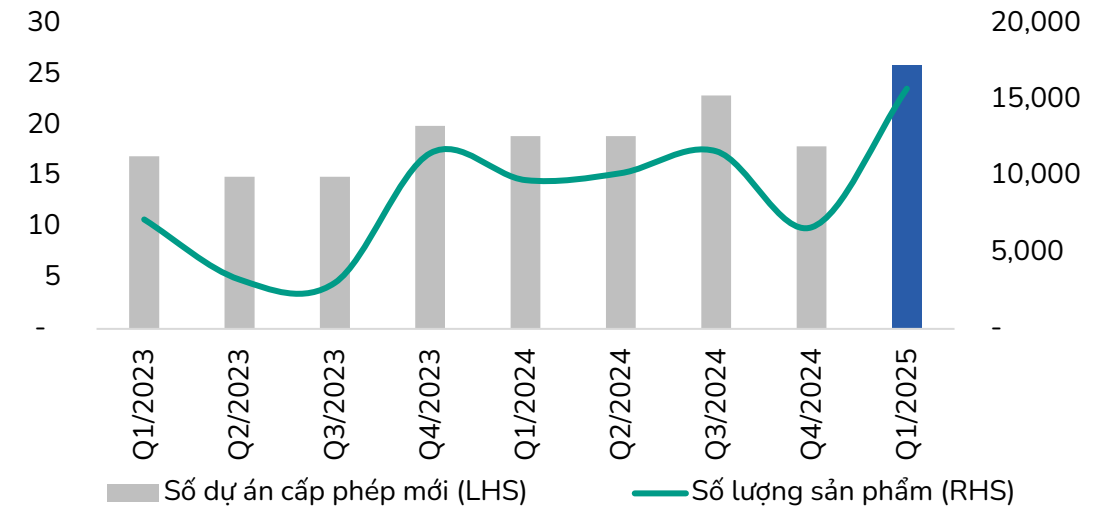


Hình 2: Thị trường căn hộ TP HCM

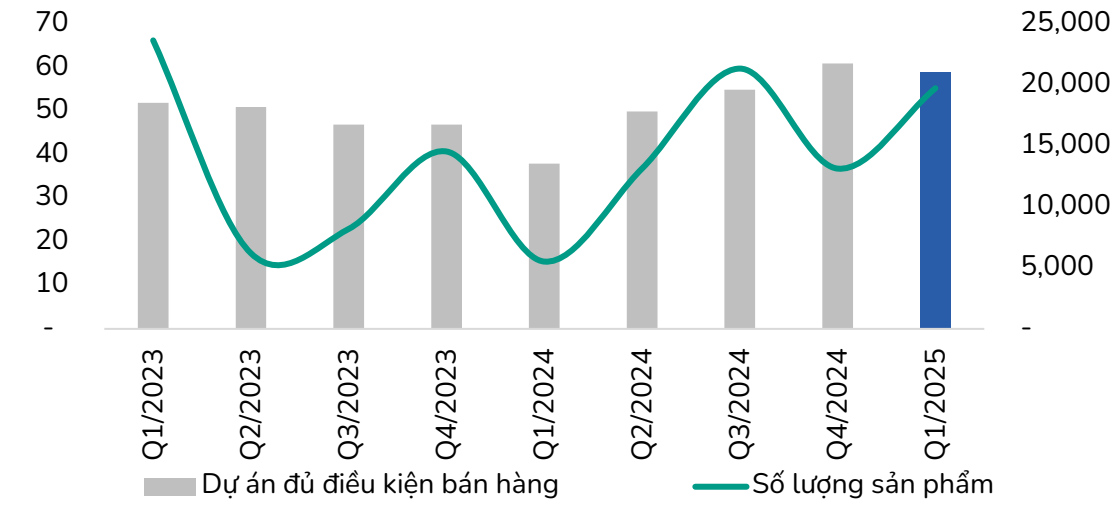


Nguồn: CBRE, BSC Research

Hình 3: Số lượng dự án được cấp phép mới bắt đầu phục hồi



Hình 4: Số lượng dự án đủ điều kiện kinh doanh



Nguồn: Bộ Xây dựng, BSC Research

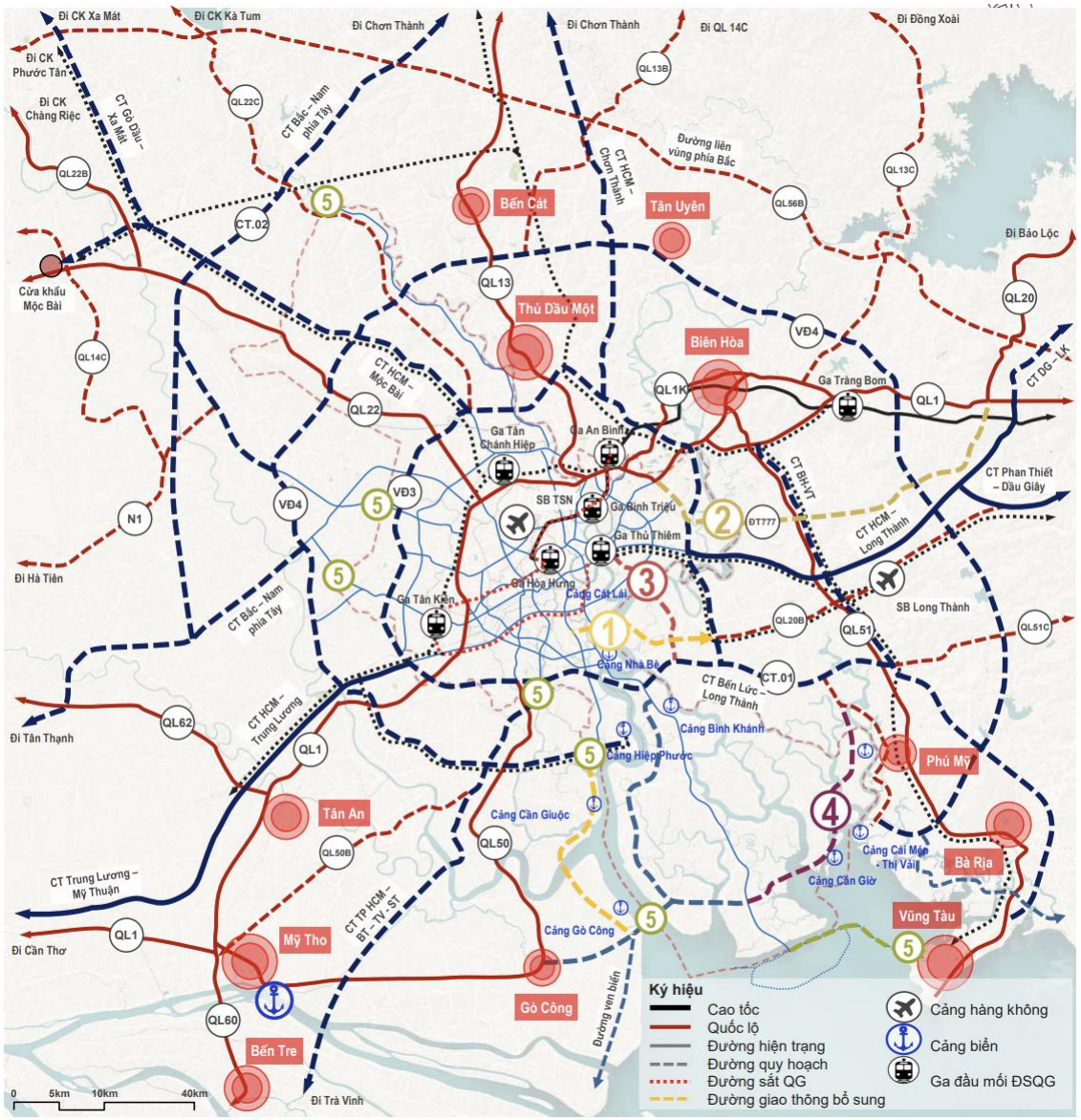
Hưởng lợi lớn từ chính sách tinh gọn bộ máy và sáp nhập các tỉnh, thành

Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực đối với đề án sáp nhập tỉnh. Đây là một động lực mang tính cấu trúc đối với thị trường bất động sản (BĐS) trong trung – dài hạn. Tác động tổng thể có thể được nhìn nhận qua 3 khía cạnh: hạ tầng – quy hoạch – thể chế, dựa trên kinh nghiệm thực tiễn trong nước và quốc tế.

- **Hạ tầng:** Tỉnh hợp nhất sẽ cần nâng cấp kết nối nội tỉnh, mở rộng trục giao thông chính, trung tâm hành chính mới → kích hoạt đầu tư công nội tỉnh.
- **Quy hoạch đô thị:** Điều chỉnh quy hoạch tổng thể, định hướng lại sử dụng đất, mở rộng vùng phát triển đô thị, đô thị hóa → cơ hội hình thành các cực tăng trưởng mới.
- **Thể chế:** Bộ máy hành chính được tinh gọn, cắt giảm nhiều khâu trung gian, đơn vị đầu mối cấp tỉnh rõ ràng hơn → giảm thời gian phê duyệt, cấp phép, tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp.

Tổng lực từ các yếu tố trên, chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản trong tương lai sẽ chứng kiến (1) **thời gian triển khai dự án được rút ngắn** nhờ tiến độ xử lý thủ tục hành chính được đẩy nhanh, (2) **nhu cầu thực được kéo giãn ra xa trung tâm hành chính hiện hữu** nhờ hạ tầng đồng bộ, khu vực thương mại, logistic mới được hình thành, (3) **cung – cầu sẽ cân bằng hơn**, giảm tải áp lực dân số cho trung tâm hành chính hiện hữu.

Hình 5: Quy hoạch kết nối nội & ngoại tỉnh sau sáp nhập tại TP HCM



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 1H2025 và dự kiến Vinhomes Cần Giờ, Phước Vĩnh Tây trong 2H2025
- 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, Emeria.
- 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 6: 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 7: Lợi nhuận sẽ theo sau doanh thu mở bán mới, tăng mạnh từ 2026

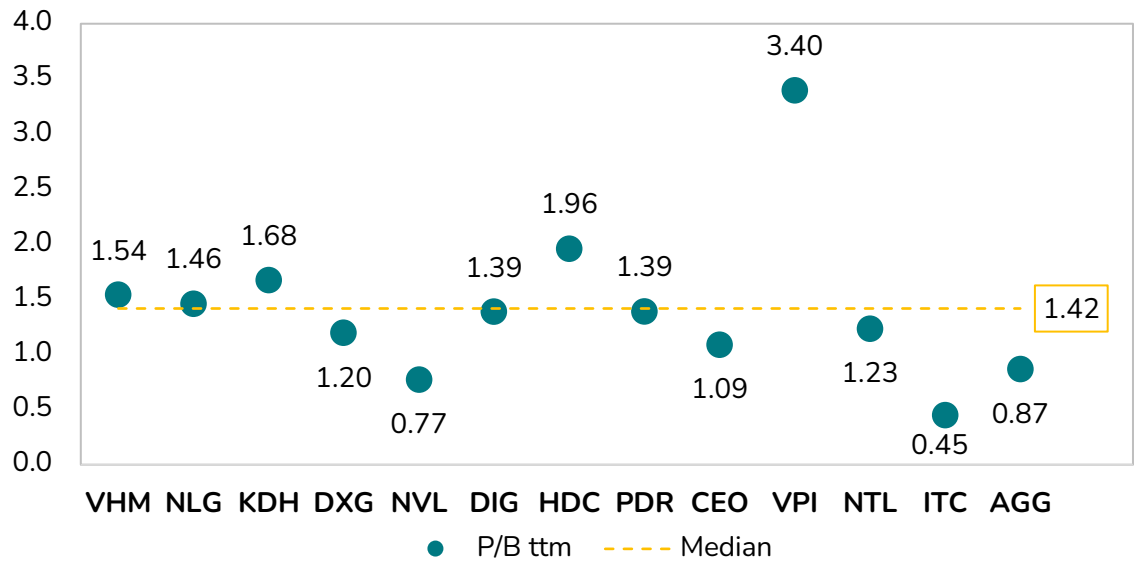
%YoY LNST-CĐTS	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
VHM	42%	-26%	16%	-5%	15%	9%
NLG	28%	-48%	-13%	6%	24%	89%
KDH	4%	-8%	-30%	7%	2%	24%
DXG	-333%	-81%	-20%	54%	-16%	1096%
NVL	-18%	-33%	-72%	n/a	n/a	n/a
PDR	53%	-39%	-40%	-8%	35%	130%
DPG	75%	12%	-47%	10%	45%	40%

Nguồn: BSC Research

NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN THƯƠNG MẠI: ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN

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

- **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.
- Chúng tôi kỳ vọng 2H2025, câu chuyện đảo chiều của một số doanh nghiệp sẽ trở nên rõ ràng và dẫn dắt cổ phiếu có hiệu suất tốt, **(1) thu hẹp chênh lệch định giá so với ngành** nhờ dòng tiền khơi thông, tỷ lệ đòn bẩy được kiểm soát: NVL, PDR, (2) **được tái định giá cao hơn trung bình ngành** nhờ đại dự án chính thức được mở bán: VHM, DXG



Doanh nghiệp	DTT 2025	% YoY	LNST-CDTS 2025	% YoY	PE fwd	P/B fwd	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	% Upside
KDH	4,540	38%	811	0%	36.4	1.6	29,000	39,900	38%
DXG	3,147	-34%	224	-13%	63.9	1.1	16,850	23,100	37%
PDR	4,474	625%	641	-6%	23.4	1.2	17,650	23,600	34%
NLG	7,061	-2%	634	22%	20.2	1.4	37,100	44,400	20%
VRE	9,218	3%	4,413	8%	13.1	1.3	24,800	27,700	12%
TCH	3,963	26%	955	7%	12.0	1.1	19,550	21,500	10%
VHM	125,810	23%	36,602	15%	8.7	1.3	77,000	81,300	6%

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

XUẤT KHẨU: [THEME THUẾ QUAN] – NGUỒN GỐC XUẤT XỨ VÀ NHU CẦU

Cập nhật thông tin đàm phán về thuế đối ứng giữa Việt Nam và Hoa Kỳ (link):

- **Phía Việt Nam:** (1) Cam kết dành quyền tiếp cận thị trường ưu đãi cho hàng hóa Mỹ, (2) *đề nghị phía Hoa Kỳ sớm công nhận Việt Nam là kinh tế thị trường và bỏ hạn chế xuất khẩu đối với một số mặt hàng công nghệ cao* (3) thúc đẩy quan hệ Đối tác chiến lược toàn diện.
- **Phía Mỹ:** cam kết cắt giảm đáng kể thuế đối ứng cho nhiều hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam và tiếp tục hợp tác để giải quyết các vướng mắc thương mại, đặc biệt trong các lĩnh vực ưu tiên của cả hai bên. *Ngoài ra, Tổng thống Hoa Kỳ Donald Trump (TT Trump) cũng đưa ra thông tin chưa chính thức khuôn khổ khung đàm phán* (link) **(1)** Đối với tất cả hàng hóa xuất xứ từ Việt Nam sẽ chịu thuế suất 20% **(2)** Đối với tất cả hàng hóa nhập tái xuất (Transshipment) sẽ chịu thuế suất 40%.

Ngày 7/7/2025, Hoa Kỳ tuyên bố áp thuế đối ứng từ 25%-40% đối với 14 quốc gia, trong đó, một số quốc gia cạnh tranh trực tiếp với hàng hóa của Việt Nam như Indonesia (32%), Thái Lan (36%), Bangladesh(35%),... dự kiến có hiệu lực vào 1/8 và các nước có liên quan vẫn đang tiếp tục đàm phán...

Quan điểm: BSC cho rằng với khung thuế suất ban đầu phù hợp với kịch bản cơ sở gần nhất đã đề cập (Link) và cần theo dõi định nghĩa của các thuật ngữ, các điều khoản chính thức, chi tiết liên quan đến lĩnh vực ưu tiên của cả hai bên. Dựa trên dữ kiện hiện tại, chúng tôi cho rằng

(1) Ngắn hạn: mặt bằng thuế suất cao hơn có thể tác động tiêu cực ngắn hạn lên nhu cầu tiêu dùng và theo dõi quan điểm của các đối tác thương mại khác.

(2) Trung hạn: Duy trì quan điểm tích cực về triển vọng và **dư địa tăng trưởng lớn cho các DN xuất khẩu đến từ kỳ vọng Hoa Kỳ công nhận Việt Nam là kinh tế thị trường.**

Top đầu các nước đạt được thỏa thuận khung với Hoa Kỳ và duy trì được lợi thế cạnh tranh

- Bước đầu so sánh khung thuế suất với các đối thủ cạnh tranh thì Việt Nam sở hữu ưu thế hơn (đặc biệt đối với các nhóm ngành chủ động được nguồn gốc xuất xứ)
- Khung thỏa thuận được đưa ra sớm, giúp doanh nghiệp chủ động đưa ra các phương án sản xuất kinh doanh.

Lợi thế cạnh tranh

- Bối cảnh địa chính trị ổn định
- Tham gia nhiều hiệp định thương mại và hợp tác chiến lược với nhiều quốc gia
- Đa phần thuộc nhóm ngành thâm dụng lao động và gia công.
- Xu hướng cải thiện chi phí vận hành và đảm bảo ESG.
- Tỉ giá đang hỗ trợ tích cực cho xuất khẩu.
- Xây dựng chính sách phát triển KT tư nhân

Doanh nghiệp từng bước thích nghi trong bối cảnh mới

- Từng bước chuẩn hóa nguồn gốc xuất xứ của sản phẩm
- Tối ưu hóa hoạt động và nâng cao năng suất lao động
- Tìm kiếm thị trường mới

XUẤT KHẨU: [THEME THUẾ QUAN] – NGUỒN GỐC XUẤT XỨ VÀ NHU CẦU

(Quay lại mục lục)

Quan điểm về kịch bản thuế quan đối ứng tùy thuộc vào: (1) đặc thù ngành; (2) đảm bảo về nguồn gốc xuất xứ, đa dạng thị trường (3) nhu cầu tiêu dùng.

Ngoài ra, dư địa tăng trưởng dài hạn của nhóm ngành xuất khẩu đến từ sự kiện Hoa Kỳ công nhận Việt Nam là nền kinh tế thị trường

Ngành	Tăng trưởng LNST		Nguồn gốc Xuất xứ	Đa dạng thị trường	Nhu cầu phục hồi	Mức độ hấp dẫn?	*BSC sau khi tham khảo quan điểm DN*
	2025E	2026F					
Thủy sản	+54%	Có	Đảm bảo	Trung Quốc	2H/2026	4/5	Biên lợi nhuận kỳ vọng duy trì khi (1) giá TACN giảm bù đắp lại cho (2) giá xuất khẩu neo ở mức thấp do nhu cầu yếu
Dệt may	+7%	Có	Cần lộ trình, phụ thuộc vào khách hàng	Châu Âu	2H/2026	2/5	Biên gộp kỳ vọng đi ngang hoặc giảm nhẹ do (1) chia sẻ phần thuế tăng thêm với khách hàng (2) sẽ được bù đắp một phần bằng năng suất lao động và các đơn hàng GTGT cao
Gỗ/Đá	+11%	Không	Đảm bảo	Không	2H/2026	1/5	Đồ nội thất là các mặt hàng không thiết yếu, kỳ vọng nhu cầu sẽ hồi phục chậm và sau các mặt hàng thiết yếu khác như thực phẩm, quần áo.
Săm lốp	-11%	Có	Đảm bảo	Nam Mỹ	1H/2026	4/5	Biên gộp thu hẹp do chia sẻ thuế quan với KH tại thị trường Mỹ.
Cảng – Vận tải biển	+2%	Có	N/A	Nam Mỹ, Châu phi	2H/2026	2/4	Biên gộp mở rộng do kỳ vọng giá dịch vụ tăng 10% - 15% vào cuối năm.

Chú ý:

Thủy sản: ANV và VHC

Săm Lốp:

Gỗ/ Đá : PTB và VCS (tham khảo KHKD)

Dệt may: TNG và MSH

Cảng – Vận Tải Biển: GMD, PVT, HAH và PHP, SGP,VSC (tham khảo KQKD)

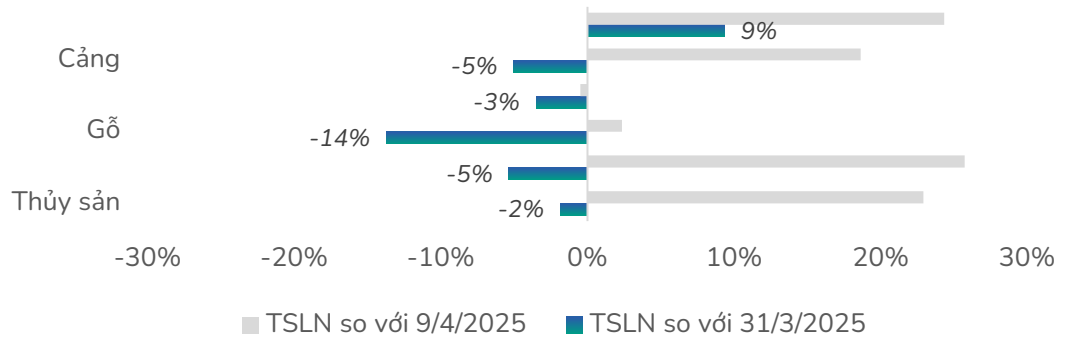
Tổng điểm mức độ hấp dẫn được ước tính bằng= Màu xanh = +1 và Màu vàng = -1

XUẤT KHẨU: ĐỊNH GIÁ PHÂN HÓA

Quan điểm định giá nhóm xuất khẩu

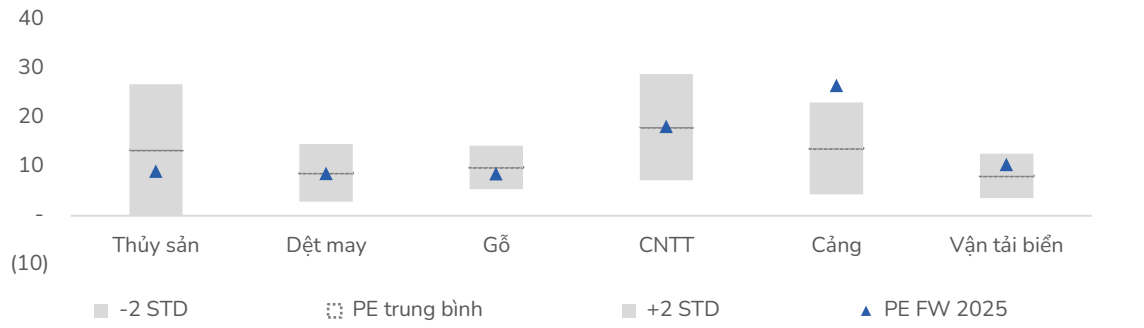
Trong bối cảnh (1) diễn biến phức tạp của tình hình địa chính trị thế giới ảnh hưởng tới triển vọng tăng trưởng và (2) tiến trình đàm phán thuế quan chưa có thông tin chính thức, nhưng hiệu suất tính theo nhóm ngành diễn biến tích cực của các nhóm cổ phiếu như nhóm vận tải biển, thủy sản, CNTT,.... Diễn biến giá cổ phiếu của các nhóm ngành này lạc quan hơn cập nhật trước đó của BSC (Link) và dã phản ánh kỳ vọng kết quả đàm phán theo kịch bản lạc quan. BSC lưu ý sau khi hiệu ứng '"Front Loading" kết thúc, sản lượng xuất khẩu hoàn toàn có thể ghi nhận giảm trở lại khi nhu cầu tại thị trường Mỹ hiện tại là không mạnh, do vậy, định giá các cổ phiếu cần được quan sát thêm trong thời gian tới.

Hình: Diễn biến giá CP của nhóm XK phục hồi về mức nền trước diễn biến thuế quan



Nguồn: BSC Research

Hình: Định giá ngành XK đã phản ánh tình hình đàm phán thuế đối ứng theo kịch bản lạc quan



Nguồn: BSC Research

Do đó, chúng tôi đưa ra **chiến lược đầu tư chọn lọc** ưu tiên các cổ phiếu (1) đầu ngành sở hữu lợi thế cạnh tranh (2) đảm bảo tăng trưởng và định giá hợp lý.

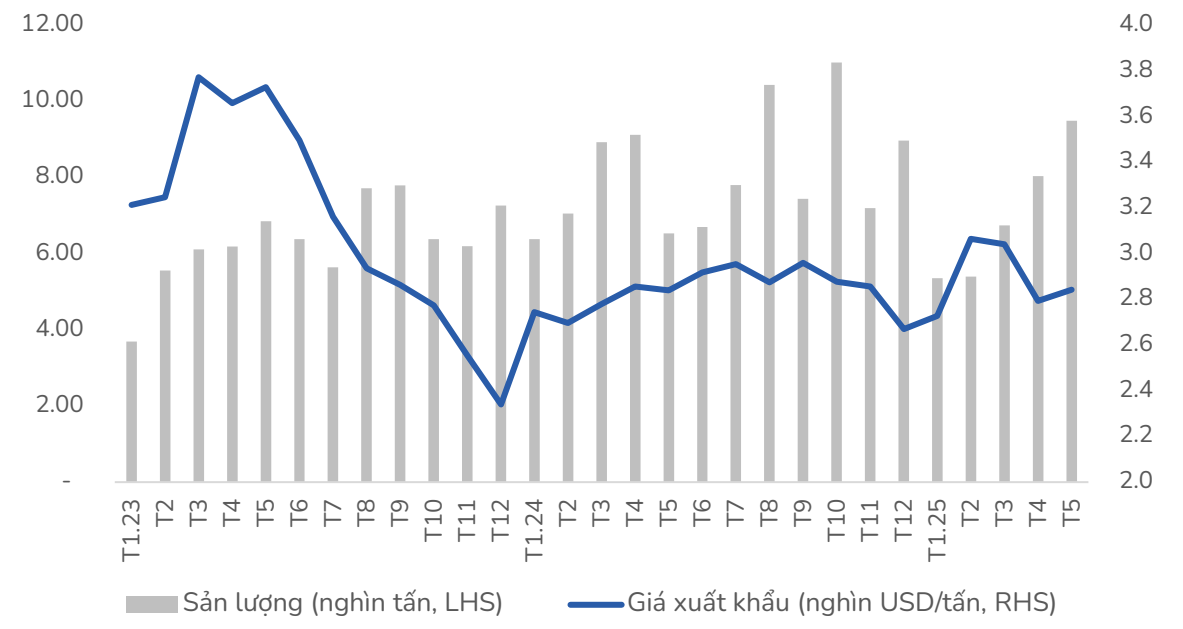
Mã CP	LNST 2025 (Tỷ VND)	%YoY	PE FW 2025 (lần)	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Quan điểm
TNG	340	8%	7.3	25,300	23%	[MUA] TNG là doanh nghiệp có đơn hàng mạnh mẽ nhất ở thời điểm hiện tại nhờ đa dạng hóa sang thị trường EU, ngoài ra định giá cũng đang ở mức hợp lý để mua vào với PE FW 2025 = 7.3 lần so với trung bình 5 năm = 8.5 và ngành = 9 lần.
GMD	1,452	34%	17.5	74,900	23%	[MUA] Kỳ vọng LNST cốt lõi +31% yoY nhờ sản lượng tại 2 cụm cảng cốt lõi là NĐV và GML lần lượt tăng trưởng 6%/6% YoY bất chấp mức nền sản lượng đột biến của năm 2024 và tác động từ chính sách thuế quan 2025 do **(1)** đóng góp từ các tuyến dịch vụ mới và **(2)** chiến lược đa dạng hoá thị trường góp phần giảm thiểu rủi ro.

CÁ TRA XUẤT KHẨU ĐI MỸ KỲ VỌNG GIẢM TRONG 2H.2025:

1. **Sản lượng xuất khẩu kỳ vọng giảm trong 2H.2025** do (1) hiệu ứng "Front loading" kết thúc sau khi mức thuế sau đàm phán được công bố (2) nhu cầu tại thị trường không quá mạnh thể hiện qua giá cá tra giảm trong T4, T5 ngay sau khi mức thuế được công bố và sản lượng xuất khẩu thấp trong Q1.2025 khi chưa có hiệu ứng Front Loading (3) người tiêu dùng Mỹ có xu hướng tiết kiệm trong tiêu dùng khi phần thuế tăng thêm đã dần được chuyển sang cho người tiêu dùng cuối thể hiện qua xu hướng giảm của chỉ số CCI.

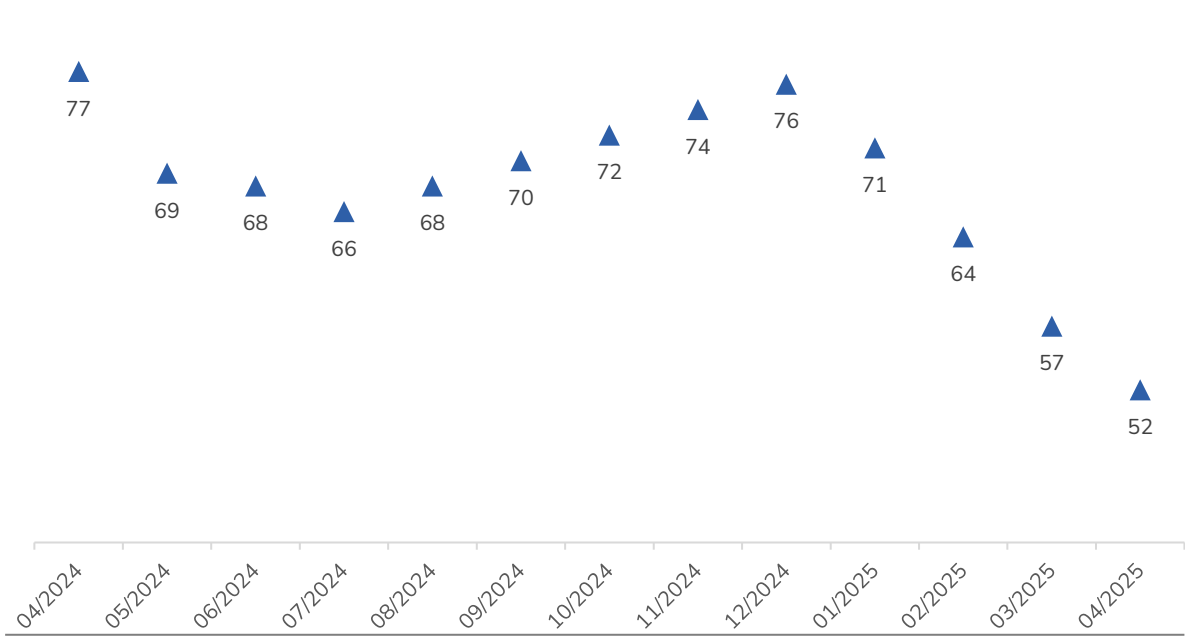
2. **Giá cá tra neo kỳ vọng tiếp tục neo ở mức thấp**: Giá xuất khẩu Q2.2025 bình quân của VHC = 2.8 nghìn USD/tấn (-4.3% mom, -2.4% yoy) quay trở lại xu hướng giảm khi (1) nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ không mạnh (2) mức sản lượng tăng so với cùng kỳ chủ yếu đến từ hiệu ứng "Front Loading" sau khi thuế đối ứng được công bố. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng giá cá tra sẽ không giảm quá mạnh mà chủ yếu neo ở mức giá hiện tại do tồn kho cá tra thấp tại các tỉnh nuôi trồng chính nên áp lực giảm giá đẩy hàng của doanh nghiệp là thấp trong 2H.2025.

Hình: Giá cá tra xuất khẩu của VHC neo ở mức thấp trong Q2.2025



Nguồn: BSC Research

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

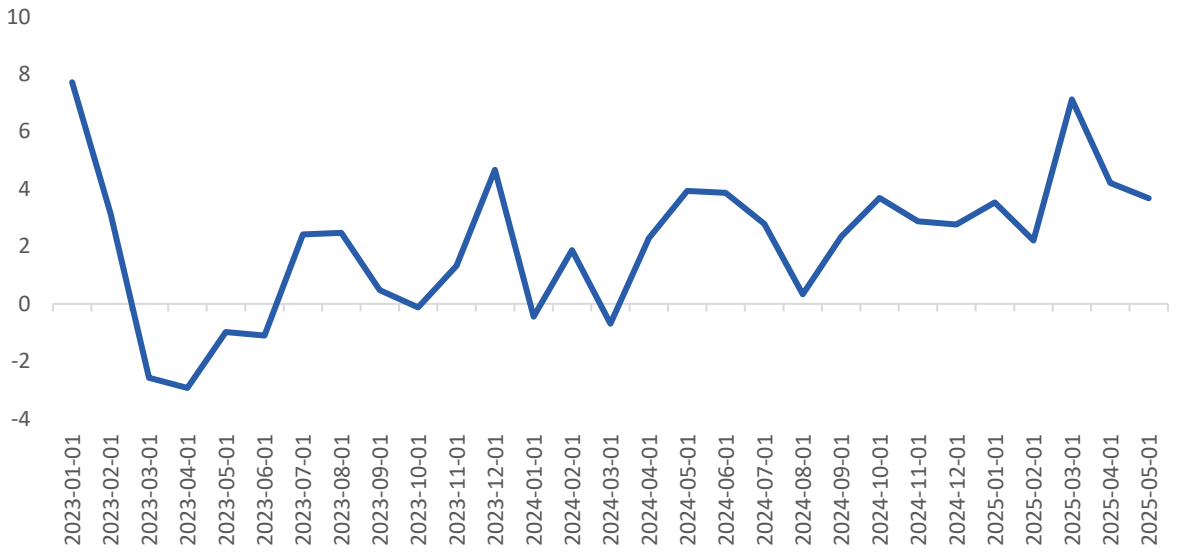


Nguồn: BSC Research

TRIỂN VỌNG ĐƠN HÀNG 2H.2025 ĐÃ BỚT BẤT ĐỊNH:

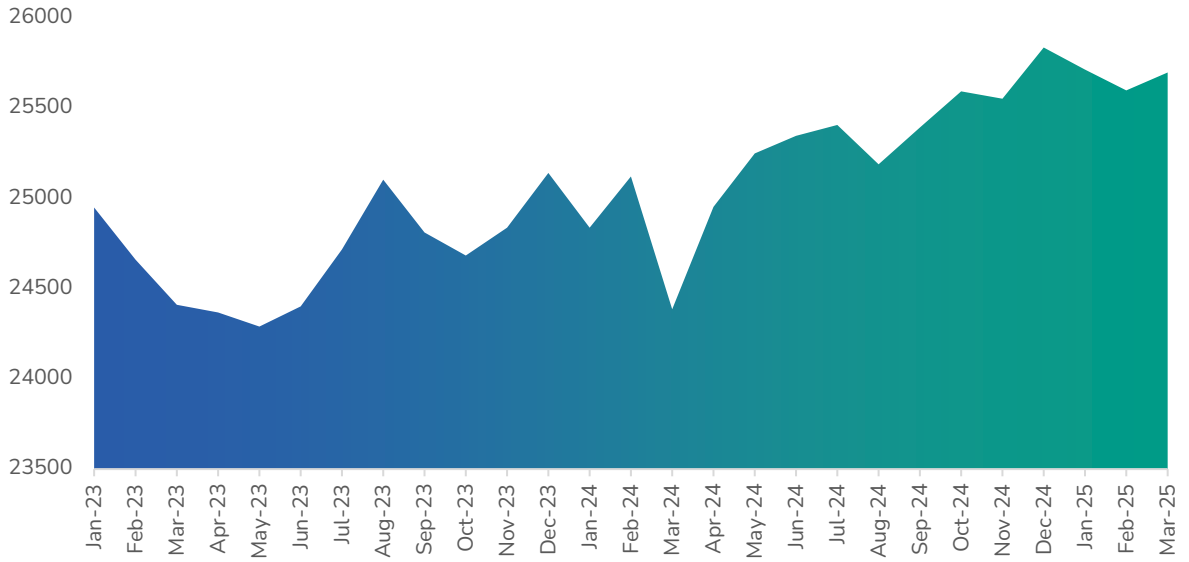
1. **BSC kỳ vọng triển vọng đơn hàng cuối năm sẽ giữ được ở mức đi ngang hoặc giảm nhẹ so với cùng kỳ** do (1) Việt Nam khả năng cao sẽ đàm phán được mức thuế đối ứng thấp hơn nhiều so với mức công bố giúp đảm bảo khả năng cạnh tranh so với các nước khác (Ấn Độ, Trung Quốc, Bangladesh,...) (2) đa phần các doanh nghiệp đã lấp đầy đơn hàng đến hết Q3.2025, một số doanh nghiệp có đơn hàng đa dạng hơn thì đã lấp đầy đến hết năm 2025 (3) đối với đơn hàng Q4 có thể sẽ ghi nhận giảm hoặc đi ngang do nhu cầu tại thị trường Mỹ không mạnh khi các nhà bán lẻ chuyển một phần thuế tăng thêm cho người tiêu dùng.
2. **Biên lợi nhuận của các doanh nghiệp may mặc kỳ vọng đi ngang hoặc giảm trong 2025** do (1) phải chia sẻ 1-2% phần thuế tăng thêm cho khách hàng (2) tuy nhiên, việc tập trung vào các đơn hàng giá trị cao và ứng dụng công nghệ tự động vào sản xuất sẽ giúp các doanh nghiệp bù đắp phần nào chi phí từ thuế đối ứng.

Hình: Doanh số bán quần áo quay trở lại xu hướng giảm sau khi Mỹ công bố thuế đối ứng (%)



Nguồn: BSC Research

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



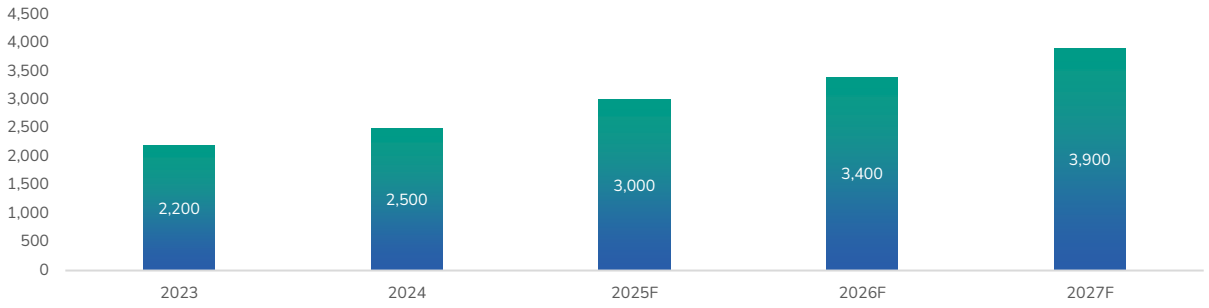
Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

- **Yếu tố bên trong:** Chính phủ đang đẩy mạnh phát triển khoa học công nghệ và đổi mới sáng tạo – ban hành Nghị Quyết 57-NQ/TW, nhấn mạnh việc chi tiêu ít nhất 15% ngân sách nhà nước vào các lĩnh vực Hạ tầng số, Chuyển đổi số, AI, Nhân lực công nghệ cao và An ninh mạng → mở ra cơ hội cho các doanh nghiệp tư nhân trong mảng Công Nghệ tại Việt Nam.
- **Yếu tối bên ngoài:** Xu hướng ứng dụng AI và số hoá doanh nghiệp trên toàn cầu thúc đẩy **(i)** nhu cầu chi tiêu chuyển đổi số (CAGR = 16.2%), **(ii)** mở rộng quy mô thị trường cơ sở hạ tầng AI (CAGR = 20.1%) → động lực dẫn dắt tăng trưởng ngành trong trung và dài hạn.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Việt Nam thúc đẩy việc Mỹ sớm công nhận Việt Nam là kinh tế thị trường và dỡ bỏ hạn chế xuất khẩu các mặt hàng công nghệ cao.

Hình: Chi tiêu chuyển đổi số dự kiến đạt mức CAGR (2023-2027) = 16.2%



Nguồn: Gartner

2. Quan điểm của BSC

Chúng tôi cho rằng nhu cầu chi tiêu dịch vụ CNTT có thể hồi phục khi mà **(i)** chính sách thuế quan dần ổn định khi mà quá trình đàm phán giữa Mỹ vào các nước hoàn tất, **(ii)** kỳ vọng FED cắt giảm lãi suất vào giai đoạn cuối năm 2025.

Những doanh nghiệp CNTT có hệ sinh thái hoàn thiện và sở hữu các dự án Trung tâm dữ liệu AI có khả năng → **(i)** thực hiện hoá chiến lược đón sóng AI, **(ii)** tái định vị lại phân khúc trở thành công ty dịch vụ công nghệ cao trong chuỗi giá trị thay vì gia công phần mềm, **(ii)** đạt tiềm năng tăng trưởng trong trung và dài hạn.

3. Khuyến nghị của BSC

Mã CP	LNST 2025 (Tỷ VND)	%YoY	Giá mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Quan điểm
FPT	9,322	19%	138,300	19%	[MUA] Kỳ vọng FPT duy trì tăng trưởng lợi nhuận tiệm cận +20% nhờ **(1)** gia tăng biên LNG +0.3 đpt từ việc tối ưu chi phí, **(2)** đóng góp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh "không cốt lõi" +46%. Giá cổ phiếu đã về mức ngang bằng PE trung bình, phần nào đã phản ánh rủi ro về suy giảm nhu cầu chi tiêu dịch vụ CNTT trong bối cảnh bất định.

CẬP NHẬT QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Triển vọng ngành

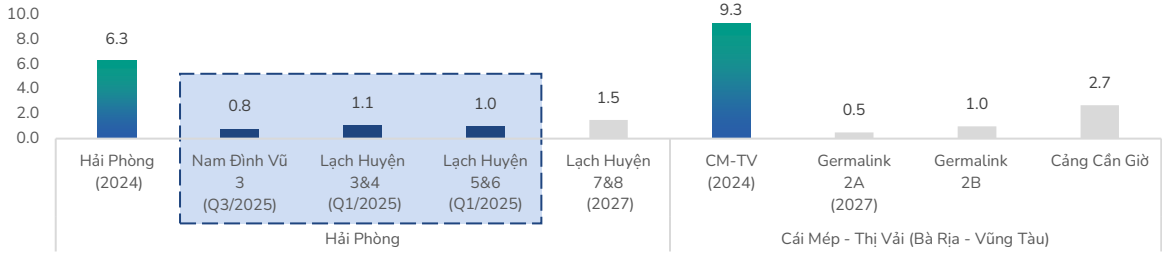
Ngành Cảng biển vẫn đóng vai trò quan trọng trong mắt xích chuỗi cung ứng toàn cầu do các mặt hàng giá trị thấp đang đóng góp tỷ trọng cao vào sản lượng Container – tạo nền tảng tăng trưởng sản lượng thông quan.

- Giá trị xuất khẩu hàng dệt may, giày dép, đồ gỗ nội thất và thuỷ sản chỉ đạt 86 tỷ USD (chiếm 21.2% tổng kim ngạch XK). Tuy nhiên, những nhóm hàng này chủ yếu vận chuyển qua đường biển, ước tính chiếm 60% sản lượng Container (theo chia sẻ của doanh nghiệp ngành Cảng).
- Đây là những ngành hàng có tính thâm dụng lao động cao – vốn không nằm trong nhóm ngành chiến lược như Công nghệ cao hay Chíp bán dẫn mà Mỹ muốn nhắm đến.

2. Quan điểm của BSC

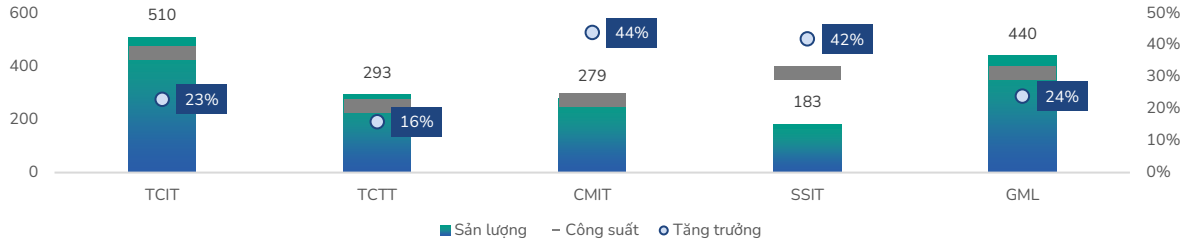
Yếu tố	Khu vực miền Bắc	Khu vực miền Nam
Cung	**Áp lực cạnh tranh ngày càng gia tăng** khi mà tổng công suất thiết kế tại Hải Phòng tăng +33% (2.8 triệu TEUs) trong 2025.	**Áp lực cạnh tranh không nhiều** do quỹ đất hạn chế → không có kế hoạch bổ sung công suất mới trong năm 2025.
Cầu	**Chính sách thuế quan có thể dán tiếp ảnh hưởng đến tăng trưởng sản lượng** tại khu vực Nam Đình Vũ do mức nền sản lượng cao trong giai đoạn trước (chủ yếu được đóng góp bởi nguồn hàng nguyên vật liệu đầu vào từ Trung Quốc).	Không chịu tác động quá lớn do sản phẩm dệt may, giày dép, đồ gỗ nội thất là nhóm ngành chủ lực tại cụm cảng nước sâu CM-TV. **Tuy vậy, rủi ro nhu cầu tiêu dùng toàn cầu suy yếu trong bối cảnh chính sách thuế quan bất định có thể ảnh hưởng đến tăng trưởng sản lượng trong trung hạn.**
Giá	**Kỳ vọng giá dịch vụ xếp dỡ tại các cụm cảng nước sâu tăng 10% - 15%** sau thời điểm phê duyệt của Chính phủ trong Q4/2025.	

Hình: Công suất dự kiến tăng +33% YoY trong 2025 tại khu vực HP (đơn vị: triệu TEUs)



Nguồn: BSC Research

Hình: Sản lượng tại cụm cảng CM-TV duy trì tăng trưởng tích cực trong Q1/2025



Nguồn: BSC Research

HÀNG KHÔNG & BÁN LẺ: VIẾT TIẾP CÂU CHUYỆN TĂNG TRƯỞNG

Kích thích kinh tế chất xúc tác dẫn dắt tăng trưởng bền vững

Thúc đẩy du lịch

- Chính sách thị thực cởi mở (link)
- Tận dụng cơ hội từ đồng nội tệ yếu
- Nâng cấp cơ sở hạ tầng hàng không

Kích thích nhu cầu tiêu dùng ngắn hạn:

- Giảm thuế VAT xuống 8% đến hết năm 2026 (link) và điều chỉnh giảm thuế TTĐB đối với một số mặt hàng
- Kỳ vọng luật thuế thu nhập cá nhân sửa đổi nhằm phù hợp với thực tế sẽ được Quốc Hội xem xét trong kỳ họp tháng 10/2025(link)

Tạo môi trường kinh doanh cạnh tranh lành mạnh

- Thay đổi hình thức kê khai thuế tại các hộ kinh doanh từ thuế khoán sang phương pháp kê khai trực tiếp (link) và ứng dụng hệ thống hóa đơn điện tử
- Siết chặt quản lý thương mại điện tử qua biên giới để bảo vệ người tiêu dùng (link) và nghiên cứu xây dựng luật TMDT.
- Tăng cường kiểm soát chất lượng thực phẩm, thuốc và mỹ phẩm (link)
- Điều chỉnh (1) luật bảo hiểm y tế, (2) Dự thảo điều chỉnh nghị định 24 về kinh doanh vàng (link), (3) dự thảo luật TMĐT (link) phù hợp với điều kiện thực tiễn

... Theo đó, một số nhóm ngành sở hữu lợi thế mở rộng thị phần lớn và đảm bảo tăng trưởng trung hạn gồm:

Ngành	Tăng trưởng LNST 2025E (%)	Tăng trưởng LNST 2026F	Nhu cầu phục hồi	Mở rộng thị phần	Quan điểm	Mức hấp dẫn?
Hàng không*	+23%	Có	2025	Mở đường bay quốc tế	**Ngắn hạn**: KQKD tăng trưởng nhờ **(1)** sản lượng hành khách quốc tế và nội địa phục hồi so với trước Covid, **(2)** tối ưu dịch vụ bổ trợ và đầu tư logistics hiện đại, **(3)** kỳ vọng giá dầu JET A1 giảm -10% YoY **Trung hạn**: Phát triển đội bay để tận dụng cơ hội thị trường Châu Á - TBD, với tốc độ tăng trưởng 5.1%/năm giai đoạn 2024-2043.	5/5
Bán lẻ hiện đại	+43%	Có	1H/ 2026	Chiếm thị phần của kênh GT	**Ngắn hạn:** KQKD phục hồi sau giai đoạn tối ưu vận hành, tiếp tục mở rộng thị phần nhờ danh mục hàng hóa phù hợp, đảm bảo chất lượng và giải pháp tài chính linh hoạt. **Trung hạn:** Dư địa từ chuyển dịch ngành, giá trị gia tăng cho khách hàng và đòn bẩy từ tài chính tiêu dùng còn room tăng trưởng.	5/5
• Trang sức (PNJ)	-5%	Có	2H/ 2026	Cạnh tranh bằng SP trang sức thiết kế	**Ngắn hạn:** Áp lực tăng trưởng do giá vàng neo cao dẫn tới nhu cầu chuyển dịch sang đầu tư, khó khăn đến từ thiếu hụt nguồn cung. **Cần lưu ý những thay đổi của NĐ 24.** **Trung hạn:** Môi trường cạnh tranh lành mạnh và tận dụng cơ hội khai thác các dòng sản phẩm có hàm lượng thiết kế cao hơn hỗ trợ biên lợi nhuận	3/5

** Bao gồm: HVN và VJC – BSC chưa cover nên sử dụng số liệu kế hoạch kinh doanh*

Tổng điểm mức độ hấp dẫn được ước tính bằng= Màu xanh = +1 và Màu vàng = -1

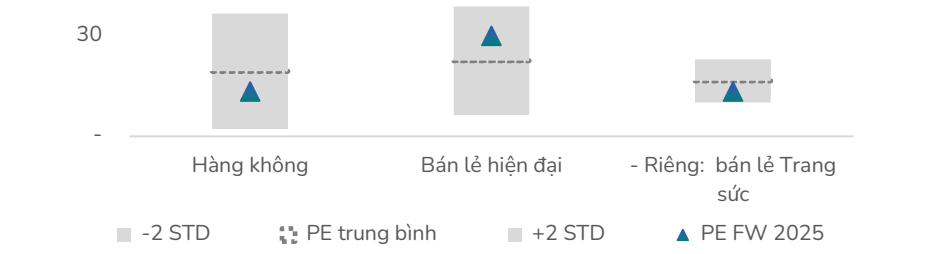
HÀNG KHÔNG & BÁN LẺ : DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG TRUNG HẠN

Quan điểm định giá:

Dựa trên cơ sở diễn biến giá cổ phiếu thuộc nhóm ngành hàng không +17% và ngành bán lẻ hiện đại +15% so với thời điểm trước sự kiện thuế quan (giá đóng cửa ngày 31/3/2025)- cao hơn đáng kể hiệu suất của Vnindex +8.3%.

BSC cho rằng dư địa đến từ định giá hấp dẫn không còn lớn như báo cáo gần nhất (link), đặc biệt đối với nhóm ngành bán lẻ hiện đại trong ngắn hạn nên chúng tôi duy trì khuyến nghị đầu tư chọn lọc dựa trên ***(1)*** *câu chuyện tăng trưởng và nắm bắt cơ hội mở rộng thị phần,* ***(2)*** *sự kiện nâng hạng thị trường chứng khoán, hỗ trợ tích cực định giá của các cổ phiếu tăng trưởng và còn dư địa sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài như MSN, FRT, HVN...*

Hình: Dư địa tăng trưởng định giá đến từ khả năng tăng trưởng quy mô



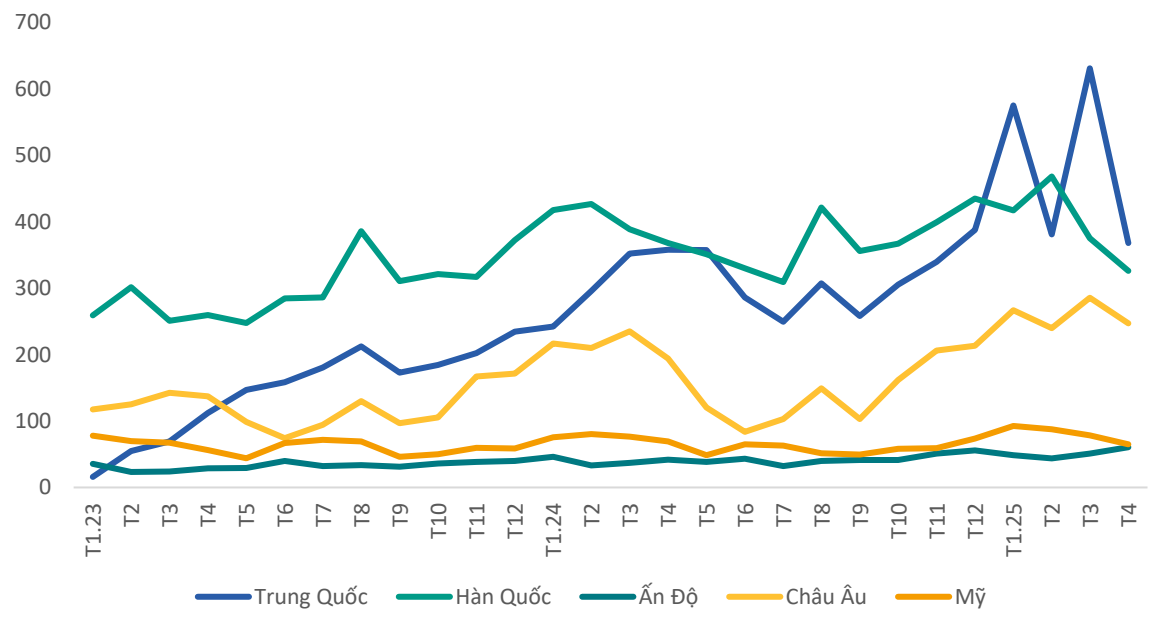
Nguồn: BSC Research

Mã CP	LNST 2025 (Tỷ VND)	%YoY	Gía mục tiêu (VND/CP)	Upside (%)	Quan điểm
HVN	8,482	+23%	50,700	+35%	[MUA] Kỳ vọng hệ số Load Factor hồi phục và giá dầu giảm -10% yoy hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận. Định giá EV/EBITDA FW 2025 = 5.3 lần thấp hơn nhiều so với giai đoạn trước dịch = 8 lần.
MWG	5,308	+43%	80,500	20%	[MUA] Kỳ vọng tăng trưởng LNST +43%YoY nhờ TGDĐ+ĐMX duy trì vị thế là trụ cột lợi nhuận và BHX tiến hành mở cửa hàng mới kết hợp với hiệu quả hoạt động (biên LNST +1%). Kỳ vọng tăng trưởng LNST CAGR (2024-2027) ~+26% nhờ tăng trưởng của BHX và Erablue
FRT	610	+92%	213,900	15%	[MUA] Kỳ vọng tăng trưởng LNST- CSĐTS +92%YoY nhờ Long Châu dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận và trụ cột tài chính, FPT shop cải thiện hiệu quả. Kỳ vọng tăng trưởng LNST CAGR (2024-2027) +58% nhờ dẫn dắt bởi Long Châu và hệ sinh thái sức khỏe Catalyst: còn dư địa sở hữu cho NĐT nước ngoài
MSN	2,485	+24%	91,500	21%	[MUA] Kỳ vọng tăng trưởng LNST- CSĐTS +25%YoY nhờ trụ cột lợi nhuận MCH và HDKD của các mảng khác cải thiện như WCM, MML và MSR. Catalyst: niêm yết MCH lên HOSE và sở hữu lợi thế 100% room ngoại. **Yếu tố tăng định giá:** đơn giản mô hình hoạt động, thoái vốn mảng KD không thiết yếu và tối ưu hóa đòn bẩy tài chính giảm áp lực lãi vay.
PNJ	2,047	-2%	83,000	+1%	[THEO DÕI] Định giá PE đã về mức ~1 lần độ lệch chuẩn, phản ánh áp lực tăng trưởng trên mức nền cao và diễn biến khó lường của ngành. Tuy nhiên, DN cần chứng minh khả năng thích nghi thông qua KQKD quý tới. ***Yếu tố tăng định giá: Thay đổi của nghị định 24 và diễn biến giá vàng thế giới***.

KQKD KỲ VỌNG TIẾP TỤC CẢI THIỆN SO VỚI CÙNG KỲ TRONG 2H.2025

1. Hế số Load Factor cải thiện svck trong 2H.2025 nhờ (1) sản lượng hàng khách quốc tế hồi phục mạnh so với năm 2024 và 2019 (Trung Quốc +57% yoy, +14% so với 2019; Ấn Độ +29% yoy, +296% so với 2019,...) (2) chính phủ duy trì các chính sách thúc đẩy du lịch như miễn thị thực, giảm giá hoặc miễn phí vé vào cửa ở các khu du lịch, di tích, danh lam thắng cảnh (3) ngoài ra, việc tỷ giá tăng cũng là điểm thu hút du khách quốc tế đến Việt Nam (4) nhiều đường bay thẳng từ Châu Âu, Ấn Độ đã được mở để đáp ứng nhu cầu của khách du lịch.
2. Giá dầu JET A1 neo ở mức thấp -11% so với cùng kỳ cũng là yếu tố hỗ trợ cho KQKD tăng trưởng so với cùng kỳ.
3. Trong trung và dài hạn, nâng cấp hạ tầng hàng không, định hướng trở thành điểm trung chuyển quốc kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng cho ngành như (1) giai đoạn 1 của sân bay Long Thành với công suất 25 triệu khách/năm kỳ vọng sẽ hoàn thành vào cuối 2025 (2) nhà ga T3 Tân Sơn Nhất, mở rộng nhà ga T2 Nội Bài,.... Ngoài ra, hạ tầng giao thông kết nối với các sân bay, các tỉnh thành cũng sẽ được triển khai một cách đồng bộ như CTBN GĐ 1 – 2 cũng sẽ hỗ trợ thúc đẩy du lịch tại Việt Nam.

Hình: Sản lượng hành khách hàng phục mạnh trong 2025



Nguồn: Tổng cục du lịch Việt Nam

Hình: Chính phủ gấp rút hoàn thành GĐ 1 SB Long Thành

Nguồn: BSC Research tổng hợp

QUAN ĐIỂM VỀ TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Dựa trên giả định rằng chưa có đủ dữ liệu để đánh giá tác động của chính sách thuế đối ứng đến kỳ vọng của ngành bán lẻ.

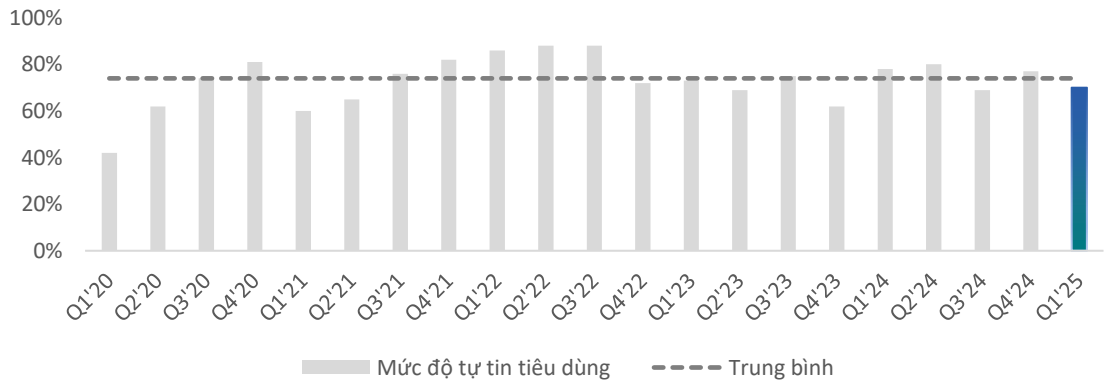
Ngắn hạn: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về KQKD của nhóm bán lẻ hiện đại trong 2H/2025 dựa trên: (1) khả năng mở rộng thị phần kênh bán lẻ hiện đại nhờ chất xúc tác tích cực đến từ các chính sách kích thích kinh tế, (2) mô hình hoạt động đã được tối ưu trong giai đoạn trước giúp các doanh nghiệp tối ưu từ 1 đến 2 điểm %/ doanh thu so với giai đoạn trước.

- Riêng đối với ngành bán lẻ trang sức tiếp tục đối mặt với áp lực sức mua suy giảm do giá vàng neo cao và nguồn cung nguyên liệu chưa có dấu hiệu nới lỏng. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm cần theo dõi thông tin liên quan đến lộ trình thông qua sửa đổi NĐ24 về kinh doanh vàng (Báo cáo BSC)

Dài hạn: Duy trì kỳ vọng tăng trưởng tích cực đối với nhóm bán lẻ hiện đại đến từ kỳ vọng xu hướng dịch chuyển mạnh từ kênh bán lẻ truyền thống GT sang kênh bán lẻ hiện đại, thông qua:

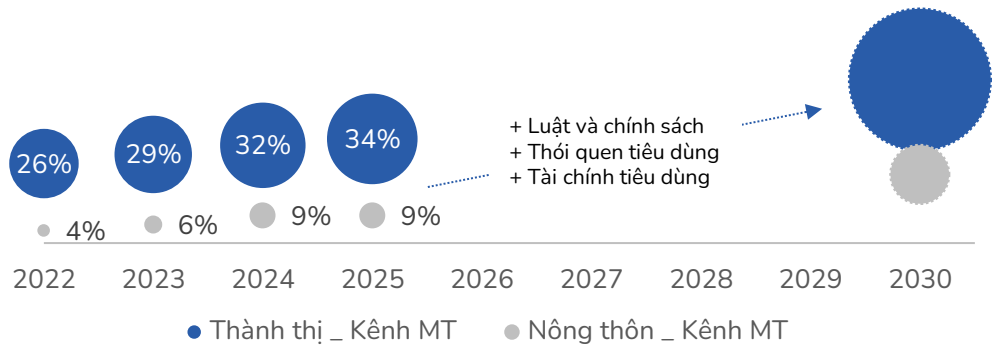
- Chất xúc tác từ môi trường kinh doanh lành mạnh hơn, xu hướng đô thị hóa được thúc đẩy tích cực sau giai đoạn sắp xếp lại bộ máy hành chính
- Xu hướng thu nhập khả dụng tăng trưởng 2023-2028 ~9%/năm (Euromonitor) và tiềm năng tăng trưởng đến từ đòn bẩy tài chính tiêu dùng ước tính quy mô dư nợ tài chính tiêu dùng chỉ chiếm ~28% GDP danh nghĩa với CAGR 2023-2028 ước đạt 16%/năm (theo ước tính BSC research)
- Xu hướng cạnh tranh mới đến từ (i) nhu cầu tiện lợi, dịch vụ vượt trội và chương trình khách hàng thân thiết kiến tạo thói quen tiêu dùng, khai thác nhãn hiệu riêng (Private label ~ chiếm 38% tỷ trọng tại các nước phát triển(EU) (ii) ứng dụng công nghệ nhằm tối ưu hóa chi phí hoạt động (tăng biên EBITDA từ 1-2%) theo Mckinsey (iii) Tiềm năng M&A giữa các chuỗi và mở rộng chuỗi giá trị.

Hình: các chính sách kích thích kinh tế được kỳ vọng hỗ trợ tâm lý tiêu dùng từ cuối 2025



Nguồn: Kantar

Hình: Tiềm năng tăng trưởng định giá đến từ khả năng tăng trưởng quy mô



Nguồn: Kantar, Mckinsey, Euromonitor BSC Research

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.